

从当前“回购潮”看港股投资机会

华西海外团队

朱芸 执业证书编号：S1120522040001

2023年12月22日

报告亮点:

深度分析“回购潮”与港股指数关系。

不同于市场的观点:

“回购潮”多出现在市场底部时期。当市场处于低位，公司回购股份是为向市场传递公司价值被低估的信号，彰显对公司的信心，有助于提振市场情绪。

• 回购与指数拟合-大盘综观，纵观历史数据，市场回购金额趋势释放大盘指数信号

2015年以来市场回购金额拟合曲线对恒生指数走势有一定信号特征，通过对比历史数据可以看出，当回购金额出现较大明显幅度上涨时，较大概率对应恒生指数后续出现上涨行情。自今年5月份以来，回购金额出现明显幅度上涨且持续位于高位，释放积极信号。

• 通过各细分行业回购金额与指数拟合度分析及盈利预测，我们认为高盈利预期+高回购或促细分赛道反弹

非必需性消费、工业、资讯科技业三个板块在2015-2022年间的指数与回购金额/数量对比拟合最高。工业和资讯科技业近几个月回购金额均处于历史较高位置，根据以往此行业回购金额与行业指数的较高拟合度分析，我们认为这两个行业有望在这一轮持续回购中迎来阶段性行情。

港股全行业预计2024年盈利能力将实现进一步提升，根据彭博一致预期，净利润增速继续超过营收，YoY +12.81%。当前港股市场整体情绪偏悲观，截至2023年12月21日恒生指数（HSI.HI）的市盈率为8.04倍，近三年分位数仅4.19%，我们认为在盈利预期改善以及多个行业迎来回购历史高峰下市场情绪有望回暖，建议重点关注今年以来回购金额处于历史高位且公司回购对股价催化较大的非必需性消费、资讯科技业、工业。

• 投资建议:

建议重点关注今年以来回购金额处于历史高位且公司回购对股价催化较大、盈利水平良好的**非必需性消费、资讯科技业、工业板块**。建议配置行业ETF及龙头个股。

• 风险提示:

美国经济增长和通胀强于预期，美债利率下行速度和幅度低于市场预期、地缘政治关系变化、海外黑天鹅事件、宏观经济下行。

目录

- 01 回购与指数拟合-大盘综观
- 02 各细分行业回购金额与指数拟合度分析
- 03 高盈利预期+高回购或促细分赛道反弹
- 04 风险提示



01 回购与指数拟合-大盘综观

纵观历史数据，市场回购金额趋势释放
大盘指数信号

1.1 上市公司回购的意义与作用

上市公司回购:

- 指上市公司利用流动资金从二级市场购回已发行在外一定数额的股票的行为。
- 在上市公司购回自家股票后，可以选择将回购的股票注销，也可以用于公司内部的员工股权激励。

回购的意义:

- 公司回购自家股票往往发生在认为股票价格远低于公司的合理估值时，公司回购是为向市场展现对公司运营和估值提升的信心。
- 回购潮多出现在市场底部。
- 过往当回购金额出现较大明显幅度上涨时，较大概率对应恒生指数后续出现上涨行情。

1.2 市场回购金额趋势释放恒生指数走势信号

2015年以来市场回购金额拟合曲线对恒生指数走势有一定信号特征，通过对比历史数据可以看出，当回购金额出现较大明显幅度上涨时，较大概率对应恒生指数后续出现上涨行情，回购金额峰值月份与恒生指数谷值月份呈现一定提前错位对应关系（即回购金额峰值较恒生指数谷值提前1-2个月）。

具体举例而言，例如在2016年1月份，回购金额为42.3亿港元，较前一月份21.1亿港元及后一月份10.7亿港元相比，出现明显峰值，而恒生指数在随后的2016年2月份触底谷值并迎来上涨行情。后续的2016年12月份、2020年5月份、2022年9月份等节点同样出现类似对应关系。

图1：2015年以来恒生指数与回购金额对比拟合



1.3 市场回购金额持续位于历史高位，释放积极信号

自今年5月份以来，回购金额出现明显幅度上涨且持续位于高位，释放积极信号。叠加恒生指数处于历史低位的因素，或将出现前述类似对应回购金额峰值与恒生指数谷值错位对应关系。

从具体数据来看，近三个月回购金额均在100亿港元以上，而2015年-2022年间，每年的月均回购金额分别为16.9亿港元、17.8亿港元、20.3亿港元、23.0亿港元、11.3亿港元、13.3亿港元、31.8亿港元、87.0亿港元，近三月回购金额均明显高于历史年份每月平均水平，或代表回购金额峰值位置到来，同时高金额的回购也彰显了上市公司信心，对提振市场信心有着积极作用。

图2：2023年按月回购金额及大盘指数

日期	回购金额 (亿港元)	恒生指数
2023/1/31	76.9	21842.3
2023/2/28	41.3	19785.9
2023/3/31	45.9	20400.1
2023/4/30	52.5	19894.6
2023/5/31	101.3	18234.3
2023/6/30	164.4	18916.4

日期	回购金额 (亿港元)	恒生指数
2023/7/31	89.8	20078.9
2023/8/31	87.0	18382.1
2023/9/30	167.5	17809.7
2023/10/31	105.8	17112.5
2023/11/30	125.0	17042.9



02 各细分行业回购金额与指数拟合度分析

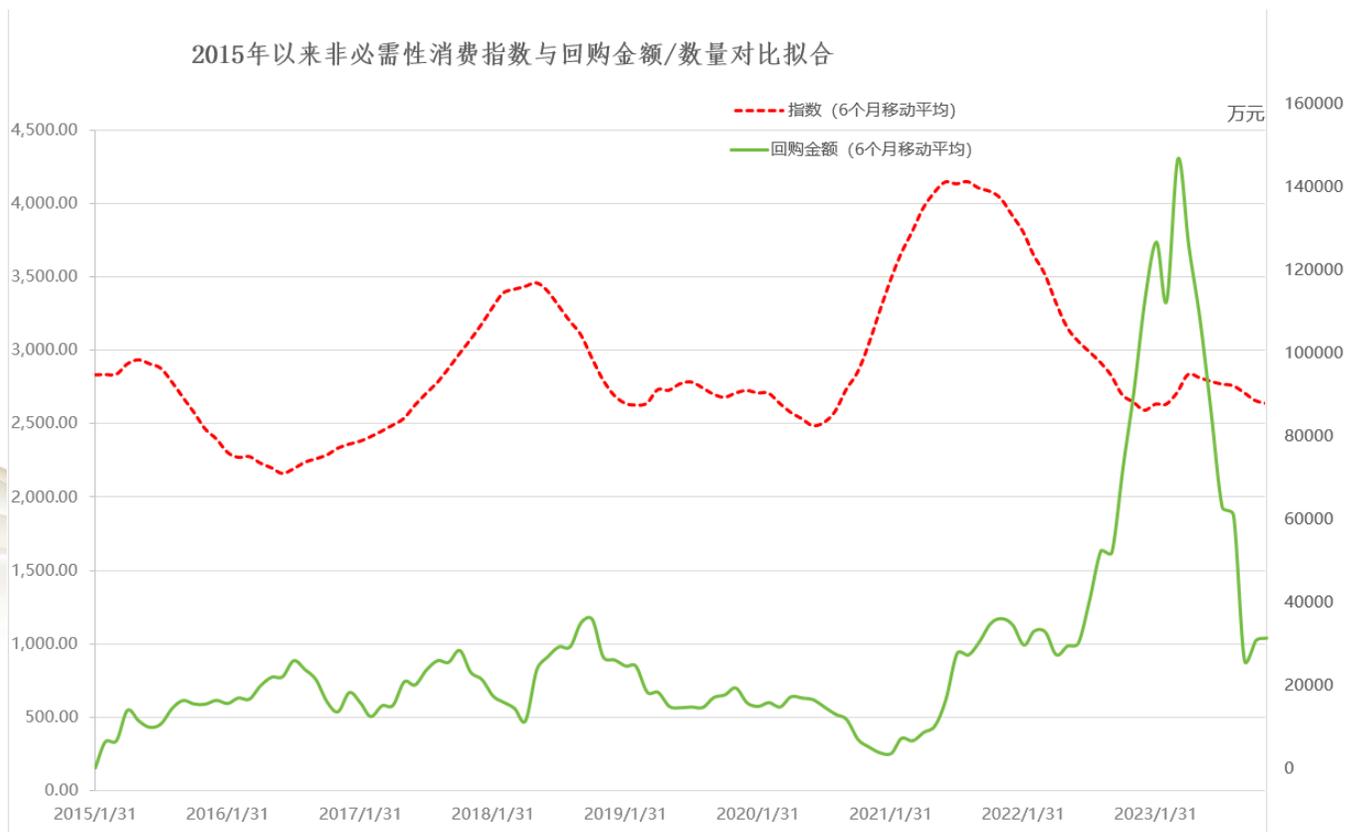
非必需性消费、工业、资讯科技业
三个板块在2015-2022年间的指数与
回购金额/数量对比拟合最高

2.1 非必需性消费、工业、资讯科技业指数与回购金额/数量拟合最高

-经分析，非必需性消费、工业、资讯科技业三个板块在2015-2022年间的指数与回购金额/数量对比拟合最高：

-非必需性消费行业：2018年1月、2021年6月、2023年1月这几个指数阶段性高点前，均伴有行业回购金额的提升。

图3：2015年以来非必需性消费指数与回购金额/数量对比拟合

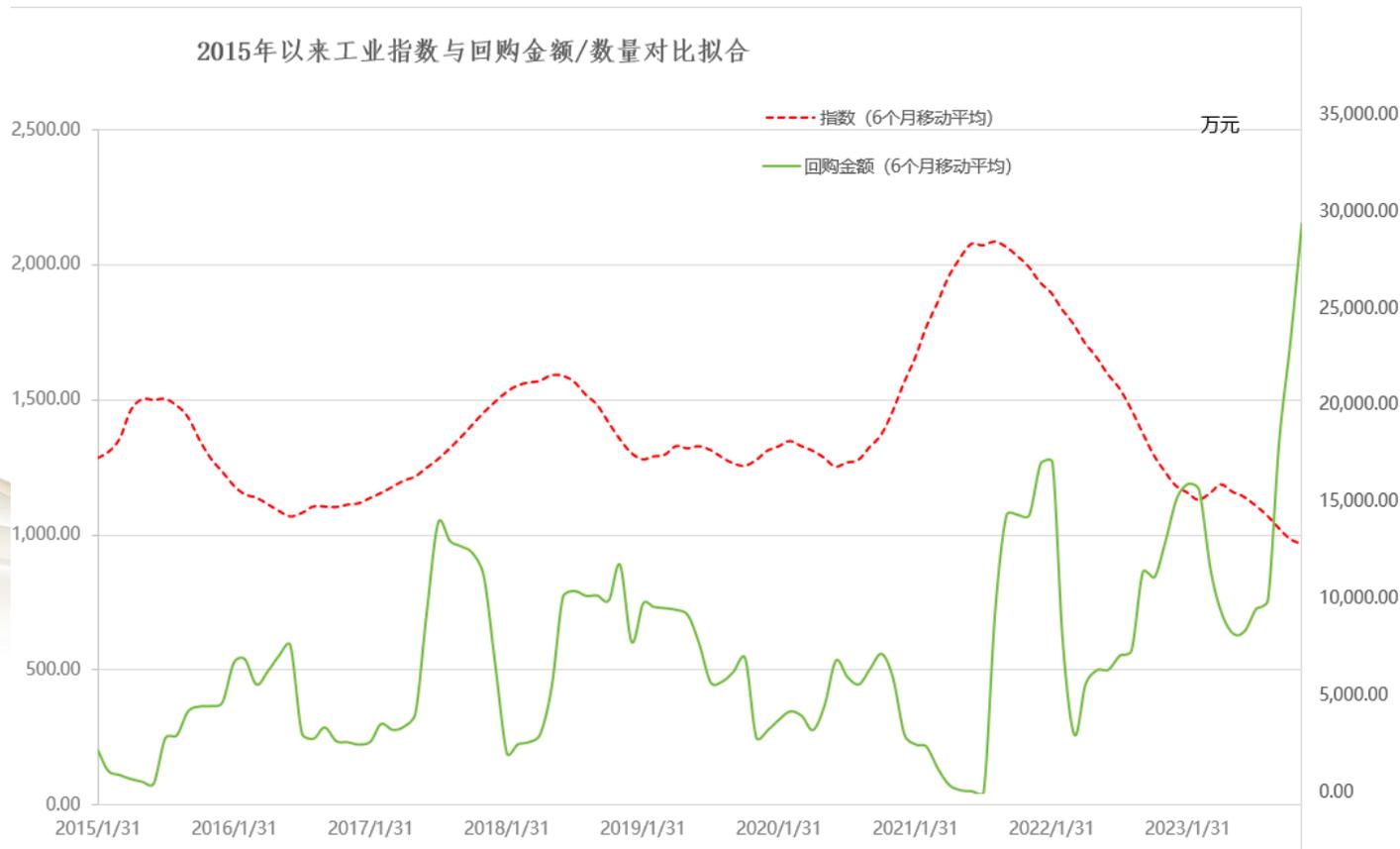


资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 非必需性消费、工业、资讯科技业指数与 回购金额/数量拟合最高

-**工业行业**：2018年2月、2020年12月两个指数阶段性高点前，均伴有行业回购金额的提升。但2023年9月以来工业行业回购金额处于较高位置，但工业行业指数却表现不佳，我们认为这可能预示着工业行业有望在这一轮持续回购中迎来阶段性行情。

图4：2015年以来非必需性消费指数与回购金额/数量对比拟合

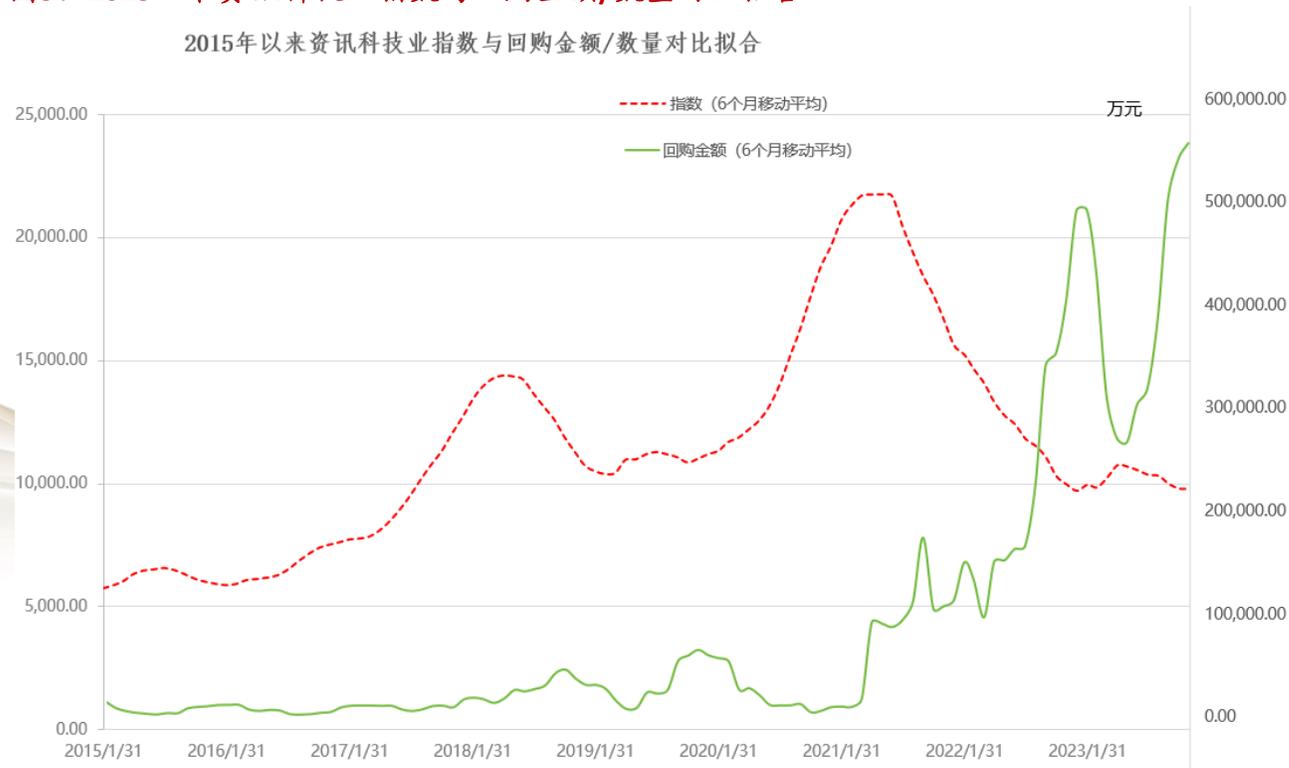


2.1 非必需性消费、工业、资讯科技业指数与回购金额/数量拟合最高

-**资讯科技行业**：2018年1月、2020年12月这两个指数阶段性高点前，均伴有行业回购金额的提升。但2023年5月以来工业行业回购金额处于较高位置，但资讯科技行业指数却表现不佳，我们认为这可能预示着资讯科技行业有望在这一轮持续回购中迎来阶段性行情。

-**总结**：工业和资讯科技业近几个月回购金额均处于历史较高位置，根据以往此行业回购金额与行业指数的较高拟合度分析，我们认为这两个行业有望在这一轮持续回购中迎来阶段性行情。

图5：2015年以来资讯科技业指数与回购金额/数量对比拟合

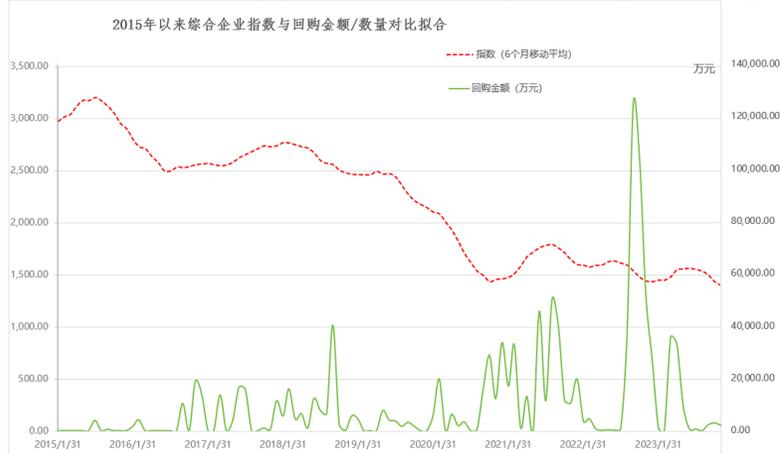




2.2 各细分行业回购金额与指数拟合度分析

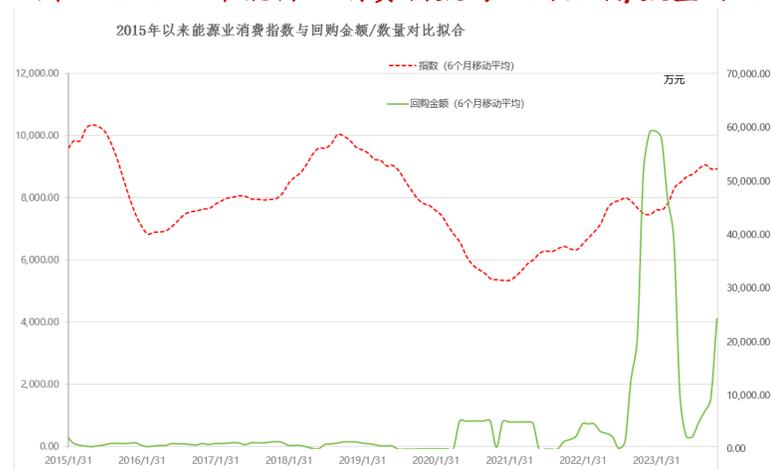
—经分析，综合企业、能源业、金融业、医疗保健业、原材料业、地产建筑业、电讯业、公用事业板块在2015-2022年间的指数与回购金额/数量对比拟合度相对偏低

图6：2015以来综合企业指数与回购金额/数量对比拟合



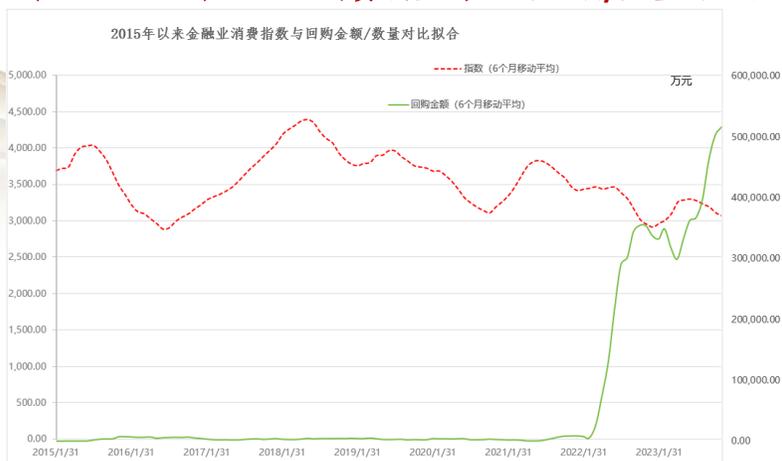
资料来源：wind，华西证券研究所

图7：2015以来能源业消费指数与回购金额/数量对比拟合



资料来源：wind，华西证券研究所

图8：2015以来金融业消费指数与回购金额/数量对比拟合



资料来源：wind，华西证券研究所

图9：2015以来医疗保健业指数与回购金额/数量对比拟合

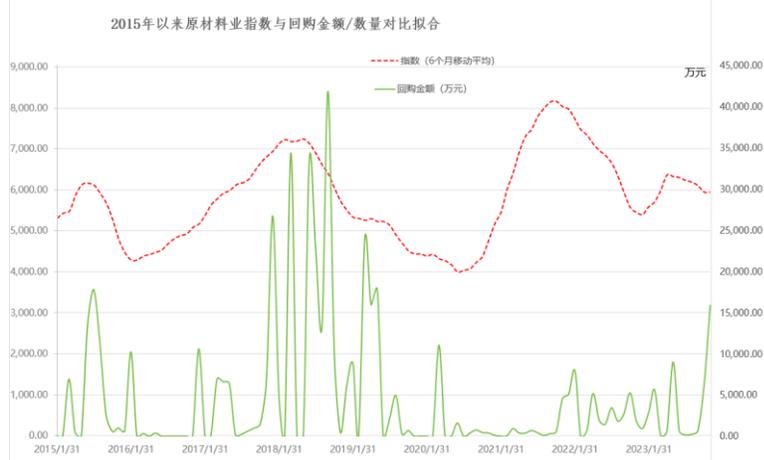


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 各细分行业回购金额与指数拟合度分析

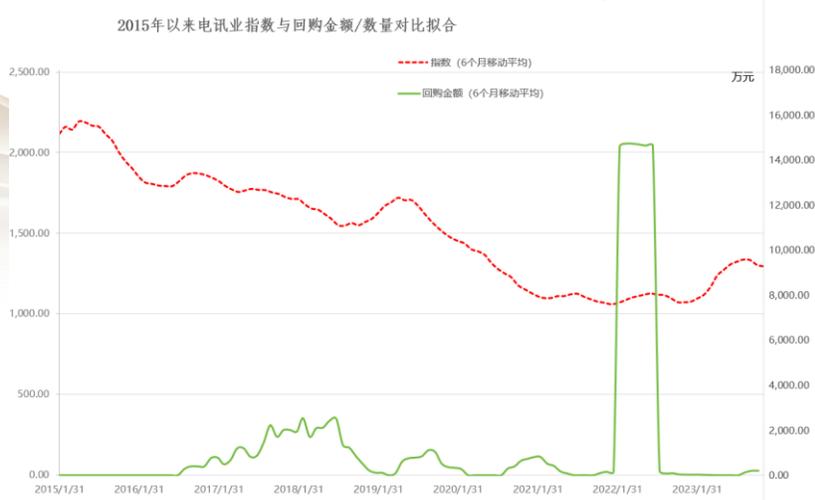
—经分析，综合企业、能源业、金融业、医疗保健业、原材料业、地产建筑业、电讯业、公用事业板块在2015-2022年间的指数与回购金额/数量对比拟合度相对偏低

图10: 2015以来原材料业指数与回购金额/数量对比拟合



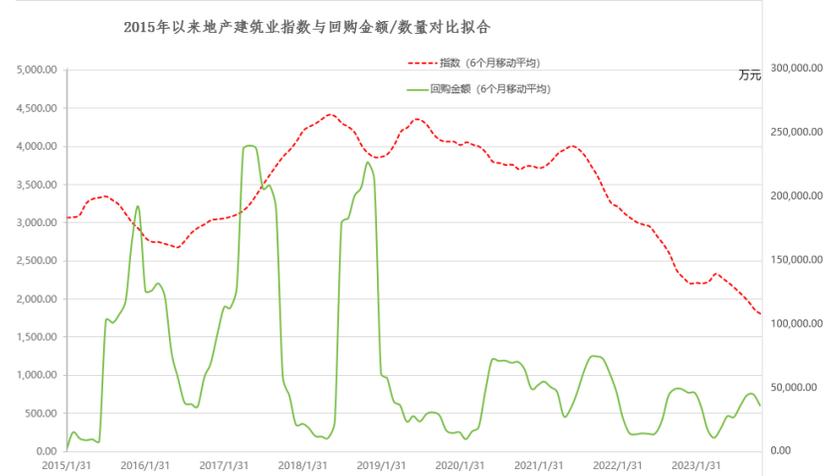
资料来源: wind, 华西证券研究所

图12: 2015以来电讯业指数与回购金额/数量对比拟合



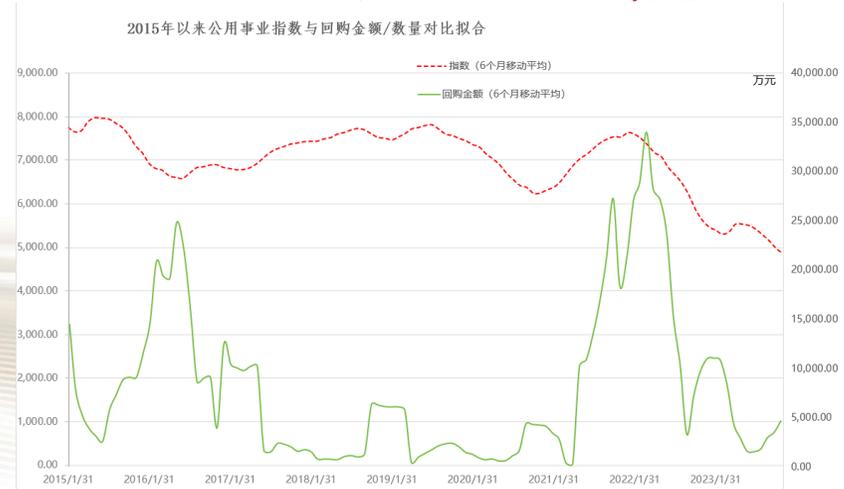
资料来源: wind, 华西证券研究所

图11: 2015以来地产建筑业指数与回购金额/数量对比拟合



资料来源: wind, 华西证券研究所

图13: 2015以来公用事业指数与回购金额/数量对比拟合



资料来源: wind, 华西证券研究所



03 高盈利预期+高回购或促细分赛道反弹

结合彭博盈利预测和回购数据，推荐港股可选消费、资讯科技、工业板块



3.1 港股业绩预期乐观，盈利能力持续上升

港股全行业预计2024年盈利能力将实现进一步提升，根据彭博一致预期，净利润增速继续超过营收，YoY +12.81%。从恒生一级行业来看，2024年净利润预期增速较快的行业有非必需性消费 (+40.84%)、医疗保健业 (+30.31%)、地产建筑业 (+28.35%)、原材料业 (+27.29%)、资讯科技业 (+23.34%)，在疫情的低基数影响消退后仍保持高增速，产业发展韧性十足。

表1：恒生一级行业营收、净利润及估值预测

	营业收入				净利润				估值	
	21营收YoY	22营收YoY	23E营收YoY	24E营收YoY	21净利YoY	22净利YoY	23E净利YoY	24E净利YoY	23E市盈率	24E市盈率
非必需性消费 (HS)	20.49%	14.38%	27.16%	16.47%	248.66%	-107.11%	5257.68%	40.84%	15.55	10.83
医疗保健业 (HS)	18.27%	8.89%	12.06%	12.39%	91.33%	1324.61%	193.10%	30.31%	28.06	21.32
地产建筑业 (HS)	7.25%	-5.45%	3.01%	1.92%	-111.44%	229.59%	279.44%	28.35%	7.07	6.59
原材料业 (HS)	38.49%	8.78%	3.93%	4.62%	86.69%	-12.83%	-1.00%	27.29%	14.69	8.76
资讯科技业 (HS)	22.31%	2.10%	5.94%	12.34%	51.67%	34.35%	31.36%	23.34%	21.23	14.26
必需性消费 (HS)	40.18%	1.19%	6.64%	6.08%	12.15%	-16.59%	18.67%	22.60%	20.63	16.23
金融业 (HS)	7.04%	-1.09%	8.87%	6.14%	15.80%	-2.62%	8.40%	9.13%	7.34	6.34
电讯业 (HS)	9.81%	8.97%	7.03%	6.43%	11.46%	8.33%	7.73%	8.36%	17.35	13.73
综合企业 (HS)	22.31%	3.49%	20.33%	5.63%	43.84%	-2.26%	-2.45%	7.22%	5.63	5.20
公用事业 (HS)	21.13%	14.61%	2.57%	4.76%	-0.60%	-8.86%	43.93%	6.25%	7.52	6.81
能源业 (HS)	33.56%	21.67%	0.06%	6.41%	146.73%	50.94%	-1.18%	3.32%	6.68	6.23
工业 (HS)	28.74%	3.04%	-2.86%	10.88%	87.49%	17.81%	-40.38%	2.26%	10.16	8.53
总计	17.58%	5.70%	6.14%	6.99%	5.60%	11.69%	19.15%	12.81%	14.44	11.06

3.1 当前估值性价比高，高回购行业或迎情绪回暖

当前港股市场整体情绪偏悲观，截至2023年12月21日恒生指数（HSI.HI）的市盈率为8.04倍，近三年分位数仅4.19%，我们认为在盈利预期改善以及多个行业迎来回购历史高峰下市场情绪有望回暖，建议重点关注今年以来回购金额处于历史高位且公司回购对股价催化较大的非必需性消费、资讯科技业、工业。

图14：恒生指数PE-Band

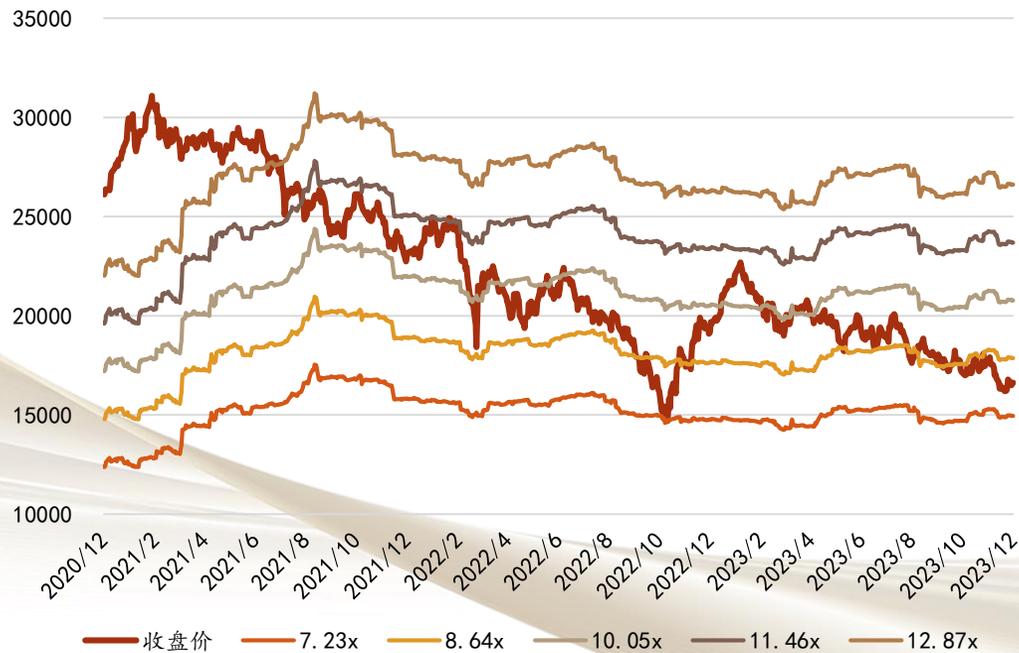
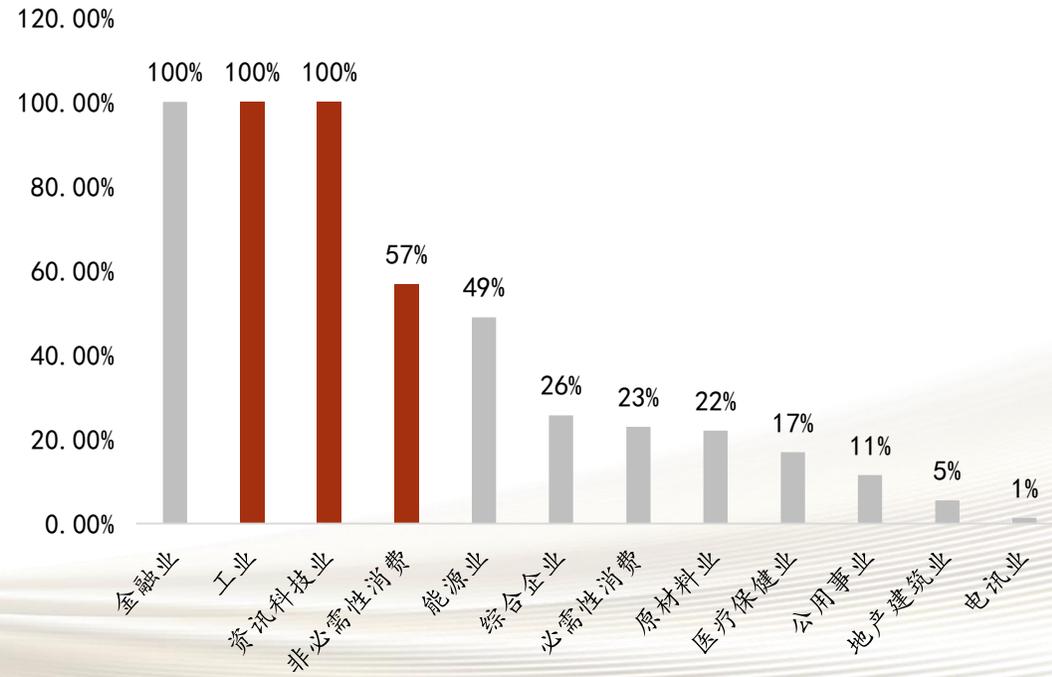


图15：恒生一级行业2023年前11个月回购金额历史分位数





3.2 非必需性消费：复苏持续，盈利全面增长

可选消费板块在经历2022年低基数后预计2023年业绩将实现强劲反弹，2023年彭博一致预期营收同比增长27.16%，净利润转正并实现大幅回升，同比增速达5257.68%。2024年预计板块仍将继续消化疫后消费复苏的利好，彭博一致预期净利润继续维持高增长的细分行业有消闲及文娱设施(+419.35%)、航空服务(+174.59%)、赌场及博彩(+99.52%)、广播(+266.36%)。

表2：可选消费营收、净利润及估值预测

	营收				净利润				估值	
	21营收YoY	22营收YoY	23E营收YoY	24E营收YoY	21净利YoY	22净利YoY	23E净利YoY	24E净利YoY	23E市盈率	24E市盈率
非必需性消费 (HS)	20.49%	14.38%	27.16%	16.47%	248.66%	-107.11%	5257.68%	40.84%	15.55	10.83
旅游及消闲设施 (HS)	16.34%	-14.17%	86.64%	19.09%	42.34%	-118.88%	133.69%	104.12%	22.68	11.97
消闲及文娱设施 (HS)	110.36%	-66.76%	180.37%	40.50%	158.20%	-265.23%	104.44%	419.35%	91.26	22.82
航空服务 (HS)	7.65%	-14.20%	96.46%	19.56%	34.79%	-163.24%	110.85%	174.59%	19.20	8.63
公共运输 (HS)	10.96%	1.29%	19.86%	8.26%	298.63%	2.88%	-22.18%	122.47%	23.66	9.37
赌场及博彩 (HS)	39.03%	-36.24%	257.19%	24.31%	38.01%	-80.39%	131.65%	99.52%	22.02	13.97
酒店及度假村 (HS)	29.54%	45.26%	26.98%	11.92%	0.85%	76.57%	201.39%	32.88%	11.98	9.67
餐饮 (HS)	30.84%	-14.83%	30.20%	18.08%	-2535.91%	87.62%	652.91%	29.78%	20.89	12.19
旅游及观光 (HS)	40.92%	-14.08%	61.93%	17.62%	1519.99%	-155.92%	619.65%	13.00%	17.04	13.85
媒体及娱乐 (HS)	28.01%	0.51%	12.58%	17.84%	109.02%	-314.32%	363.39%	54.71%	23.80	20.31
广播 (HS)	56.96%	-17.93%	2.41%	6.25%	-166.00%	-320.67%	89.01%	266.36%	3.82	3.49
广告及宣传 (HS)	48.61%	24.87%	51.53%	41.75%	52.90%	-352.24%	58.65%	83.65%	19.28	47.64
影视娱乐 (HS)	32.25%	10.38%	12.38%	21.37%	61.99%	65.05%	503.78%	44.89%	34.20	11.57
出版 (HS)	8.27%	-2.88%	3.20%	7.06%	198.05%	-36.37%	52.64%	11.23%	16.16	9.55
汽车 (HS)	20.53%	44.17%	28.73%	21.43%	59.85%	28.51%	24.05%	27.47%	12.46	8.21
汽车零件 (HS)	34.87%	56.63%	31.37%	26.62%	78.37%	41.12%	14.85%	38.06%	14.43	8.09
汽车 III (HS)	19.83%	43.48%	28.57%	21.11%	58.63%	27.57%	24.81%	26.67%	10.50	8.34
纺织及服饰 (HS)	23.65%	9.83%	6.36%	11.60%	62.49%	-12.44%	17.74%	25.23%	10.97	9.38
纺织品及布料 (HS)	27.17%	-6.25%	-5.82%	4.60%	170.25%	-78.59%	-78.34%	592.41%	3.86	6.15
服装 (HS)	24.46%	11.29%	8.43%	12.39%	34.72%	-6.71%	21.49%	22.14%	11.68	10.07
鞋类 (HS)	13.81%	17.17%	4.72%	14.13%	104.39%	21.48%	11.85%	22.10%	8.55	6.85
其他服饰配件 (HS)	35.61%	31.35%	19.32%	9.53%	123.17%	152.11%	32.40%	14.18%	15.43	13.55
专业零售 (HS)	14.69%	3.76%	1.74%	6.86%	421.65%	2.24%	35.48%	23.56%	13.76	9.11
汽车零售商 (HS)	16.55%	-0.36%	0.60%	6.97%	212.27%	-3.95%	110.42%	36.45%	16.77	7.19
服装零售商 (HS)	0.27%	-15.05%	-3.43%	8.28%	19.97%	-18.90%	-1.59%	21.57%	12.27	9.55
其他零售商 (HS)	17.41%	28.42%	6.70%	6.10%	92.49%	14.17%	11.91%	12.99%	10.13	11.61
家庭电器及用品 (HS)	36.09%	2.84%	14.91%	10.30%	4.07%	-31.14%	18.40%	14.84%	12.85	10.42
玩具及消闲用品 (HS)	78.89%	2.67%	34.01%	24.99%	63.20%	-44.32%	128.50%	28.68%	27.22	20.93
消费电子产品 (HS)	38.02%	-1.93%	23.98%	12.76%	8.94%	-53.27%	-12.87%	19.40%	12.99	10.62
家庭电器 (HS)	37.86%	7.63%	8.44%	8.52%	-5.13%	10.80%	47.41%	14.12%	10.06	8.75
家具 (HS)	21.86%	9.73%	-3.52%	1.61%	-7.96%	-6.27%	11.63%	6.66%	12.64	9.74
支援服务 (HS)	34.74%	3.76%	25.06%	10.42%	-113.48%	1421.06%	124.39%	6.91%	10.35	8.01
其他支援服务 (HS)	47.81%	-13.12%	13.30%	19.89%	11.66%	-27.24%	45.81%	31.11%	17.28	10.00
教育 (HS)	30.32%	10.24%	28.61%	7.90%	-168.93%	420.68%	137.18%	4.48%	8.75	7.51

资料来源：Bloomberg，华西证券研究所，预测数据为彭博一致预期

3.2 非必需性消费：经济数据表现优于股价，底部或已不远

恒生非必需性消费当前市盈率三年分位数仅1.17%，经济数据及盈利预期均呈现复苏态势，我们认为如有政策催化带动需求提振，可选消费板块或将迎来反弹。

图16：非必需性消费PE-Band

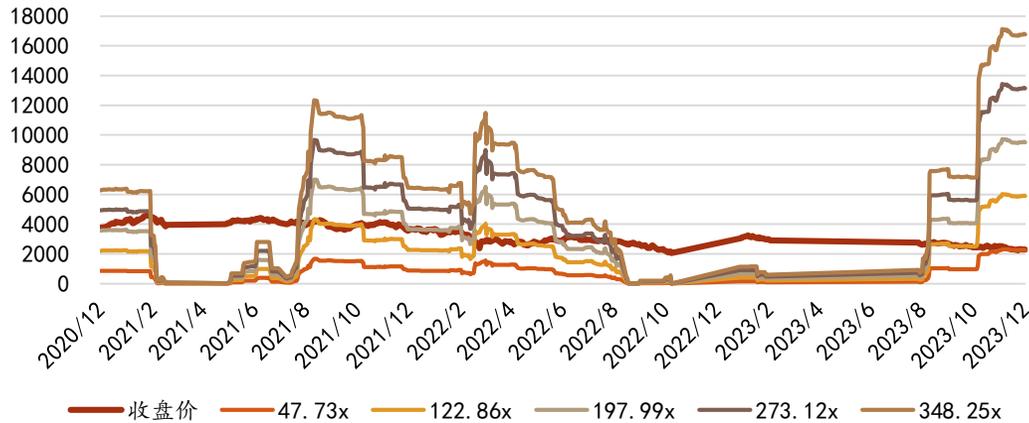


图17：消费者信心指数呈现弱复苏

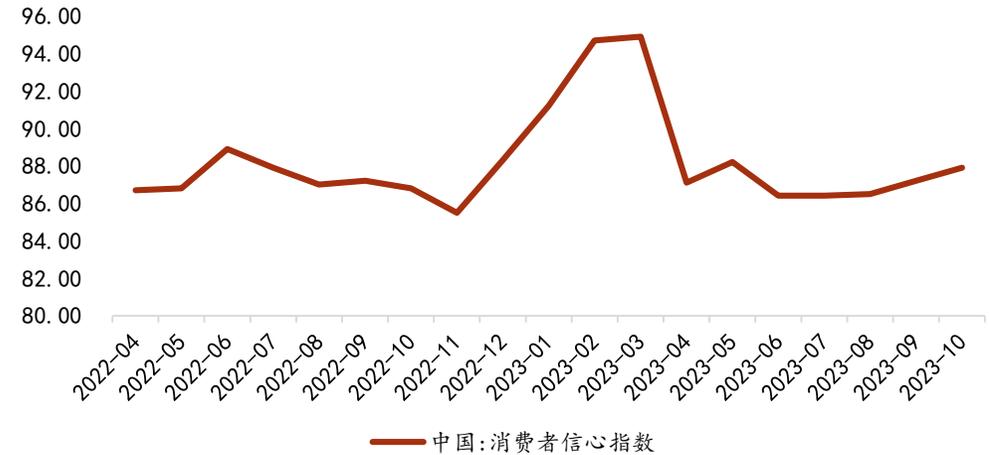


图18：社零总额增长加速

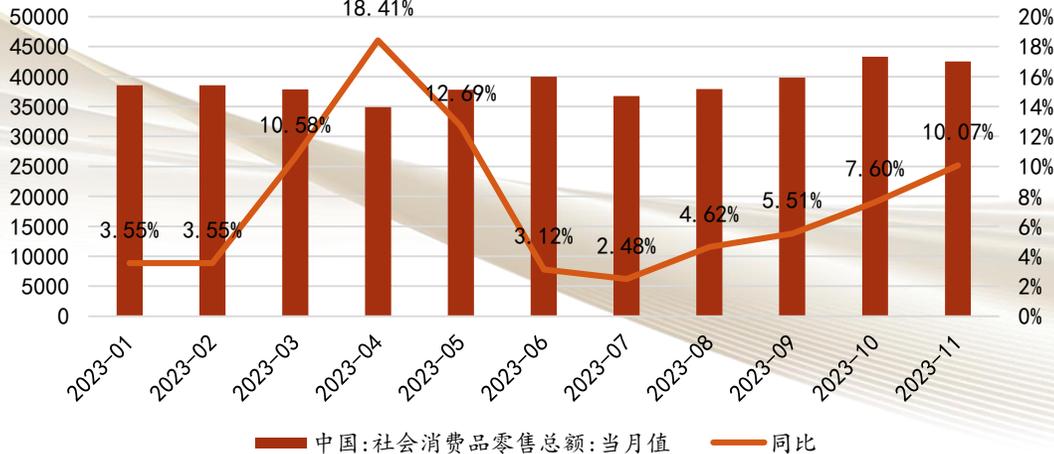
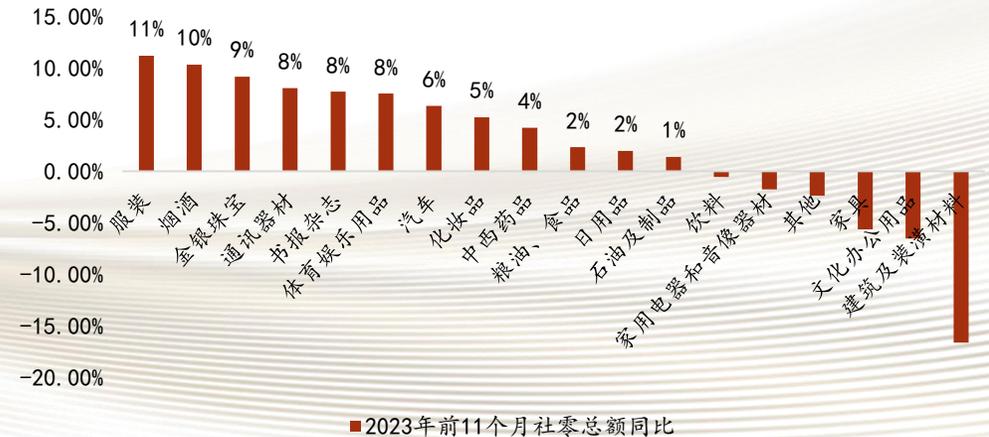


图19：非必需性消费社零增速领先



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所，预测数据为彭博一致预期

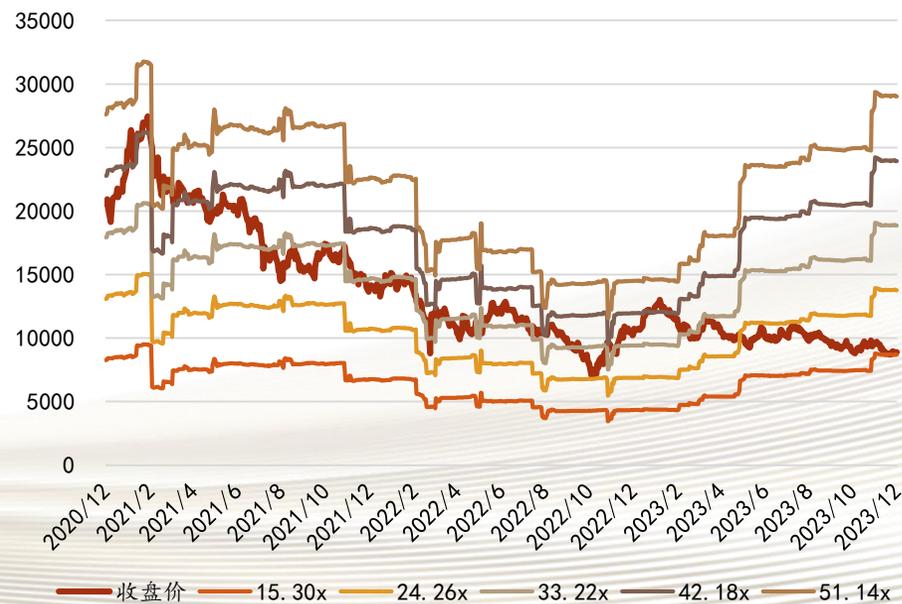
3.2 资讯科技：利润增速放缓，AI有望继续对软件开发板块形成业绩支撑

资讯科技业净利润增速预期逐年放缓，2024年彭博一致预期净利润增速为23.34%，其中软件开发预期增速高达113.33%，近期AI领域再次出现Pika视频生成模型、谷歌Gemini大模型等多个“爆款”产品，我们认为AI产业创新远未结束，软件开发业不论在业绩上和基本面预期上都有强力支撑，市盈率三年分位数仅1.62%，配置性价比极高。

表3：资讯科技业营收、净利润及估值预测

	营收				净利润				估值	
	21营收YoY	22营收YoY	23E营收YoY	24E营收YoY	21净利YoY	22净利YoY	23E净利YoY	24E净利YoY	23E市盈率	24E市盈率
资讯科技业(HS)	22.31%	2.10%	5.94%	12.34%	51.67%	34.35%	31.36%	23.34%	21.23	14.26
半导体(HS)	34.68%	3.33%	-17.76%	15.08%	119.76%	5.64%	-51.38%	26.87%	22.23	19.32
半导体III(HS)	34.68%	3.33%	-17.76%	15.08%	119.76%	5.64%	-51.38%	26.87%	22.23	19.32
软件服务(HS)	23.52%	5.78%	14.02%	14.35%	87.24%	68.17%	25.10%	25.92%	24.81	14.84
软件开发(HS)	32.74%	13.03%	16.29%	17.99%	19.62%	69.65%	130.09%	113.33%	23.26	15.28
系统开发及资讯科技顾问(HS)	6.82%	1.11%	3.29%	10.98%	459.34%	121.87%	200.00%	29.30%	16.23	12.08
电子商贸及互联网服务(HS)	24.47%	5.11%	14.90%	14.03%	21.95%	-8.11%	-1.54%	21.62%	38.96	17.53
资讯科技器材(HS)	20.93%	-1.21%	-1.07%	10.06%	-6.01%	-60.03%	147.71%	6.90%	9.70	10.62
电脑及周边器材(HS)	17.61%	0.91%	-6.11%	6.26%	48.87%	-48.98%	45.23%	32.31%	7.77	11.42
电讯设备(HS)	24.30%	-3.25%	3.98%	13.49%	-14.15%	-62.87%	183.94%	2.31%	10.53	10.15

图20：资讯科技业PE-Band



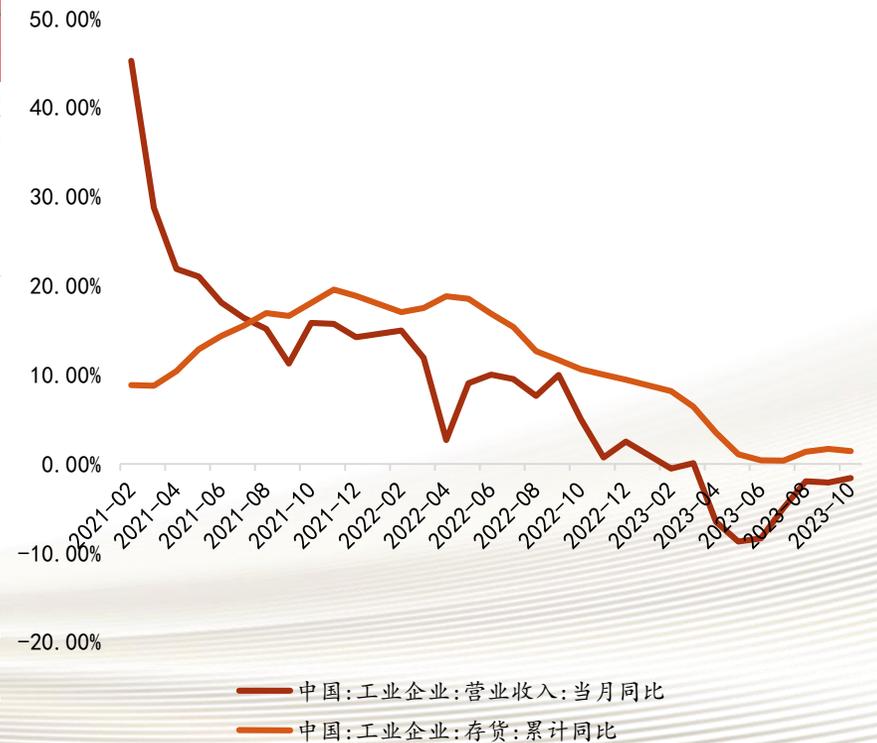
3.3 工业：业绩预期小幅回暖，行业拐点或至

工业企业净利润2023年彭博一致预期下滑40.38%，2024年预计小幅回暖，一致预期为增长2.26%。细分行业来看，采购及供应链管理(+58.74%)、电子零件(+80.61%)、航空货运及物流(+188.24%)等消费与科技行业上游产业预期较高。工业企业库存增长放缓，降价去库存压力有所缓解，产品价格有望稳中回升。

表4：工业营收、净利润及估值预测

	营收				净利润				估值	
	21营收YoY	22营收YoY	23E营收YoY	24E营收YoY	21净利YoY	22净利YoY	23E净利YoY	24E净利YoY	23E市盈率	24E市盈率
工业 (HS)	28.74%	3.04%	-2.86%	10.88%	87.49%	17.81%	-40.38%	2.26%	10.16	8.53
工用支援 (HS)	41.41%	30.68%	20.97%	12.01%	-310.34%	92.19%	244.50%	52.45%	24.25	15.05
采购及供应链管理 (HS)	42.55%	31.24%	21.45%	12.07%	-283.21%	91.18%	209.74%	58.74%	39.70	21.79
印刷及包装 (HS)	14.16%	13.78%	4.21%	9.32%	-16.83%	-36.02%	21.71%	9.01%	8.80	8.31
工业工程 (HS)	15.32%	-2.44%	12.06%	13.03%	30.19%	-5.83%	-13.53%	18.09%	11.25	7.84
电子零件 (HS)	1.66%	-10.09%	-13.16%	14.60%	-2.20%	-51.35%	-31.36%	80.61%	31.44	17.01
航空航天与国防 (HS)	20.03%	5.54%	26.70%	15.49%	18.77%	-6.45%	43.21%	41.65%	7.94	5.67
重机械 (HS)	26.65%	22.94%	18.20%	19.58%	1.01%	0.48%	42.64%	27.39%	8.24	6.64
工业零件及器材 (HS)	43.40%	-11.91%	-9.99%	11.68%	104.12%	-54.74%	-2.07%	26.28%	8.89	7.34
环保工程 (HS)	17.50%	13.33%	18.14%	15.27%	-14.04%	112.36%	-41.66%	20.29%	5.05	3.36
商用车及货车 (HS)	1.56%	-18.44%	18.28%	10.63%	-8.40%	-25.86%	13.57%	11.21%	9.21	8.16
新能源物料 (HS)	50.34%	13.06%	3.84%	9.21%	346.92%	76.53%	-26.66%	2.22%	9.63	7.00
工用运输 (HS)	62.37%	9.06%	-32.79%	4.39%	214.85%	22.98%	-57.81%	-18.22%	6.55	9.17
航空货运及物流 (HS)	52.41%	12.10%	-32.83%	7.77%	-39.09%	295.55%	-87.52%	188.24%	12.97	34.16
铁路及公路 (HS)	25.85%	-7.03%	19.12%	5.97%	40.70%	-22.19%	17.68%	8.38%	6.54	6.01
航运及港口 (HS)	70.51%	10.65%	-38.39%	3.46%	317.98%	28.08%	-64.69%	-29.37%	5.97	6.64

图21：工业企业营收及库存同比变化



风险提示

- 美国经济增长和通胀强于预期，美债利率下行速度和幅度低于市场预期。
- 地缘政治关系变化
- 海外黑天鹅事件
- 宏观经济下行

分析师与研究助理简介

朱芸：执业证书编号：S1120522040001

海外首席分析师。北京大学硕士。曾任天有投资集团有限公司副总裁、浙商证券海外&教育首席分析师、西南证券海外&计算机首席分析师，2022年3月加入华西证券研究所。

李佳妮：

澳大利亚新南威尔士大学本科及硕士毕业，覆盖医美、教育、物业、博彩等消费相关内容领域，拥有一二级市场四年研究经验，2022年6月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。