



东海证券  
DONGHAI SECURITIES

# 长风破浪：中国经济可能会偏乐观一点

2023年4月25日

证券分析师：

胡少华，S0630516090002

刘思佳，S0630516080002

联系人：高旗胜

邮箱：gqs@longone.com.cn



# CONTENTS

## 目录

01

国内经济：喜忧参半有亮点

02

国际形势：政治格局转好 美国风险增加

03

资本市场：长期向好短期有不确定性

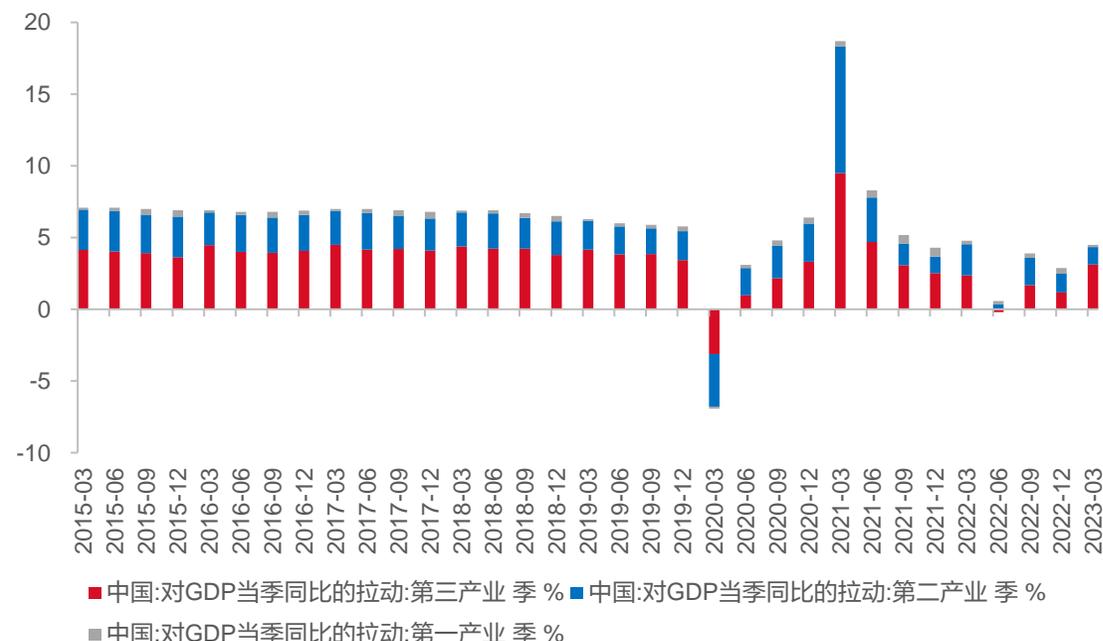
# 1.1. Q1GDP增速超预期，但内生动力不足

- 2023年一季度GDP不变价同比4.5%，高于Wind一致预期的4.0%，第三产业的拉动达到3.13%，为主要贡献项。
- 经济的结构性矛盾仍然存在，通胀与信贷的背离，M2M1剪刀差的扩大，青年失业率的上行，内生动力仍显不足。

### 2023年一季度经济增速好于预期



### 第三产业是增长主要贡献项

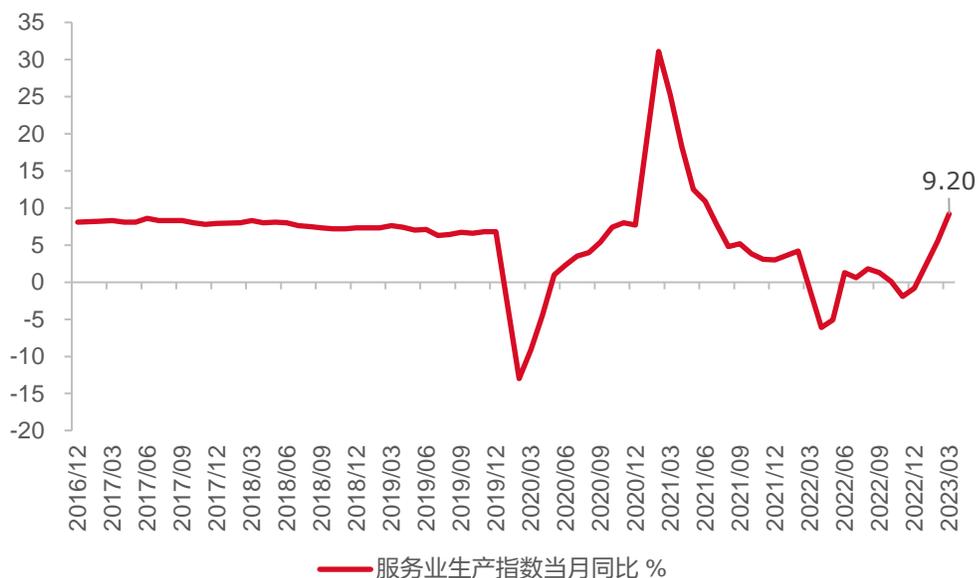


资料来源：Wind，东海证券研究所

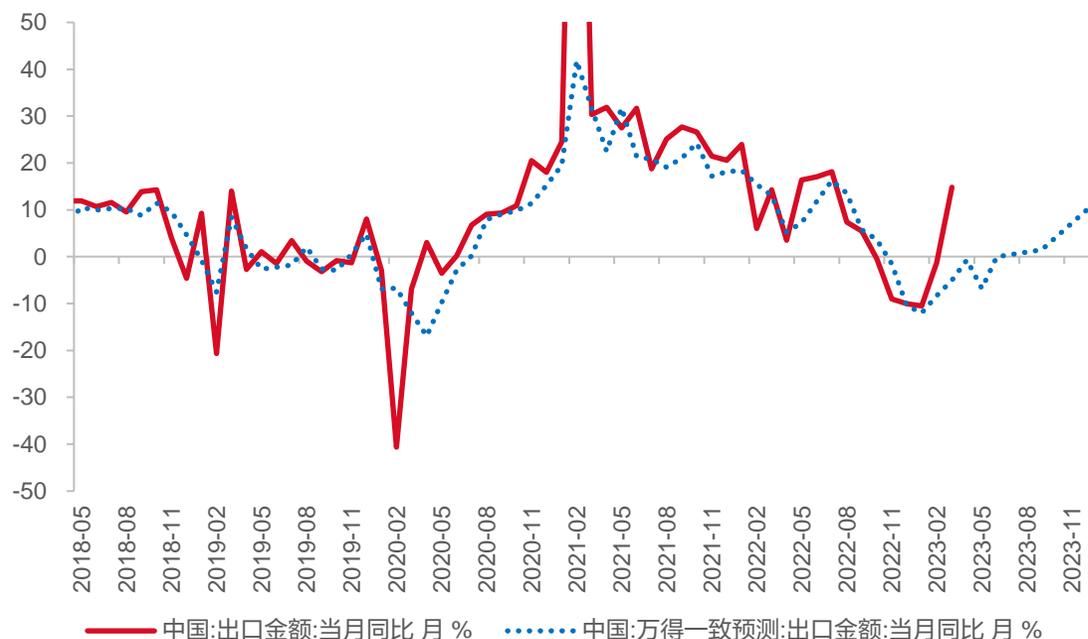
# 服务业、出口超预期，消费恢复较好

- 服务业、出口超预期，消费恢复较好。
- 3月，服务业生产指数同比已经回升到9.20%，服务业PMI升至56.9%，低基数下已超疫情前水平。
- 3月出口增速回升至14.8%，2022年9月以来首次转正。

## 服务业恢复较好



## 出口超预期



资料来源：Wind，东海证券研究所

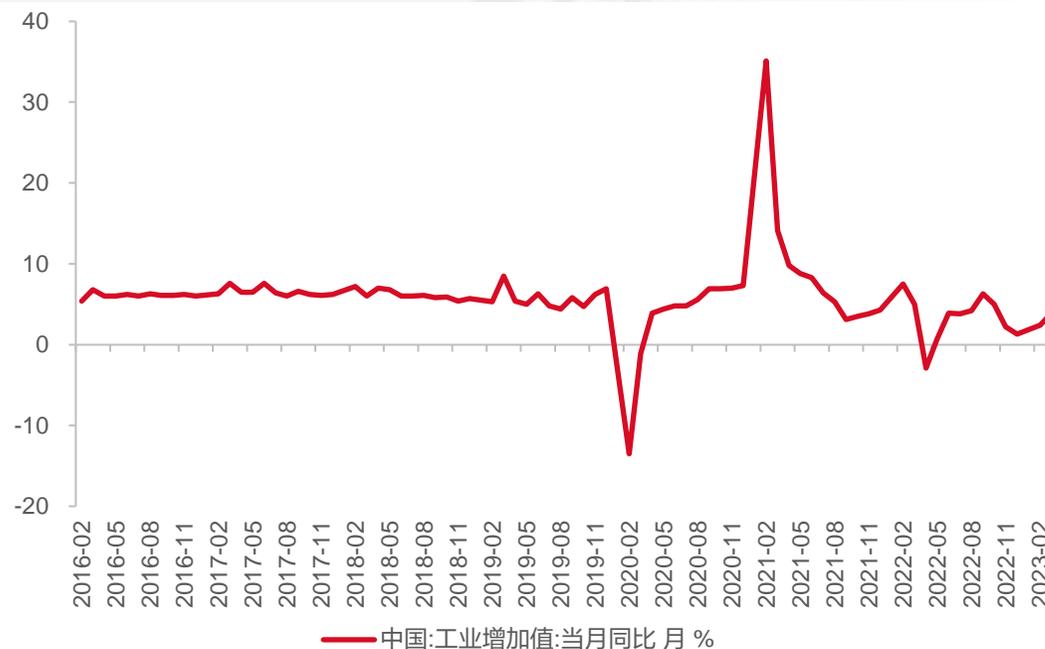
# 制造业内生动力不足

- 企业投资意愿不足，固定资产投资增速4.7%，上月5.5%。制造业固定资产投资增速6.2%，上月8.1%，房地产固定资产投资-7.2%，上月-5.7%，继续下行。政府投资继续托底，基建投资增速8.7%，上月9.0%，相对较有韧性。
- 工业增加值在低基数情况下小幅上行。3月，规模以上工业增加值同比增长3.9%，较1-2月加快1.5个百分点。

## 制造业固定资产投资增速下行



## 工业增加值在低基数情况下小幅上行



资料来源：Wind，东海证券研究所

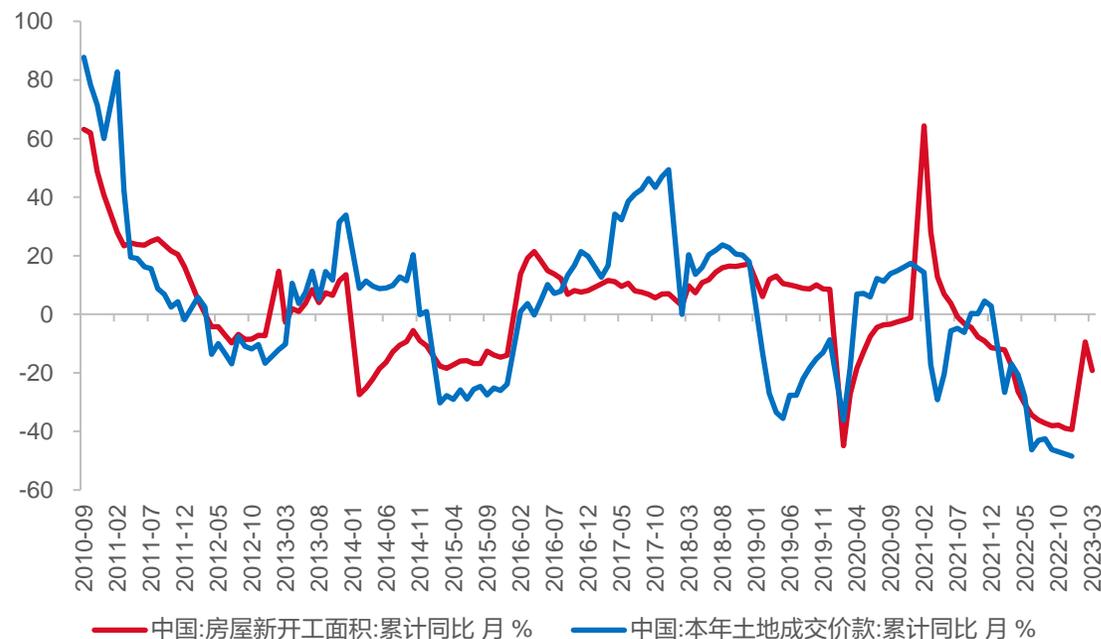
# 1.2. 预计房地产拖累减弱，基建仍偏强

□ 3月房地产开发投资增速继续下行，但已从低点有所回升。2021年下半年开始，房企信用问题持续发酵，销售放缓、现金流紧张等问题凸显，部分项目烂尾、弃房断贷等事件导致房地产风险加大。2023年3月房地产开发投资、新开工面积等指标继续下滑。

### 房地产开发投资增速



### 房地产新开工面积及土地成交价款增速

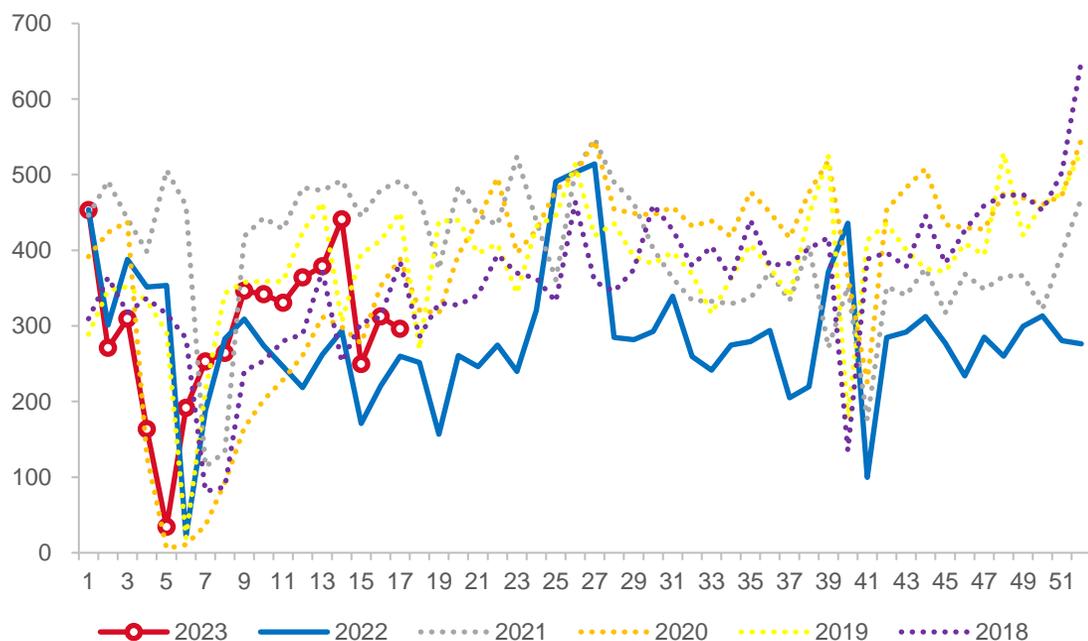


资料来源: Wind, 东海证券研究所

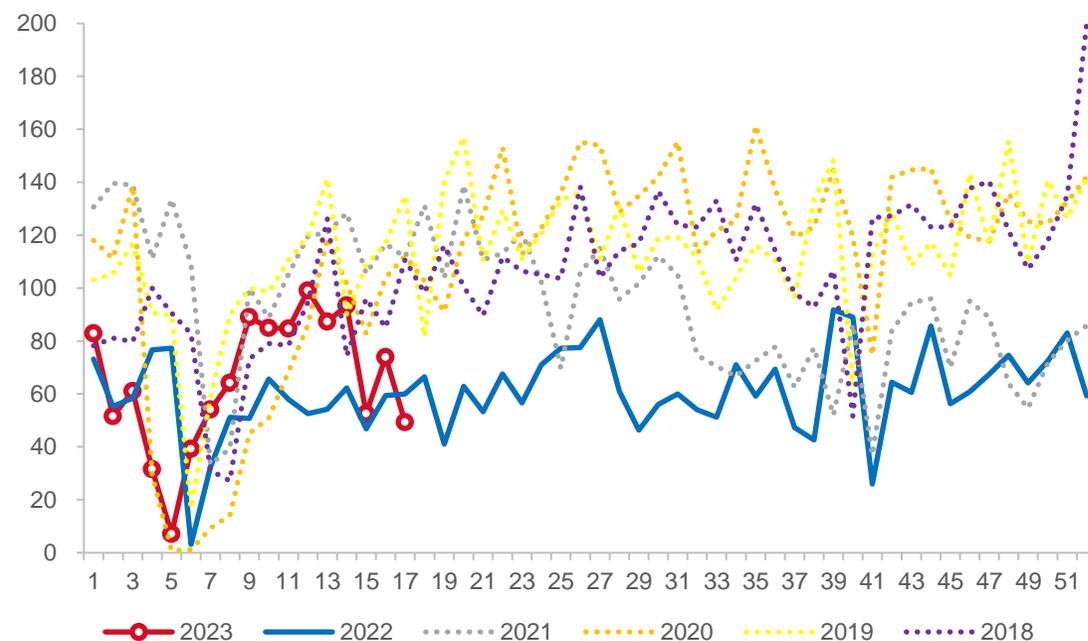
# 销售端：逐步回暖可能性较大

- 四月商品房成交面积又有所回落。从高频数据来看，4月30大中城市商品房成交面积有所回落，但仍略高于2022年同期水平。其中三线城市表现较弱，低于2022年同期水平。

## 30大中城市商品房成交面积，万平方米



## 三线城市商品房成交面积，万平方米

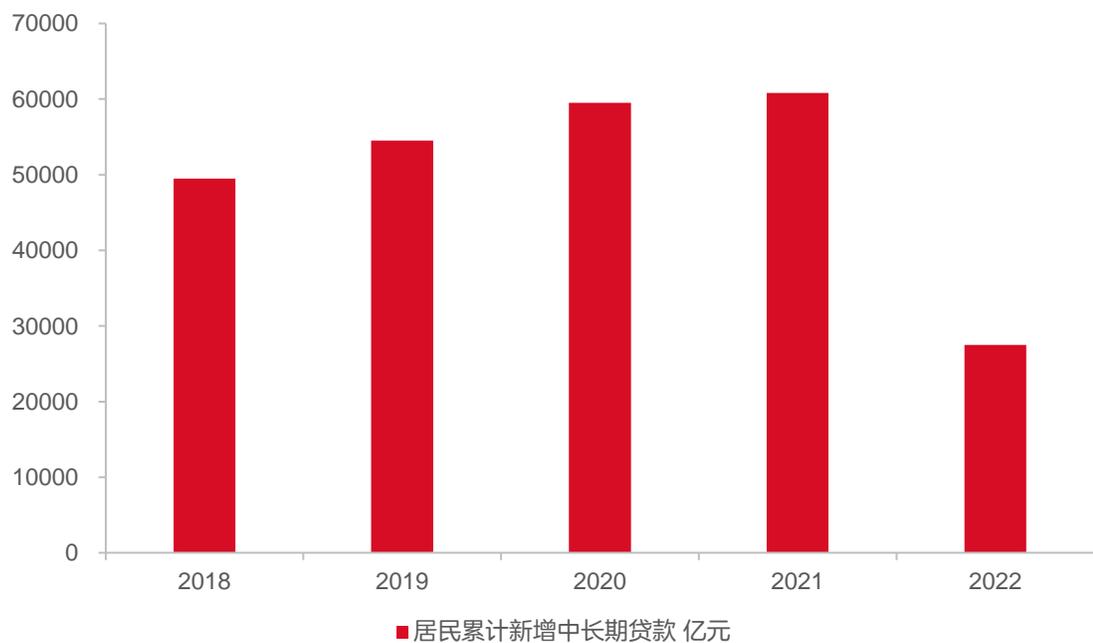


资料来源：Wind，东海证券研究所

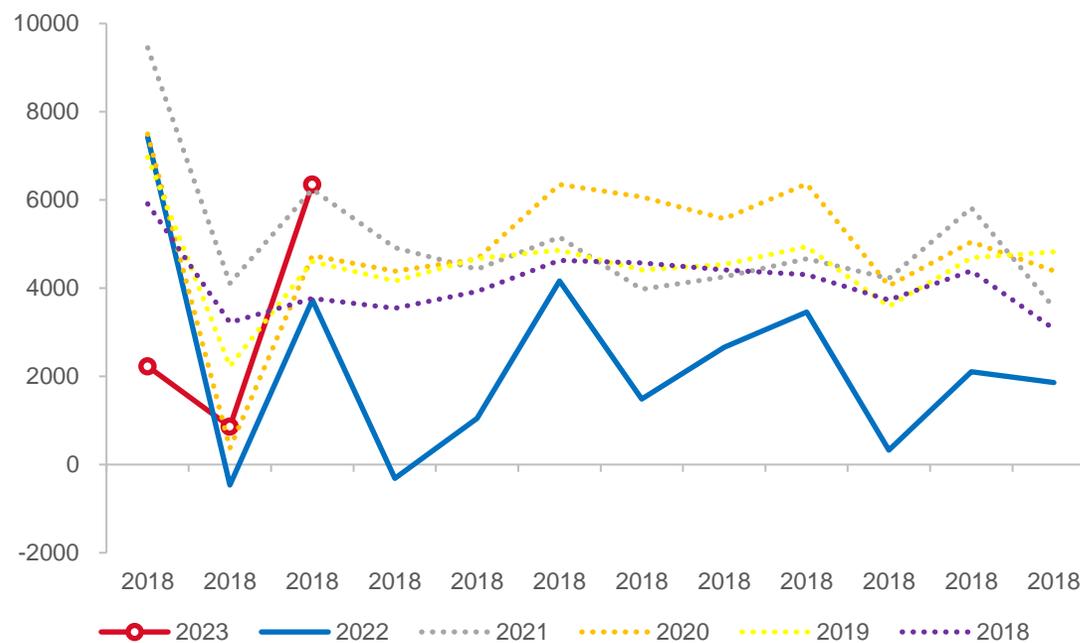
# 居民购房贷款报复性上升

- 2022年全年，金融机构新增人民币贷款21.31万亿元，其中居民中长期贷款新增2.75万亿元，较上年同期少增3.33万亿元。
- 2023年一季度，居民中长期贷款新增9442亿元，其中或有积压需求集中释放的影响。

### 2018-2022年居民新增中长期贷款对比



### 居民中长期贷款、按揭贷款增速快速上升，亿元

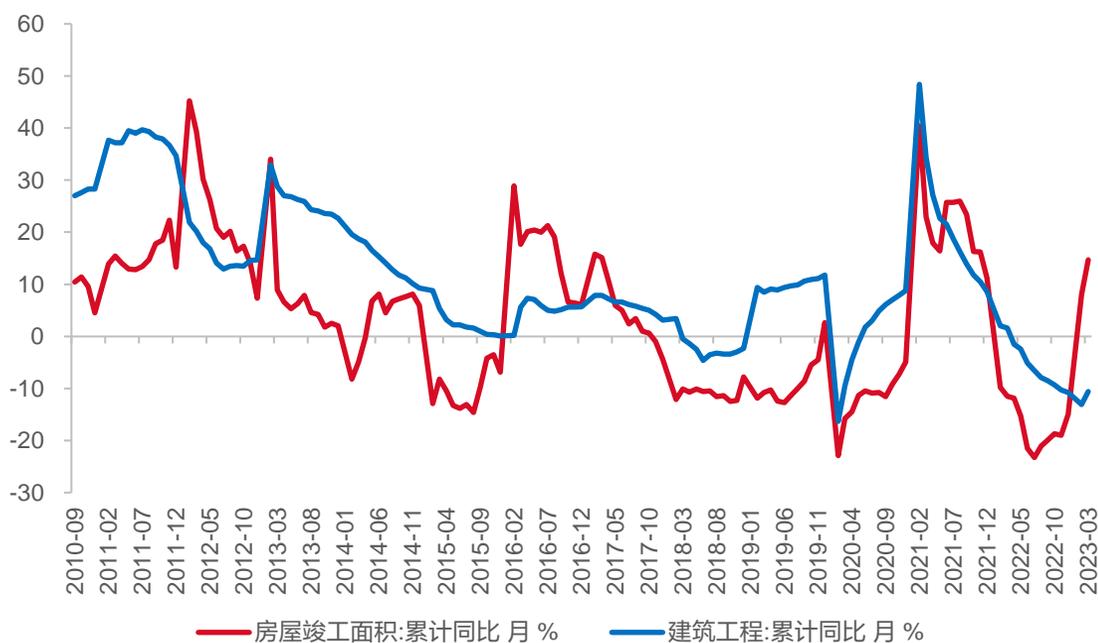


资料来源: Wind, 东海证券研究所

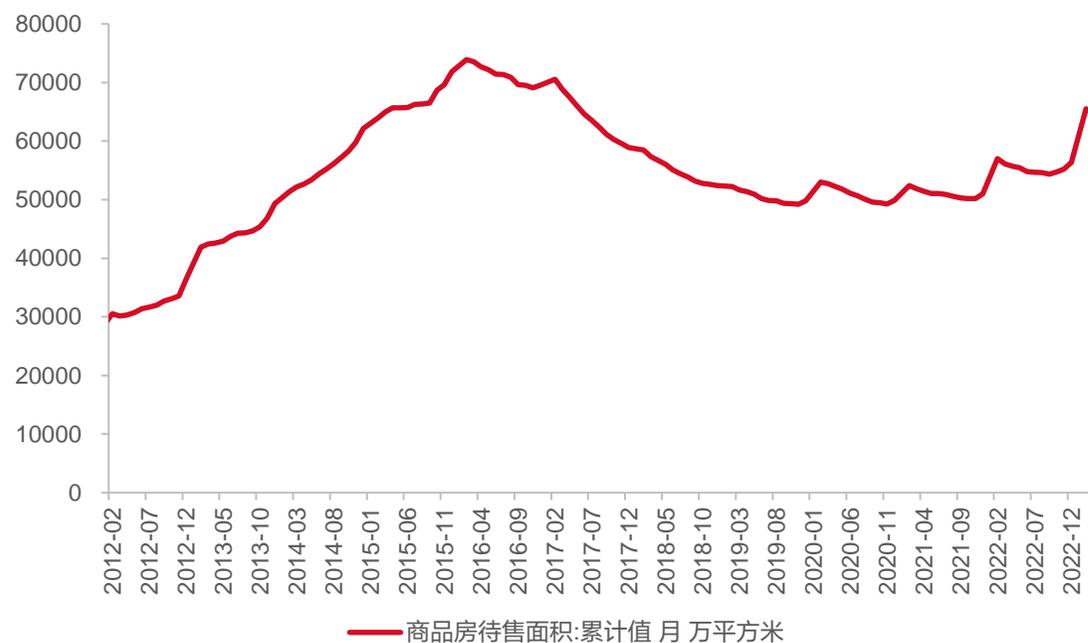
# 竣工端：快速回升

- 2022年下半年以来，在“保交楼”政策推动下多地成立房地产纾困基金项目，同时地产“三支箭”对企业提供的资金支持规定，所筹资金以“保交楼、保民生”用途为主，2023年竣工端回升速度很快。

## 建筑工程和竣工面积增速



## 商品房待售面积有所上升

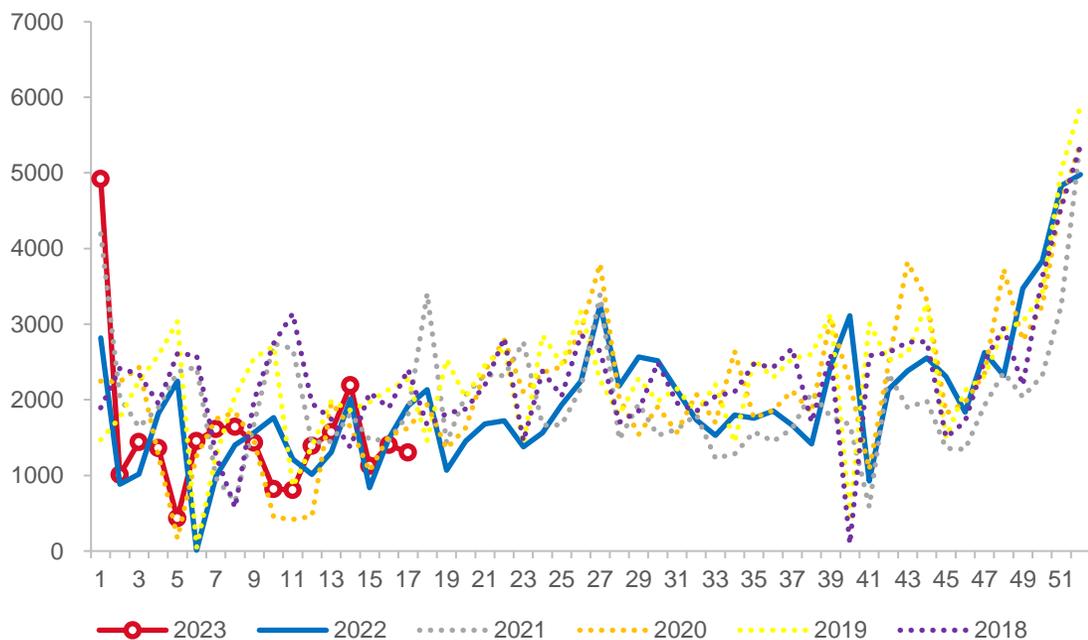


资料来源：Wind，东海证券研究所

# 开工端：明显改善的难度不小

- 开工端：1) 2023年房企新开工的积极性取决于销售端企稳的节奏；2) 短期来看企业资金压力仍然较大、投资拿地预期偏弱；3) 现有商品房库存水平整体较高，二线城市去化周期普遍超过30个月，三四线城市更长；4) 2022年地方国资作为拿地主力托底土地市场，但其获取土地后入市节奏普遍较慢，拖累新开工规模增长。

### 百大城市土地成交占地面积，万平方米



### 房地产开发资金来源增速

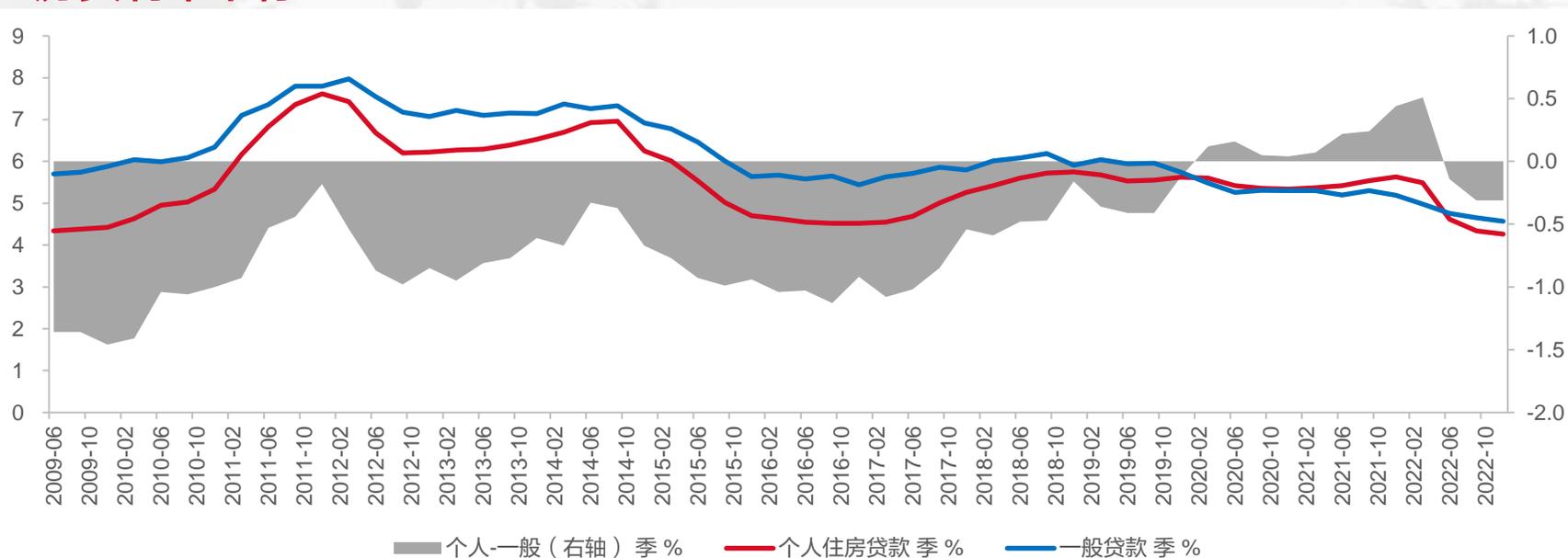


资料来源：Wind，东海证券研究所

# 政策面：估计继续积极

- 在2022年7月末，中共中央政治局会议上提出的“保交楼、稳民生”，为稳定房地产市场预期、促进房地产市场平稳发展定下主基调。此后，政策端展现出积极之势，支持房地产市场企稳的政策接连不断。
- 中央经济工作会议提到“确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况；支持刚性和改善性住房需求。”

## 房贷利率下行

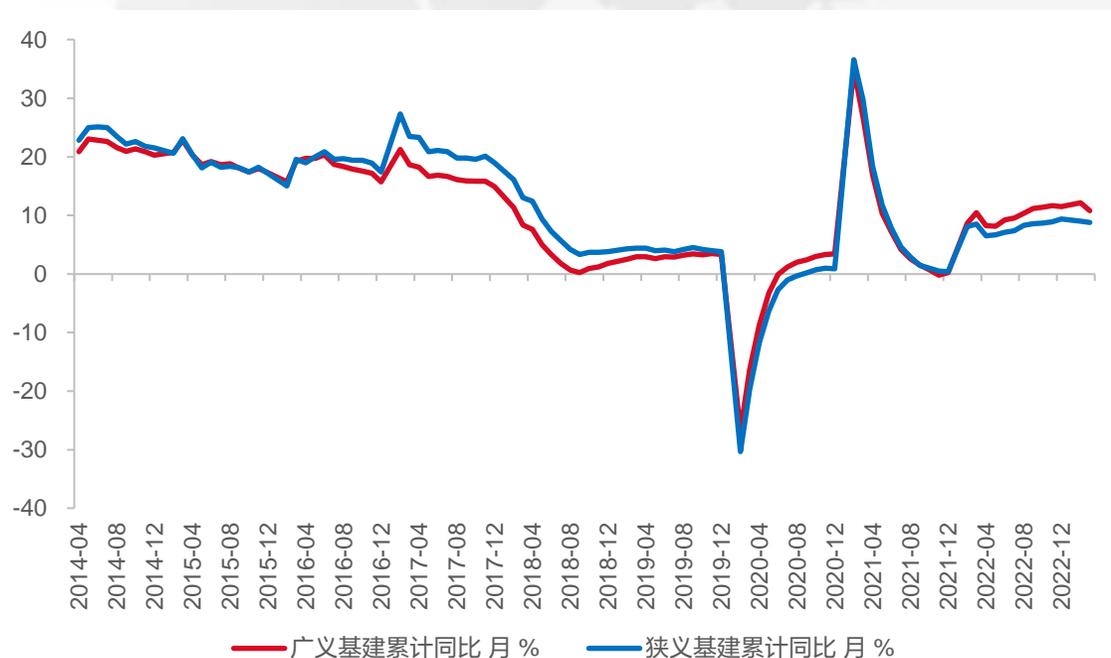


资料来源：Wind，东海证券研究所

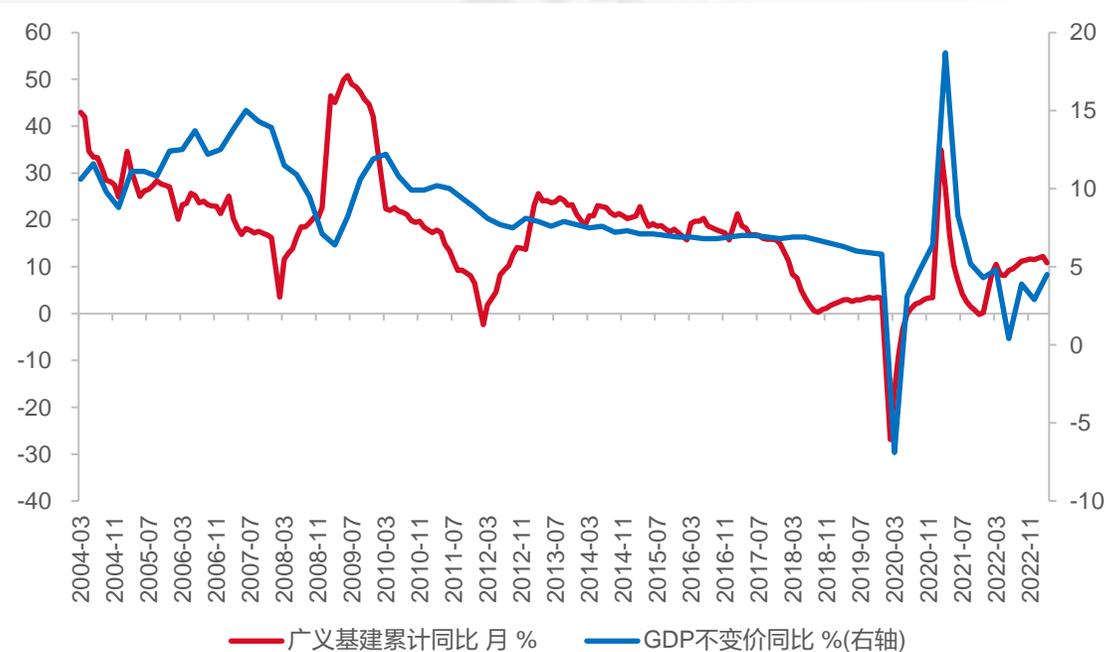
# 基建估计继续托底

- 基建投资增速维持高位，但增速有所回落。2023年3月，广义基建投资累计同比增长10.8%。回顾2022年基建投资保持高增速的亮眼表现，主要原因在于资金、项目两端协同发力。

### 广义基建投资与狭义基建投资增速



### 广义基建投资与GDP增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

# 2023年基建增速估计小幅回落但仍有支撑



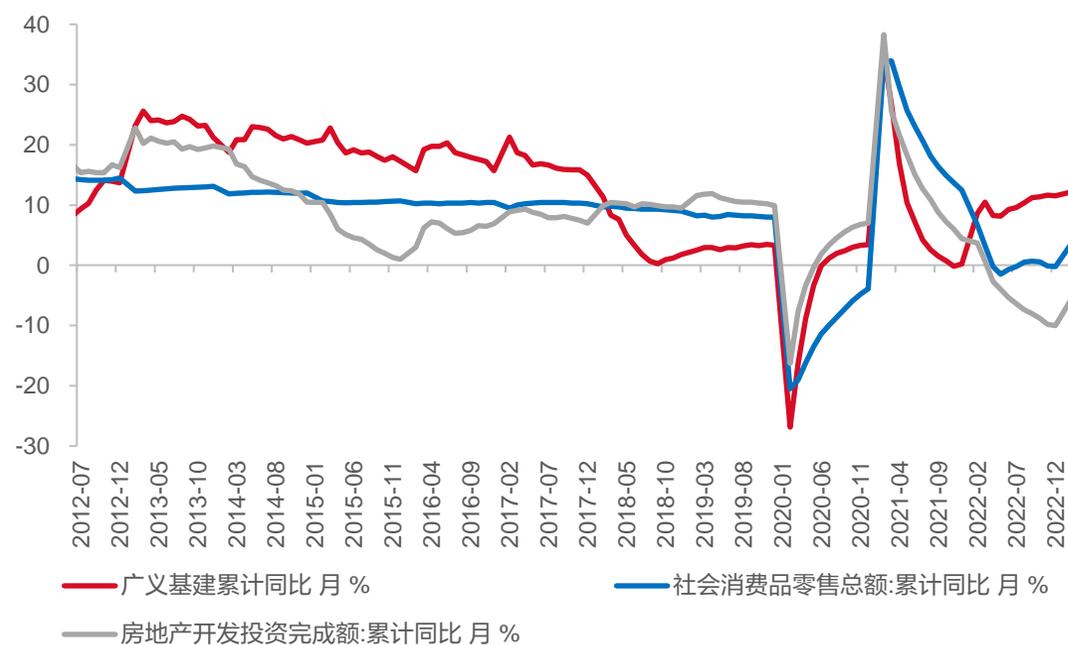
- 展望2023年，基建投资增速预计高位小幅回落，广义基建投资同比或8%-10%。
- 从资金来源来看，专项债和政策性开发性金融工具仍具支撑作用。在疫情管控力度逐步弱化的情况下，经济企稳仍需一定时间，上半年基建可能将继续保持发力。待经济复苏趋稳后，基建托底经济增长的必要性或将减弱。

## 2019-2022提前批专项债下达情况

	下达时间	下达额度 万亿元	下达额度占上年额度比重 %
2019	Dec-18	0.81	60.00%
2020	Jan-19	1	46.50%
2021	Mar-21	1.77	47.20%
2022	Dec-21	1.46	40.00%
2023	Dec-22	2.19	60.00%

资料来源：公开资料整理，Wind，东海证券研究所

## 基建与房地产、社零增速对比



# 1.3. 政策面估计会更有力度

- **政策可能从防风险转向稳增长：**十八大以来，反腐败斗争取得压倒性胜利并全面巩固，消除了党、国家、军队内部存在的严重隐患；十九大以来，防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战取得可喜成绩，这些都为经济的下一步发展奠定了较好基础。二十大指出，从现在起，我党的中心任务是全面建成社会主义现代化强国，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，发展是党执政兴国的第一要务，没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国。
- **国际不确定性较大：**国际大周期处于下行阶段，一些发达国家逆全球化盛行，“脱钩”力度加大，国际不稳定性大幅上升。俄乌冲突中，美元霸权、军事霸权、经济制裁手段影响极大。
- **出口高增速难持续：**2020年疫情爆发后，受益于我国完善的产业链供应链体系和成本优势，出口增速保持在较高水平。但在主要发达经济体经济下行的背景下，海外需求回落的可能性上升，我国出口保持高增速的难度较大。

# 政府发展的积极性估计会更高

## 1. 政府发展的积极性估计会更高

3月13日，国务院总理李强回答中外记者提问，指出：不能光踩刹车、不踩油门。

3月24日，国务院常务会议，研究优化完善部分阶段性税费优惠政策，预计每年减负规模达4800多亿。

## 2. 民营企业估计会更受重视

3月13日，总理回答中外记者提问时指出，要依法保护企业产权和企业家权益，促进各类经营主体公平竞争，支持民营企业发展壮大。

4月21日，中央全面深化改革委员会，审议通过了《关于强化企业科技创新主体地位的意见》《关于加强和改进国有经济管理有力支持中国式现代化建设的意见》《关于促进民营经济发展壮大的意见》。

3月28日，**国家网信办**：打算开展严厉打击网上恶意损害企业和企业家形象声誉的违法违规行为。

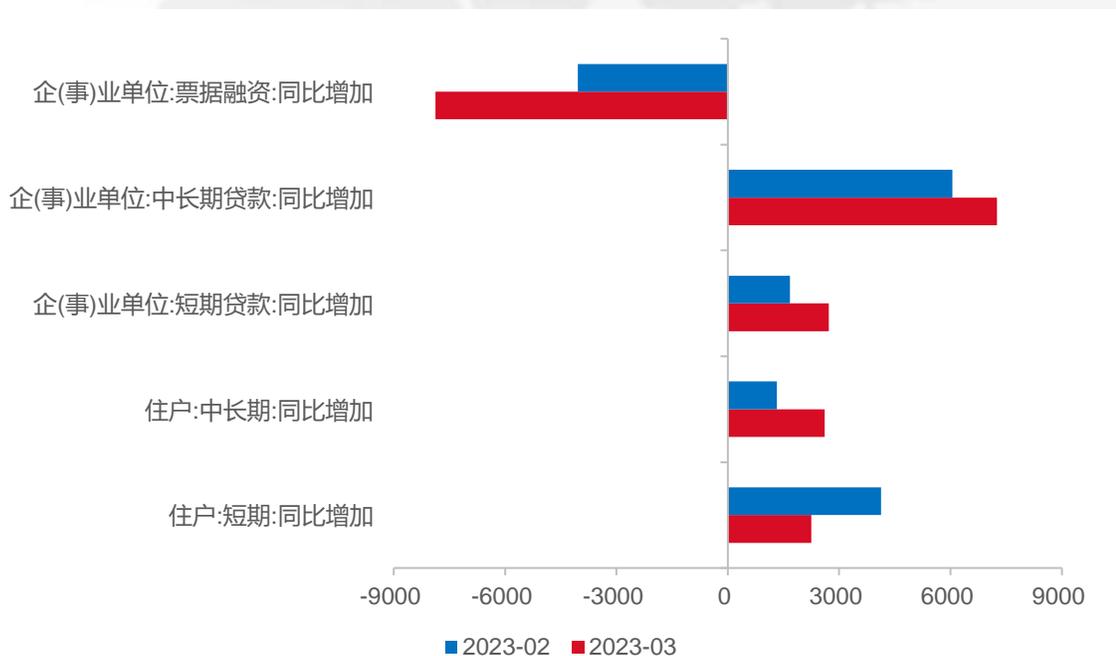
3月27日，荣盛控股拟将10.13亿股（占公司总股本的10%加一股）以24.3元/股，转让给沙特阿美旗下AOC，对价总额246亿元。同时，**荣盛石化与沙特阿美签署了战略合作协议**，建立了战略合作关系。

**3. 重点：**（1）扩大内需。（2）加快科技自立自强步伐。（3）把发展经济的着力点放在实体经济上。（4）全面推进城乡、区域协调发展。（5）进一步深化改革开放。

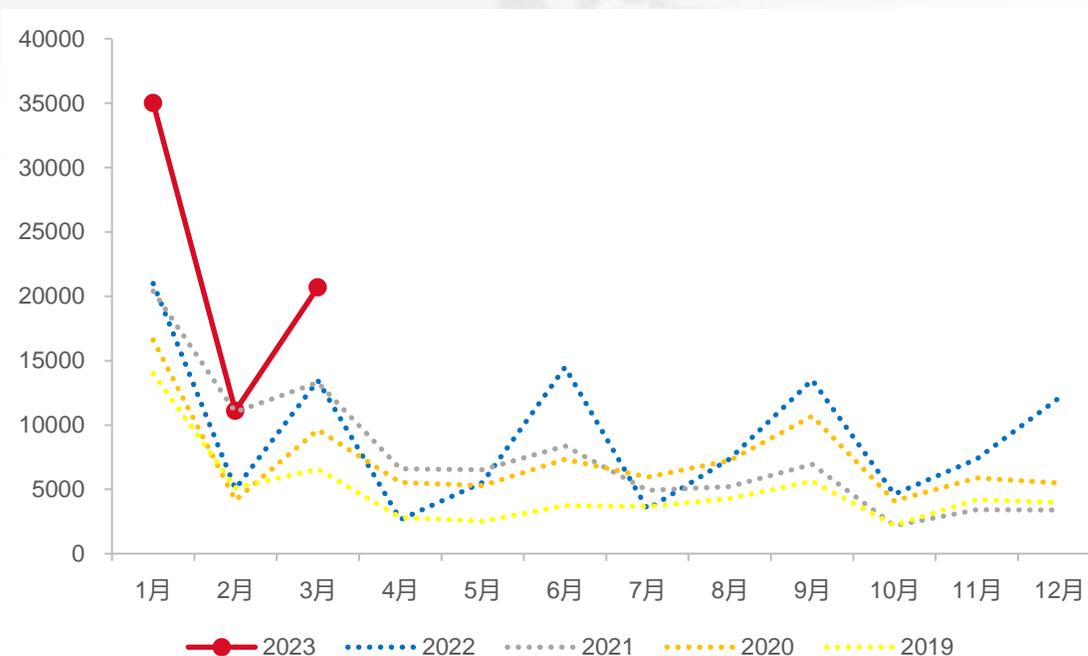
# 货币政策或将保持适度宽松

- 2022年中央经济工作会议提到，继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域的支持力度。估计宽信用仍将发力，其中结构性工具重要性仍然较强。

## 人民币贷款同比多增结构，亿元



## 企业中长期贷款季节性规律，亿元

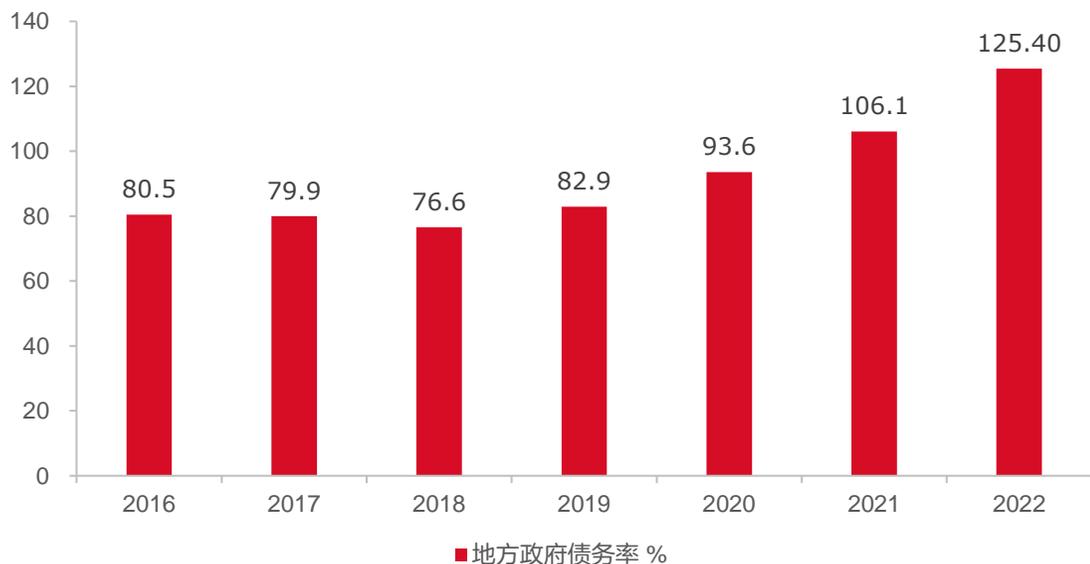


资料来源: Wind, 东海证券研究所

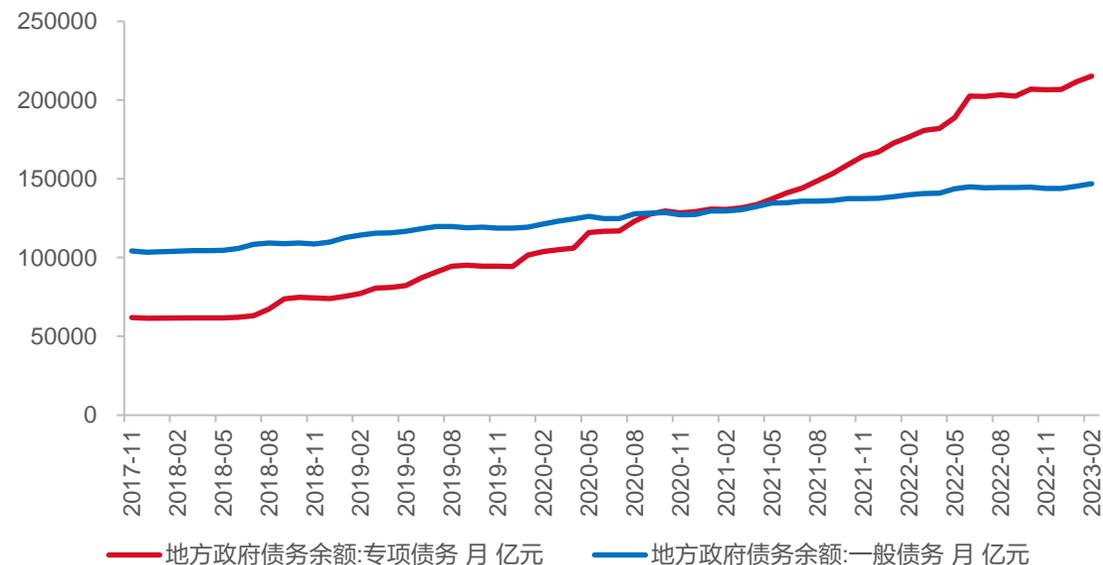
# 注意地方债务风险

- 地方政府加杠杆空间有限，注意城投债务等风险。据财政部介绍，2016-2019年地方政府债务率持续位于90%以下；2020年开始地方政府债务快速累积，当年地方政府债务率为93.6%，2021年升至106.1%，2022年超过120%，达到125.4%。总体来看，2023年地方政府再加杠杆的空间不是太大。

### 地方政府债务率



### 地方政府专项债和一般债余额



资料来源: Wind, 东海证券研究所

# CPI相对稳定

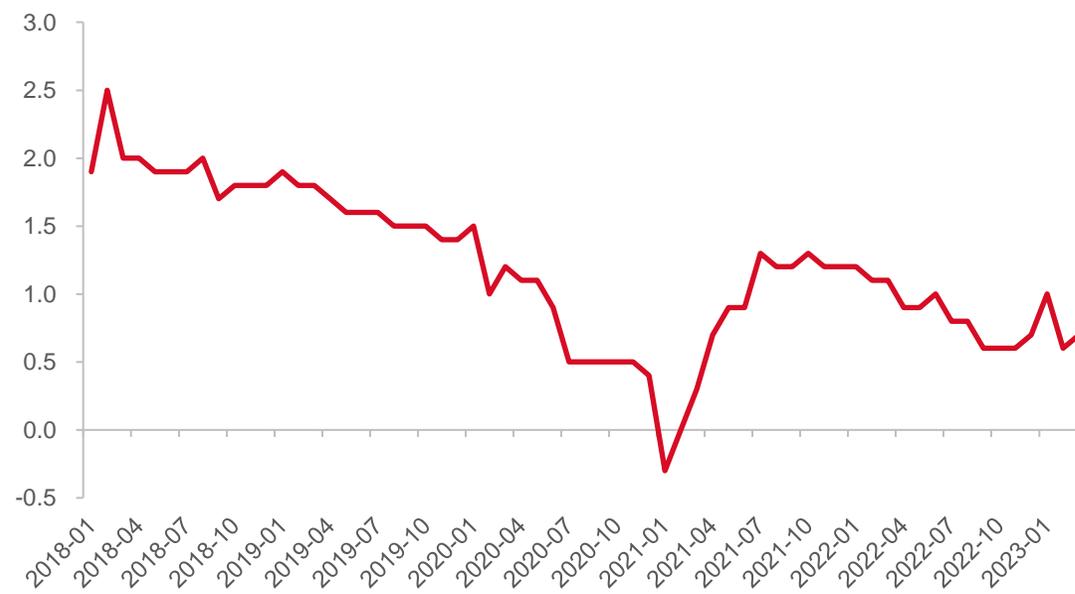
- 2022年，虽然猪价上行，但核心CPI始终较弱，下半年极端天气影响下食品价格有过一定扰动，主要体现在三季度，但整体通胀压力不大。3月CPI为0.7%，上月1.0%
- 展望2023年，猪价压力减弱，但国内需求复苏下，核心通胀有回升的可能，或带动相关非食品价格上涨。一季度受基数影响，或有结构性通胀压力。但从全年来看，CPI估计将保持稳定，整体或有小幅抬升。

### CPI当月同比



— CPI:当月同比 月 %

### 核心CPI当月同比



— 核心CPI:当月同比 月 %

资料来源: Wind, 东海证券研究所

# 通缩可能性较小

- PPI下行与国际商品需求不旺有一定关系。2023年海外需求或将明显回落，部分商品受供给限制可能仍然偏紧，但总体以国际定价为主的商品价格下行概率大于上行概率，输入性通胀压力减小，而国内保供稳价预计持续推进，煤炭等能源价格较难大涨。
- PPI高基数影响减弱。
- 整体来看，PPI或将小幅回升，但上行空间有限。2023年3月PPI同比-2.5%，前值-1.4%。

## PPI同比仍处于负值区间



## 国际大宗商品价格偏弱



资料来源: Wind, 东海证券研究所

# 商品价格估计相对稳定

□ 商品价格总体趋于下行。

期货收盘价：WTI原油



期货收盘价：螺纹钢



环渤海动力煤综合平均价格指数



有色金属指数



资料来源：Wind，东海证券研究所



# CONTENTS

## 目录

01

国内经济：喜忧参半有亮点

02

国际形势：政治格局转好 美国风险增加

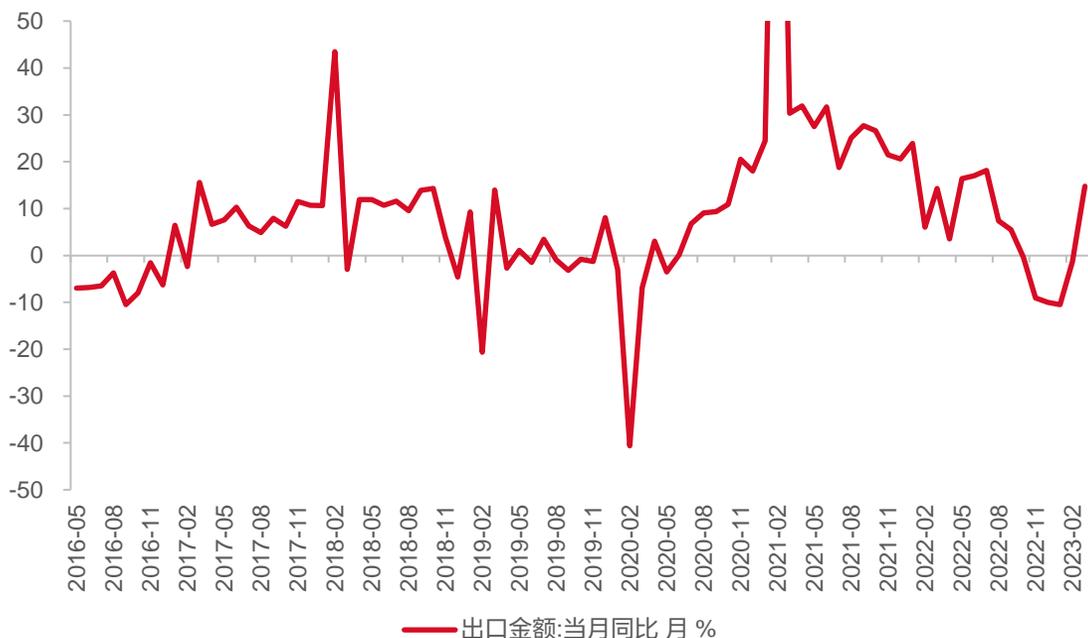
03

资本市场：长期向好短期有不确定性

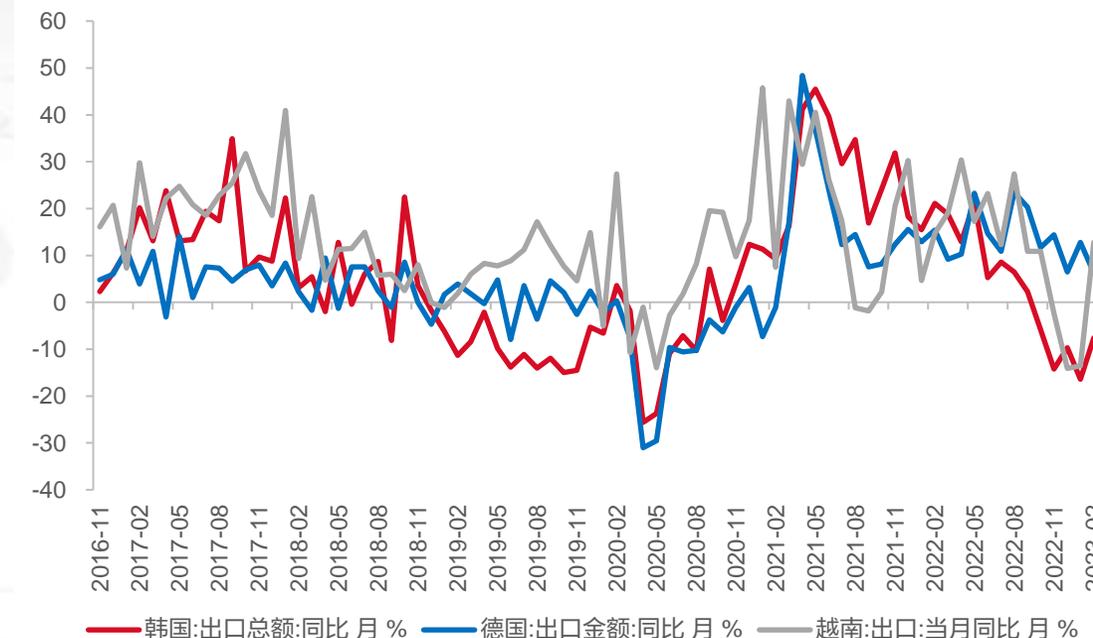
# 2.1. 出口超预期有一定的可持续性

- 3月出口超预期，同比增长14.8%，有此前积压出口订单报复性反弹因素，也有我国出口格局优化因素。
- 美欧西方国家经济增速下行，需求下降，不利于出口，韩国、德国、越南等代表性出口国的出口增速下降幅度较大，未来估计也偏弱。

## 中国出口增速超预期回升



## 韩国、德国、越南出口明显下行

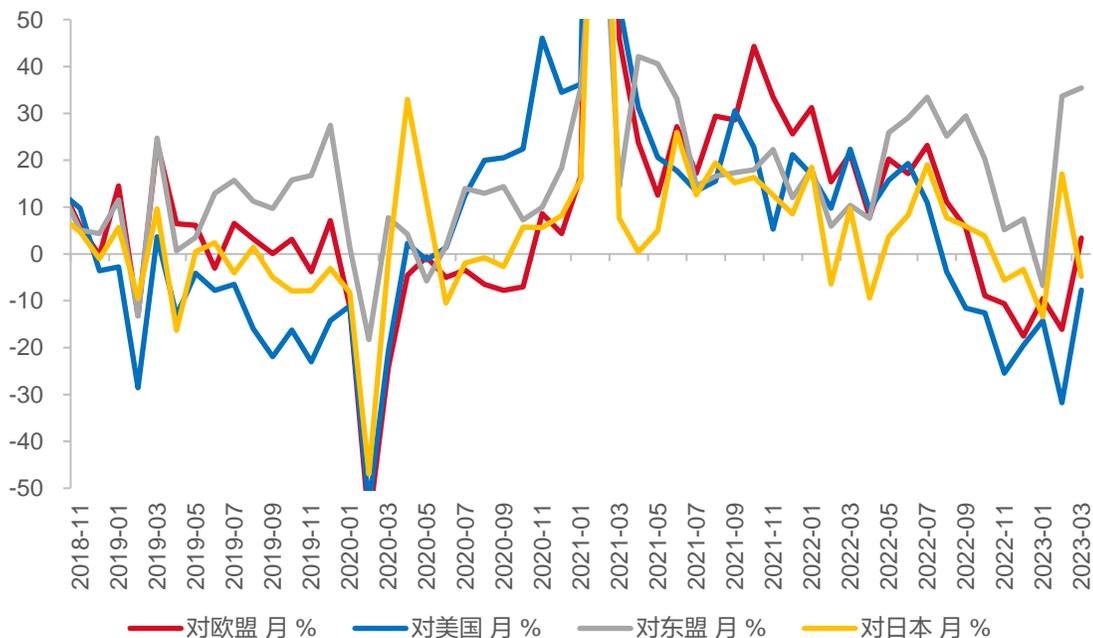


资料来源：Wind，东海证券研究所

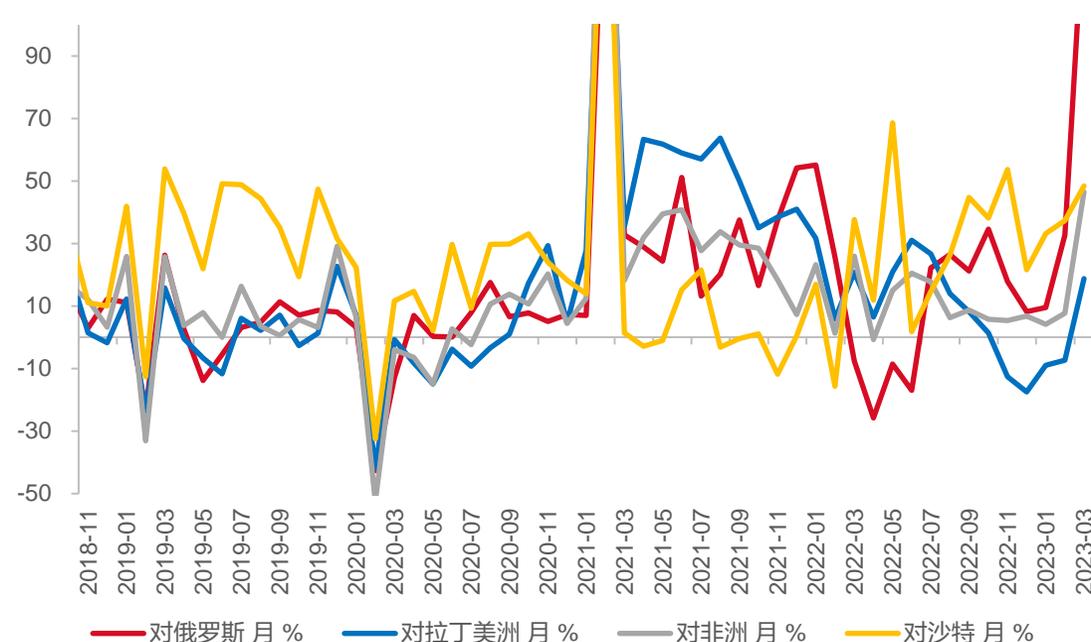
# 国际格局变好，出口地结构大幅优化

- 国际格局变好：俄罗斯、中东。
- 出口地优化：对东盟出口增速继续上升，对俄、中东、非洲等出口增加。

## 中国对东盟出口加速，对欧美日等出口下行



## 中国对俄、中欧、非洲、南美、中东出口增速上行



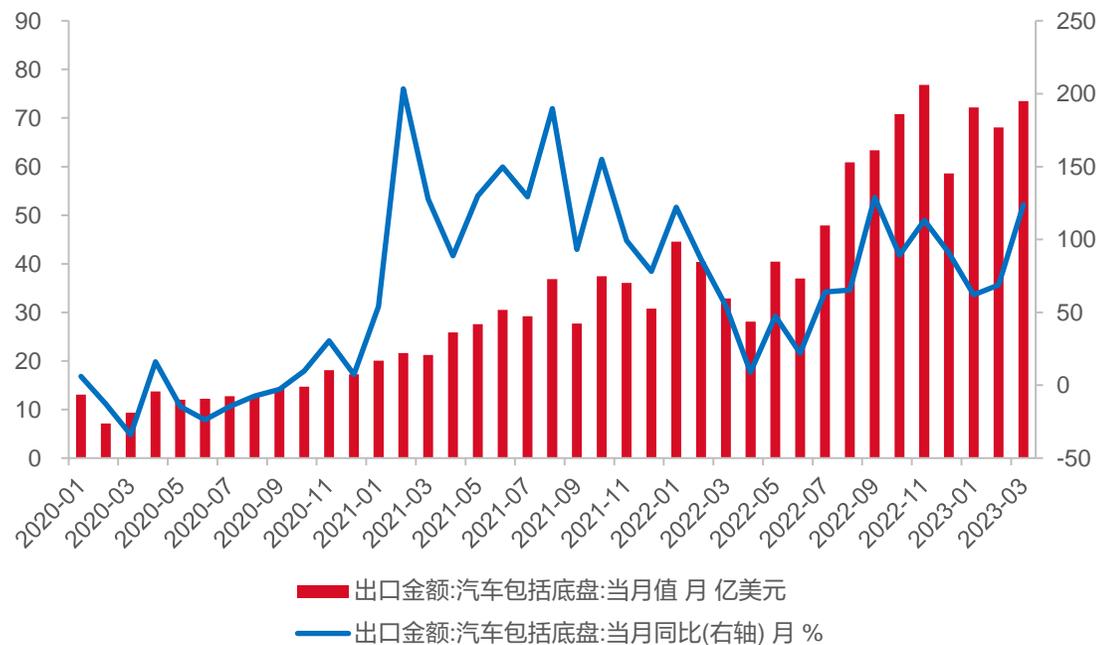
资料来源：Wind，东海证券研究所

# 汽车出口保持较快增长，新能源出口有优势

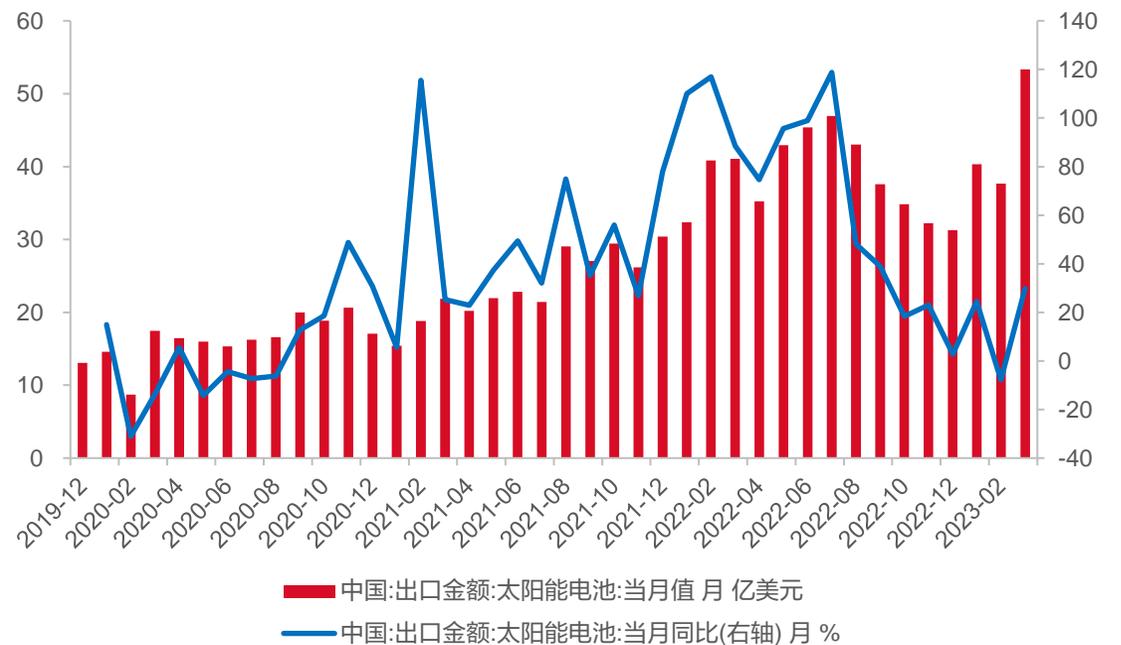


- 汽车出口保持较快增长。3月当月出口金额同比达到123.8%。
- 新能源出口有优势。据光伏协会行业协会统计，2022年全国光伏产品（硅片、电池片、组件）出口总额约512.5亿美元，同比增长80.3%。

## 中国汽车出口快速增加



## 太阳能电池出口金额保持高位



资料来源: Wind, 东海证券研究所

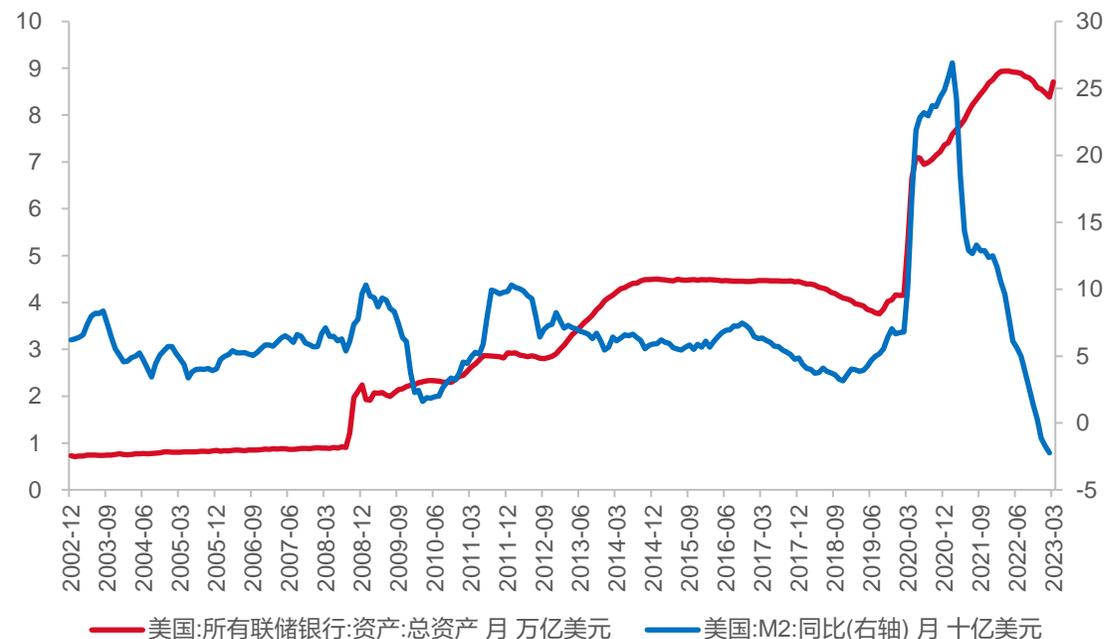
## 2.2.美国风险增加

- 美联储5月份继续加息25个基点的可能性较大。为控制通货膨胀，美联储不得不快速加息，2022年以来，美联储共完成9次加息，累计加息475个基点。
- 美国金融收缩。2023年3月，美国M2增速已经从2021年初的25%以上回落到-2.2%。

### 美国联邦基金目标利率与PCE



### 美国M2同比与美联储总资产

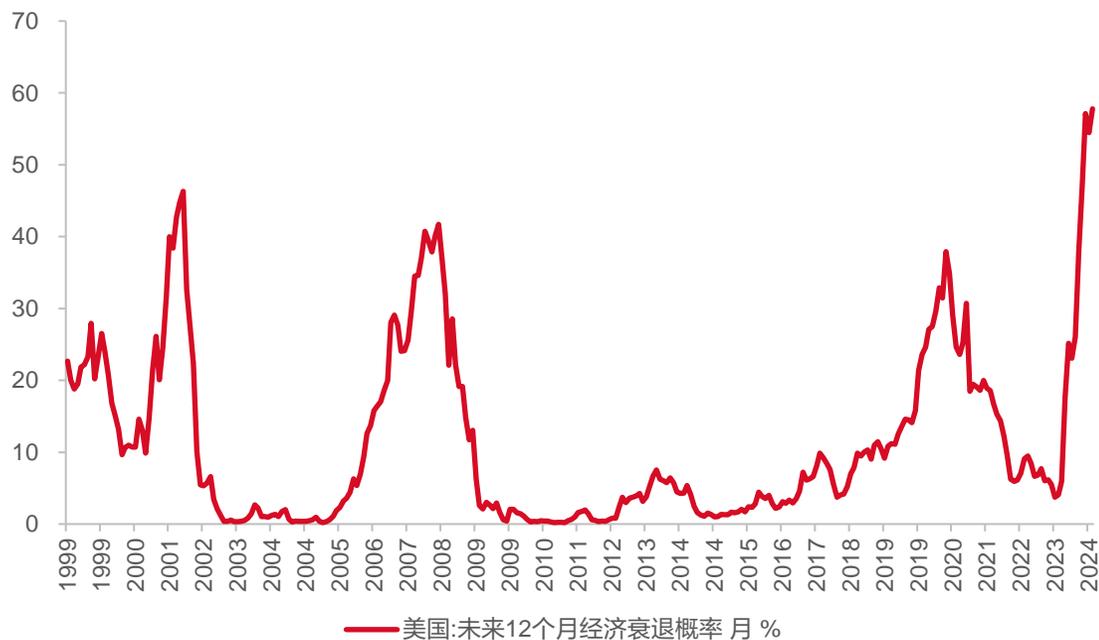


资料来源：Wind，东海证券研究所

# 下半年美国衰退可能性逐步增加

□ **经济增速下行：**随着利率不断走高，加息对美国经济的抑制作用开始逐步显现，美国购房意愿、居民消费出现回落。纽约联储预计下半年美国经济衰退概率将快速上升。2022年四季度，美国不变价GDP环比折年率2.6%。虽然当前美国经济仍展现出一定韧性，但预计下行的趋势不变。美债长短端收益率持续倒挂，预示美国经济衰退风险加剧。

## 美国衰退概率在下半年快速上升



## 美债长短端收益率倒挂

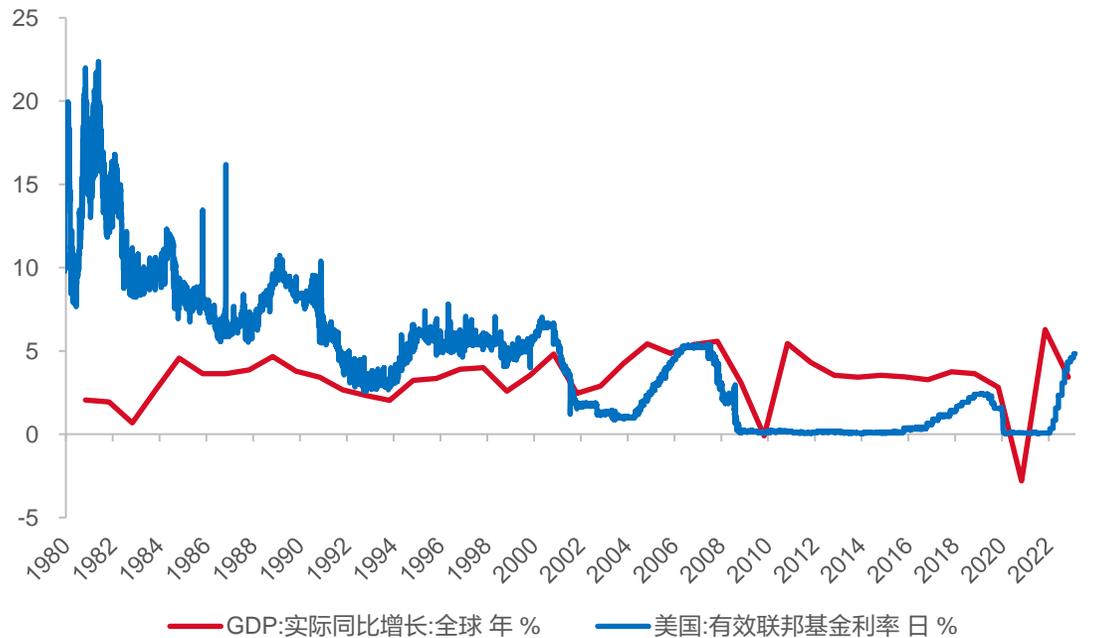


资料来源：Wind，东海证券研究所

# 在美联储加息末期常有危机发生

□ 加息末期，全球美元流动性收缩，资本自新兴市场国家大规模流出，以及高利率的环境下，易形成危机和风险。

## 美联邦基金利率与全球GDP增速



## 美元指数与日元、人民币汇率

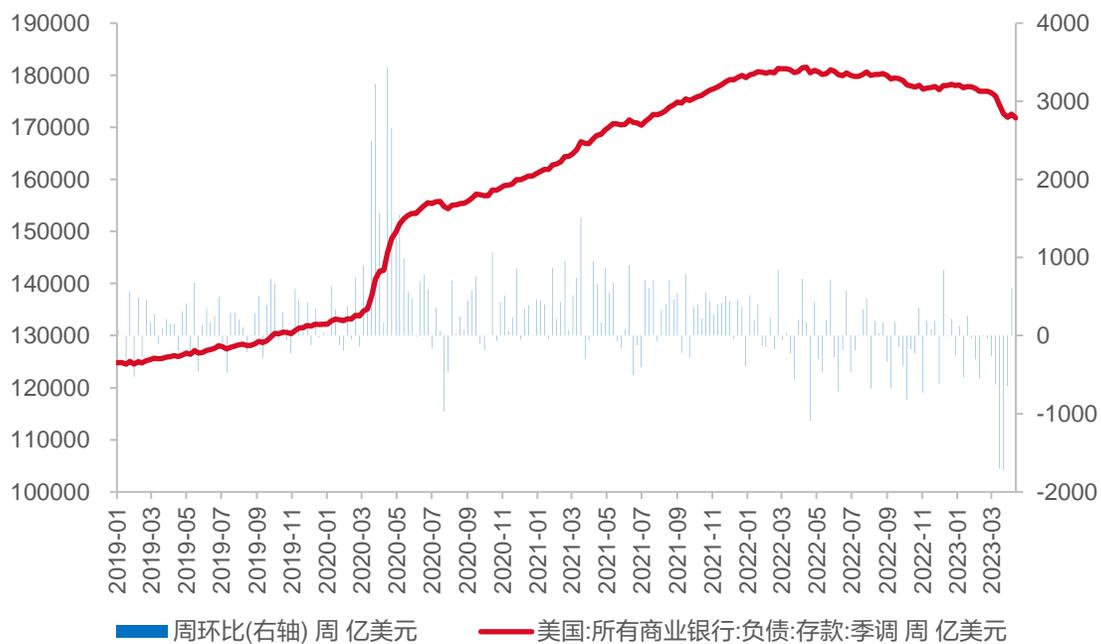


资料来源: Wind, 东海证券研究所

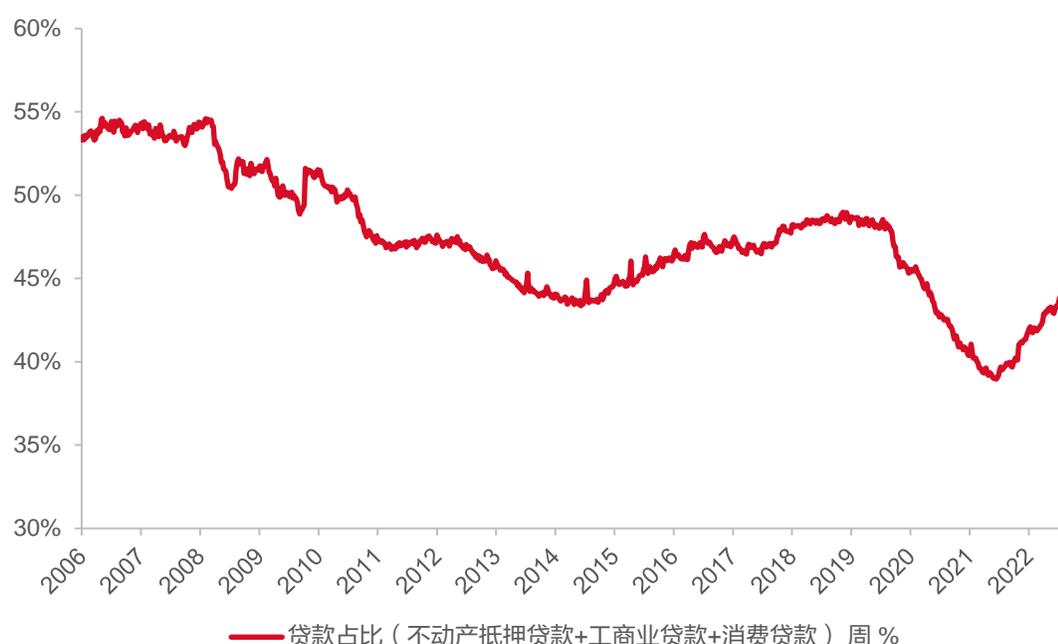
# 从硅谷银行看美国银行业风险

- 美国商业银行存款持续流出。截至4月12日，今年年内美国所有商业银行存款流出供给6199亿元。
- 长期来看，美国商业银行资产端贷款的占比有所下降，特别是工商业贷款和消费贷款。

## 美国银行存款继续流出



## 美国银行业资产构成中贷款占比下降

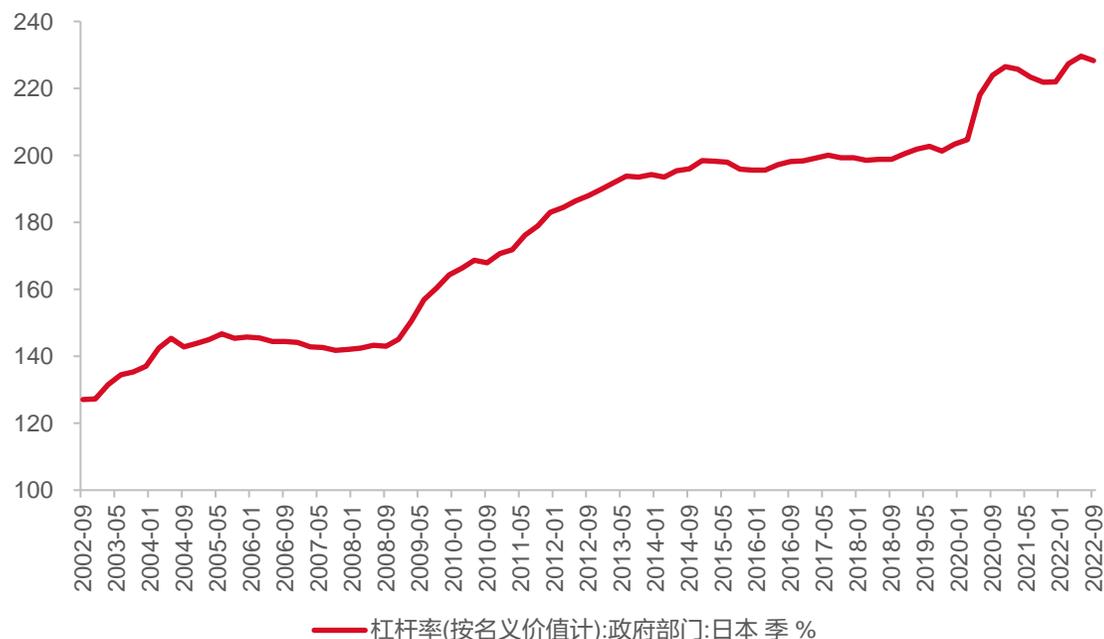


资料来源: Wind, 东海证券研究所

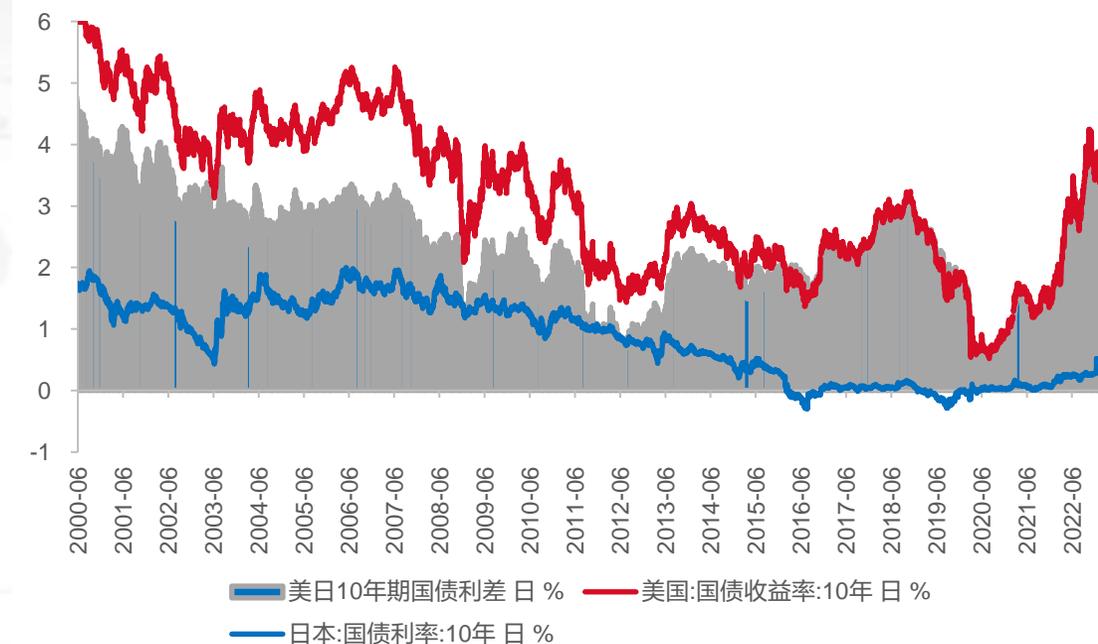
# 日本YCC风险增加

- 债务杠杆率高。截至2022年三季度，日本政府债务杠杆率达228.3%。
- 主要发达经济体中，只有日本仍通过YCC维持宽松的货币政策，美日息差的扩大，影响汇率。未来一旦利率上限放开，日本政府付息额增加难持续，同时也会引发日本海外资产回流日本，此外作为“融资货币”，带来额外风险。

## 日本政府负债率越来越高



## 日美国债收益率差放大，如加息会影响日元汇率

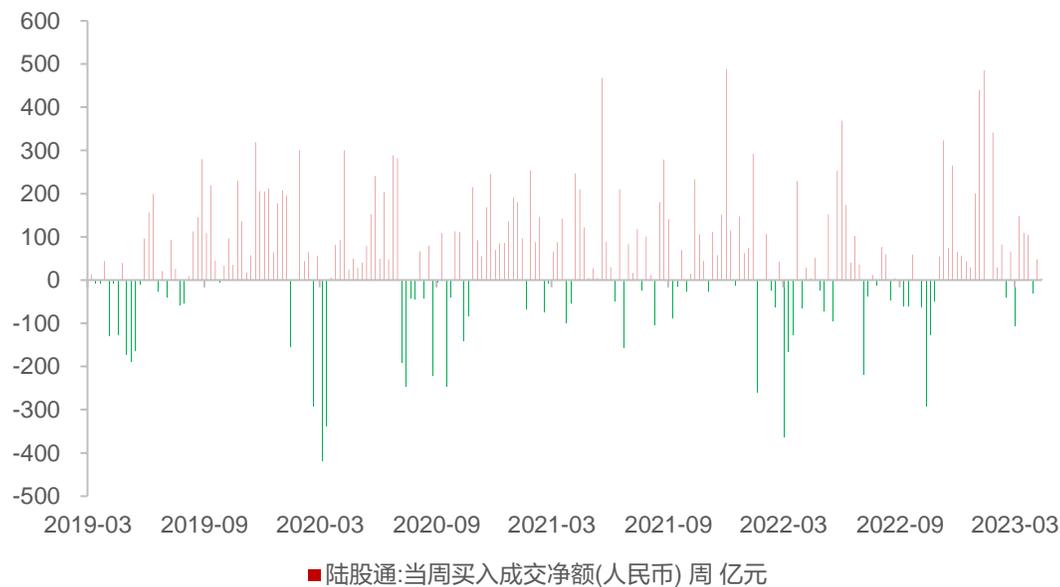


资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.3. 国际资金需要新的安全地

- 北向资金总体呈净流入。截至4月22日，北向资金年内已净流入1880亿元。
- 全球金融风险加大的背景下，资本追逐安全性，国际资金需要新的安全地。

### 北向资金净流入



### 美元兑瑞士法郎



资料来源: Wind, 东海证券研究所



# CONTENTS

## 目录

01

国内经济：喜忧参半有亮点

02

国际形势：政治格局转好 美国风险增加

03

资本市场：长期向好短期有不确定性

# 3.1. 周期对资产配置的指导性

- 股、债、商品、现金在不同阶段的配置：（1）经济繁荣期，大宗商品价格强势上涨，股票上涨并见顶；（2）经济衰退期，企业盈利能力下降，股票市场低迷，现金更具配置价值；（3）经济萧条期，大宗商品价格普遍疲软，股票表现低迷但逐步转好，为提振经济，政策将转为宽松，债券收益率趋于下行；（4）经济复苏期，企业利润将触底反弹，股市配置价值较高。

### 上证指数周期运行情况

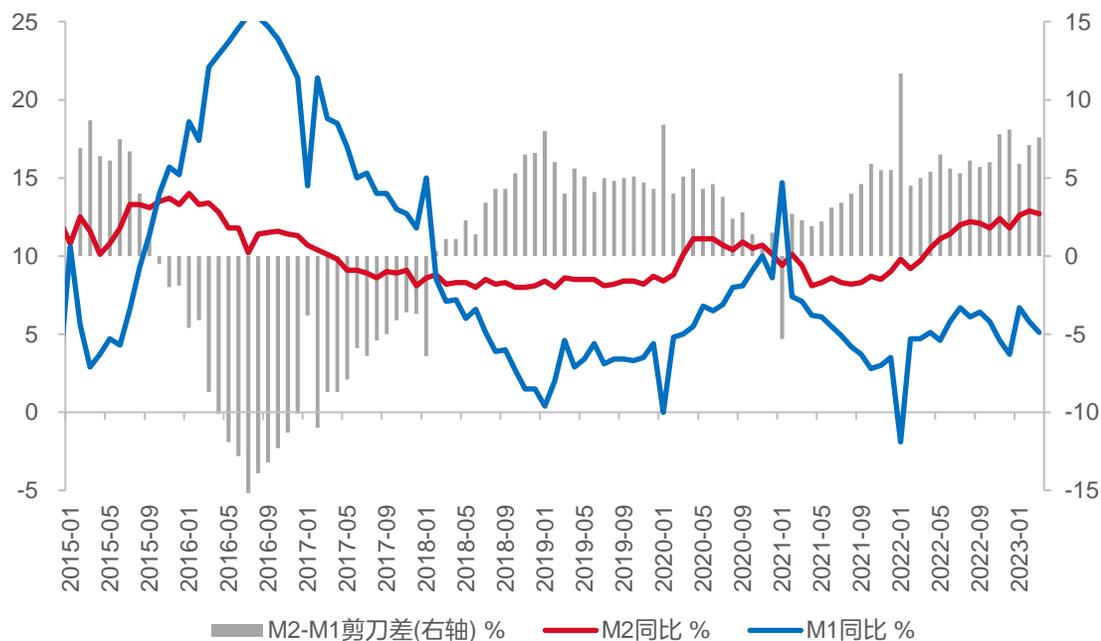


资料来源：Wind，东海证券研究所

# 中国周期向好

- 中国可能正在进入新一轮3年左右周期的早期，但受国外加息衰退和国内疫情等因素影响，复苏周期有所延后。
- 金融周期领先：从相对领先的金融指标来看，M1、企业中长期贷款已进入上升阶段，M1的低点在2022年1月。

## M1、M2同比



## 企业中长期贷款12个月移动平均

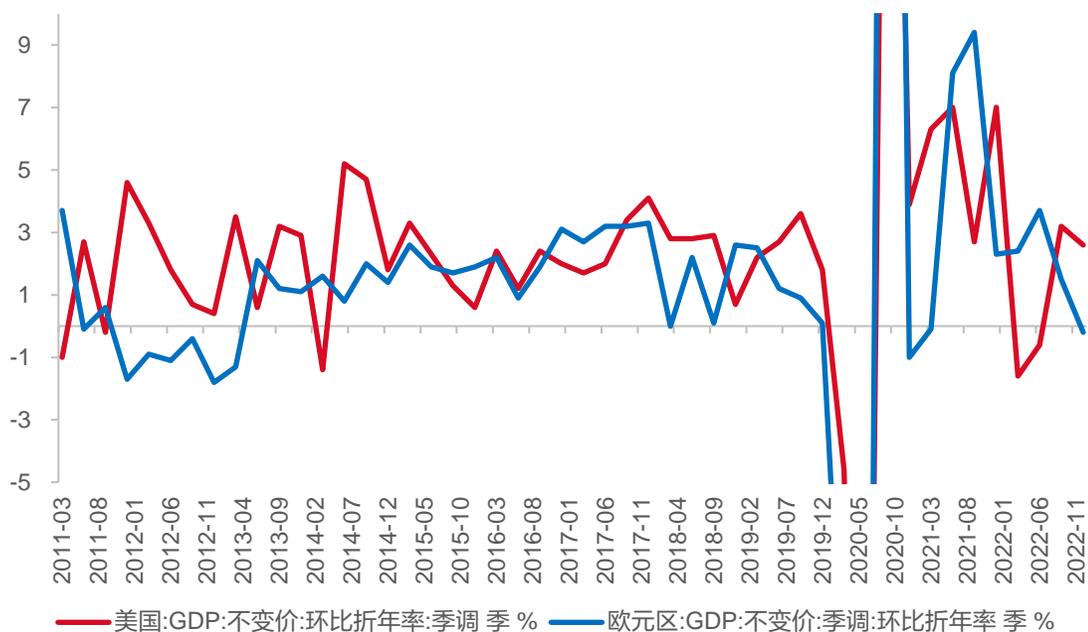


资料来源：Wind，东海证券研究所

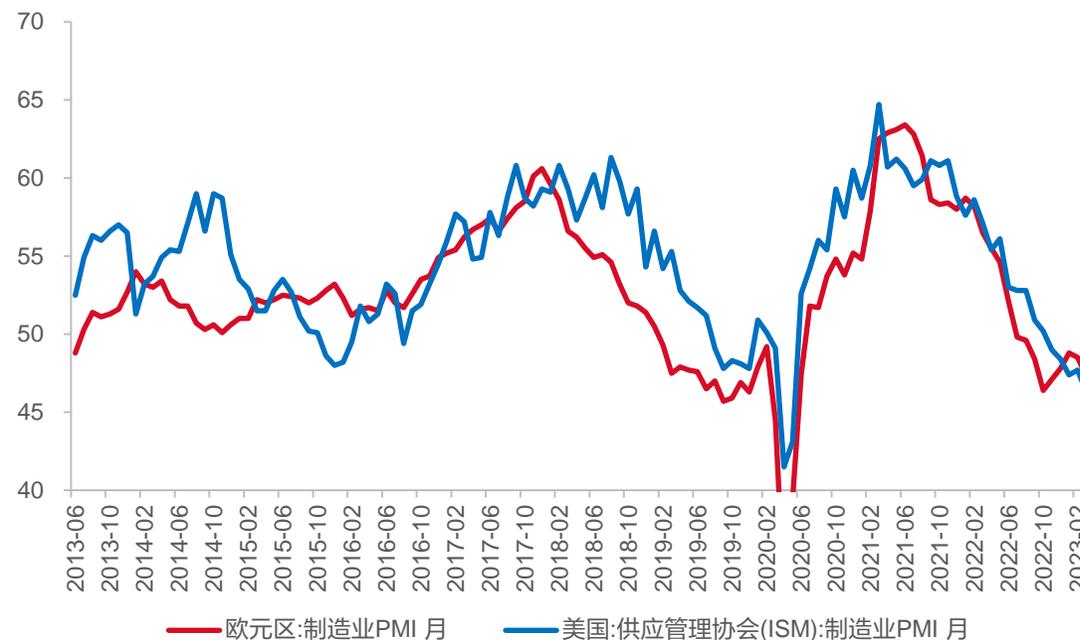
# 美国周期向下，注意外部风险冲击

- 欧美经济均处于下行周期中。
- 外部风险加大。

## 美欧经济增速下行



## 欧美制造业PMI

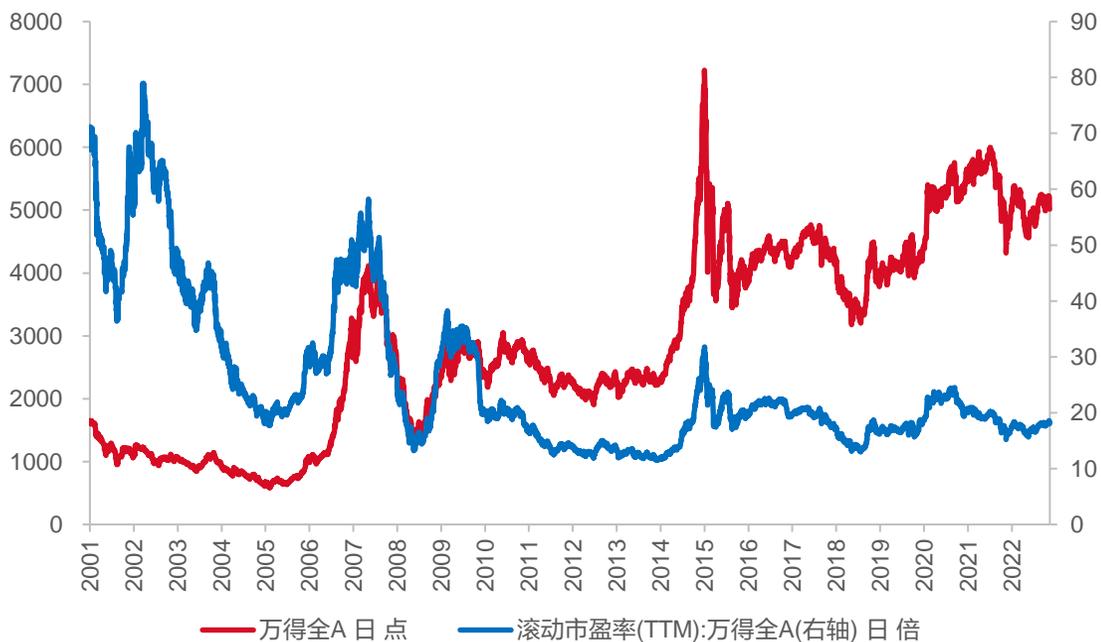


资料来源: Wind, 东海证券研究所

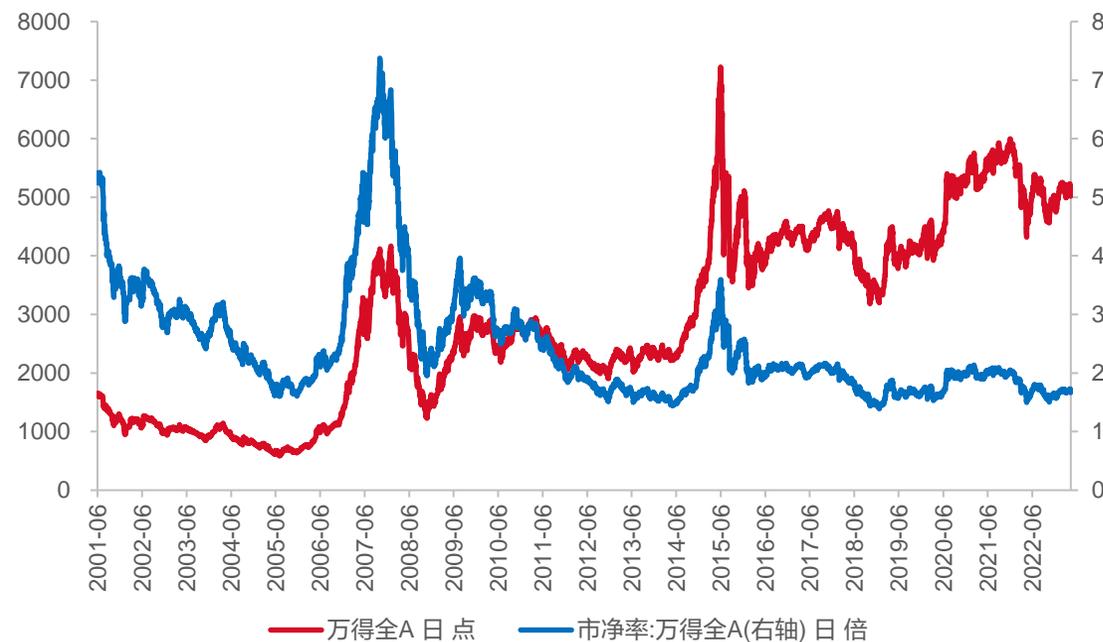
## 3.2. 优质企业估值可能会回归

□ 市场总估值处于历史低位。截至4月24日，万得全A指数PE、PB分别为18倍、1.67倍，市场估值水平均位于历史低位。

### 万得全A指数与PE



### 万得全A指数与PB

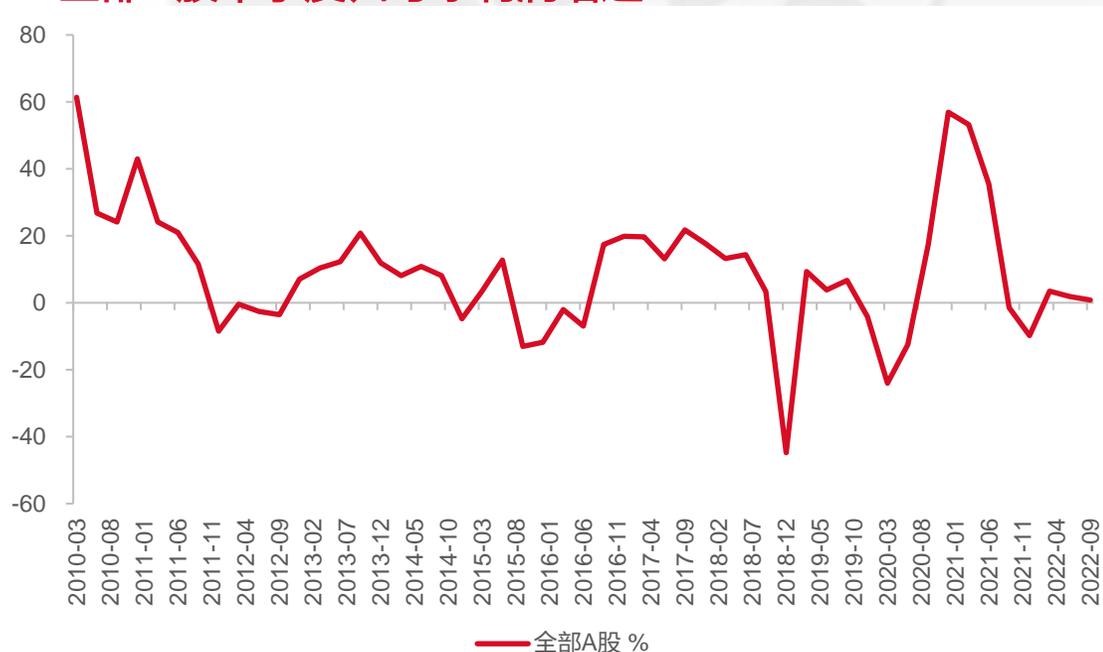


资料来源: Wind, 东海证券研究所

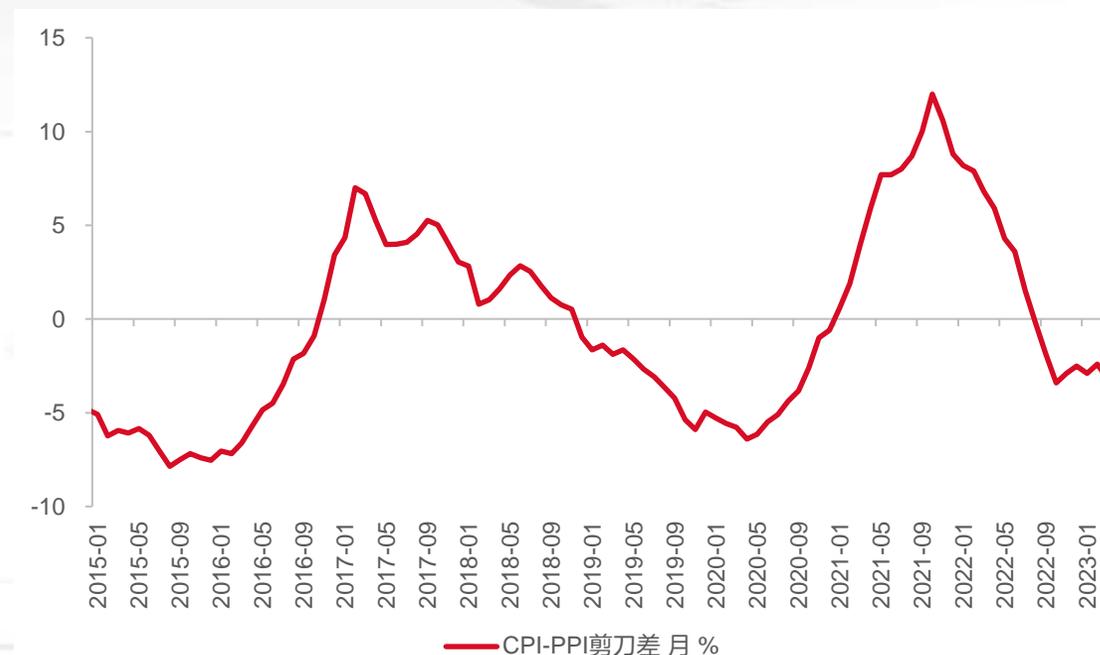
# 上市公司盈利磨底，一般滞后于股价

- 短期内企业盈利持续磨底。据测算，2022年三季度万得全A净利润同比增速下降1.0个百分点，三季度A股业绩增速继续放缓，当前A股业绩或为底部区域，预计短期内仍为企业盈利磨底期。从上市板块来看，科创板和创业板业绩增速止跌回升，二者分别上升13.5个、17.9个百分点至13.3%、28.6%。此外，北证业绩增速也有所回暖，上升8.6个百分点。
- 截止4月24日，从已公布年报上市公司数据来看，四季度利润继续下滑，但一季度利润已经转好，A股归母净利润同比2.1%。

### 全部A股单季度归母净利润增速



### CPI-PPI剪刀差

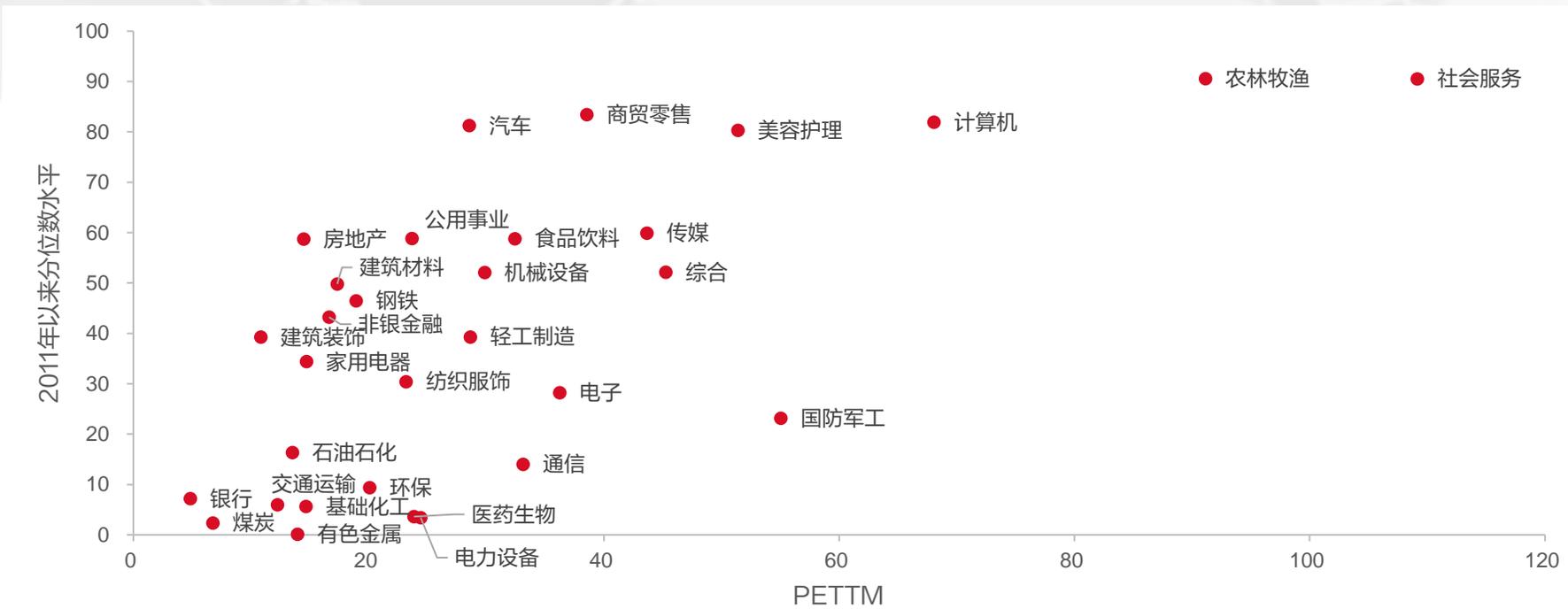


资料来源：Wind，东海证券研究所

# 行业估值差异

□ 截至4月24日，从申万一级行业PE(TTM)分位数水平来看，有色金属、煤炭、电力设备、医药生物、基础化工分别为0.1%、2.3%、3.4%、3.6%、5.6%，位列前五。在31个申万一级行业中，共有11个行业PE分位数水平位于25%以下，整体估值水平不高。从PB来看，银行、房地产、建筑装饰、钢铁、非银金融为估值最低前五，PB分别为0.5、0.8、1.0、1.0、1.2倍。

## 行业估值历史百分位



资料来源：Wind，东海证券研究所

# 从成交量看，市场情绪有所恢复

□ 近期市场成交金额大多在1万亿元以上，受ChatGPT热等影响，市场热度有所提高。

## 上证指数换手率（7日平均）



## 上证指数成交量（7日平均）



资料来源：Wind，东海证券研究所

# 3.3. 创新是发展的核心

- 二十大报告指出，必须坚持科技是第一生产力、创新是第一动力，深入实施创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。要完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。
- 科技自立自强是国家强盛之基、安全之要。过去十年，我国进入创新型国家行列，创新投入大幅提升，研发投入强度从2012年的1.91%提升至2021年的2.44%，接近OECD国家平均水平。以新一代信息技术、生物技术、高端装备、绿色环保等为代表的战略性新兴产业发展迅速，云计算、大数据、人工智能等数字技术与传统产业深度融合。
- 补链：产业基础再造。同工业强国相比我国产业基础不牢问题仍较突出，核心基础零部件、先进基础工艺、关键基础材料、产业技术基础四方面亟待补齐短板；强链：锻造产业长板。我国在新能源汽车、高端医疗装备、新材料等领域具有产业优势，发挥产业集群优势，有助于增强我国发展的主动权。
- 国家安全重要性的上升推动制造业投资扩大。二十大报告相较十九大报告更加强调国家安全。《新时代的中国国防》白皮书指出，武器装备建设是我国国防支出的重要领域之一，装备费占比从2010年的33.2%升至2017年的41.1%，成为占比最大的国防支出项，预计未来我国将持续增加国防装备支出，对制造业投资产生正向拉动作用。

中国研发支出占GDP比重，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

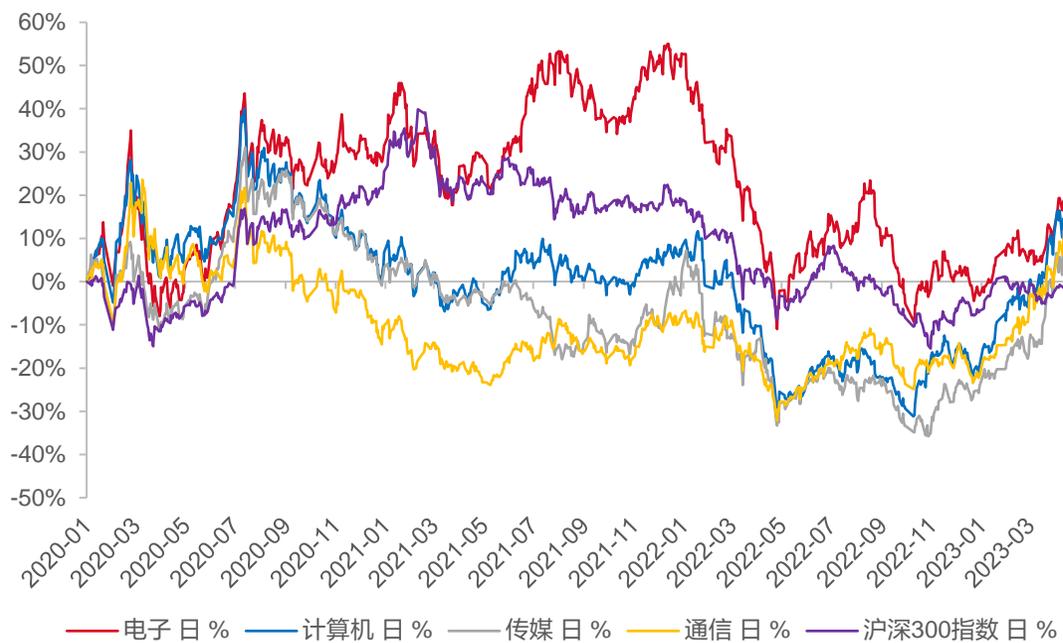
# 金融要与科技引领的产业发展融为一体

- 中央经济工作会议指出，要推动“科技 - 产业 - 金融”良性循环。我们认为，一个新的投资时代可能正在到来。未来，金融可能会更多地与科技、与产业、特别是与科技引领的产业发展整合在一起，在科技与产业的整合发展中获取超额收益；并助力科技自立自强，催生更多新技术新产业，从而形成良性循环。
- 二十大报告提出，推进新型工业化，加快建设制造强国；实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。

## 高端制造增速较快



## TMT板块走势

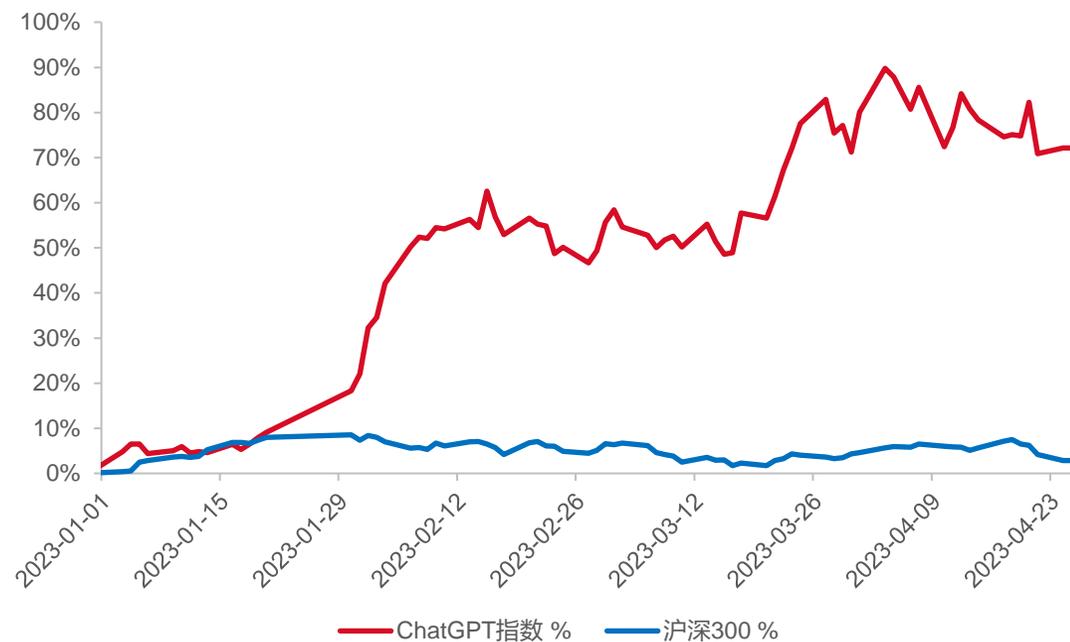


资料来源: Wind, 东海证券研究所

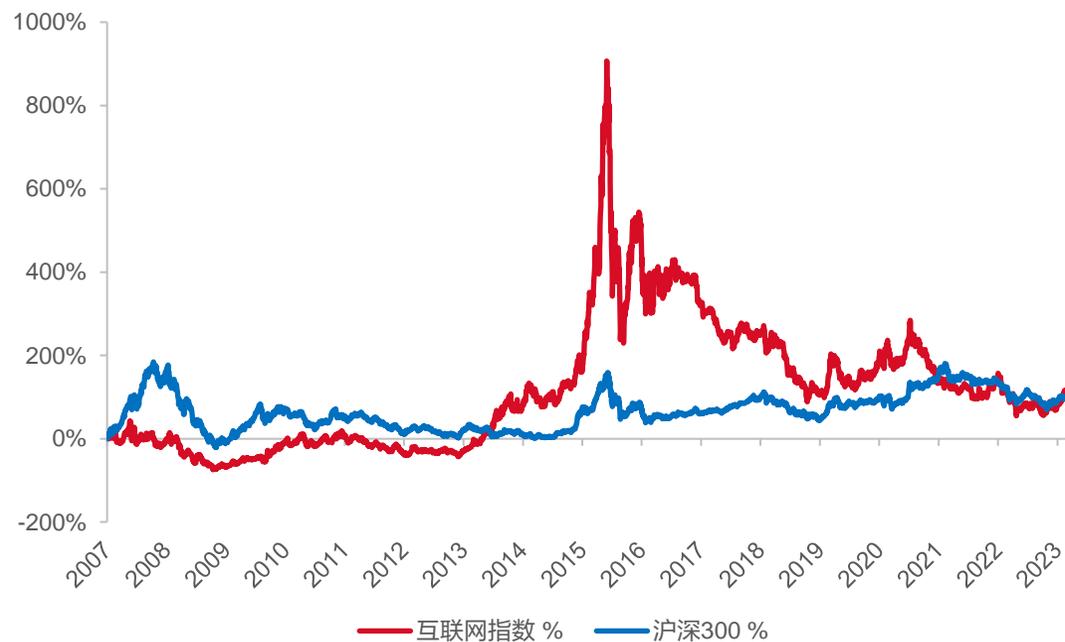
# ChatGPT或带动新一轮科技创新潮

- ChatGPT推出引发市场轰动，相关股票表现火爆。从以往创新性产品出台后的表现来看，ChatGPT板块经过第一阶段的大涨后，可能会有震荡调整，但从中长期来看，行情会逐步向更深层次演进。

## ChatGPT 板块走势



## 互联网历史走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 3.4. 关注创新、内需和优质低估值

- 国家政策估计将更突出促进经济的稳定增长。
- 从国内看，2023年经济增速向上可能性较大，中国经济金融周期可能正处于复苏早期，一些金融指标已先行翻转向上。从海外情况看，目前世界处于逆全球化阶段和美国加息末期，处于百年未有大变局之中，国际不稳定性增加，经济增长遇到了逆风。从海外短周期看，美国等发达国家也处于下行阶段。这将对我国向上周期形成扰动。
- 我国经济恢复可能会好于预期，消费估计会有较好表现，房地产行业下滑幅度估计会有较大幅度收窄；受美国加息、经济减速等影响，出口回落可能性较大，但估计会好于预期。
- 从历史经验看，复苏期可以相对多配权益类资产。从市场运行情况看，A股市场众多指标处于底部区间，指数中长期逐步向上的可能性较大。
- 受疫情和情绪等因素影响，一些优质企业的估值处于历史低位，未来可能会回归合理水平，短期可以择机配置优质低估值标的。但受长周期逆风和疫情等因素影响，市场发展估计不会一帆风顺，需要注意行情的波动和反复。
- 从中长周期来看，创新发展将主导中国经济发展。围绕二十大报告对国防安全、科技创新的重视，以及扩大消费的政策导向，可重点关注消费、科技创新相关标的，关注新兴产业、技术创新、军工、高端制造、医疗、消费等。

# 风险：疫情、美联储加息、中美关系等



- **疫情反复超预期。**疫情发展存在一定不确定性，如果疫情控制低于预期，将会对整个经济和市场产生负面影响。
- **海外货币紧缩和经济衰退超预期。**国外经济处于下行周期之中，国际局势复杂多变，随时可能引发国际经济、金融风险，从而影响国内经济发展进程。美股市场震荡调整也会影响国内市场情绪。
- **大国博弈超预期。**当前国际格局变化相对有利于我国，但需注意美国下一步的行动。
- **国内经济恢复低于预期。**国内经济发展还有较大的不确定性，近期需要跟踪关注制造业、房地产、出口、消费等恢复情况，关注M2、贷款、社融的高增长能否转带动实体经济的发展

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

## 二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

#### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）59707105

传真：（8610）59707100

邮编：100089

# 务实、创新、规范、协同

PRAGMATIC、INNOVATIVE、DISCIPLINED、COLLABORATIVE



东海证券微信订阅号



东海研究微信订阅号

东海证券股份有限公司研究所

刘思佳

liusj@longone.com.cn