



德邦证券  
Topsperity Securities

证券研究报告 | 宏观专题

宏观经济

2023年6月8日

# 全球范围内的高股息共识 ——中国特色估值体系的实现路径（四）



**首席经济学家**

姓名：芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

**宏观分析师**

姓名：潘京

资格编号：S0120521080004

邮箱：panjingtebon.com.cn

# 海外股市再创新高

- 今年以来，全球股市有所分化，以日本、欧洲等发达国家为代表的海外市场主要股指接近或创下历史新高。日本两大股指（东证指数、日经225）创1990年以来新高、欧元区斯托克50指数创历史新高，美国标普500和纳斯达克指数也创下年初以来新高。

## 全球主要股指近期表现

市场	代码	指数	区间涨跌幅 (%)				估值			
			年初至今	近一周	近一月	近三月	PE估值点位	PE分位数 (%)	PB估值点位	PB分位数 (%)
中国	000001.SH	上证指数	4.56	0.55	-2.80	-2.48	13.10	43.12	1.31	10.99
	399001.SZ	深证成指	-0.16	0.81	-3.00	-7.69	25.20	53.53	2.45	24.59
	399006.SZ	创业板指	-4.84	0.18	-3.93	-8.62	32.08	3.99	4.40	26.27
	000688.SH	科创50	9.73	1.41	-3.18	5.90	44.25	32.00	4.59	19.08
中国香港	HSI.HI	恒生指数	-4.20	1.08	-4.75	-8.10	8.89	12.11	0.91	3.95
	HSTECH.HI	恒生科技	-7.38	3.61	-1.98	-8.63	25.00	0.71	2.35	6.98
美国	SPX.GI	标普500	11.53	1.83	2.75	8.38	24.31	84.24	4.06	89.34
	IXIC.GI	纳斯达克指数	26.51	2.04	8.42	16.36	36.79	73.16	4.54	77.72
	DJI.GI	道琼斯工业指数	1.86	2.02	-0.85	3.37	25.16	88.98	6.33	89.13
发达市场	SX5E.DF	欧元区STOXX50	13.97	-0.32	-0.82	2.56	13.44	6.53		
	GDAXI.GI	德国DAX	15.28	0.42	0.81	4.88				
	FTSE.GI	英国富时100	2.09	-0.26	-3.35	-3.89	11.27	5.76	1.55	7.15
	FCHI.GI	法国CAC40	12.31	-0.66	-2.95	0.50	14.62	25.57		
	TPX.GI	东证指数	15.38	1.72	5.04	9.25				
	N225.GI	日经225	20.81	1.97	8.24	14.56	19.11	41.44	1.82	86.52
	KS11.GI	韩国综合指数	16.32	1.59	3.99	7.81	13.69	41.67	0.99	42.70
新兴市场	SENSEX.GI	印度SENSEX30	2.87	0.56	2.41	5.32	23.00	42.26		
	IBOVESPA.GI	巴西IBOVESPA指数	2.57	1.49	7.78	7.83	6.64	13.24		
	RTSI.MCX	RTS指数	8.34	-0.39	1.74	10.01				

数据来源：Wind，德邦研究所；数据截至2023/06/02，PE为TTM法，PB为LF法，2010年以来。

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

# 指数驱动分解：个股层面

- 对于日本而言，2023/01/01-2023/06/02东证指数中涨幅前10的股票分别是索尼集团公司、株式会社 KEYENCE、东京电子、丰田汽车、Hoya株式会社、三菱商事、大金工业、信越化学工业、本田、日立；日经225中涨幅前10的股票分别是东京电子、爱德万测试、迅销有限公司、大金工业、信越化学工业、发那科株式会社、索尼集团公司、TDK株式会社、KDDI有限公司、京瓷。
- 对于欧洲而言，2023/01/01-2023/06/02斯托克50中涨幅前10的股票分别是阿斯麦控股公司、LVMH集团公司、SAP公司、西门子、施耐德电气有限公司、欧莱雅、爱马仕国际公司、液化空气集团、梅赛德斯-奔驰集团、空中客车有限公司；彭博欧洲500中涨幅前10的股票分别是LVMH集团公司、阿斯麦控股公司、欧莱雅、SAP公司、诺和诺德公司、汇丰控股、西门子、Uniper有限公司、诺华、爱特思集团。

日本主要股指驱动个股分解（东证指数与日经225，驱动幅度前10名）

东京证交所指数 TPX Index (2023/01/01-2023/06/02)						
序号	代码	名称	GICS行业	区间涨跌幅 (%)	贡献点数	指数驱动幅度 (%)
1	6758 JT Equity	索尼集团公司	非日常生活消费品	35.50 %	17.50	6.02 %
2	6861 JT Equity	株式会社 KEYENCE	信息技术	36.54 %	13.07	4.49 %
3	8035 JT Equity	东京电子	信息技术	51.39 %	9.74	3.35 %
4	7203 JT Equity	丰田汽车	非日常生活消费品	13.00 %	8.89	3.05 %
5	7741 JT Equity	Hoya株式会社	医疗保健	42.26 %	7.97	2.74 %
6	8058 JT Equity	三菱商事	工业	39.16 %	7.57	2.60 %
7	6367 JT Equity	大金工业	工业	40.69 %	6.88	2.37 %
8	4063 JT Equity	信越化学工业	原材料	36.27 %	6.85	2.35 %
9	7267 JT Equity	本田	非日常生活消费品	36.09 %	6.14	2.11 %
10	6501 JT Equity	日立	工业	25.30 %	5.77	1.98 %

日经225指数 NKY Index (2023/01/01-2023/06/02)						
序号	代码	名称	GICS分类	区间涨跌幅 (%)	贡献点数	指数驱动幅度 (%)
1	8035 JT Equity	东京电子	信息技术	51.39 %	674.44	12.42 %
2	6857 JT Equity	爱德万测试	信息技术	110.32 %	632.96	11.66 %
3	9983 JT Equity	迅销有限公司	非日常生活消费品	23.10 %	629.74	11.60 %
4	6367 JT Equity	大金工业	工业	40.69 %	278.16	5.12 %
5	4063 JT Equity	信越化学工业	原材料	36.27 %	200.85	3.70 %
6	6954 JT Equity	发那科株式会社	工业	22.65 %	153.38	2.82 %
7	6758 JT Equity	索尼集团公司	非日常生活消费品	35.50 %	121.00	2.23 %
8	6762 JT Equity	TDK株式会社	信息技术	25.99 %	113.70	2.09 %
9	9433 JT Equity	KDDI有限公司	通信服务	12.56 %	100.40	1.85 %
10	6971 JT Equity	京瓷	信息技术	22.19 %	97.42	1.79 %

数据来源：Wind，德邦研究所；2023/01/01-2023/06/02

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

欧洲主要股指驱动个股分解（斯托克50与彭博欧洲500，驱动幅度前10名）

欧洲斯托克50指数 SX5E Index (2023/01/01-2023/06/02)						
序号	代码	名称	GICS分类	区间涨跌幅 (%)	贡献点数	指数驱动幅度 (%)
1	ASML NA Equity	阿斯麦控股公司	信息技术	34.59 %	96.06	18.13 %
2	MC FP Equity	LVMH集团公司	非日常生活消费品	23.16 %	55.99	10.57 %
3	SAP GY Equity	SAP公司	信息技术	31.22 %	42.15	7.96 %
4	SIE GY Equity	西门子	工业	26.48 %	34.30	6.47 %
5	SU FP Equity	施耐德电气有限公司	工业	29.26 %	29.69	5.60 %
6	OR FP Equity	欧莱雅	日常消费品	23.96 %	26.60	5.02 %
7	RMS FP Equity	爱马仕国际公司	非日常生活消费品	36.36 %	25.38	4.79 %
8	AI FP Equity	液化空气集团	原材料	22.59 %	21.41	4.04 %
9	MBG GY Equity	梅赛德斯-奔驰集团	非日常生活消费品	27.09 %	17.20	3.25 %
10	AIR FP Equity	空中客车有限公司	工业	17.28 %	15.31	2.89 %

彭博欧洲500指数 BE500 Index (2023/01/01-2023/06/02)						
序号	代码	名称	GICS分类	区间涨跌幅 (%)	贡献点数	指数驱动幅度 (%)
1	MC FP Equity	LVMH集团公司	非日常生活消费品	23.16 %	2.09	9.12 %
2	ASML NA Equity	阿斯麦控股公司	信息技术	34.59 %	1.86	8.08 %
3	OR FP Equity	欧莱雅	日常消费品	23.96 %	1.13	4.93 %
4	SAP GR Equity	SAP公司	信息技术	30.86 %	0.96	4.17 %
5	NOVOB DC Equity	诺和诺德公司	医疗保健	16.16 %	0.92	4.01 %
6	HSBA LN Equity	汇丰控股	金融	22.08 %	0.78	3.41 %
7	SIE GR Equity	西门子	工业	26.30 %	0.72	3.15 %
8	UN01 GR Equity	Uniper有限公司	公用事业	118.55 %	0.71	3.10 %
9	NOVN SW Equity	诺华	医疗保健	11.45 %	0.66	2.86 %
10	ITX SM Equity	爱特思集团	非日常生活消费品	31.89 %	0.65	2.82 %

数据来源：Wind，德邦研究所；2023/01/01-2023/06/02

# 指数驱动分解：行业层面

- 对于主要指驱个股，它们大多集中于信息技术、工业、非日常生活消费品三个行业，这三个行业也是驱动日欧股市上涨最主要的行业，尤其是对于日本而言。对于欧洲来说，金融也是驱动指数上行的重要行业之一。信息技术的贡献反映了AI掀起的产业革命浪潮，而工业和非日常生活消费品的贡献则体现了传统行业的价值修复。

日欧股市主要股指指数驱动行业分解（%，2023/01/01-2023/06/02）

GICS行业分类	日本		欧洲	
	TPX	NKY	BE500	SX5E
信息技术	22.83	35.70	15.24	18.96
工业	27.25	20.13	30.56	20.29
非日常生活消费品	21.18	15.32	24.45	26.68
医疗保健	6.83	5.78	16.82	4.54
原材料	6.20	5.21	1.07	7.51
通信服务	4.79	4.70	3.64	0.92
日常消费品	4.25	3.21	8.59	6.39
金融	6.23	1.50	19.39	16.18
房地产	1.42	1.09	-0.46	-1.08
公用事业	1.32	0.12	8.41	3.64
能源	0.39	-0.02	-1.34	-0.62

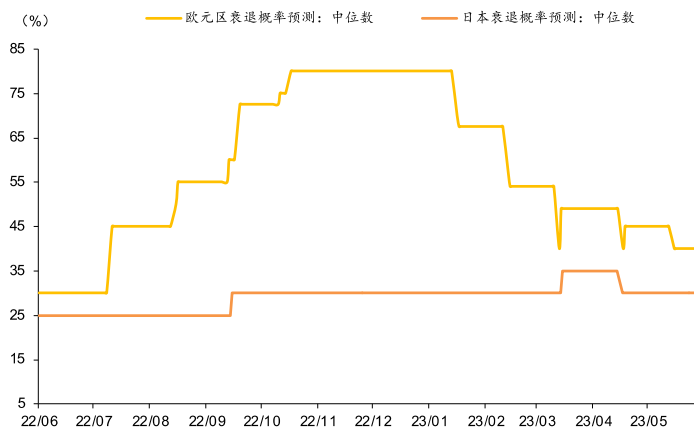
数据来源：Wind，德邦研究所；TPX、NKY、BE500和SX5E分别代表东证指数、日经225、彭博欧洲500和斯托克50。

# 经济好于预期形成基本面支撑

- 经济韧性是日欧股市走强最大的基本面支撑。欧元区衰退概率今年以来明显下行，欧洲暖冬、能源价格走软以及政府财政刺激等因素使得欧元区经济衰退概率逐步下降，而日本经济在去年底出现技术性衰退后迅速转为扩张，高于预期的消费支出和私人投资是其Q1经济增长的主要推动力，其经济衰退概率也在短暂抬升后回落。

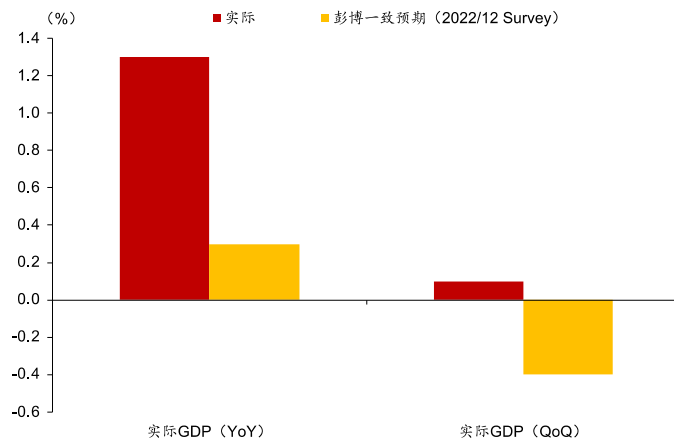
- 此外，随着美联储加息周期渐进尾声，美元流动性开始流向非美经济体，美国金融研究办公室金融压力指数（OFR FSI）显示，年初以来美元流动性压力不断缓解，但新兴市场正的FSI显示其美元流动性压力仍高于历史均值。

### 日欧衰退概率预测



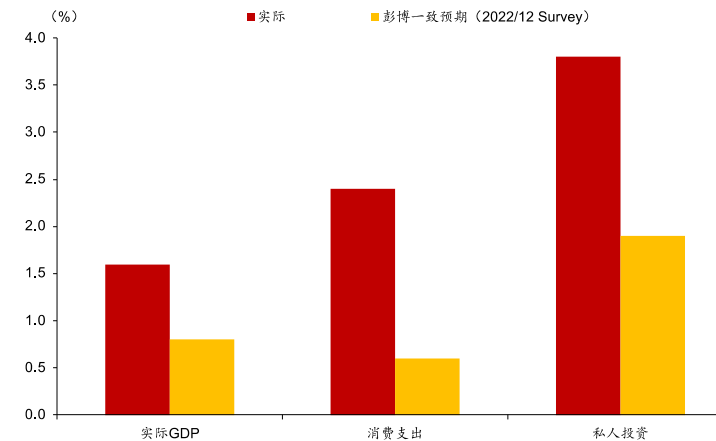
数据来源: Bloomberg, 德邦研究所

### 欧元区Q1经济超去年底预期

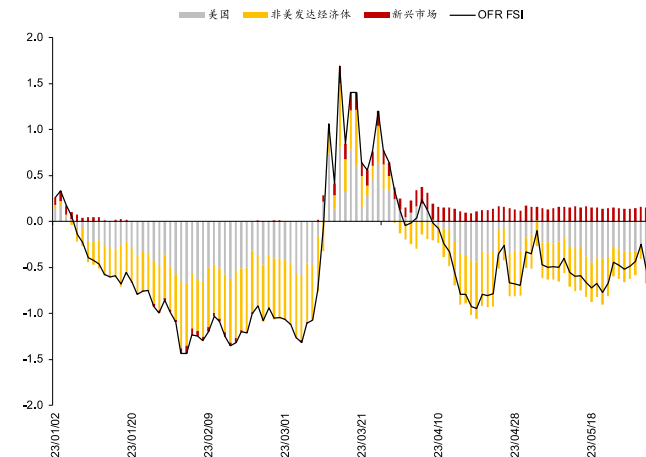


数据来源: Bloomberg, 德邦研究所

### 日本Q1经济超去年底预期



数据来源: Bloomberg, 德邦研究所; 季调季环比折年率  
美元流动性压力缓解

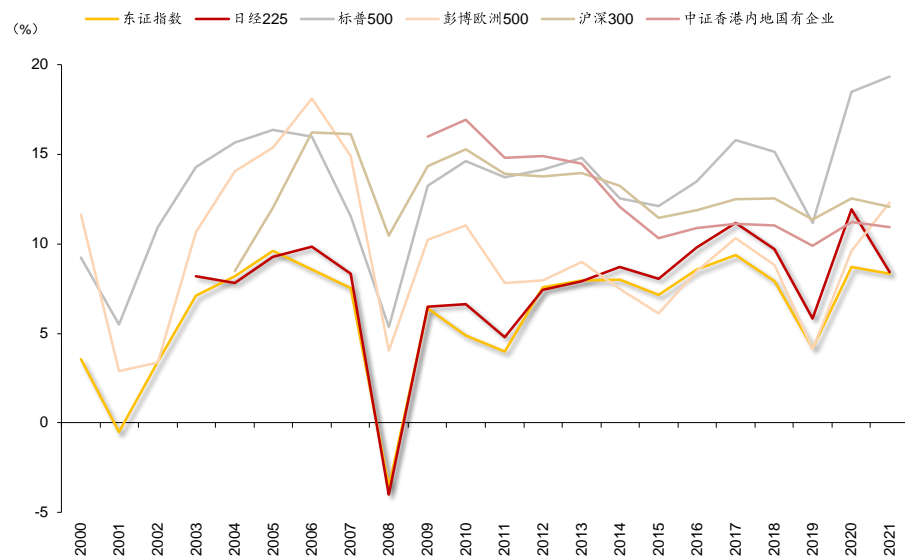


数据来源: OFR, 德邦研究所

# 日企ROE整体水平稳步提升

- 2012年12月，安倍晋三重新执政。为实现日本经济复苏、提高企业国际竞争力，安倍提出了企业治理改革构想，并于2013年6月推出日本复兴战略。2014年，一桥大学教授伊藤邦雄在经济产业省的倡议下编制了《伊藤报告》（*Ito Review*, 2014），其将日本企业的ROE目标定为8%，新冠疫情爆发前东证指数的ROE基本处于目标水平左右，而日经225的ROE则在14年后长期高于8%，疫情一度使日本股市的ROE水平显著回落，但ROE在疫情后重新回升至8%左右的水平。
- 2012年，东证指数的ROE来到3.98%的阶段性低点，而后在安倍政府一系列公司治理政策的推动下，东证指数ROE震荡攀升，新冠疫情后重新回升至8%左右的水平。从杜邦分解的角度来看，安倍内阁上台后，日本上市企业ROE的改善主要源于其利润率水平的提高。

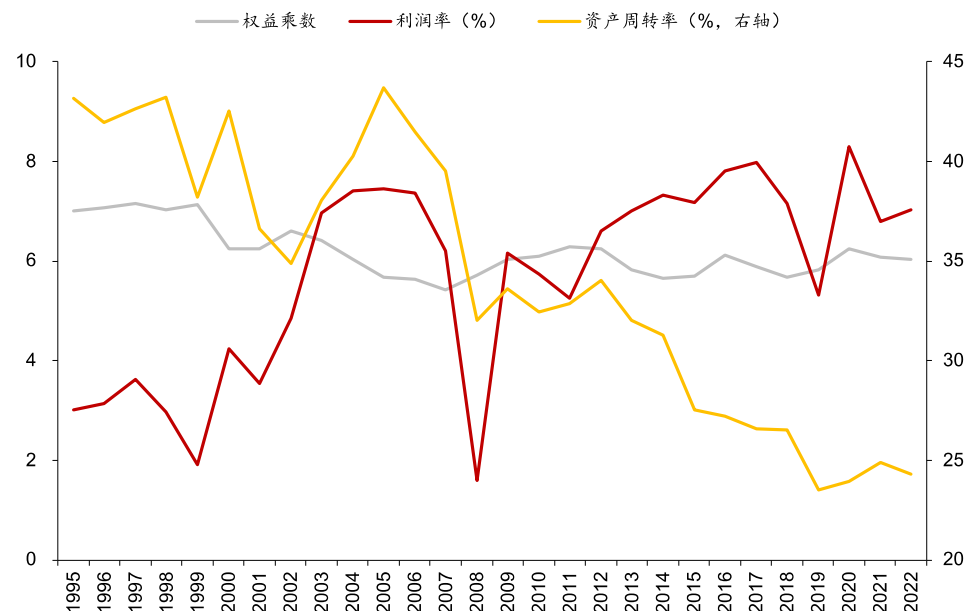
## 日本股市ROE水平在国际上处于较低水平



数据来源：Bloomberg，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

## 利润率的提升是推升日股ROE水平的关键

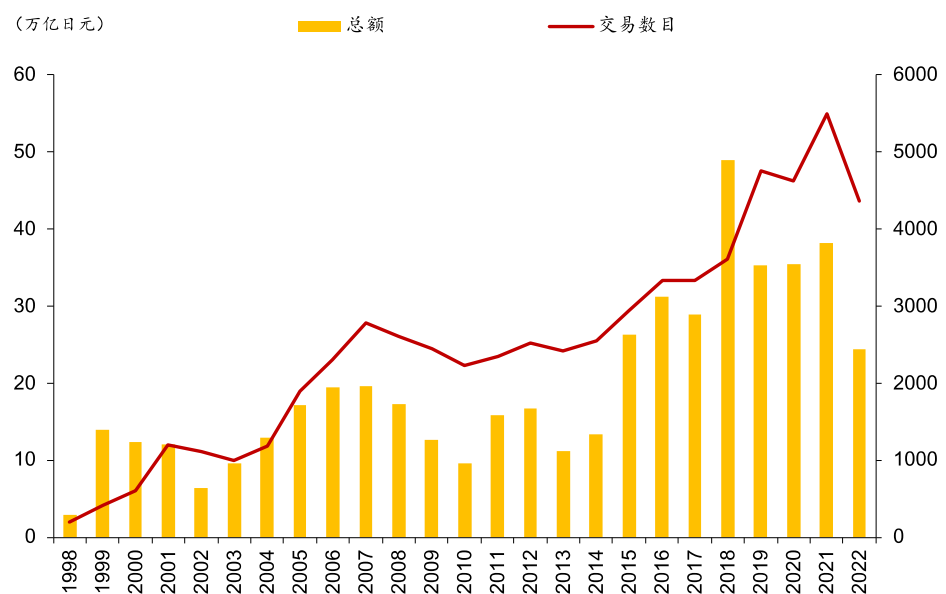


数据来源：Bloomberg，德邦研究所

# 全球并购提升企业竞争力

- 日本企业在全世界并购市场存在感的提升，不仅是因应国内市场萎缩而对外扩张的需求，也是安倍政府经济政策的刺激结果。安倍政府鼓励企业进行海外并购，其推行的宽松货币政策也有利于企业扩张性的融资并购行为。安倍政府上台后，无论是从交易数目还是总额上看，日企的并购活跃度均在逐年提升。
- 从结构上看，日本对亚太新兴市场和对非亚太市场的并购增多，海外并购的多样性增强，企业也因此在这一过程中得以壮大和发展，企业规模的不断扩大也带来了强劲的规模效应和企业竞争力。

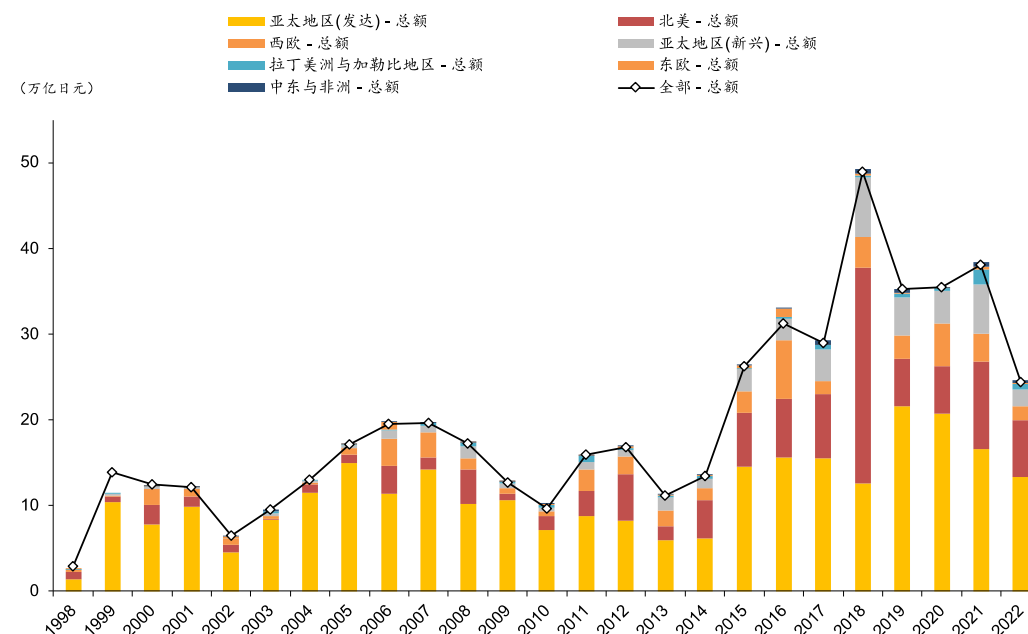
## 日本并购活跃度逐渐提高



数据来源：Bloomberg，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

## 对亚太新兴市场和对非亚太市场的并购增多

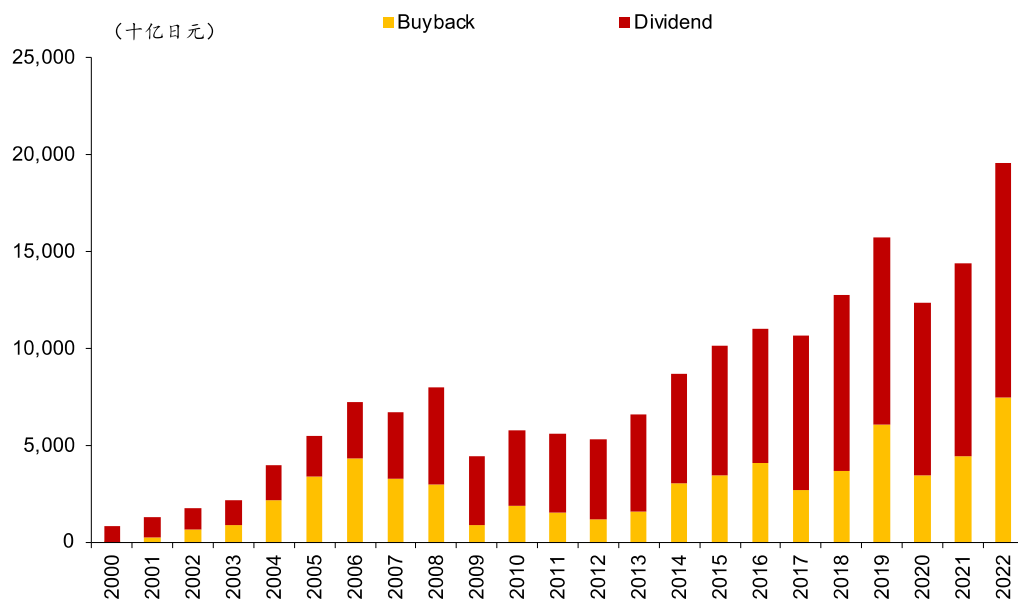


数据来源：Bloomberg，德邦研究所

# 日本股市回购与分红规模及收益率较高

- 安倍推行的改革，使得因循守旧的日企重新信奉追逐利润的精神，促使企业提升活力与效率，并更加关注股东利益，其本质是使日本企业向股东资本主义回归，向利润和股东利益回归。因此，推动上市企业提升回购与分红规模也成为其改革的重要一环。
- 以日经225成分股为例，2022财年日本企业向投资者回购股份的规模达7.46万亿日元，分红规模达到了12.13万亿日元。2022财年日经225成分股的分红收益率为2.54%，而回购收益率为1.57%，较回购收益率而言，日企的分红收益率更高。

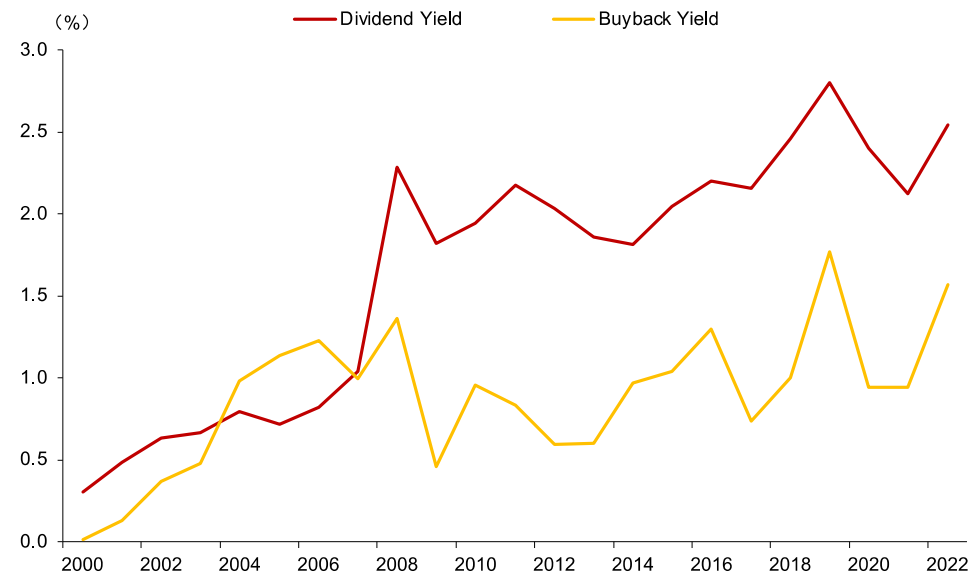
日经225年度回购与分红规模走势



数据来源：Bloomberg，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

日经225回购收益率与红利收益率走势



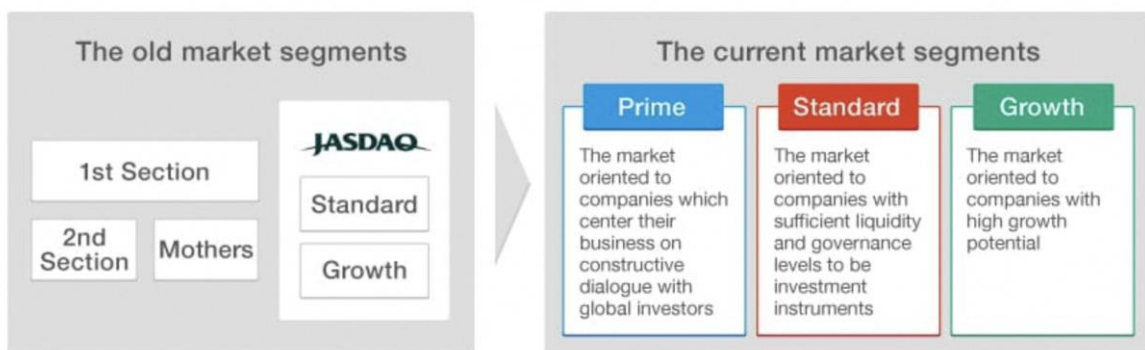
数据来源：Bloomberg，德邦研究所



# 公司治理改革推升行情

- 东京证券交易所于2022年4月进行了架构重组，将其市场部门从东证一部、东证二部、JASDAQ和Mothers重组为三个市场：主板市场（Prime Market）、标准市场（Standard Market）和成长市场（Growth Market）。
- 今年1月，东证交易所公布了市场重组审查会议的讨论情况，3月31日该所又公布了一份《关于实现关注资金成本和股价经营要求》的文件，其中特别提及了对于破净股（市净率长期低于1倍）的关注措施，并强烈敦促这些破净股对有关改进政策和具体措施进行披露，破净率较高的日本股市在政策支撑下有望迎来系统性估值修复。

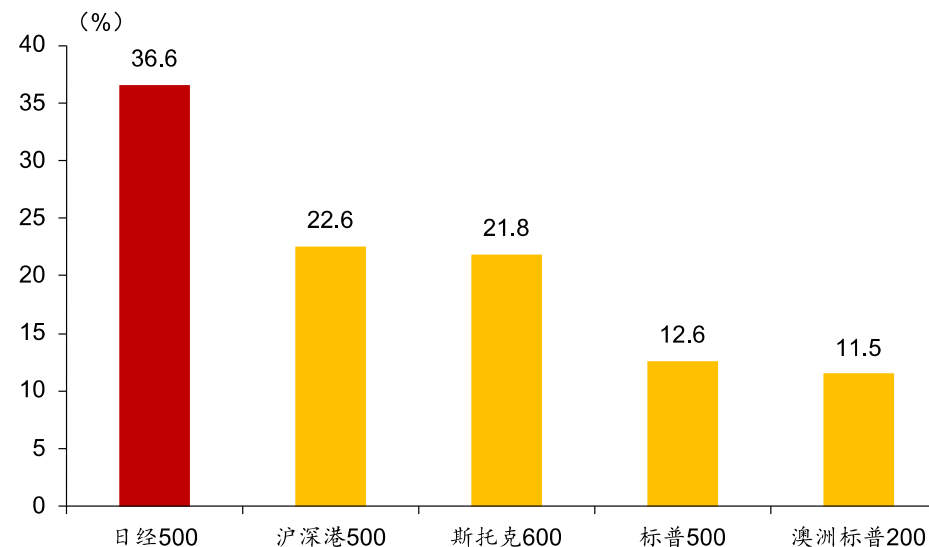
## JPX股票市场架构重组



数据来源：JPX，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

## 经历年初以来的上涨后日股破净率仍高于国际主要市场

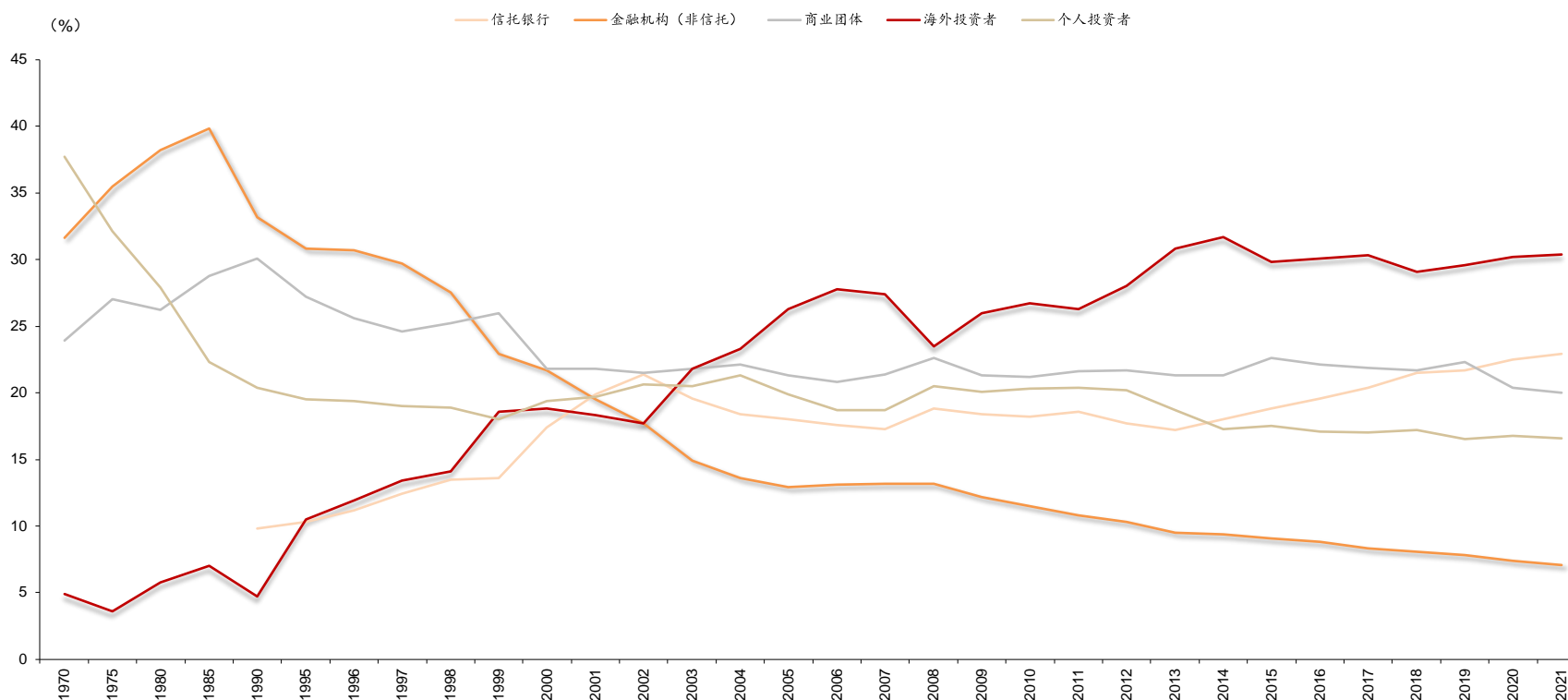


数据来源：Wind，德邦研究所；样本日期为2023/06/02

# 海外投资者是日本股市重要的资金来源

- 泡沫经济破灭后，随着国内机构投资者持股比例趋势性下降，外资占比持续上升。
- 尤其是在进入21世纪后，外资持股占比开始超过国内主要的机构投资者，海外投资者在日股市场的话语权和定价权显著增大。

## 日本股票市场投资者结构变化



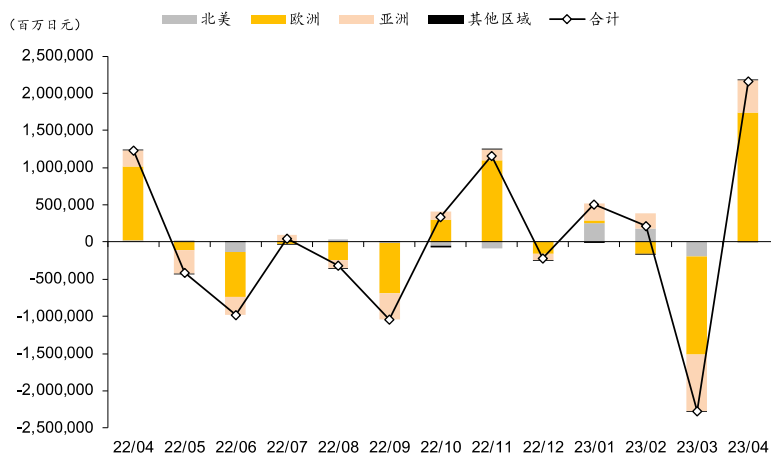
数据来源：JPX，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

# “巴菲特效应”促进外资加速流入日本

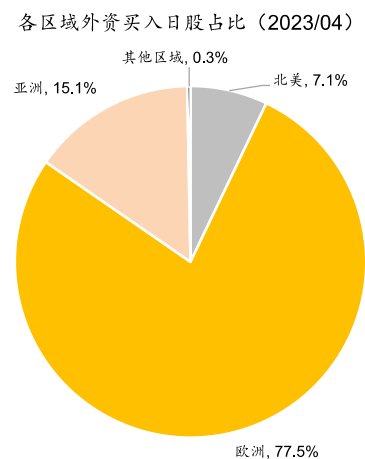
- 巴菲特在今年4月接受采访时透露，日本是美国以外最大的投资目的地，将对三菱商事和三井物产等5家日本商社的持股比例提高至7.4%。
- 此外，伯克希尔·哈撒韦4月14日敲定了日元公司债的发行条件，将发行5只债券，发行总额达1644亿日元。通过发行日元债对日本商社股进行投资，充分利用了日元低利率环境，同时也减少了外汇波动带来的风险敞口。
- 在欧美银行业危机削弱系统稳定性以及信用紧缩风险的背景下，海外投资者渐渐开始重视日本股市所拥有的稳定性。“巴菲特效应”进一步强化了这一倾向，外资开始加速流入日本的股票市场。

### 外资投资日股情况（分地区）



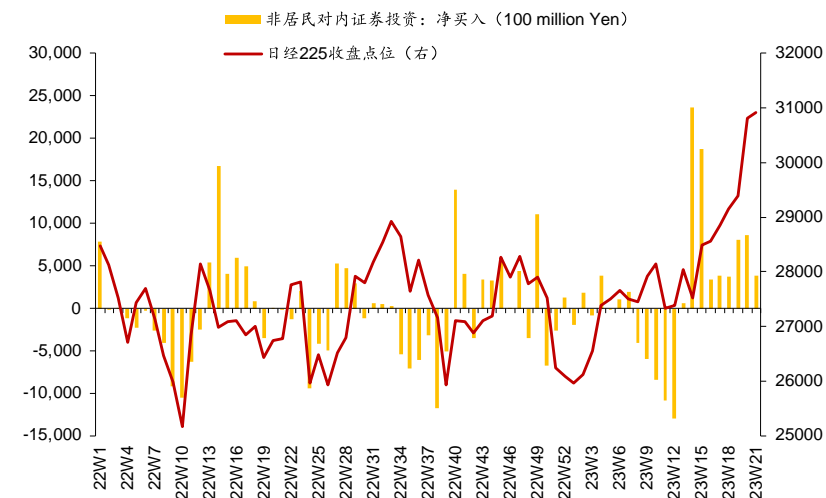
数据来源：JPX，德邦研究所

### 日本股票市场外资来源分布（按买入划分，2023/04）



数据来源：JPX，德邦研究所

### 非居民对内证券投资净流入加速推升股市行情

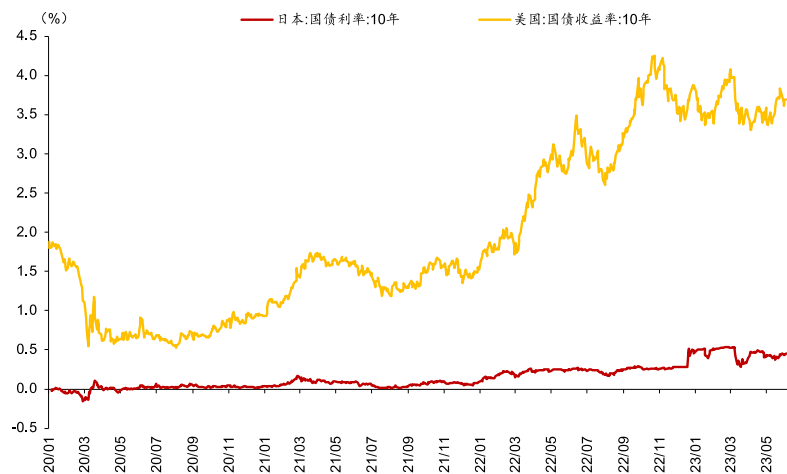


数据来源：MOF，德邦研究所

# 五大商社+低利率环境=用低成本资金投资高回报全球化业务

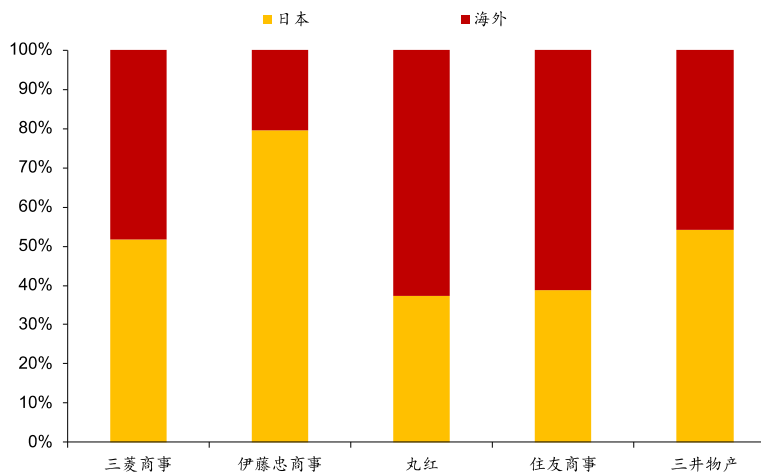
- 巴菲特持续发行日元债券，充分利用了日本利率较低的优势获取低成本资金。同时，五大商社普遍在海外开展业务，除伊藤忠商事以外，其他四家商社在日本境外营收的比例均超过四成。在日元贬值的大背景下，较高的海外营收占比使公司利润从海外重新转入日本时产生更高的汇兑收益。
- 因此，五大商社赚取的是全球的EPS，并同时享受日本的无风险利率，在低利率环境下购买五大商社相当于使用低成本资金投资高回报的全球化业务。

日本资金利率优势明显



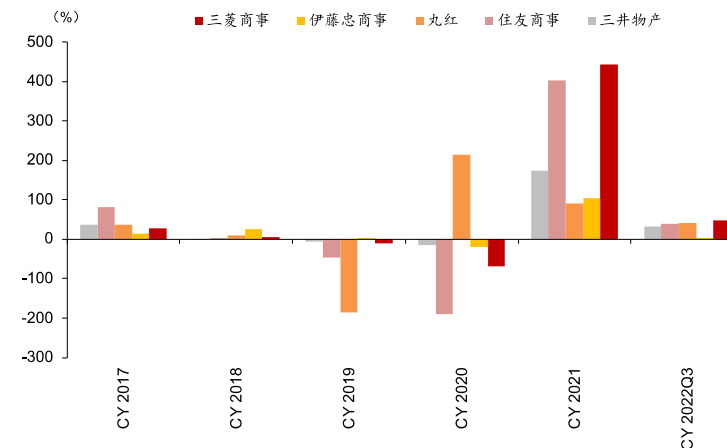
数据来源: Wind, 德邦研究所

五大商社营收地区分布



数据来源: Wind, 德邦研究所

五大商社净利润同比

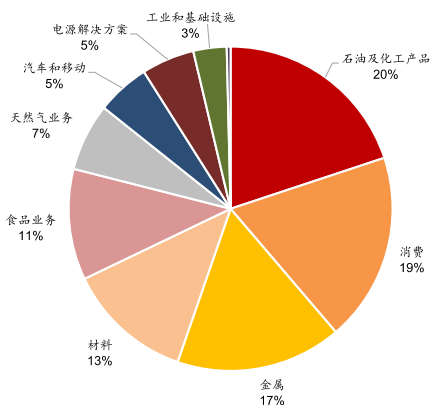


数据来源: Wind, 德邦研究所

# 五大商社+低利率环境=用低成本资金投资高回报全球化业务

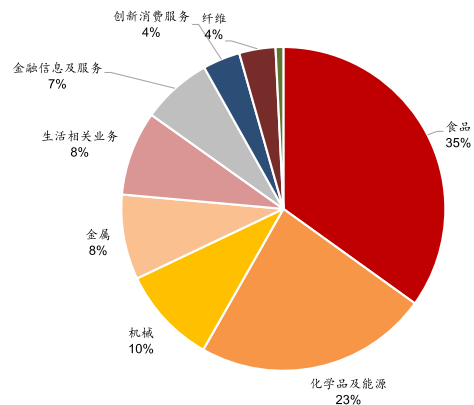
- 日本五大商社的主要利润来源为金属矿产、能源、农业领域，俄乌冲突爆发后，能源价格大涨，液化天然气交易量也开始增加，五大商社因此从中获益，资源业务占比较低的伊藤忠商事表现稍弱。
- 展望未来，随着全球能源转型的进程不断推进，五大商社下一阶段的成长动力或将是全球碳中和带来的机会。出席G7高峰会的英国首相苏纳克5月17日就曾宣布，丸红、住友商事等日本企业，将投资英国离岸风电约3兆日元，新能源或为商社带来新的增长点。

### 三菱商事主营业务结构



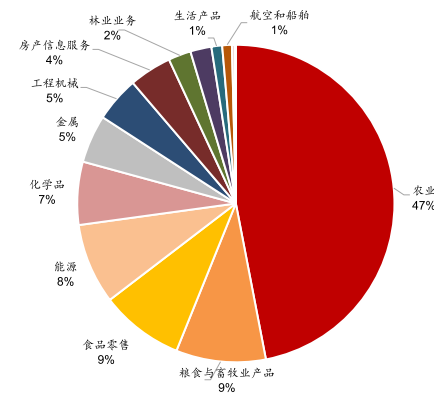
数据来源：Wind，德邦研究所

### 伊藤忠商事主营业务结构



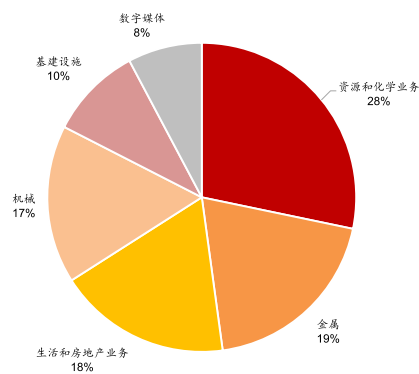
数据来源：Wind，德邦研究所

### 丸红主营业务结构



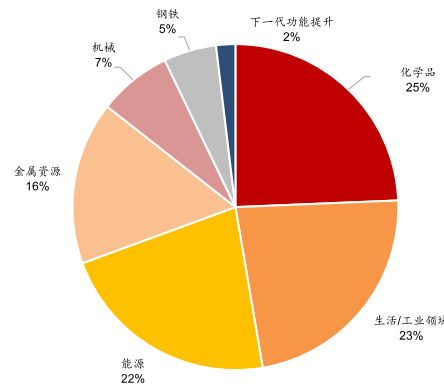
数据来源：Wind，德邦研究所

### 住友商事主营业务结构



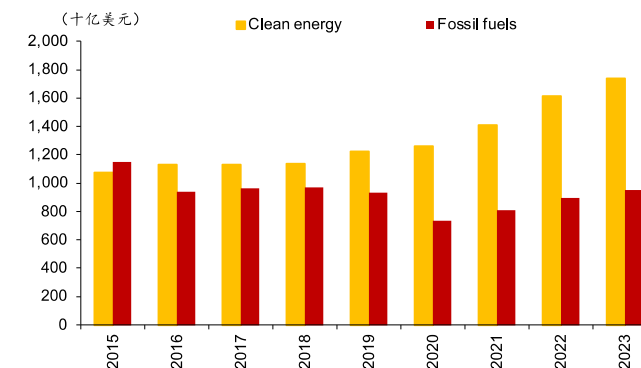
数据来源：Wind，德邦研究所

### 三井物产主营业务结构



数据来源：Wind，德邦研究所

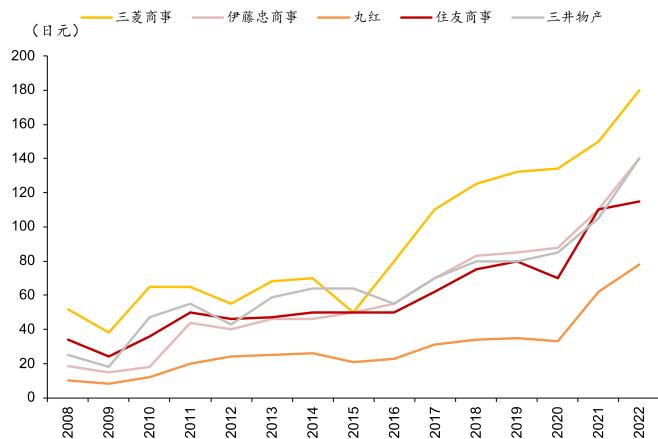
### 全球对清洁能源和化石燃料的能源投资



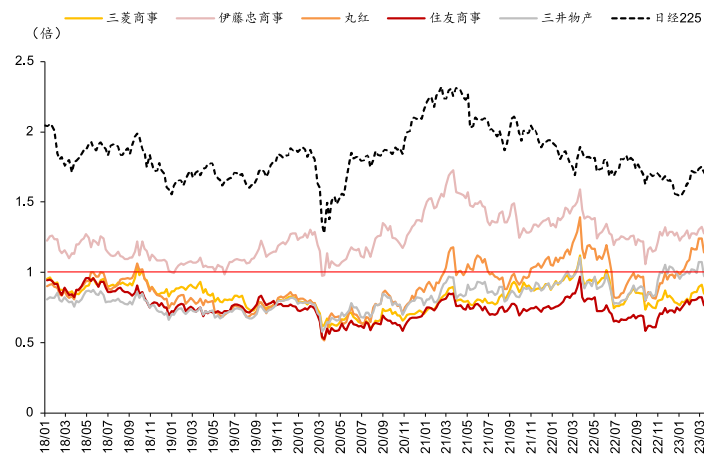
数据来源：IEA，德邦研究所

# 五大商社+低利率环境=用低成本资金投资高回报全球化业务

五大商社每股股利

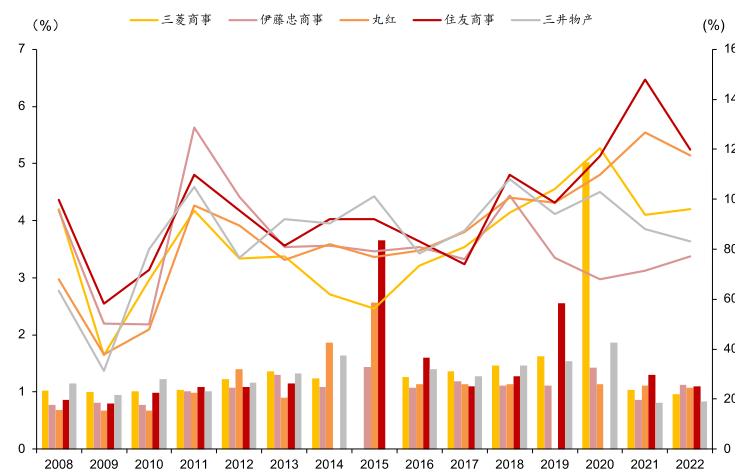


数据来源: Bloomberg, 德邦研究所; 包括每股固定现金股利与特殊现金股利  
五大商社PB估值

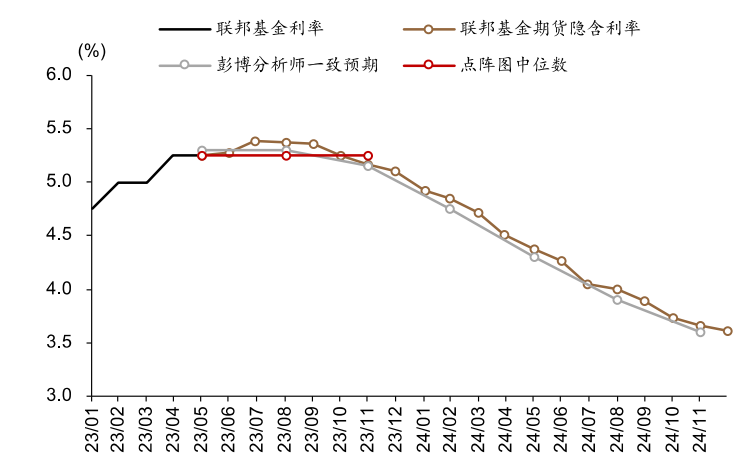


数据来源: Bloomberg, 德邦研究所

五大商社净股息率 (折线, 左轴) 与派息率 (柱形, 右轴)



数据来源: Bloomberg, 德邦研究所  
联邦基金利率远端降息预期



数据来源: Bloomberg, 德邦研究所

- 基于公司业务模式和全球能源投资趋势, 五大商社呈现出显著高分红特点, 完美符合了所谓的“现金奶牛公司”审美, 且这几家商社目前估值仍不算高, 长期配置性价比仍存。
- 远端降息预期方面, CME联邦基金期货模型显示, 在基于年内有25bps加息的基础上, 交易员预期全年降息1次。彭博分析师则维持政策利率将从6月一直保持当前水平至年底的预期。而到2024年, 联邦基金期货隐含利率和彭博一致预期均显示美国基准利率仍将维持在3.6%左右。
- 因此, 在这两个因素长期内不会发生突变的情况下, 日本成为了全球配置型资金较为合适的选择, 其本质是基于对美元的认同和对高通胀高利率环境不会发生太大改变的预判。

# 低估值+高分红+充裕现金流筛选思路下的中特估标的

中特估低估现金奶牛股票池

- 相对更有想象空间的高成长性资产，高股息资产放弃远期增长，而将重心放在了当下的确定性回报，日本股市开年以来不断创下新高也在一定程度上反映了这一偏重红利的投资策略。
- 对于国内而言，“中国特色估值体系”也将逐渐由概念驱动转向基本面驱动，考虑到全球通胀和利率变动趋势，在潜在经济增长率长期下行和高通胀组合形成的类滞胀背景下，中特估演绎的逻辑也将逐渐转向低估值、高股息、现金流充裕的公司。

代码	简称	一级行业	二级行业	年度现金分红比例 (%, 2022年)	股息率 (%, 近12个月)	营业现金比率 (%)	PE分位数 (%)	PB分位数 (%)
600019.SH	宝钢股份	钢铁	普钢	32.7253	7.2659	12.1592	64.72	18.11
600582.SH	天地科技	机械设备	专用设备	42.3971	3.3088	17.0166	10.33	29.79
002415.SZ	海康威视	计算机	计算机设备	51.0600	2.0161	12.2215	42.11	5.00
000877.SZ	天山股份	建筑材料	水泥	51.4971	3.3210	11.5043	86.84	15.29
601919.SH	中远海控	交通运输	航运港口	29.5181	27.4428	50.3246	7.62	0.21
601866.SH	中远海发	交通运输	航运港口	-	9.0489	43.8397	22.97	15.47
001965.SZ	招商公路	交通运输	铁路公路	-	3.6457	46.7399	34.27	58.38
002128.SZ	电投能源	煤炭	煤炭开采	28.1124	3.7679	31.7402	20.38	12.17
601088.SH	中国神华	煤炭	煤炭开采	-	8.6630	31.8501	19.95	54.27
600938.SH	中国海油	石油石化	油气开采II	20.4473	8.9300	48.6877	31.00	14.76
600050.SH	中国联通	通信	通信服务	27.6597	1.9755	28.6548	19.92	28.61
601328.SH	交通银行	银行	国有大型银行II	-	5.9664	134.8904	19.41	19.35

数据来源：Wind，德邦研究所；截至2023/06/02，PE为TTM法，PB为LF法，2010年以来。



# 风险提示

- 美国加息进程不及预期
- 海外经济加速衰退
- “现金奶牛”因宏观环境出现业绩大幅波动



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 Journal of International Money and Finance、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得2019和2020新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理50人论坛（CWM50）青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

# 免责声明

**分析师声明：**本人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，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。

## 法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



**德邦证券**  
Topsperty Securities

## 德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616      传 真：+86 21 68767880

400-8888-128