

## 2024年巴菲特股东大会：价值投资和长期主义

### 投资要点：

2024年5月4日，伯克希尔—哈撒韦公司股东大会在美国奥马哈举行。伯克希尔董事长兼CEO，即将94岁高龄的投资界传奇人物巴菲特在长达6个多小时的交流中，介绍了伯克希尔的最新经营情况与长期以来的投资哲学。巴菲特过去58年的投资是一场价值投资和长期主义的深刻实践，期间创造的超过4万倍的累计收益率和伯克希尔超过9000亿美元的总市值无疑是一次巨大胜利。

#### ➤ 巴菲特的传奇投资生涯

巴菲特的投资主要可以分为四个时期，第一阶段从1950年到1956年，这段时期巴菲特师从格雷厄姆，践行着“捡烟蒂”一般的深度价值投资方法。第二阶段从1957年到1969年，因出售公司引发当地居民抗议，让巴菲特对“捡烟蒂”的投资方法产生厌倦。第三阶段从1972年到1999年，这一阶段巴菲特创下了众多投资神话，对喜诗糖果的投资标志着巴菲特投资理念的转变，从最初的“捡烟蒂”转向了“用一般价格购买好公司”。第四阶段是2000年至今，由于管理的资金规模巨大，巴菲特开始大量投资公用事业。在美国科技股牛市中，巴菲特收益表现较为平凡，直到将具备消费品属性的苹果公司纳入头号重仓股，情况才得到明显改善，苹果公司已成为巴菲特在二级市场上赚钱最多的公司。2020年以来，巴菲特在日本五大商社股的投资实现显著增值，其投资逻辑与价值理念再次引发全球关注。

#### ➤ 伯克希尔的近期经营业绩

2024年2月26日，伯克希尔公司在年报发布后的首个交易日股价创历史新高。伯克希尔现已成为一家世界著名的保险和多元化投资集团，市场对其经营业绩、投资管理和公司治理十分认可。截至2024年一季度末，伯克希尔总资产为10700亿美元，股东权益为5778亿美元。在二级市场投资方面，伯克希尔持仓市值大约3359亿美元，前五大持仓贡献了75%的权重，其中苹果公司持仓市值达1354亿美元。目前伯克希尔现金储备（含短期国债）升至创纪录的1800多亿美元，或体现出对美股估值偏高的担忧。

#### ➤ 巴菲特投资理念与配置策略

一是极端情况对股票仓位有择时。1998年巴菲特曾担心市场估值过高而大幅降低股票仓位。目前巴菲特的股票仓位连续两年出现下降，巴菲特认为现在缺乏适合投资的有足够吸引力的公司。

二是行业配置集中在能力圈范围。当前持仓呈现出信息技术“一超”与金融、日常消费、能源“三强”并存的行业配置格局。

三是股票层面自下而上精选个股。巴菲特对单一股票持仓比例几乎没有限制，同时股票收益的头部集中效应也十分明显。2023年底苹果公司占伯克希尔股票投资仓位甚至达到了50%（2024Q1降至40%），这种集中投资的做法早在40年前投资GEICO保险公司时就有所显现。

#### ➤ 风险提示

管理层变更风险、投资过度集中风险、历史经验不代表未来、通胀回落不及预期、海外市场大幅波动、地缘政治冲突风险等。

### 团队成员

分析师：金晗(S0210523060002)

jh30159@hfzq.com.cn

分析师：燕翔(S0210523050003)

yx30128@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、当下行情的几点线索与展望——2024.05.05
- 2、通胀压力加大，降息信心不足：5月FOMC会议点评——2024.05.02
- 3、全面深化改革、有效落实政策——4月中央政治局会议政策信号学习解读——2024.04.30



## 正文目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 1 2024 年巴菲特股东大会回顾 .....  | 3  |
| 1.1 巴菲特的传奇投资生涯 .....     | 3  |
| 1.2 伯克希尔公司的近期经营业绩 .....  | 4  |
| 1.3 巴菲特在股东大会上的主要观点 ..... | 6  |
| 2 巴菲特投资理念与配置策略 .....     | 7  |
| 2.1 极端情况对股票仓位有择时 .....   | 7  |
| 2.2 行业配置集中在能力圈范围 .....   | 8  |
| 2.3 巴菲特的持股仓位高度集中 .....   | 9  |
| 3 风险提示 .....             | 10 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 2024 年 2 月底伯克希尔年报发布后股价创历史新高 .....    | 4  |
| 图表 2: 2024 年一季度伯克希尔分业务营收贡献 (亿美元) .....     | 5  |
| 图表 3: 2024 年一季度伯克希尔分业务税前利润贡献 (亿美元) .....   | 5  |
| 图表 4: 1995 年以来伯克希尔的股票、债券、现金及等价物占比 .....    | 7  |
| 图表 5: 1999 至 2023 年巴菲特持仓行业分布一览 .....       | 8  |
| 图表 6: 2023 年底苹果公司占股票投资仓位近 50% .....        | 9  |
| 图表 7: 1982 年底 GEICO 保险公司占股票投资仓位近 33% ..... | 10 |



## 1 2024年巴菲特股东大会回顾

当地时间2024年5月4日，伯克希尔—哈撒韦公司（以下简称“伯克希尔”）的一年一度股东大会在美国奥马哈举行。伯克希尔董事长兼CEO，即将94岁高龄的投资界传奇人物巴菲特如约与四万余名参会股东面对面交流，介绍伯克希尔的最新经营情况与长期以来的投资哲学。在长达6个多小时的交流中，巴菲特与伯克希尔副董事长格雷格·阿贝尔和阿吉特·贾恩共同回答了投资人的34个问题，围绕保险业务、公用事业与能源、生成式人工智能（AIGC）、海外市场投资、公司未来治理、投资理念与价值观等进行了深入交流。

### 1.1 巴菲特的传奇投资生涯

巴菲特作为全球顶尖投资大师，其投资生涯成就累累。巴菲特的成就不仅体现在投资收益率上，其投资理念与众多经典投资案例更是广为流传。伯克希尔公司现已成为一家世界著名的保险和多元化投资集团。旗下保险业务包括政府雇员保险公司（GEICO）以及通用再保险公司（Gen Re）等，保险业务除了承保带来盈利外，低成本的保险浮存金更是伯克希尔投资收益的重要资金来源。除了保险以外，伯克希尔控股BNSF铁路、BHE能源、Pilot旅行服务中心以及数量众多的制造、服务与零售公司，同时在二级市场上投资了苹果公司、美国运通、可口可乐、美国银行、雪佛龙、穆迪公司等知名企业。

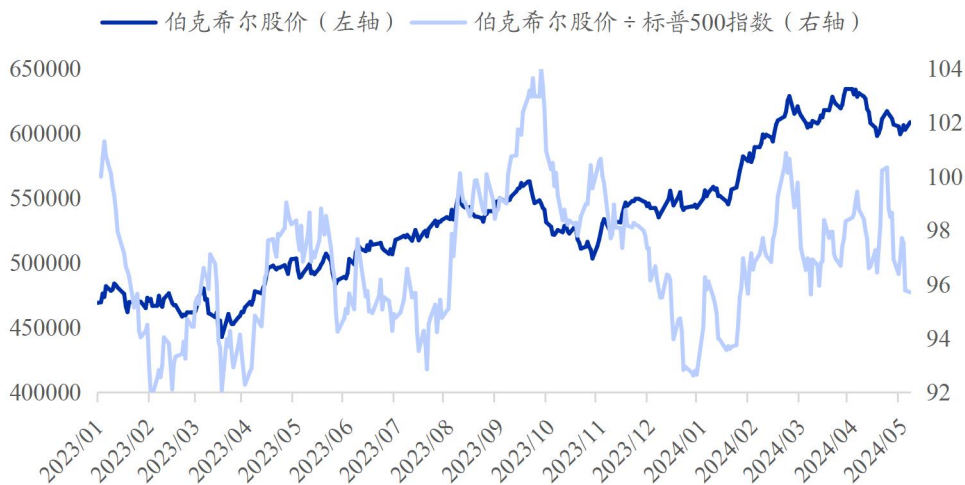
巴菲特的投资阶段主要划分为四个时期，最早期是从1950年到1956年，这段时期巴菲特师从格雷厄姆，深刻学习了最早的“价值投资”思想以及“捡烟蒂”投资方法；第二阶段是1957年到1969年，巴菲特成立了合伙基金，这一期间巴菲特投资了桑伯恩地图、邓普斯特等公司，其中对邓普斯特农机制造公司的出售引发当地居民抗议，让巴菲特对“捡烟蒂”的投资方法产生厌倦，并由此将所有的“烟蒂股”一次性打包出售；第三阶段是1972年到1999年，这一阶段巴菲特创下了众多投资神话，例如喜诗糖果、华盛顿邮报等，而喜诗糖果的投资标志着巴菲特投资理念的转变，从最初的“捡烟蒂”转向了“用一般价格购买好公司”的投资方法；第四阶段是2000年至今，这一期间巴菲特由于管理的资金规模巨大，开始大量投资公用事业型公司。这一阶段美股经历了一轮显著的科技股牛市，而巴菲特在这段时期的收益表现显得较为平凡。但同时也能看到巴菲特在积极拓展能力圈，投资领域从金融、消费开始向科技股拓展，投资了科技成长型的比亚迪公司以及具备消费属性的科技股苹果公司等。苹果公司已成为巴菲特在二级市场上赚钱最多的公司，目前持有收益远超第2-5名的累计利润之和。2020年以来，巴菲特在日本五大商社股的投资已实现显著增值，巴菲特的投资逻辑与价值理念再次引发全球关注。

2024年2月26日，在伯克希尔公司发布2023年年报和巴菲特致股东信后的首个交易日，伯克希尔股价盘中突破64.7万美元（A类股），创下历史新高，对应公司总市值超过9000亿美元。2023年伯克希尔在财务、投资、业务和管理等多个方面都取



得了令人满意的成果，市场对其经营业绩表示认可。2024 年年初以来，伯克希尔股价表现明显跑赢标普 500 指数。

**图表 1：2024 年 2 月底伯克希尔年报发布后股价创历史新高**



来源：Wind，华福证券研究所

注：伯克希尔股价 ÷ 标普 500 指数以 2023 年初为 100 点，曲线向上代表伯克希尔股价跑赢标普 500 指数

## 1.2 伯克希尔公司的近期经营业绩

2024 年 5 月 4 日，伯克希尔公司发布 10-Q 季度报告。截至 2024 年一季度末，伯克希尔总资产为 10700 亿美元，负债为 4922 亿美元，股东权益为 5778 亿美元。在二级市场投资方面，伯克希尔持仓市值大约 3359 亿美元，前五大持仓贡献了接近 75% 的权重，其中苹果公司持仓市值达 1354 亿美元、美国银行 392 亿美元、美国运通 345 亿美元、可口可乐 245 亿美元、雪佛龙 194 亿美元。伯克希尔现金储备（含短期国债）升至创纪录的 1800 多亿美元，或体现出对美股估值偏高的担忧。

2024 年一季度伯克希尔公司营业收入达 899 亿美元，同比增长 5.2%。不含股票投资收益的经营业务税前净利润为 125 亿美元，同比增长 31%。如果加上股票投资贡献，同时扣除税收影响和少数股东权益部分的利润，伯克希尔 2024 年一季度的归母净利润为 127 亿美元（税后），同比减少 64%。这主要是股票投资的盈亏波动造成的影响，由于美国新的会计准则要求将股票投资的未实现损益计入利润表，巴菲特认为净利润指标很可能会误导对会计规则不熟悉的投资者，因而在每年的致股东信中不断重复提到更应该关注公司的运营利润指标，这一指标近年来一直在稳步提升。

从营业收入构成看，2024 年一季度伯克希尔保险业务收入较 2023 年一季度取得了显著增长，从 2023 年 Q1 的 221.9 亿美元升至 2024 年 Q1 的 246.4 亿美元。其中承保业务增长得益于 2024 年一季度未发生大范围灾害事件，保险投资收益则来自于美债收益率的提高。制造、服务与零售业务收入从 2023 年 Q1 的 412.8 亿美元小幅下降至 2024 年 Q1 的 407.1 亿美元，制造业保持营收增长但服务与零售业营收下滑。铁路业务收入从 2023Q1 年的 60.2 亿美元降至 2024 年 Q1 的 56.6 亿美元，公用事业



与能源业务收入从 2023 年 Q1 的 159.6 亿美元升至 2024 年 Q1 的 187.8 亿美元,近期收购的 Pilot 旅行服务中心是这块业务的主要营收增长来源。

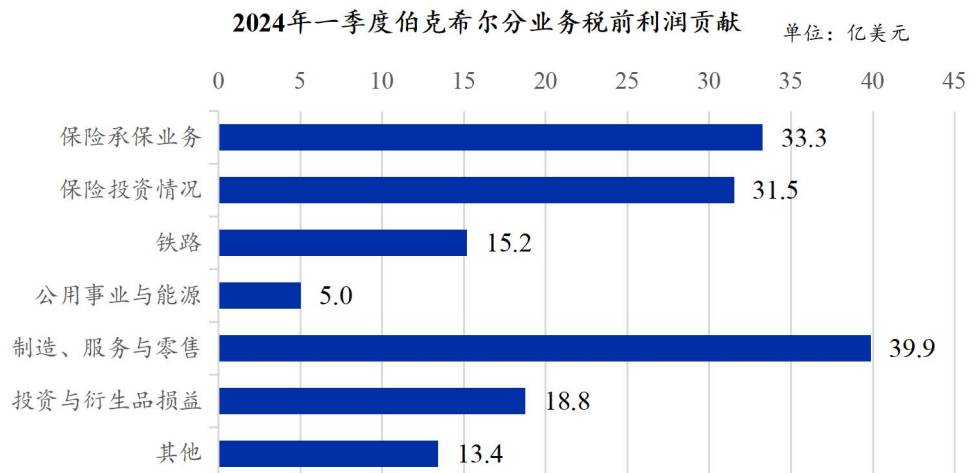
**图表 2: 2024 年一季度伯克希尔分业务营收贡献 (亿美元)**



来源: 伯克希尔年报, 华福证券研究所

从税前净利润构成来看, 2024 年一季度伯克希尔公司旗下保险承保业务贡献了 33.3 亿美元的税前净利润, 较去年有明显改善。保险投资贡献 31.5 亿美元税前净利润 (巴菲特的股票投资组合不在该项记录), 较 2023 年 Q1 盈利进一步大幅上升。铁路业务贡献约 15.2 亿美元的税前净利润, 较去年一季度盈利略有下滑。公用事业与能源 (BHE 公司与 PTC 公司) 合计产生 5.0 亿美元的净利润, BHE 公司营收下滑但利润增长, 而 PTC 公司则处于增收不增利状态。伯克希尔控制的数量众多的制造业公司 2024 年一季度贡献税前净利润 29.1 亿美元, 服务与零售公司贡献税前净利润约 10.7 亿美元, 制造业保持利润增长但服务与零售业利润下滑。2024 年一季度股票投资部分税前盈利为 18.8 亿美元, 较去年一季度明显下滑, 通常该项波动较大, 巴菲特建议在评估公司的经营业绩方面不考虑这部分短期盈亏波动。

**图表 3: 2024 年一季度伯克希尔分业务税前利润贡献 (亿美元)**



来源: 伯克希尔年报, 华福证券研究所

### 1.3 巴菲特在股东大会上的主要观点

巴菲特股东大会作为全球投资界的盛事，不仅为投资者提供了一个了解巴菲特投资哲学的窗口，也提供了与传奇人物面对面交流的机会。在股东大会长达6个多小时的交流中，年近94岁的巴菲特与伯克希尔未来接班人格雷格·阿贝尔和保险业务负责人阿吉特·贾恩共同回答了投资人的34个问题，围绕保险业务、公用事业与能源、生成式人工智能（AIGC）、海外市场投资、公司未来治理、投资理念与价值观等进行了深入交流。这些内容不仅为投资者提供了宝贵的信息，也反映了巴菲特作为投资界传奇人物的思考和决策过程。我们摘录了一些主要观点如下：

**关于减仓苹果公司：**尽管出售了部分苹果股票，巴菲特依然认为苹果是伯克希尔重要的投资之一，仍打算长期持有苹果股。我们认为，巴菲特通过投资苹果已获得可观的收益，本次通过减持股票的方式回收部分资金或出于对美股估值偏高的担忧，另外巴菲特的发言还暗示了对美国为了弥补财政赤字可能增加公司税的考虑。

**关于保险业务：**巴菲特和阿吉特·贾恩讨论了保险业务的挑战，包括GEICO在数据分析方面的进展，以及环境变化对保险业务的影响。另外提到虽然一季度保险业务盈利较好，但不能拿一季度利润乘以4作为全年利润预测，通常而言（但不一定）三季度自然灾害发生频率最高，可能会是利润最差的一个季度。自动驾驶技术普及对于车险业务的影响还有待观察，因为安全能力提升可能带来维修成本的上升。

**关于铁路、公用事业与能源：**目前伯克希尔对这些领域进行了大量投资，巴菲特对这部分投资感到满意。这些领域通常要求大量的资金投入并提供长期稳定且适中的投资回报，这与目前资金体量巨大的伯克希尔公司的投资目标相契合。巴菲特对于公用事业和铁路运输的投资反映了他对于这些领域长期增长潜力的信心。另外，巴菲特对于从传统能源向新能源的转变持积极态度，但认为这可能需要一段过渡时间，因而目前仍在对一些传统能源公司进行投资。关于新能源汽车，可能会在行业格局更加清晰时，基于公司的长期价值和市场定位来做出投资决策。

**关于人工智能技术：**巴菲特表达了对人工智能技术潜力的认可，但也对其快速发展表示担忧，认为它既有潜力带来巨大好处，也可能被用于不良目的，目前还未找到适应自身能力圈的投资方向。

**关于个人投资的建议：**巴菲特强调投资者应该专注于那些他们理解且相信的企业，关注企业的内在价值而不是短期市场波动，坚持长期投资，避免频繁交易。

**关于社会责任和慈善：**巴菲特强调了股东对社会的责任，提到了伯克希尔股东在慈善方面的贡献，并赞扬了他们的慷慨精神。



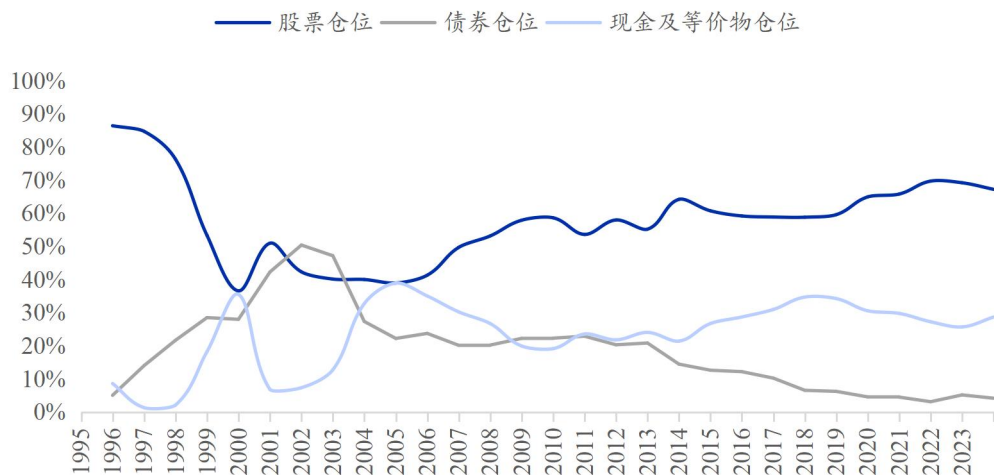
## 2 巴菲特投资理念与配置策略

### 2.1 极端情况对股票仓位有择时

巴菲特在关键时点会进行仓位择时。股票、债券与现金及等价物在伯克希尔公司资产中的占比体现了巴菲特对股票、债券整体走势的看涨或看空。虽然该比例可能受到股票与债券价格变化引起的市值变动影响，例如股价快速下跌可能导致股票仓位大幅降低。但在总体趋势上，该比例依然能体现巴菲特在不同时期的投资偏好。

回顾 1995 年至今巴菲特的持仓情况，1995 年巴菲特的持股比例达到最高峰，超过总资产的 85%。直到 1998 年，巴菲特担心市场估值过高从而大量减持了股票，并转换为固定期限债券以及部分现金，股票仓位从 1997 年底的 76% 下降到 1999 年底的 37%。巴菲特在历史上做出的重大择时投资决策不是很多，但这一次择时最终成效还是比较明显的。在 2001 年至 2002 年之间，美国互联网泡沫破裂，股市大跌，巴菲特股票仓位一度低于债券仓位，此时的债券回报率远高于股票，巴菲特在此期间取得了不错的超额收益。直到 2004 年底，伯克希尔持有的现金及现金等价物比例一路攀升，从 2001 年底占比 7% 一直上升到 2004 年底 39% 左右，此时的巴菲特称自己拥有着猎枪，但寻找不到合适的猎物。2005 年之后，伯克希尔的股票仓位稳定上升，而现金及现金等价物与债券的仓位开始缓慢下降。2023 年以来情况又有了变化。

**图表 4：1995 年以来伯克希尔的股票、债券、现金及等价物占比**



来源：Wind，伯克希尔年报，华福证券研究所

注：部分年份财务报表列示项目有变化，这里统一将权益法投资、其他投资计入股票仓位。例如 2008 年由于增加投资（BNSF）或股份回购（Moody's）导致持股比例大于 20% 后，列示项目从股票投资转为权益法投资

巴菲特曾表示对股债平衡资产配置理论并不感兴趣，因此对股债持仓比例的调整主要依据对股票、债券走势的看涨或看空。在 2004 年伯克希尔股东大会上，巴菲特曾表示：“对于所谓的 60% 债券、40% 股票，或者改变为 65/35 之类的策略，都是令人无法理解的行为。你应该做的是，某种默认选项只是短期工具，一旦你发现任何值得投资的目标，你就应该放手去做，不应该用一个特定的资产比例来管理你的资金。”可见，当巴菲特调整股债比例时，大概率只是因为对股票和债券的投资观点发生了变化。

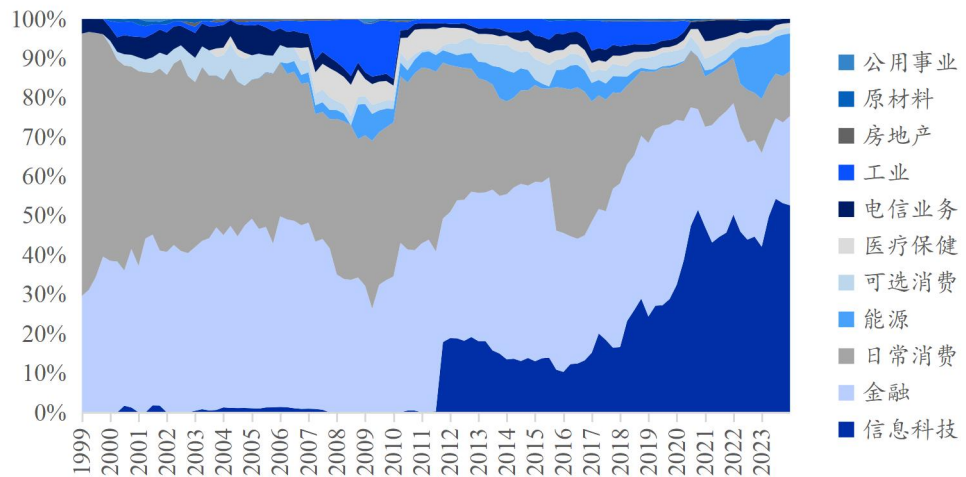


目前，巴菲特的股票仓位连续两年出现下降，从 2021 年底的 69.7%，降至 2022 年底与 2023 年底的 69.2%、62.7%，而 2024 年一季度末现金储备（含短期国债）升至创纪录的 1800 多亿美元，巴菲特在股东大会上提到，现在没有足够有吸引力的公司适合投资，这可能体现出对美股估值偏高的担忧。

## 2.2 行业配置集中在能力圈范围

2011 年之前，巴菲特对行业配置集中于金融与日常消费，2011 年之后巴菲特逐渐进入信息科技领域投资，形成了信息科技、金融、消费“三足鼎立”的格局。2000 年科技网络股泡沫之前，巴菲特超过 96% 的二级市场投资集中在金融和日常消费行业，其中金融占三分之一，日常消费占三分之二；此后呈现日常消费占比逐年向金融行业转变的特征，在 2007 年一季度，金融行业占比 42.5%，日常消费行业占比 32.4%。2011 年巴菲特一反传统地大量买入 IBM 公司，开启了科技股投资之路，但这一投资并不太成功。2016 年巴菲特开始买入苹果公司股票，随后陆续加仓至最高一度达到 50% 以上的仓位。2020 年一季度科技股跃升为巴菲特第一重仓行业，投资苹果公司带来的高额回报为巴菲特 2018 年以来的收益率表现做出了卓越贡献。2022 年一季度开始，巴菲特大量买入能源行业上市公司，目前伯克希尔的二级市场持仓呈现出信息技术“一超”与金融、日常消费、能源“三强”并存的行业配置格局。

图表 5：1999 至 2023 年巴菲特持仓行业分布一览



来源：伯克希尔 13-F 文件，华福证券研究所

注：行业持仓根据季度披露的 13-F 文件计算，持股公司如果完成私有化后将不再披露

巴菲特在投资中秉持着“公司的业务要能够被理解”的基本理念，但不断学习也使得重仓行业在发生转变。在早期的投资中，巴菲特充分地理解消费与金融行业的业务，由此捕捉到喜诗糖果、可口可乐、美国银行、富国银行等一系列优质公司。虽然巴菲特曾在 2011 年称赞像苹果这样的公司，轻资产、低投入的商业模式最佳，但巴菲特面对为什么不投资苹果公司的提问时，仍多次表示“难以判断苹果公司未来 10 年的情况”，这或许表明巴菲特认为科技股投资超出了能力圈，因此对苹果公司长时间内都保持着“只看不买”的态度。而 2016 年以后巴菲特从消费者行为角度重新审视苹果公司，在不断学习中扩大了自己的投资能力圈，将重仓行业由增速放





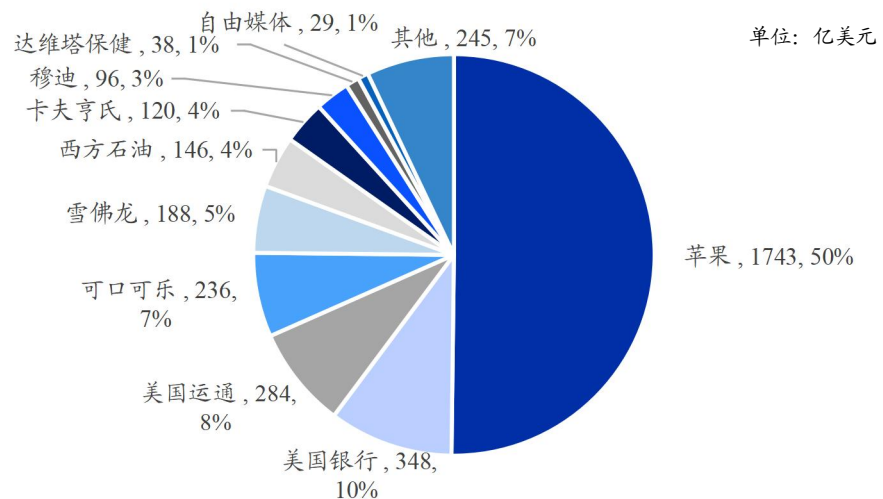
缓的日常消费行业转向了发展强劲的信息科技板块。在决定建仓苹果公司后，即使股价上涨过程仍然多次加仓。同时也应该注意到，巴菲特并未参与对人工智能的投资，巴菲特目前的科技股投资仅限于自身能够理解的具备消费品属性的科技公司。

### 2.3 巴菲特的持仓仓位高度集中

由于披露伯克希尔公司 2024 年一季度具体美股持仓的 13-F 文件尚未发布，而 10-Q 季报文件只是零星提到前五大重仓股的持仓市值，因此我们首先通过 2023 年底的已披露数据来观察巴菲特的个股持仓情况。

巴菲特对单一股票持仓比例几乎没有限制，同时股票收益的头部集中效应也十分明显。巴菲特对于特别中意的股票持股高度集中，由于伯克希尔没有受到类似于国内公募基金的单一股票持仓限制，巴菲特持仓最大的一只股票仓位上限经常突破 30% 甚至 40%。在 2023 年底 13-F 文件披露的持仓中，苹果公司占伯克希尔股票投资仓位甚至达到了 50%，充分反映出巴菲特自下而上精选个股的投资方式。

图表 6：2023 年底苹果公司占股票投资仓位近 50%



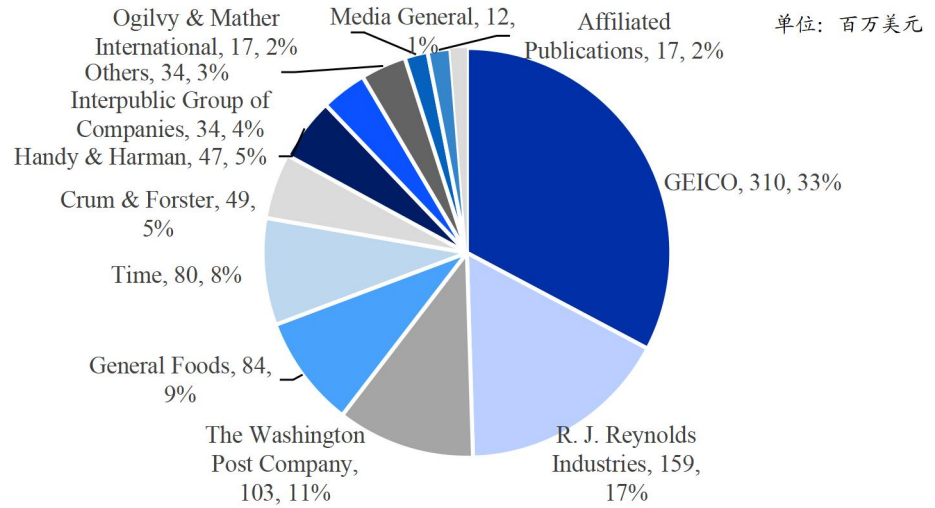
来源：伯克希尔 13-K 文件，华福证券研究所

根据 10-Q 季报文件，2024 年一季度末，伯克希尔的持仓集中度较 2023 年底略有所下降，前五大持仓权重从 2023 年底的约 79% 下降至 2024Q1 的 75%。截至 2024 年一季度末，伯克希尔在二级市场的股票投资持仓市值大约 3359 亿美元，较 2023 年底的 3538 亿美元有所下降。其中苹果公司持仓市值达 1354 亿美元（占比 40%）、美国银行 392 亿美元（占比 12%）、美国运通 345 亿美元（占比 10%）、可口可乐 245 亿美元（占比 7%）、雪佛龙 194 亿美元（占比 6%）。

巴菲特的集中投资做法早在 40 年前就有所显现。根据伯克希尔披露的 1982 年巴菲特致股东的信可以看到，当时的 GEICO 保险公司占巴菲特股票投资仓位近 33%。从历年年报披露的持股数量来看，可以发现巴菲特的持股数量处于行业极低水平，前 10 大重仓股的投资金额占股票仓位的绝大部分。另外巴菲特通常不会特意去做均衡的行业配置，大部分时候始终坚持自下而上精选个股的投资方式。



图表 7: 1982 年底 GEICO 保险公司占股票投资仓位近 33%



来源: 伯克希尔年报, 华福证券研究所

### 3 风险提示

管理层变更风险、投资过度集中风险、历史经验不代表未来、通胀回落不及预期、海外市场大幅波动、地缘政治冲突风险等。

## 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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn