



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券投资报告  
2023年11月17日

# 人民币汇率何时吹响反攻号角？

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007

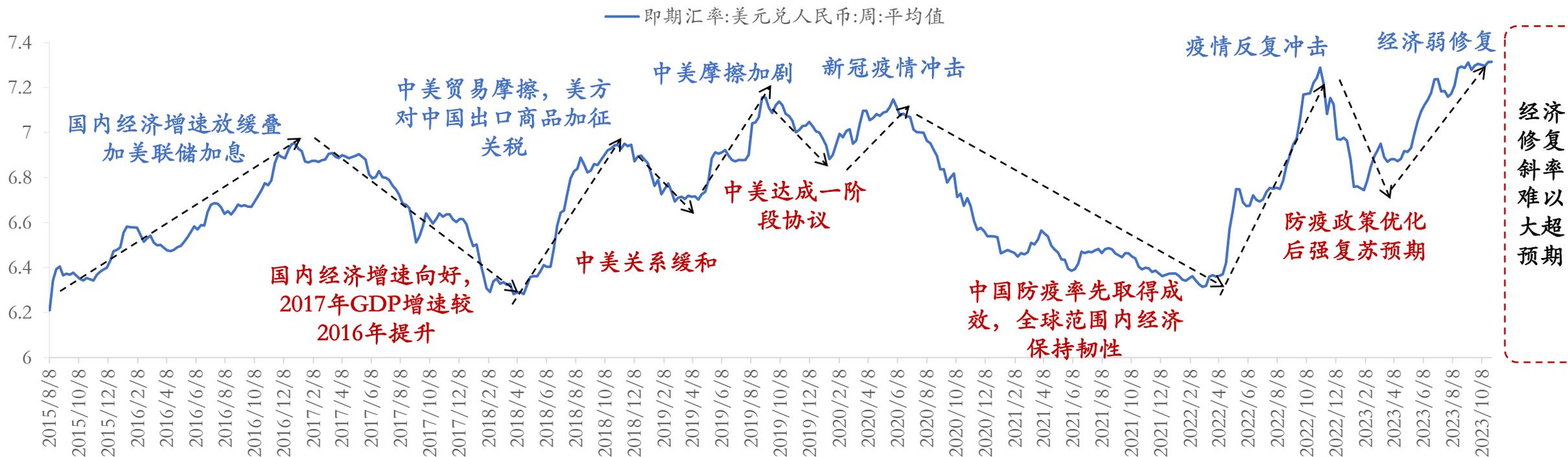
分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001



## 核心结论1：人民币汇率企稳但难以反转

- ▶ 人民币汇率重回升值通道，关键仍在于前期贬值因素扭转，美元兑人民币汇率预计短期内难回7.2下方。从2015年“811”汇改以后，美元兑人民币汇率经历了数轮波动，但从长周期来看央行干预政策只能推动汇率企稳，不会改变方向。人民币汇率方向性企稳升值，关键在于前期贬值因素扭转。**即，美国经济增速明显走弱、美联储紧缩政策转向、国内经济复苏提速。**
- ▶ 本轮人民币汇率贬值因素虽有缓解，但目前尚未见到反转条件，仍需静待所有条件齐备。①美国经济尚未出现失速迹象；②美联储不再加息，但仍将政策利率维持高位，短期内降息可能性偏低；③尽管三季度GDP增速4.9%超市场预期，但国内经济不会强复苏，今年GDP增速难以反弹至5.5%上方，不支撑人民币大幅度升值。

人民币汇率重回升值通道，关键在于前期贬值因素扭转





## 核心结论2：汇率反转初期优先考虑消费和周期板块

- 从风格上看，金融风格偏弱，成长、消费、周期差异不大。
- 人民币汇率反转初期，行业排名靠前5的行业包括：家电、食品饮料、有色金属、建材和计算机。上述5个行业5轮均表现为上涨，且从累计涨跌幅来看均在60%左右，食品饮料累计涨幅超过70%。上述行业主要集中于消费和周期板块。
- 行业排名靠后5的行业包括：房地产、纺织服装、商贸零售、环保和公用事业。上述行业在5轮中均有1-2轮表现为下跌，且累计涨幅均不高于26%，远低于上证累计涨幅37%。

人民币汇率反转时，家电、食品饮料、有色金属、建材和计算机表现相对较好

		SW行业指数涨跌幅											
行业		合计		第①轮		第②轮		第③轮		第④轮		第⑤轮	
		排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅
涨跌幅排名累计值前五	家用电器	39	65.32	8	9.62	8	17.46	4	17.55	10	8.31	9	12.38
	食品饮料	41	77.47	7	10.23	2	25.54	26	2.83	5	16.09	1	22.78
	有色金属	47	71.82	1	31.67	10	15.46	6	12.89	13	5.73	17	6.07
	建筑材料	51	61.18	12	9.23	14	13.14	3	20.38	7	10.65	15	7.78
	计算机	53	56.68	10	9.47	6	18.51	8	11.48	27	-2.02	2	19.24
涨跌幅排名累计值后五	房地产	112	16.13	17	5.61	24	9.64	12	6.40	28	-3.62	31	-1.89
	纺织服装	114	25.37	30	-0.97	29	7.77	27	2.04	20	2.90	8	13.64
	商贸零售	116	18.66	19	5.38	20	10.99	24	3.14	30	-5.24	23	4.40
	环保	127	15.79	31	-1.96	28	8.13	29	0.75	14	5.60	25	3.27
	公用事业	130	12.85	28	0.44	25	9.40	30	0.07	17	4.53	30	-1.58

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。单位：%。



## 目录

1 “811”汇改后，人民币贬值后反转的核心逻辑

2 当前人民币汇率已企稳，反转还需等待

3 汇率反转时有哪些配置机会？



## 1.1 2016年12月：中国经济增速回升带动人民币汇率反转

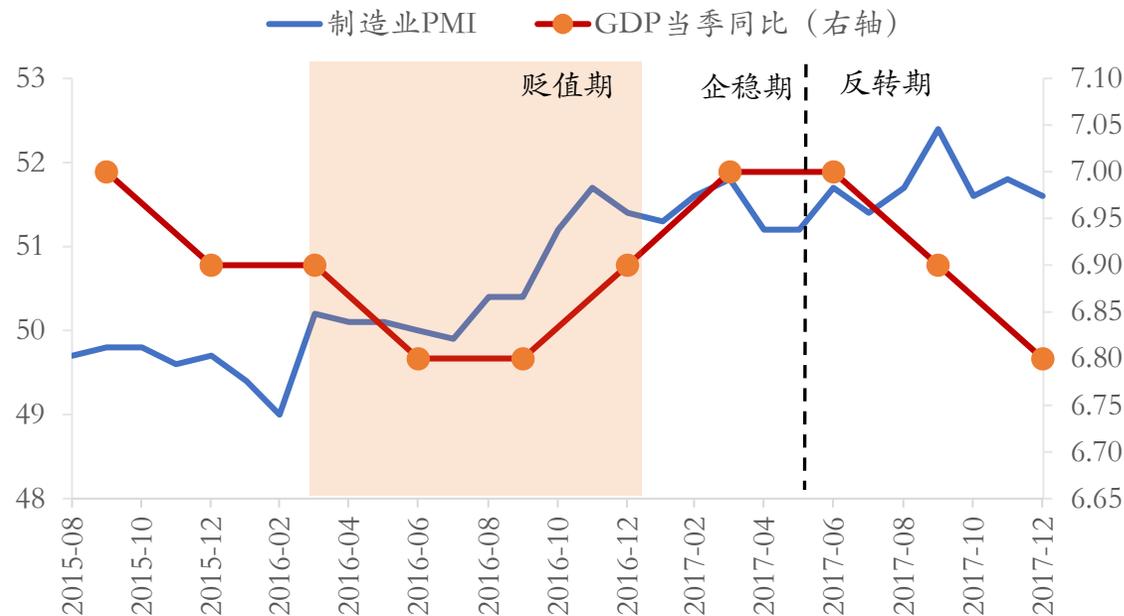
- ①贬值主要原因：国内经济增速放缓叠加美联储加息。一方面，2015年底美联储“非常规”加息结束了2008年全球经济危机以来的零利率，导致资本向美国回流，人民币贬值压力再起。另一方面，2016年中国GDP增速放缓、跌破7%。
- ②汇率企稳催化因素：特朗普上台后反对强势美元，去产能等经济结构调整取得阶段性进展。特朗普在2017年1月20日正式上任，成为美国第45任总统，其政策主张为反对强势美元。同时，煤炭等领域去产能等经济结构调整取得阶段性进展。（2016年央行用于稳定汇率的外储消耗量达4480亿美元。）
- ③汇率走势反转原因：中国经济走强、引入逆周期调节因子。经过2016年经济结构调整后，2017年Q1、Q2的GDP增速均实现7%。同时2017年5月央行引入“逆周期调节因子”，适度对冲市场情绪的顺周期波动。

2016年12月人民币汇率企稳、2017年5月开始反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY、指数点。

2017年上半年中国经济增速明显反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、指数点。

## 1.2 2018年11月：中美经贸关系缓和带动人民币汇率反转

- ①贬值主要原因：中美经贸摩擦。2018年3月时任美国总统特朗普签署总统备忘录，对华贸易施压。6月中旬和9月底美国先后两次对中国分别加征500亿美元和2000亿美元的产品关税，导致对中国经济前景担忧，人民币汇率开始持续贬值。
- ②汇率企稳催化因素：中美经贸关系缓和。11月1日，习近平和特朗普在通话中均表示愿在出席阿根廷二十国集团领导人峰会期间再次会晤，一个月后两国元首会晤释放了中美关系缓和的积极信号。（期间，2018年8月逆周期因子再次“重启”。）
- ③汇率走势反转原因：中美开启经贸谈判，贸易争端有望缓解。2018年底两国元首会晤后，双方高层多次进行经贸领域对话，并于2019年2月双方对主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商。

2018年11月人民币汇率企稳、12月开始反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY、指数点。

2018年底中美经贸关系有所缓和

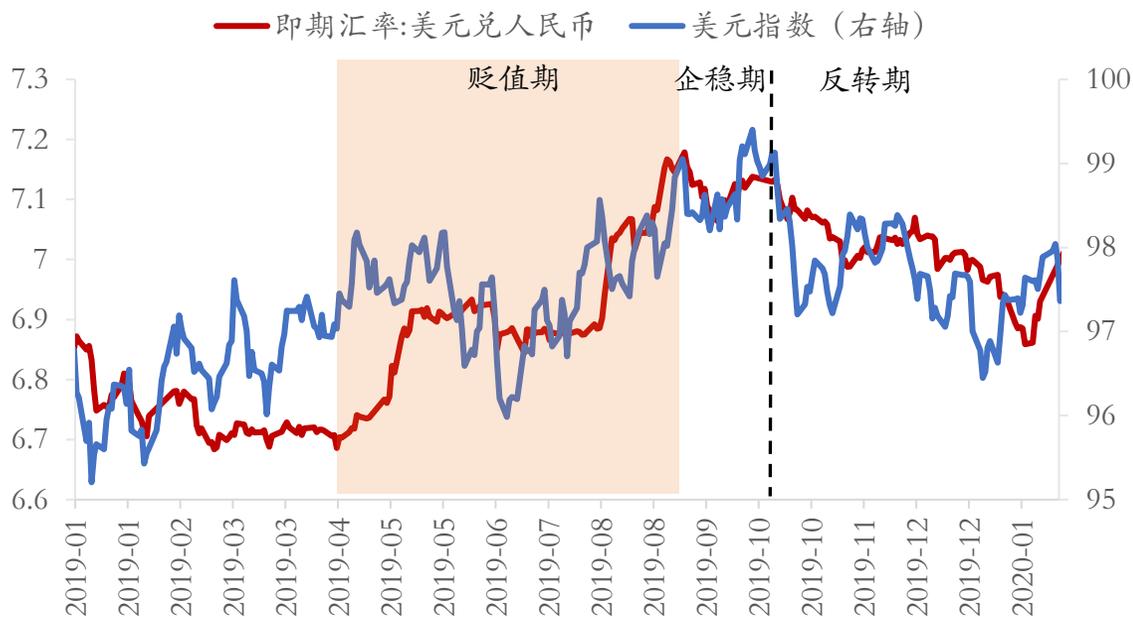
时间	事件
2018年12月1日	两国元首在坦诚、友好的气氛中，就中美关系和共同关心的国际问题深入交换意见，达成重要共识。双方同意，在互惠互利基础上拓展合作，在相互尊重基础上管控分歧，共同推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系。
2019年1月30日	刘鹤副总理带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商。
2019年2月14日	刘鹤副总理与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第六轮中美经贸高级别磋商。
2019年3月5日	美国贸易代表办公室宣布正式再次推迟对中国2000亿美元产品加征关税从10%提高至25%的期限，具体期限另行通知。

资料来源：新华社，华安证券研究所整理。

## 1.3 2019年9月：中美重启经贸磋商与美国经济走弱带动人民币汇率反转

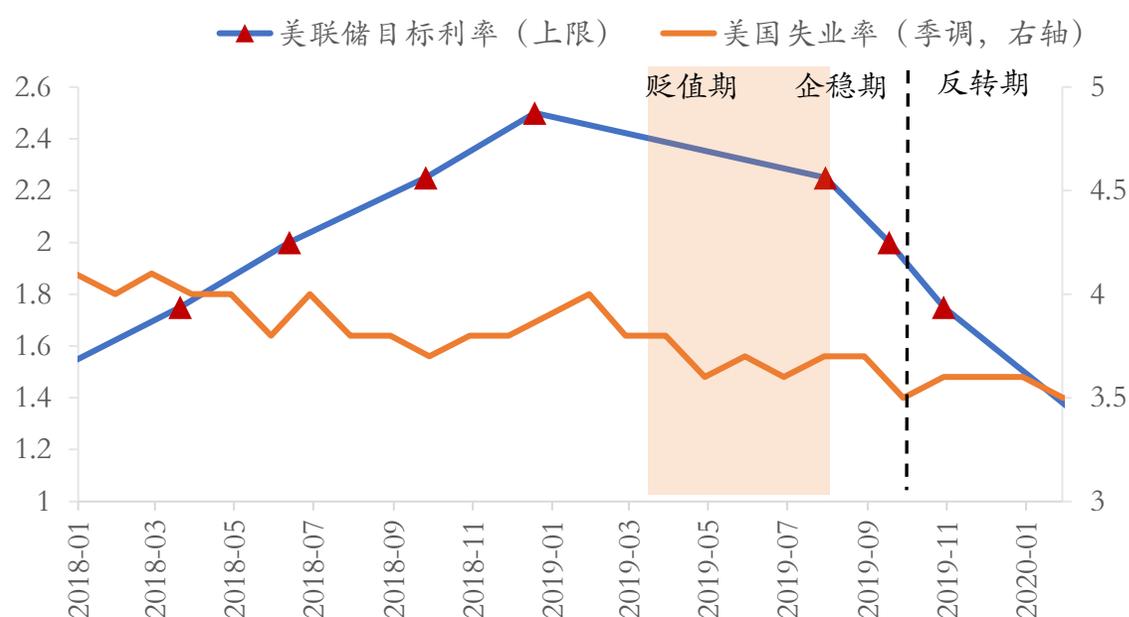
- ①贬值主要原因：中美经贸摩擦再度加剧。2019年5月9日，美国政府宣布对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。5月15日，美国将华为及其附属公司列入实体名单。中美经贸担忧，叠加GDP增速持续下行，迫使人民币汇率破“7”。（期间逆周期调节因子继续发力，稳定美元兑人民币汇率中间价。）
- ②汇率企稳催化因素：中美重启经贸谈判。9月5日，刘鹤副总理应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商。
- ③汇率走势反转原因：中美经贸谈判取得实质性进展。10月2日，美国贸易代表办公室公布了两份对中国加征关税商品的排除清单。10月11日，双方宣布中美将达成第一阶段协议，并很可能在11月的智利APEC峰会上签署。

2019年9月人民币汇率企稳、10月开始反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY、指数点。

2019年初美国经济走弱，美联储下半年开始预防式降息

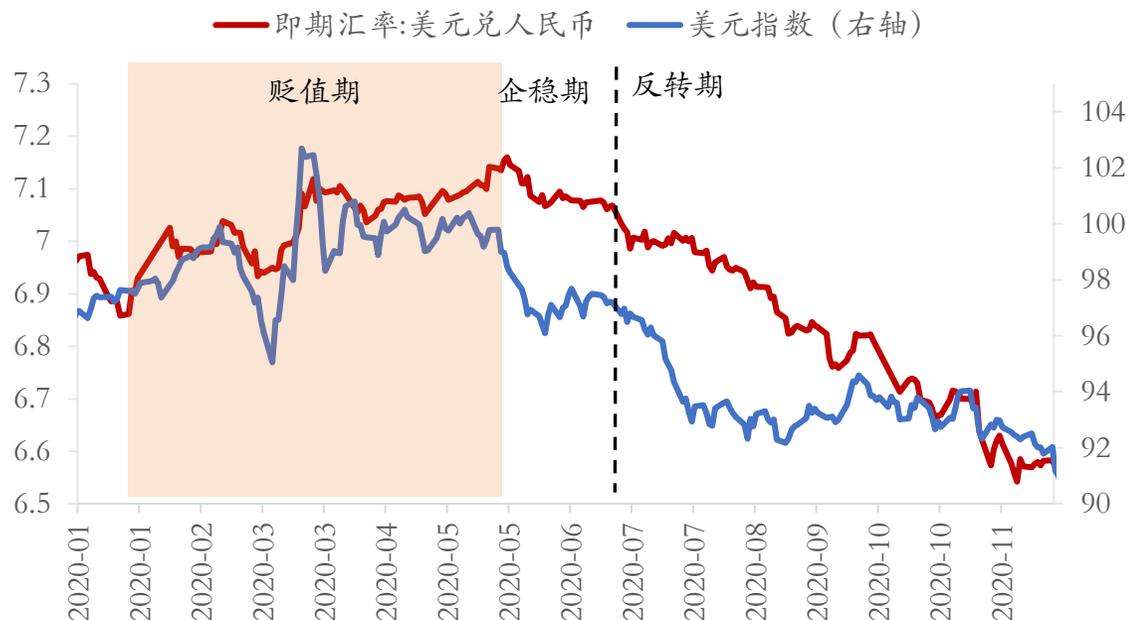


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。

## 1.4 2020年5月：中国防疫率先取得积极进展推动人民币汇率反转

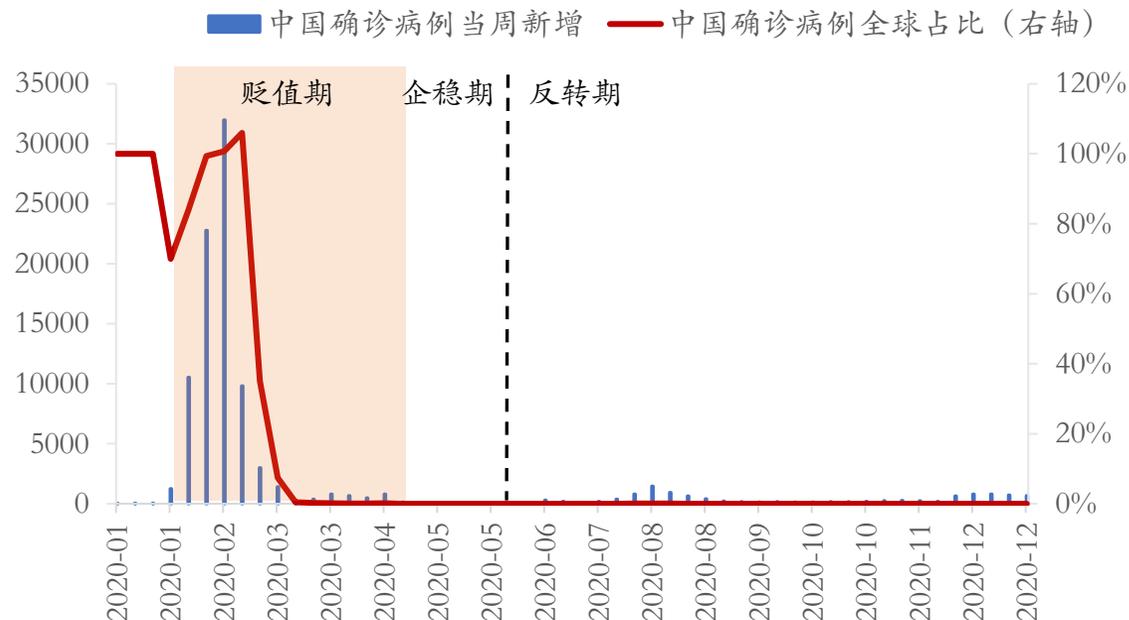
- ①贬值主要原因：国内新冠疫情爆发。2020年春节后至2月中旬，国内新冠肺炎疫情爆发并呈现扩散态势，企业居民生产生活受到严重冲击，市场避险情绪显著升温，人民币汇率再度破“7”。
- ②汇率企稳催化因素：国内防疫取得显著进展，而海外疫情爆发。
- ③汇率走势反转原因：海外经济体为疫情纾困实施大规模货币宽松政策，而中国2020年是全球唯一实现正增长的大型经济体。由于新冠病毒肺炎疫情对中国与美国的冲击存在时间差，加之中国政府应对疫情的反应速度与政策力度显著好于美国，导致中国经济复苏程度较好，最终短期国际资本大量流入中国，推动了人民币兑美元汇率升值。

2020年5月人民币汇率企稳、6月开始反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY、指数点。

2019年初美国经济走弱，美联储下半年开始预防式降息



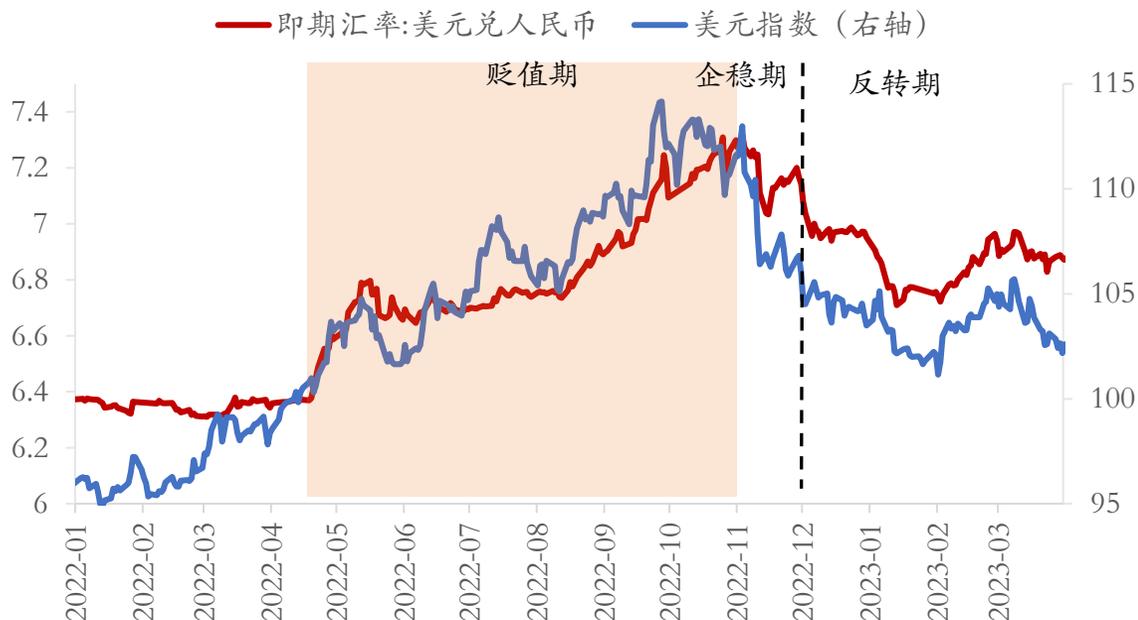
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：人、%。



## 1.5 2022年12月：中国防疫政策优化后经济回升预期浓厚，人民币汇率反转

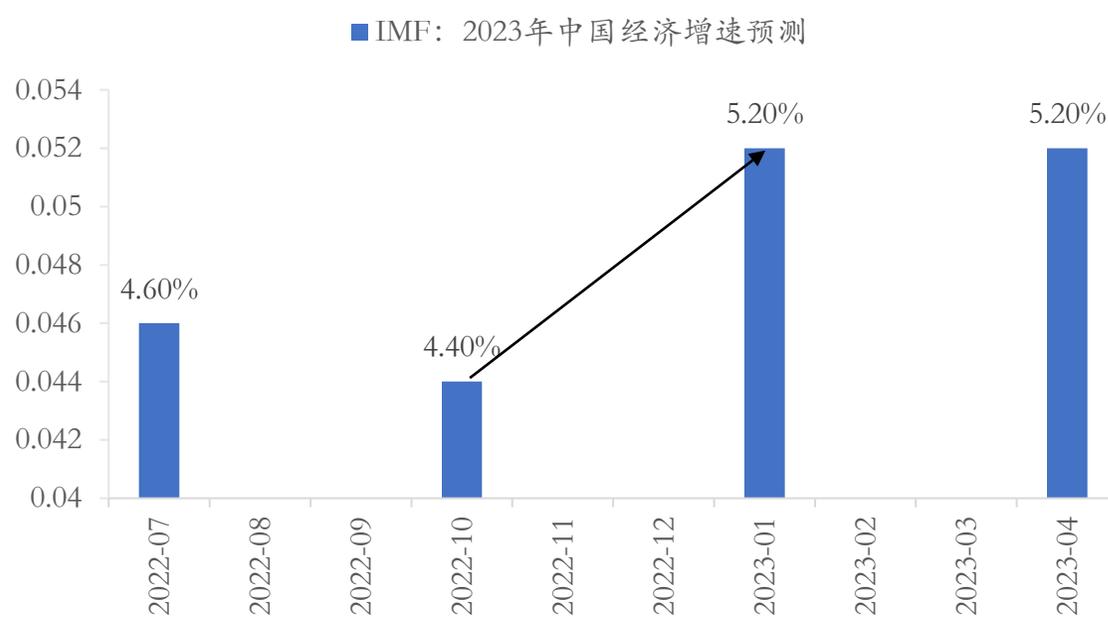
- ①贬值主要原因：疫情再度冲击，美联储持续加息。5月开始国内疫情多次爆发，奥密克戎疫情愈发严重，而防疫政策对应的经济成本较高。同时，2022年3月美联储开启加息周期，首次加息50BP，之后多次加息75BP，加息节奏之快历史少见。（贬值期间，央行下调了金融机构外汇存款准备金率1个百分点。）
- ②汇率企稳催化因素：中国防疫政策优化，美联储加息接近尾声。2022年11月11日，国务院联防联控机制综合组发布防疫政策优化“二十条”。同时，市场预计美联储将于2023年一季度结束加息。
- ③汇率走势反转原因：中国防疫政策优化后经济回升预期浓厚。在2022年底优化防疫政策后，2023年初IMF对中国经济增速预测从4.4%大幅上调至5.2%。

2022年11月人民币汇率企稳、12月开始反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY、指数点。

2023年初IMF大幅度上调中国经济增速预测



资料来源：IMF《世界经济展望》，华安证券研究所。单位：%。注：图中为预测日期。



## 小结：人民币汇率步入升值通道关键在于前期主导贬值的因素反转

- ▶ 回顾2015年“811”汇改之后美元兑人民币汇率走势可以发现：①人民币汇率方向性企稳升值，关键在于前期贬值因素扭转。②前期贬值因素缓解或央行干预可以推动人民币汇率企稳。

2015年“811”汇改以来，人民币汇率企稳与步入升值通道情况

轮数	贬值核心因素	汇率企稳阶段			汇率步入升值通道	
		时间	央行干预	核心因素逐步发生变化	开启时间	核心因素发生反转
第①轮	国内经济结构调整下增速大幅放缓担忧。	2017.01.04-2017.05.23	央行使用外汇储备对冲汇率下行。	1.特朗普上任美国总统后反对强势美元。 2.煤炭等领域去产能等经济结构调整取得阶段性进展。	2017.05.23	经过2016年经济结构调整后，2017年Q1、Q2的GDP增速均实现7%。
第②轮	美方挑起中美经贸摩擦。	2018.11.01-2018.11.28	逆周期因子再次重启。	中美两国元首约定在G20领导人峰会期间会晤，中美经贸关系缓和。	2018.11.28	2018年底两国元首会晤后，双方高层多次进行经贸领域对话，并于2019年2月双方对主要问题达成原则共识。
第③轮	中美未能如期达成一阶段贸易协定。	2019.09.03-2019.10.10	逆周期因子明显发力。	9月初中美重启经贸高级别磋商。	2019.10.10	10月初，双方宣布中美将达成第一阶段协议。
第④轮	新冠疫情冲击中国增长前景。	2020.05.27-2020.07.03	-	国内防疫取得显著进展。	2020.07.03	海外经济体为疫情纾困实施大规模货币宽松政策，而中国2020年是全球唯一实现正增长的大型经济体。
第⑤轮	新冠疫情反复冲击，防疫政策经济成本偏高。	2022.11.02-2022.11.28	1.下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点； 2.逆周期调节因子明显发力。	1.国务院联防联控机制综合组发布防疫政策优化“二十条”。 2.市场预计美联储于次年一季度结束加息	2022.11.28	优化防疫政策后，全球对中国经济增速预测上调。

资料来源：华安证券研究所，根据前述复盘整理。



## 目录

1 “811”汇改后，人民币贬值后反转的核心逻辑

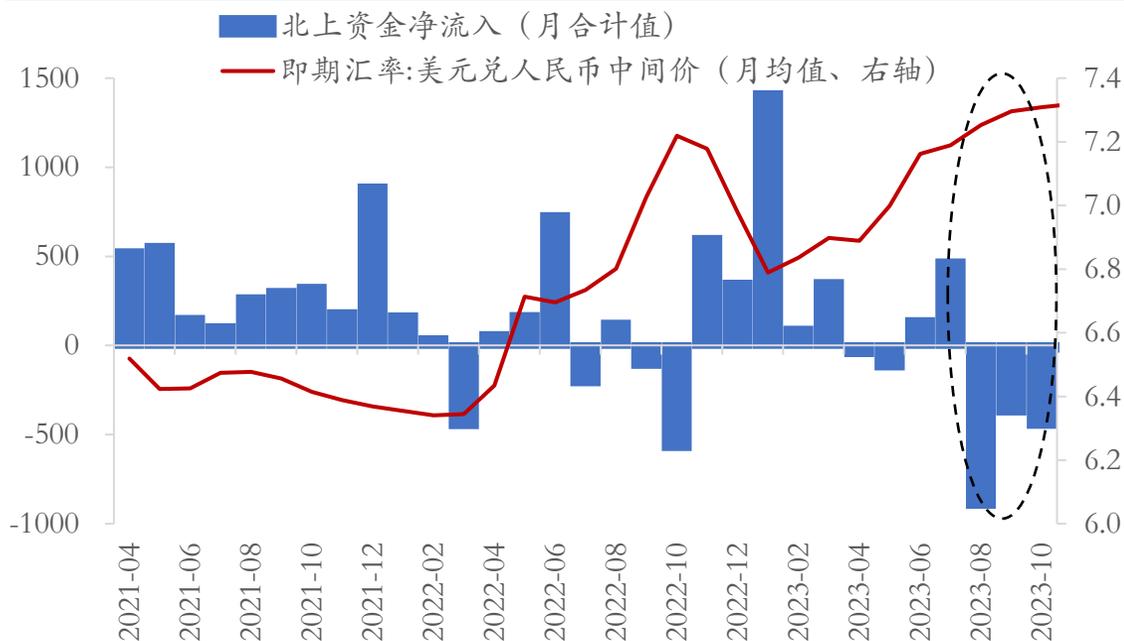
2 当前人民币汇率已企稳，反转还需等待

3 汇率反转时有哪些配置机会？

# 人民币汇率短期走势如何？——预计围绕7.3附近震荡

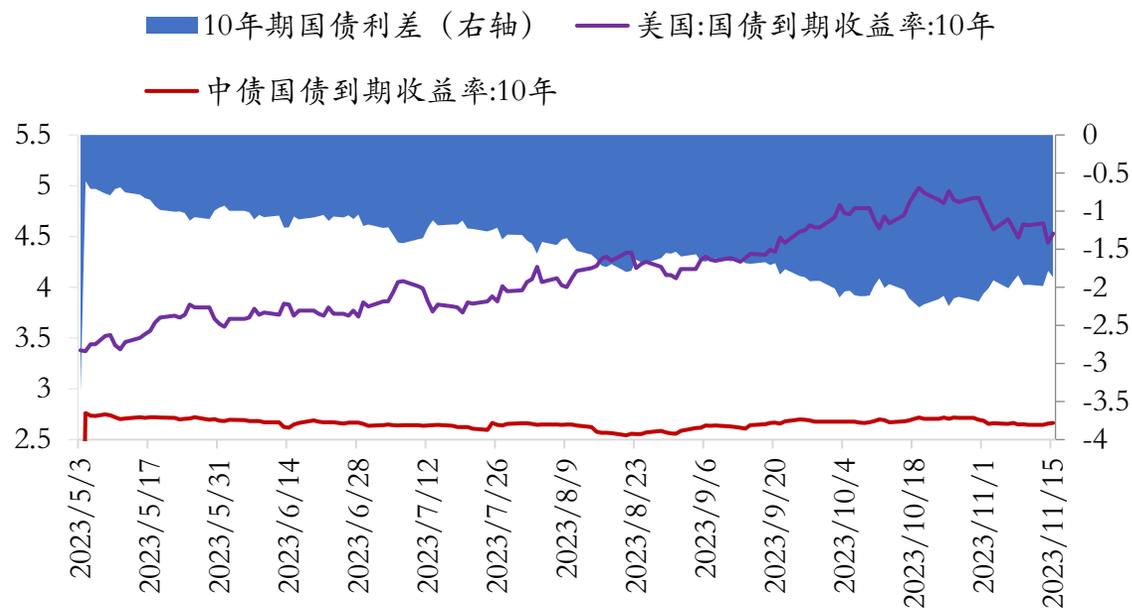
- 8月-10月北向资金分别净流出900亿元、374亿元、448亿元，人民币汇率持续贬值、中美利差“倒挂”严峻是其中的重要影响因素。对此，人民币汇率走势仍需关注。我们认为，短期内美元兑人民币汇率将围绕7.3附近震荡，难以向上突破前期高点7.37，也难以回落至7.2下方。
- ✓ ①美国经济虽有韧性但大概率走弱，美联储维持较高利率水平并且大概率不会再度加息，而中国经济基本面延续内生修复，有望带动中美利差“倒挂”有望收窄。但美国经济短期内衰退概率极低，国内经济不会强复苏，不会支撑人民币大幅度升值。
- ✓ ②临近前期高点7.37，央行干预意愿明显增强，人民币汇率亦难以大幅度贬值。

8月-10月人民币汇率贬值加剧北向资金净流出



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、USD/CNY。

中美利差“倒挂”严峻，对汇率仍有明显压力



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 2.1 前期贬值原因：美国经济强劲而国内经济复苏不及预期

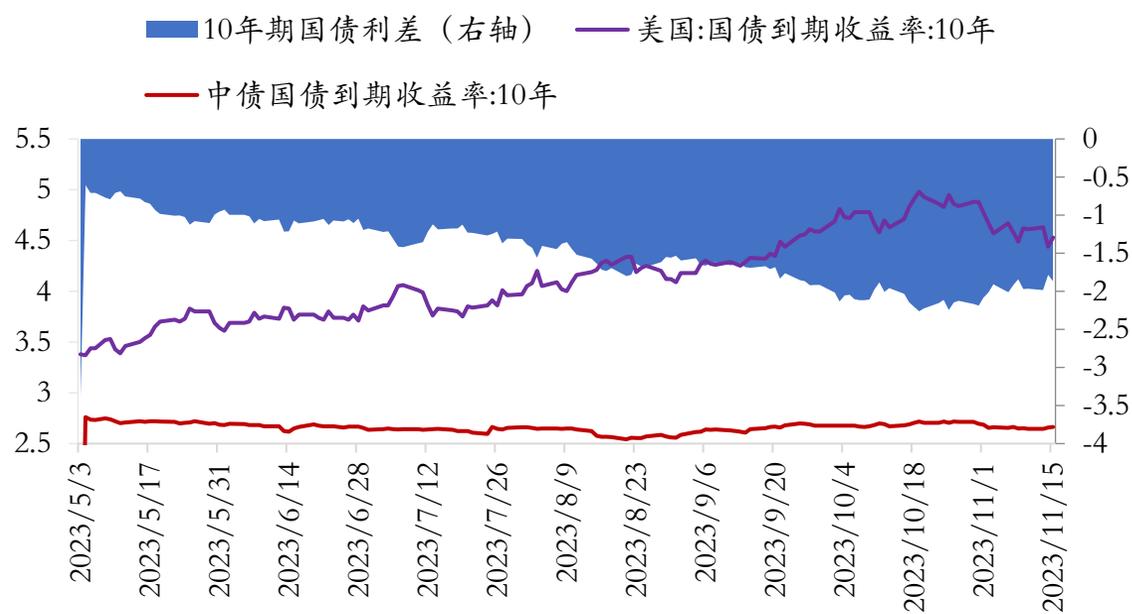
- ①贬值主要原因：美国经济强劲而国内经济复苏不及预期。2022年底-2023年初，市场普遍认为美国经济将在下半年出现衰退，而中国有望在防疫政策优化后实现经济快速修复。但进入二季度后，美国经济韧性逐步显现，而我国经济动能环比快速走弱，二季度GDP增速在低基数下仅增长6.3%，远低于此前市场预期的8%。同时，由于美国经济和通胀韧性，美联储在2023年5月和7月各加息25BP，加剧中美利差扩大，
- ②汇率企稳催化因素：央行汇率干预增强，美联储大概率不再加息。7月底中央政治局会议定调“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，之后逆周期调节因子逐步发力。同时，美联储在7月加息至5.25%-5.5%，大概率就是本轮加息终点。

### 2023年1月人民币明显贬值、8月底逐步企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY、指数点。

### 中美利差“倒挂”严峻，对汇率仍有明显压力



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 2.2 汇率企稳因素（1）：央行干预意愿明显增强，推动汇率企稳

- 美元兑人民币汇率临近前期高点7.37，央行干预意愿明显增强。
- ✓ ①7月24日，中央政治局会议强调“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。
- ✓ ②8月17日，央行在二季度货币政策执行报告专栏4中强调“综合施策、稳定预期，用好各项调控储备工具，调节外汇市场供求，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”。
- ✓ ③9月11日，全国外汇市场自律机制专题会议强调，“金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，**该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏**，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险……外汇市场成员要自觉维护市场稳定，有序开展做市自营交易，坚决杜绝投机炒作、煽动客户等扰乱外汇市场秩序的行为。企业和居民要坚持“风险中性”，不盲从跟风，不赌单边，不赌点位，维护好财产安全。

### 7月底以来，决策层对汇率干预态度明显



## 2.2 汇率企稳因素（1）：央行已打开汇率政策工具箱

- ▶ 尽管央行已表态退出对外汇市场的日常干预，但仍拥有丰富的政策工具以应对外汇的异常波动。除公开市场表态之外，近期主要通过两个政策工具发力稳汇率：
  - ✓ ① 外汇存款准备金率已下调至近年来的最低水平（4%），在汇率市场释放充足的美元流动性。
  - ✓ ② 逆周期调节因子继续发力，稳定美元兑人民币汇率中间价，提振市场信心。

外汇存款准备金率处于近几年最低水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

美元兑人民币中间价干预仍强

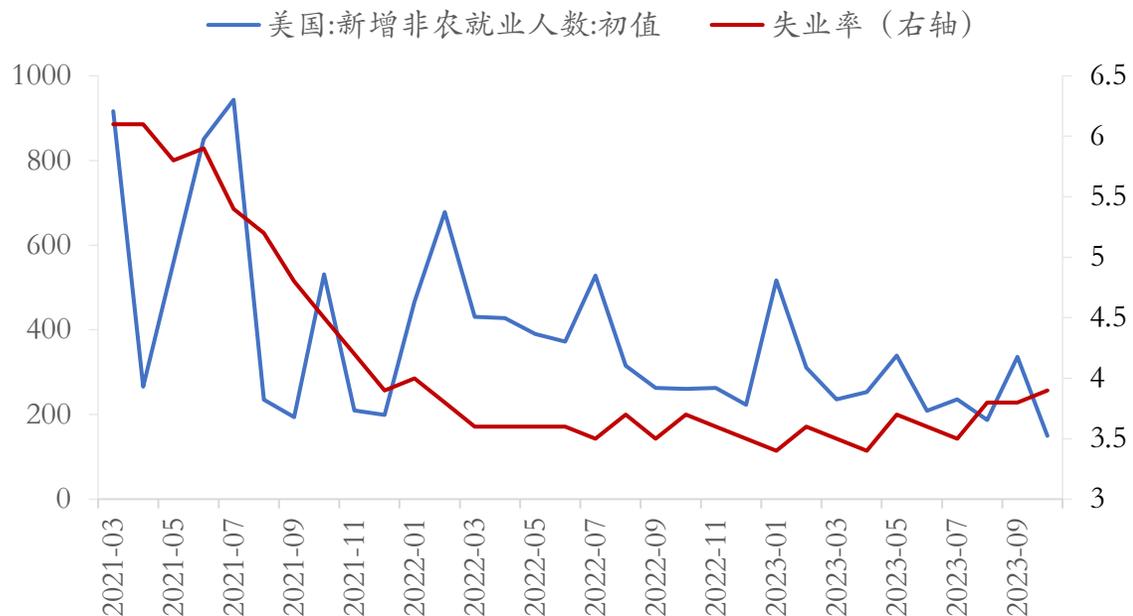


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY。

## 2.2 汇率企稳因素 (2) : 美国经济增速趋缓是大概率事件

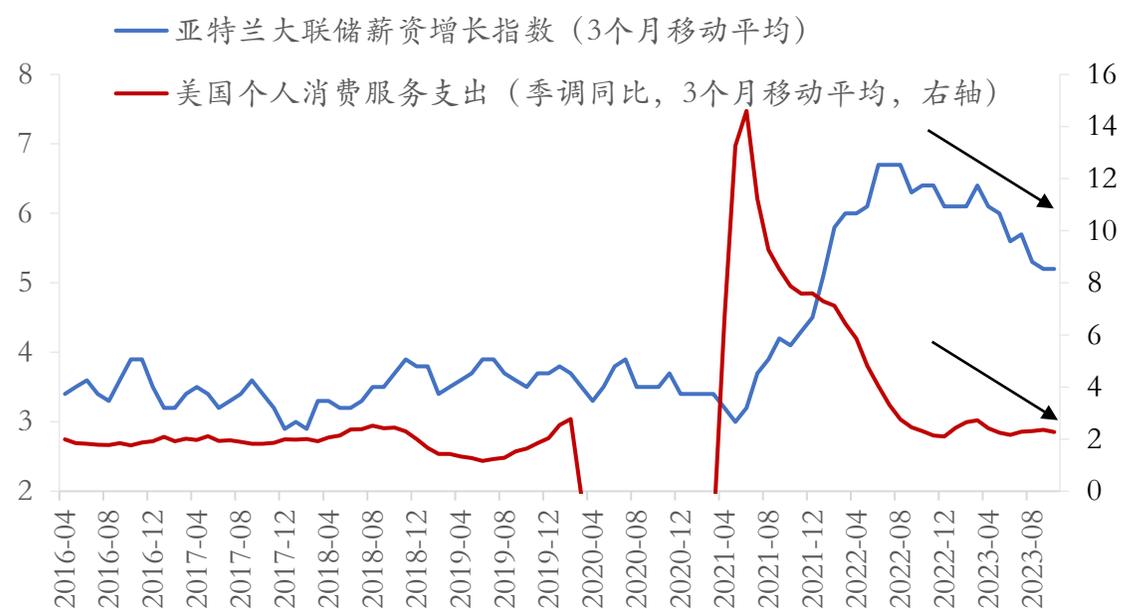
▶ 美国经济有望实现软着陆，但经济增速趋缓是大概率事件。①美国经济短期内陷入衰退概率极低，失业率突破自然失业率4.4%（美国国会预算办公室口径）较低，9月制造业ISM-PMI反弹至49%（10月因罢工冲击有所回落）、非制造业ISM-PMI大幅反弹至53.6%，表明美国经济仍有韧性。②10月新增非农人数回落至15万人，失业率反弹至3.9%、创去年2月以来新高，表明美国总体就业市场并未再度陷入过热状态。随着美国劳动人口参与率回暖，美国就业市场有望缓慢降温。随着薪酬增速放缓叠加超额储蓄逐步消耗，美国个人服务消费支出增速有望趋缓。

### 美国劳动力市场并未再度陷入过热



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 千人。

### 薪酬增速和个人服务消费支出逐步回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

## 2.2 汇率企稳因素 (2) : 美联储加息周期大概率结束

- ▶ **美联储加息周期大概率结束，除非就业和通胀数据明显反复。** 美联储主席鲍威尔7月议息会议后表态中提到了货币政策具有一定的时滞，只要就业和通胀数据不出现明显反复，即失业率低于3.5%或核心PCE反弹至4.8%以上，否则美联储再度加息概率很低，有望维持当前政策力度直至通胀回落至其合意水平。
- ▶ **美国经济增速趋缓，进步缓释再度加息的必要性。** 10月11日公布的美联储9月议息会议纪要也显示，美联储官员的重点已经从加息的幅度转变成高利率可能维持的时间。11月美联储议息会议维持5.25%-5.5%的政策利率水平，会后美联储主席鲍威尔虽然保留了后续加息的可能性，但随着美国就业和通胀数据回落，本轮加息周期大概率已经结束。

CME观测器显示市场押注美联储后续大概率不加息

	4.75-5.0	5-5.25	5.25-5.5	5.5-5.75	5.75-6.00
2023/12/14		0.20%	<b>99.80%</b>		
2024/2/1		0.20%	<b>97.80%</b>	2.10%	
2024/3/21		25.50%	<b>72.90%</b>	1.50%	
2024/5/2	18.10%	<b>59.00%</b>	22.50%	0.40%	

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：数据更新时间2023年11月16日。

原油价格影响10Y美债内涵通胀预期

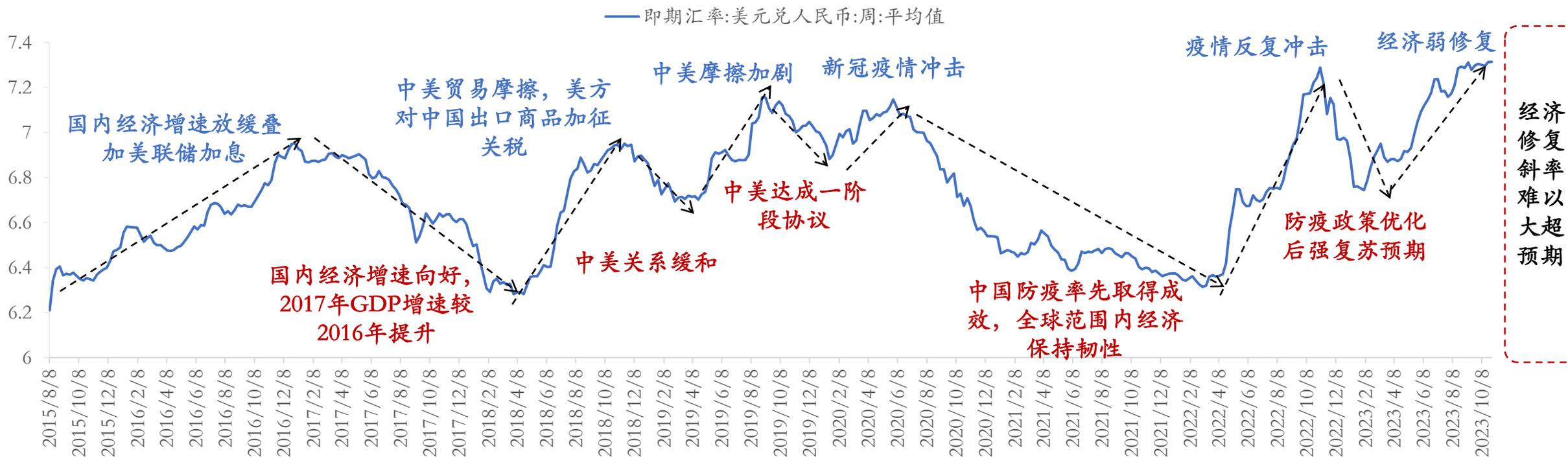


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：内涵通胀预期=名义利率-实际利率。

## 2.3 人民币汇率何时反转？——静待所有条件齐备

- ▶ 人民币汇率重回升值通道，关键仍在于前期贬值因素扭转，美元兑人民币汇率预计短期内难回7.2下方。从2015年“811”汇改以后，美元兑人民币汇率经历了数轮波动，但从长周期来看央行干预政策只能推动汇率企稳，不会改变方向。人民币汇率方向性企稳升值，关键在于前期贬值因素扭转。**即，美国经济增速明显走弱、美联储紧缩政策转向、国内经济复苏提速。**
- ▶ 本轮人民币汇率贬值因素虽有缓解，但目前尚未见到反转条件，仍需静待所有条件齐备。①美国经济尚未出现失速迹象；②美联储不再加息，但仍将政策利率维持高位，短期内降息可能性偏低；③尽管三季度GDP增速4.9%超市场预期，但国内经济不会强复苏，今年GDP增速难以反弹至5.5%上方，不支撑人民币大幅度升值。

人民币汇率重回升值通道，关键在于前期贬值因素扭转





## 目录

1 “811”汇改后，人民币贬值后反转的核心逻辑

2 当前人民币汇率已企稳，反转仍需等待

3 汇率反转时有哪些配置机会？



## 人民币汇率反转时的配置机会：上证涨幅偏强，金融风格偏弱

- 我们重点关注人民币汇率反转初期（前三个月）的配置机会。
- 人民币汇率反转初期上证涨幅偏强。5轮上证均上涨，累计涨幅37.06%，平均涨幅7.41%。
- 从风格上看，金融风格偏弱，成长、消费、周期差异不大。①金融风格表现偏弱，累计涨幅少于其他三个风格10%左右，且第四轮为下跌；②从风格之间排名和累计涨跌幅来看，成长、消费和周期三个风格之间差异不大，且5轮均为上涨。

人民币汇率反转时，上证涨幅偏强，金融风格偏弱

轮数	上证指数	风格指数（排名）涨跌幅							
		金融		周期		消费		成长	
		排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅
第①轮	8.80	1	15.27	2	10.05	4	6.06	3	7.96
第②轮	13.04	3	13.93	4	12.03	2	15.47	1	16.23
第③轮	4.90	4	5.09	2	8.72	3	6.11	1	12.32
第④轮	3.78	4	-0.51	1	11.12	3	7.38	2	10.95
第⑤轮	6.53	4	5.92	2	6.98	1	13.14	3	6.22
合计	37.06	16	39.70	11	48.90	13	48.17	10	53.68



## 人民币汇率反转时的配置机会：家电、餐饮、有色、建材和计算机

- ▶ 人民币汇率反转初期，行业排名靠前5的行业包括：家电、餐饮、有色、建材和计算机。上述5个行业5轮均表现为上涨，且从累计涨跌幅来看均在60%左右，餐饮和饮料累计涨幅超过70%。
- ▶ 行业排名靠后5的行业包括：房地产、纺服、商贸零售、环保和公用事业。上述行业在5轮中均有1-2轮表现为下跌，且累计涨幅均不高于26%，远低于上证累计涨幅37%。

人民币汇率反转时，家电、餐饮、有色、建材和计算机表现相对较好

		SW行业指数涨跌幅											
行业		合计		第①轮		第②轮		第③轮		第④轮		第⑤轮	
		排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅	排名	涨跌幅
涨跌幅排名累计值前五	家用电器	39	65.32	8	9.62	8	17.46	4	17.55	10	8.31	9	12.38
	食品饮料	41	77.47	7	10.23	2	25.54	26	2.83	5	16.09	1	22.78
	有色金属	47	71.82	1	31.67	10	15.46	6	12.89	13	5.73	17	6.07
	建筑材料	51	61.18	12	9.23	14	13.14	3	20.38	7	10.65	15	7.78
	计算机	53	56.68	10	9.47	6	18.51	8	11.48	27	-2.02	2	19.24
涨跌幅排名累计值后五	房地产	112	16.13	17	5.61	24	9.64	12	6.40	28	-3.62	31	-1.89
	纺织服饰	114	25.37	30	-0.97	29	7.77	27	2.04	20	2.90	8	13.64
	商贸零售	116	18.66	19	5.38	20	10.99	24	3.14	30	-5.24	23	4.40
	环保	127	15.79	31	-1.96	28	8.13	29	0.75	14	5.60	25	3.27
	公用事业	130	12.85	28	0.44	25	9.40	30	0.07	17	4.53	30	-1.58

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：历史规律比较的局限性；市场学习效应超预期；对中国央行货币政策理解存在偏差；对美联储货币政策预测存在偏差。



## 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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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。