

抉择

相关研究报告

<<系好安全带，车速会很快>>--
2025-08-25

<<调整基石，新高可期>>--2025-08-
11

<<破云>>--2025-07-29

<<窄门 2>>--2025-07-25

<<窄门 1>>--2025-07-11

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

牛市进程未完，有回调逢低买。从股相对债的性价比看，全 A ERP 目前为 4.02%，08、15、21 年的低点分别为 -2.34%、0、1.83%，当前 ERP 处于自 2007 年以来 35.3% 的低位，较前几轮牛市低点仍有较大下降空间。以 A 股总市值/GDP（代表一国经济的证券化率）这一指标看，目前该比值为 0.75，较历史峰值 08 年 1 月的 1.33、15 年 6 月的 1.07 分别有 77%、43% 的距离。从居民资金流入的视角看，居民存款/A 股市值这一比值当前为 1.7，07、15、21 年的历史低点分别为 0.59、0.83、1.12，居民存款资金搬家的进程或远未结束。衡量牛市进程的相关指标显示当前 A 股仍有上涨空间，操作上坚定牛市的战略思维，有回调再加仓是更优的选择。

上周 A 股在情绪回落下经历了脉冲式调整，在日均超 2 万亿的交易额下 A 股波动率明显放大，高波动成为常态下交易操作难度加大，我们在报告《系好安全带，车速会很快》中的观点得到验证。目前行业选择上需关注安全边际和配置性价比，一是反内卷效果逐步显现、景气加速的新能源板块。宏观上，8 月 PMI 依然处于荣枯线以下，但主要原材料购进价格 53.3，较 7 月上涨 1.8；出厂价格 49.1，较 7 月上涨 0.8，皆好于 PMI 整体，显示反内卷效果开始显现。同时半年报披露的数据显示，电力设备板块呈现景气加速的特点，作为上游原材料的多晶硅价格更是创出年内高点，反内卷政策持续下，预计新能源板块景气加速将持续维持。二是 ROE 改善，呈现量价齐升的 TMT 板块。半年报数据披露 TMT 板块整体 ROE 较一季度提升，其中通信板块呈现景气加速的特征，电子、传媒、计算机呈现量价齐升的特征。从资金流入视角看，TMT 作为杠杆资金流入的主要板块，在当前杠杆资金持续流入且流入潜力仍大的背景下，在流动性推动下仍有上涨空间。从风偏看，TMT 作为科技板块弹性更高，在 8 月非农数据低于预期背景下，9 月联储降息几乎成为定局，有望继续提振板块风偏情绪。三是供给持续收缩，处于景气的化工、有色板块。结合半年报看，化工、有色板块在建工程同比分别为 -12%、0%，分别持续下滑 10、4 个季度，显示两者在供给端的持续收缩；而从景气看，化工、有色 Q2 净利润增速分别为 9%、27%，虽较 Q1 有所下滑，但仍处于景气区间。且作为上游原材料板块，反内卷政策下将持续带动上游原材料价格回升，从而提升两者行业景气度。

除此以外，具体配置请继续参考《窄门 2》。

一份疲软的就业数据奠定了 9 月降息的格局，但美国经济整体仍表现稳健，在增长风险只是放缓而非萧条的背景下，Fed Put 带来的估值提升和远期盈利增长的交易将继续演绎。

从 8 月的非农就业数据来看，就业市场放缓明显（2.2 万人实际增长显著低于 7.5 万人一致性预期）并已低于就业市场的盈亏平衡增长数（美联储官员大多认为每月非农就业需增加 7.5 万人左右可保持失业率平衡）。失业率上行至 4.3%，广度更大的 U6 失业率（包含因经济理由停止寻找工作者、准待业人口、寻找全职工作的兼职工作者）上行至 8.1% 皆创下 2021 年 11 月以来新高。从就业行业来看，新增就业基本全部来自于医疗和教育行业，制造业、矿业、批发贸易和商业服务则已经历了较长期

的负增长，并在关税和 AI 的影响下负增长有扩大的迹象。

疲软的非农报告使得 9 月降息已成定局，但市场目前已开始对 9 月 50bp 降息开始定价，该定价有些过度乐观。一是美国就业市场仍有积极的信号，平均时薪和工时仍保持稳定，这表明企业盈利稳定，不需要减少工人工时或降薪，且职位空缺相较于疫情前仍属于高位，这些数据表明就业市场韧性仍在。二是美国二季度实际经济增长上调至 3.3%，为 2023 年四季度以来最高水平，主要得益于投资和消费两项的上修，表明了美国经济依旧处于稳健状态，随着贸易不确定性的消退，和美联储降息后续的落地，美国经济未来表现更倾向于上行。三是在贸易战的背景下，二季度美国企业利润延续了 2021 年以来的趋势增长，为后续就业市场的平稳提供了基础。四是美联储官员在缄默期前并未有 50 个 bp 的相关表态出现，QCEW 对就业市场的下修也已基本被市场所预期，无论从数据端还是美联储自身意愿来看，9 月 50bp 的定价已经有些过头。无论如何，8 月的非农数据确定了劳动市场的疲软为联储的鸽派声明提供了基础，叠加经济增长的稳健、贸易不确定性的消失，这份非农报告无疑为风险资产的上行进一步“添砖加瓦”。

风险提示：1. 贸易冲突加剧；2. 国内政策不及预期；3. 地缘风险超预期。

目录

一、	牛市进程未完	5
二、	非农报告确认 9 月降息，衰退叙事进入高潮	10
三、	风险提示	15

图表目录

图表 1: 全 A ERP 处于自 2007 年以来 35.3% 的低位, 仍有较大下降空间	6
图表 2: 总市值/GDP 仍有上升空间	6
图表 3: 居民存款/A 股市值仍有较大下降空间	6
图表 4: A 股盈利依旧处于探底企稳阶段	7
图表 5: 8 月原材料与出厂价格好于 PMI 整体	7
图表 6: TMT 板块呈现量价齐升特点	7
图表 7: 电力设备、国防军工、医药、通信等处于景气加速阶段	8
图表 8: 全 A 各行业净利润增速	8
图表 9: 杠杆资金流入仍有较大潜力	9
图表 10: TMT 板块是杠杆资金主要流入行业 (今年以来)	9
图表 11: 化工在建工程增速持续下滑	9
图表 12: 有色在建工程持续下滑	9
图表 13: 美国新增就业基本集中在医疗教育领域, 制造业、商业服务已连续负增长	11
图表 14: 美国失业率创下 2021 年 11 月以来最高	11
图表 15: 平均时薪和工时的稳定表明现在未至衰退时	12
图表 16: 职位空缺仍处于疫情前的高位水平并保持稳定	12
图表 17: 市场开始对 9 月降息进行定价	13
图表 18: 美国二季度实际 GDP 增长创下 2023 年四季度以来新高	13
图表 19: 经济增长上修主要来自于消费和投资方面的上修	14
图表 20: 企业利润仍维持在 2021 年以来的趋势增长	14

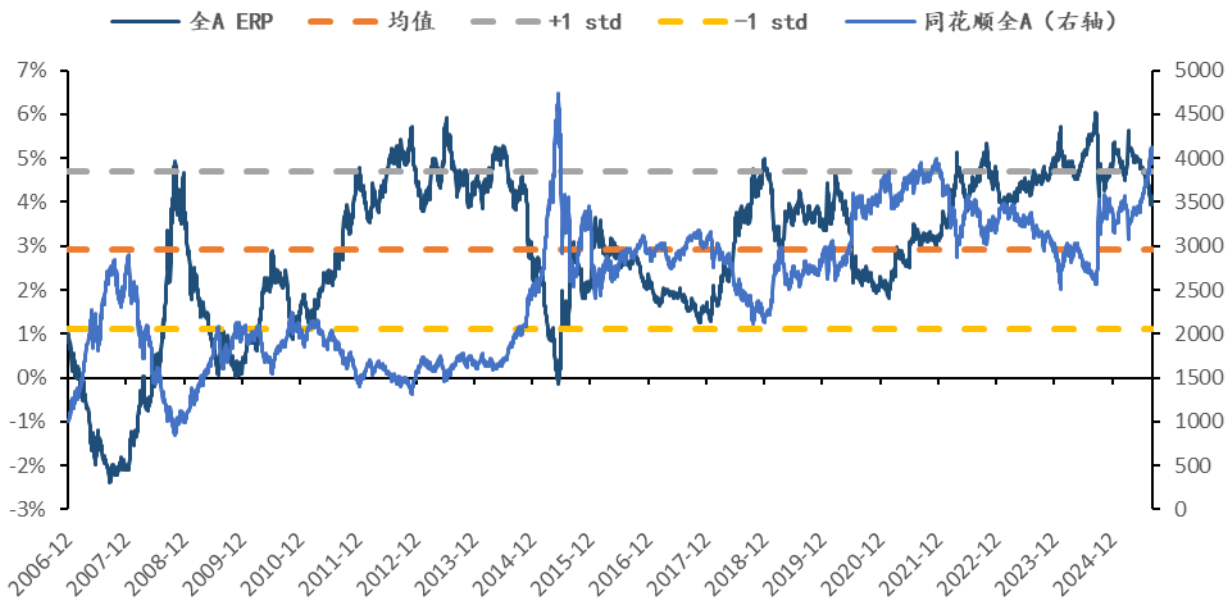
一、 牛市进程未完

牛市进程未完，有回调逢低买。从股相对债的性价比看，全 A ERP 目前为 4.02%，08、15、21 年的低点分别为 -2.34%、0、1.83%，当前 ERP 处于自 2007 年以来 35.3% 的低位，较前几轮牛市低点仍有较大下降空间。以 A 股总市值/GDP（代表一国经济的证券化率）这一指标看，目前该比值为 0.75，较历史峰值 08 年 1 月的 1.33、15 年 6 月的 1.07 分别有 77%、43% 的距离。从居民资金流入的视角看，居民存款/A 股市值这一比值当前为 1.7，07、15、21 年的历史低点分别为 0.59、0.83、1.12，居民存款资金搬家的进程或远未结束。衡量牛市进程的相关指标显示当前 A 股仍有上涨空间，操作上坚定牛市的战略思维，有回调再加仓是更优的选择。

上周 A 股在情绪回落下经历了脉冲式调整，在日均超 2 万亿的交易额下 A 股波动率明显放大，高波动成为常态下交易操作难度加大，我们在报告《系好安全带，车速会很快》中的观点得到验证。目前行业选择上需关注安全边际和配置性价比，一是反内卷效果逐步显现、景气加速的**新能源板块**。宏观上，8 月 PMI 依然处于荣枯线以下，但主要原材料购进价格 53.3，较 7 月上涨 1.8；出厂价格 49.1，较 7 月上涨 0.8，皆好于 PMI 整体，显示反内卷效果开始显现。同时半年报披露的数据显示，电力设备板块呈现景气加速的特点，作为上游原材料的多晶硅价格更是创出年内高点，反内卷政策持续下，预计新能源板块景气加速将持续维持。二是 ROE 改善，呈现量价齐升的**TMT 板块**。半年报数据披露 TMT 板块整体 ROE 较一季度提升，其中通信板块呈现景气加速的特征，电子、传媒、计算机呈现量价齐升的特征。从资金流入视角看，TMT 作为杠杆资金流入的主要板块，在当前杠杆资金持续流入且流入潜力仍大的背景下，在流动性推动下仍有上涨空间。从风偏看，TMT 作为科技板块弹性更高，在 8 月非农数据低于预期背景下，9 月联储降息几乎成为定局，有望继续提振板块风偏情绪。三是供给持续收缩，处于景气的**化工、有色板块**。结合半年报看，化工、有色板块在建工程同比分别为 -12%、0%，分别持续下滑 10、4 个季度，显示两者在供给端的持续收缩；而从景气看，化工、有色 Q2 净利润增速分别为 9%、27%，虽较 Q1 有所下滑，但仍处于景气区间。且作为上游原材料板块，反内卷政策下将持续带动上游原材料价格回升，从而提升两者行业景气度。

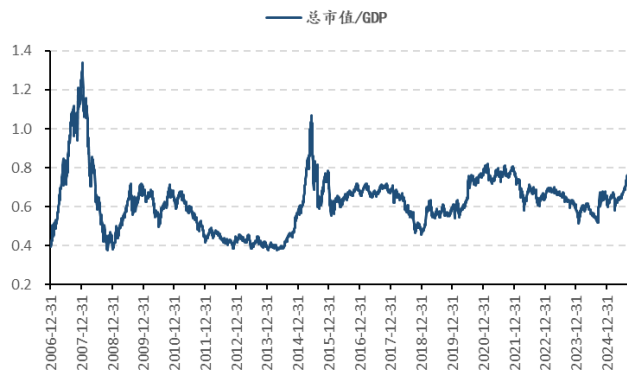
除此以外，具体配置请继续参考《窄门 2》。

图表1：全 A ERP 处于自 2007 年以来 35.3% 的低位，仍有较大下降空间



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：总市值/GDP 仍有上升空间



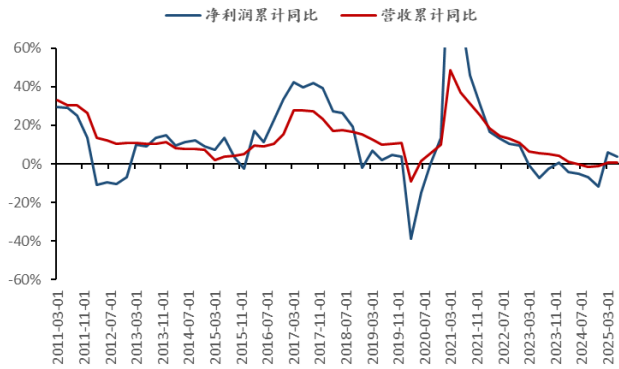
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：居民存款/A股市值仍有较大下降空间



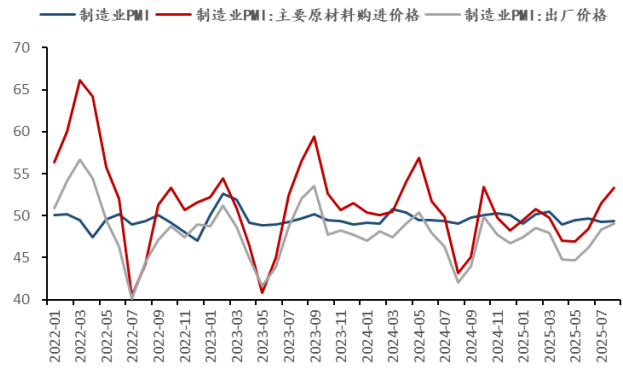
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：A股盈利依旧处于探底企稳阶段



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：8月原材料与出厂价格好于PMI整体



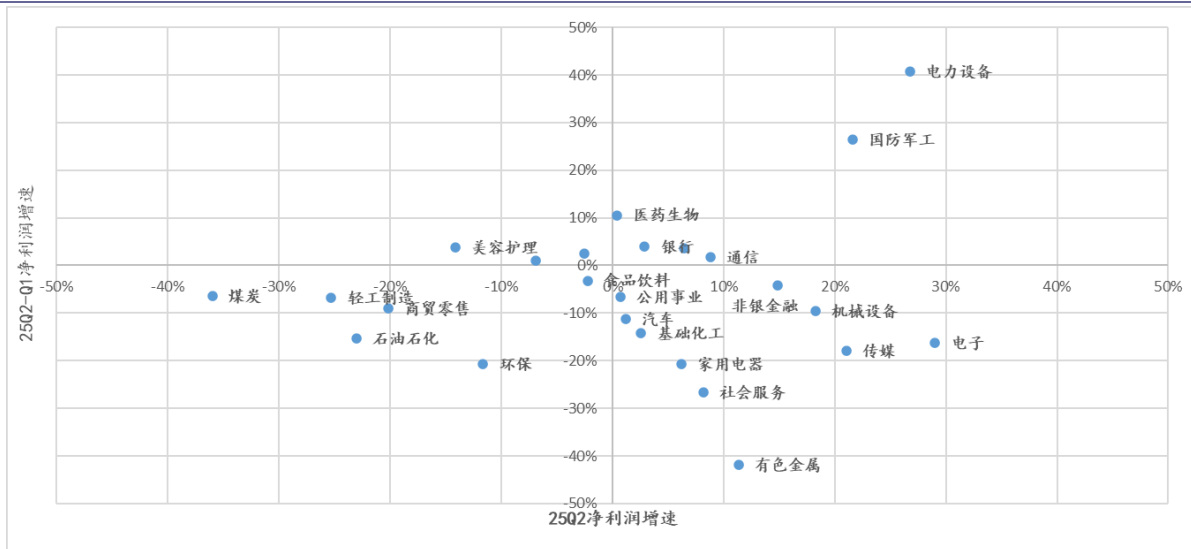
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：TMT板块呈现量价齐升特点

一级行业	ROE		净利率-TTM		资产负债率		总资产周转率		ΔROE (25Q2-25Q1)	Δ净利率 (25Q2-25Q1)	Δ资产负债率 (25Q2-25Q1)	Δ总资产周转率 (25Q2-25Q1)	状态
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2					
农林牧渔	11.46	11.79	5.15	5.21	55.19	54.39	0.95	0.95	0.32	0.06	-0.81	-0.01	量跌价升
基础化工	6.17	6.09	5.27	5.19	47.96	48.33	0.61	0.60	-0.08	-0.08	0.36	-0.01	量价齐跌
钢铁	-0.50	-0.13	-0.10	0.09	57.00	56.70	0.86	0.83	0.37	0.19	-0.30	-0.03	量跌价升
有色金属	11.11	11.60	5.51	5.59	49.71	51.00	1.10	1.07	0.49	0.07	1.30	-0.03	量跌价升
电子	5.92	6.36	3.89	4.00	46.78	48.12	0.67	0.68	0.44	0.11	1.34	0.01	量价齐升
家用电器	15.44	16.00	8.09	8.11	58.64	60.15	0.77	0.78	0.56	0.02	1.51	0.00	量价齐升
食品饮料	19.54	20.31	20.48	20.27	31.46	32.82	0.66	0.66	0.77	-0.21	1.36	0.00	量价齐跌
纺织服装	5.03	4.89	4.15	3.94	38.90	39.10	0.80	0.75	-0.14	-0.20	0.20	-0.05	量价齐跌
轻工制造	4.23	3.70	3.18	2.71	48.73	51.09	0.65	0.65	-0.52	-0.47	2.37	-0.01	量价齐跌
医药生物	5.84	5.92	5.85	5.95	38.34	38.57	0.62	0.60	0.07	0.10	0.23	-0.02	量跌价升
公用事业	8.35	8.38	10.89	10.93	63.47	64.11	0.29	0.28	0.03	0.04	0.64	-0.01	量跌价升
交通运输	7.76	8.16	4.69	4.89	55.45	56.21	0.72	0.69	0.40	0.19	0.77	-0.03	量跌价升
房地产	-12.05	-13.60	-9.12	-10.17	75.05	74.98	0.21	0.21	-1.55	-1.05	-0.07	0.00	量价齐跌
商贸零售	2.81	2.79	1.53	1.54	61.01	60.73	0.82	0.82	-0.02	0.01	-0.28	0.00	量价齐升
社会服务	4.42	4.46	4.51	4.36	45.74	45.95	0.58	0.61	0.04	-0.15	0.21	0.03	量价齐升
综合	-1.65	-0.44	-1.16	-0.38	66.35	66.20	0.53	0.51	1.21	0.78	-0.16	-0.01	量跌价升
建筑材料	2.81	3.08	2.85	3.34	50.57	50.67	0.43	0.42	0.26	0.49	0.10	-0.01	量跌价升
建筑装饰	6.34	6.19	2.44	2.43	76.94	77.47	0.56	0.54	-0.15	-0.01	0.53	-0.01	量价齐跌
电力设备	3.57	3.89	2.68	2.91	60.65	60.88	0.52	0.51	0.32	0.23	0.23	-0.01	量跌价升
国防军工	2.33	2.37	3.42	3.41	52.17	52.51	0.36	0.34	0.04	-0.01	0.34	-0.02	量价齐跌
计算机	1.75	1.97	1.58	1.71	43.74	45.05	0.64	0.66	0.22	0.12	1.31	0.02	量价齐升
传媒	3.18	3.47	3.89	4.22	36.72	36.85	0.50	0.50	0.29	0.33	0.14	0.00	量价齐升
通信	8.53	8.77	8.76	8.99	41.07	41.10	0.56	0.56	0.23	0.23	0.02	0.00	量跌价升
银行	8.86	8.60	38.47	38.36	92.22	92.11	0.02	0.02	-0.26	-0.11	-0.11	0.00	量价齐跌
非银金融	10.13	10.47	17.60	17.77	85.67	85.96	0.08	0.08	0.34	0.17	0.30	0.00	量升价跌
汽车	7.75	7.70	3.99	3.90	59.05	59.40	0.77	0.77	-0.05	-0.09	0.35	0.00	量价齐跌
机械设备	6.19	6.53	5.97	6.20	51.17	51.80	0.51	0.52	0.35	0.24	0.63	0.00	量价齐升
煤炭	10.58	9.89	12.93	12.28	44.69	47.18	0.51	0.48	-0.68	-0.65	2.49	-0.03	量价齐跌
石油石化	9.93	9.33	5.03	4.81	47.73	48.26	1.04	0.99	-0.60	-0.21	0.53	-0.05	量价齐跌
环保	4.56	4.29	7.05	6.69	57.53	58.35	0.28	0.28	-0.27	-0.36	0.82	0.00	量价齐跌
美容护理	6.92	6.64	7.70	7.20	30.93	31.84	0.59	0.60	-0.28	-0.49	0.91	0.00	量价齐跌

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：电力设备、国防军工、医药、通信等处于景气加速阶段



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：全A 各行业净利润增速

一级行业	累计净利润增速					单季度净利润增速				
	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2-25Q1	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2-25Q1
农林牧渔	218%	593%	510%	217%	-293%	750%	427%	510%	26%	-485%
基础化工	-1%	-1%	17%	9%	-8%	2%	-5%	17%	3%	-14%
钢铁	-104%	-122%	319%	129%	-190%	-165%	-180%	319%	71%	-248%
有色金属	0%	0%	53%	27%	-26%	5%	-2%	53%	11%	-42%
电子	25%	32%	45%	36%	-10%	-15%	74%	45%	29%	-16%
家用电器	6%	10%	27%	15%	-12%	3%	22%	27%	6%	-21%
食品饮料	11%	6%	1%	0%	-1%	3%	-13%	1%	-2%	-3%
纺织服装	-7%	-33%	-5%	-4%	1%	-20%	-168%	-5%	-3%	2%
轻工制造	-2%	-32%	-19%	-22%	-4%	-27%	-188%	-19%	-25%	-7%
医药生物	-8%	-12%	-10%	-5%	5%	-15%	-158%	-10%	0%	11%
公用事业	9%	8%	7%	4%	-3%	-2%	-3%	7%	1%	-7%
交通运输	5%	9%	3%	5%	2%	2%	41%	3%	6%	4%
房地产	-126%	-1121%	-275%	-467%	-192%	-154%	-319%	-275%	-281%	-7%
商贸零售	6%	5%	-11%	-15%	-4%	150%	-210%	-11%	-20%	-9%
社会服务	46%	-11%	35%	17%	-18%	14%	-133%	35%	8%	-27%
建筑材料	-53%	-50%	99%	62%	-36%	-23%	-30%	99%	36%	-62%
建筑装饰	-10%	-14%	-8%	-7%	0%	-15%	-25%	-8%	-7%	1%
电力设备	-54%	-62%	-14%	6%	20%	-65%	-135%	-14%	27%	41%
国防军工	-27%	-35%	-5%	11%	16%	-54%	-157%	-5%	22%	26%
计算机	-28%	-44%	444%	33%	-411%	15%	-98%	444%	18%	-426%
传媒	-34%	-49%	39%	29%	-9%	-27%	-1095%	39%	21%	-18%
通信	9%	7%	7%	8%	1%	8%	-3%	7%	9%	2%
银行	1%	2%	-1%	1%	2%	4%	5%	-1%	3%	4%
非银金融	47%	54%	19%	17%	-2%	201%	116%	19%	15%	-4%
汽车	7%	11%	12%	6%	-6%	-10%	27%	12%	1%	-11%
机械装备	0%	-5%	28%	22%	-6%	-21%	-29%	28%	18%	-10%
煤炭	-20%	-18%	-30%	-33%	-3%	-10%	-8%	-30%	-36%	-6%
石油石化	1%	0%	-8%	-15%	-8%	-18%	-6%	-8%	-23%	-15%
环保	15%	-2%	9%	-2%	-11%	14%	-338%	9%	-12%	-21%
美容护理	-17%	-20%	-18%	-16%	2%	-61%	-49%	-18%	-14%	4%

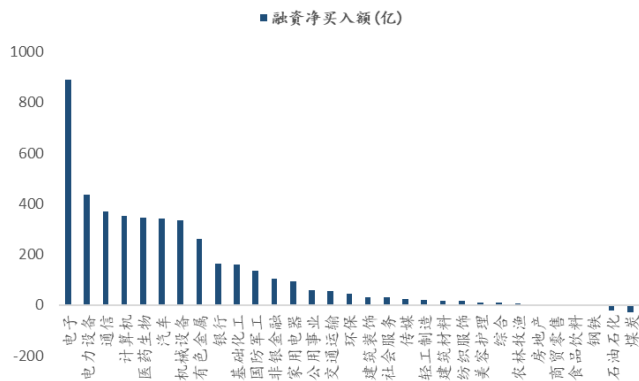
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表9：杠杆资金流入仍有较大潜力



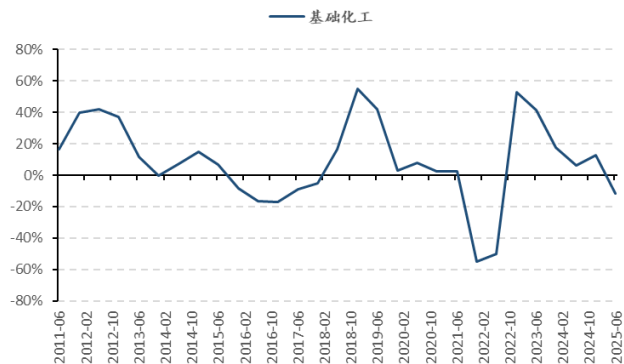
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表10：TMT 板块是杠杆资金主要流入行业（今年以来）



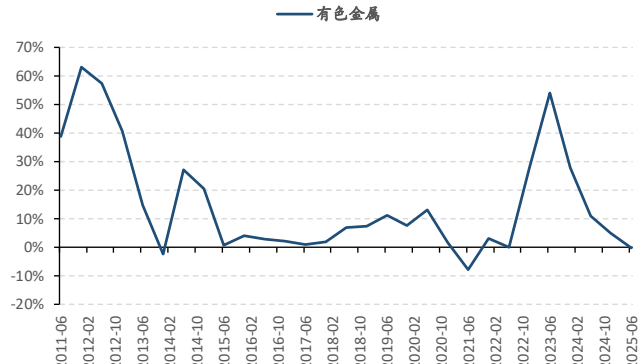
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表11：化工在建工程增速持续下滑



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表12：有色在建工程持续下滑



资料来源：iFind，太平洋证券整理

二、 非农报告确认 9 月降息，衰退叙事进入高潮

一份疲软的就业数据奠定了 9 月降息的格局，但美国经济整体仍表现稳健，在增长风险只是放缓而非萧条的背景下，Fed Put 带来的估值提升和远期盈利增长的交易将继续演绎。

从 8 月的非农就业数据来看，就业市场放缓明显（2.2 万人实际增长显著低于 7.5 万人一致性预期）并已低于就业市场的盈亏平衡增长数（美联储众官员大多认为每月非农就业需增加 7.5 万人左右可保持失业率平衡）。失业率上行至 4.3%，广度更大的 U6 失业率（包含因经济理由停止寻找工作者、准待业人口、寻找全职工作的兼职工作者）上行至 8.1% 皆创下 2021 年 11 月以来新高。从就业行业来看，新增就业基本全部来自于医疗和教育行业，制造业、矿业、批发贸易和商业服务则已经历了较长期的负增长，并在关税和 AI 的影响下负增长有扩大的迹象。

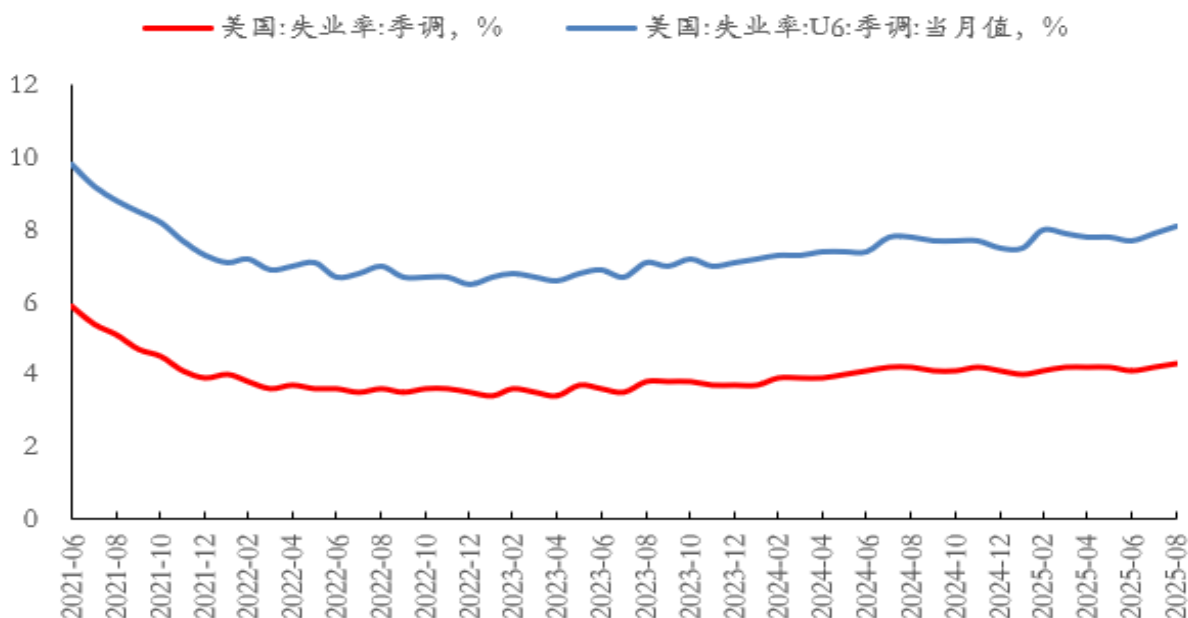
疲软的非农报告使得 9 月降息已成定局，但市场目前已开始对 9 月 50bp 降息开始定价，该定价有些过度乐观。一是美国就业市场仍有积极的信号，平均时薪和工时仍保持稳定，这表明企业盈利稳定，不需要减少工人工时或降薪，且职位空缺相较于疫情前仍属于高位，这些数据表明就业市场韧性仍在。二是美国二季度实际经济增长上调至 3.3%，为 2023 年四季度以来最高水平，主要得益于投资和消费两项的上修，表明了美国经济依旧处于稳健状态，随着贸易不确定性的消退，和美联储降息后续的落地，美国经济未来表现更倾向于上行。三是在贸易战的背景下，二季度美国企业利润延续了 2021 年以来的趋势增长，为后续就业市场的平稳提供了基础。四是美联储官员在缄默期前并未有 50 个 bp 的相关表态出现，QCEW 对就业市场的下修也已基本被市场所预期，无论从数据端还是美联储自身意愿来看，9 月 50bp 的定价已经有些过头。无论如何，8 月的非农数据确定了劳动市场的疲软为联储的鸽派声明提供了基础，叠加经济增长的稳健、贸易不确定性的消失，这份非农报告无疑为风险资产的上行进一步“添砖加瓦”。

图表13：美国新增就业基本集中在医疗教育领域，制造业、商业服务已连续负增长

Category	2024	2025	2025(u)	2025(p)
EMPLOYMENT BY SELECTED INDUSTRY (Over-the-month change, in thousands)				
Total nonfarm	71	-13	79	22
Total private	33	-27	77	38
Goods-producing	-18	-21	-8	-25
Mining and logging	-1	-2	-5	-6
Construction	23	-2	-1	-7
Manufacturing	-40	-17	-2	-12
Durable goods(1)	-40	-15	5	-19
Motor vehicles and parts	-16.0	-3.0	2.0	-7.3
Nondurable goods	0	-2	-7	7
Private service-providing	51	-6	85	63
Wholesale trade	3.8	-12.1	-8.3	-11.7
Retail trade	-13.3	-5.0	7.2	10.5
Transportation and warehousing	1.7	3.8	6.3	3.6
Utilities	0.8	0.3	0.6	-0.8
Information	-7	-3	-7	-5
Financial activities	6	-6	9	-3
Professional and business services(1)	-32	-24	-10	-17
Temporary help services	-20.5	-10.0	-10.2	-9.8
Private education and health services(1)	65	51	77	46
Health care and social assistance	53.6	58.8	71.6	46.8
Leisure and hospitality	26	-5	6	28
Other services	0	-6	5	12
Government	38	14	2	-16

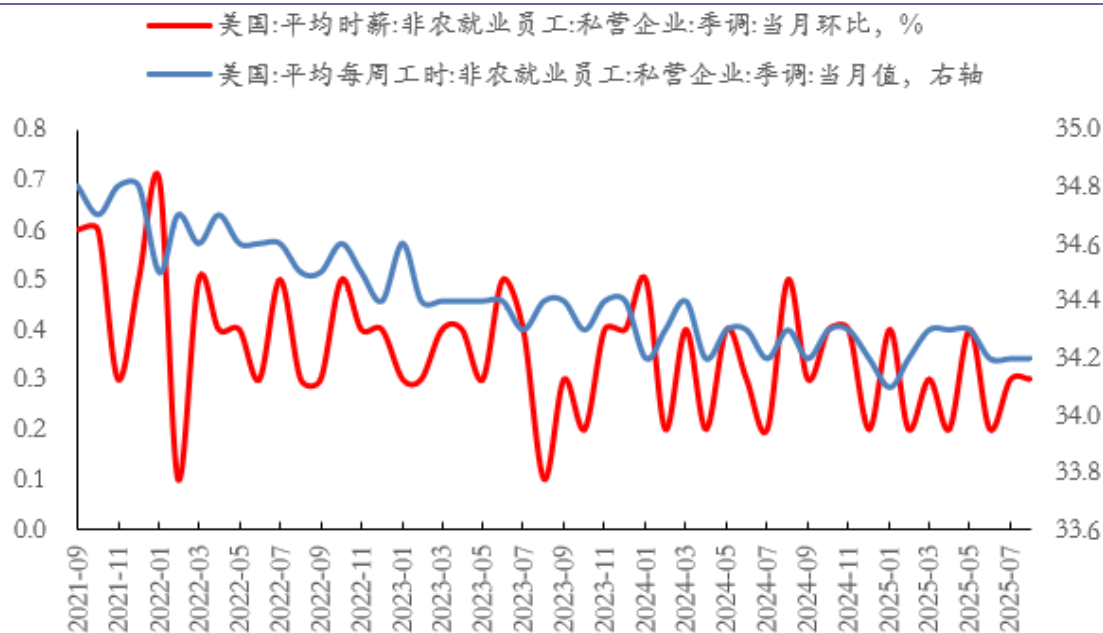
资料来源：BLS，太平洋证券整理

图表14：美国失业率创下 2021 年 11 月以来最高



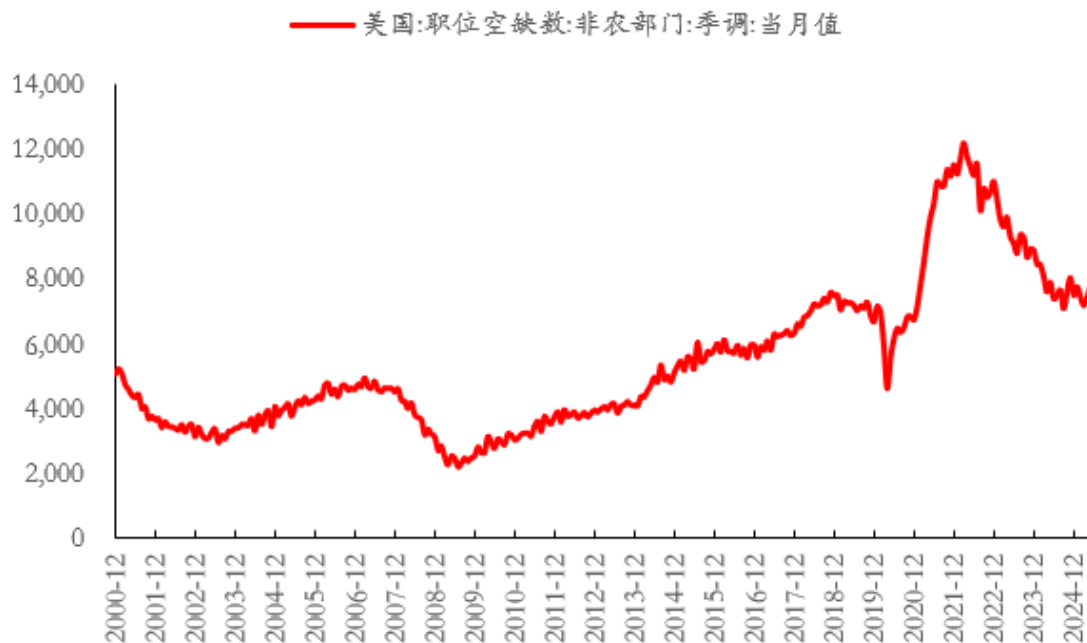
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表15：平均时薪和工时的稳定表明现在未至衰退时



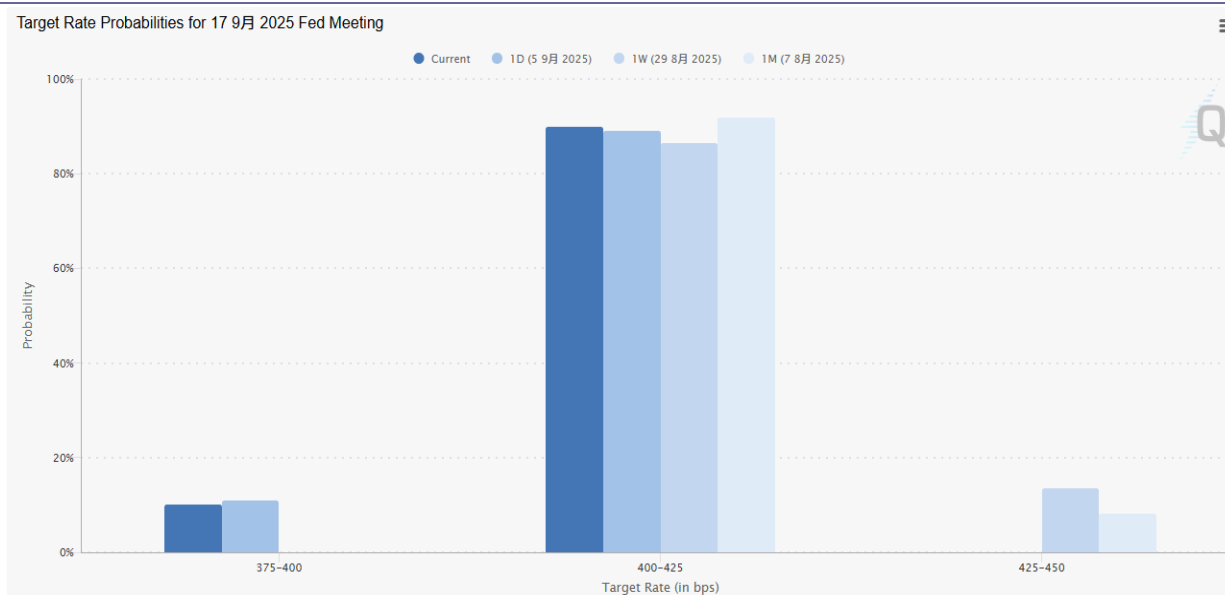
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表16：职位空缺仍处于疫情前的高位水平并保持稳定



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表17：市场开始对9月降息进行定价



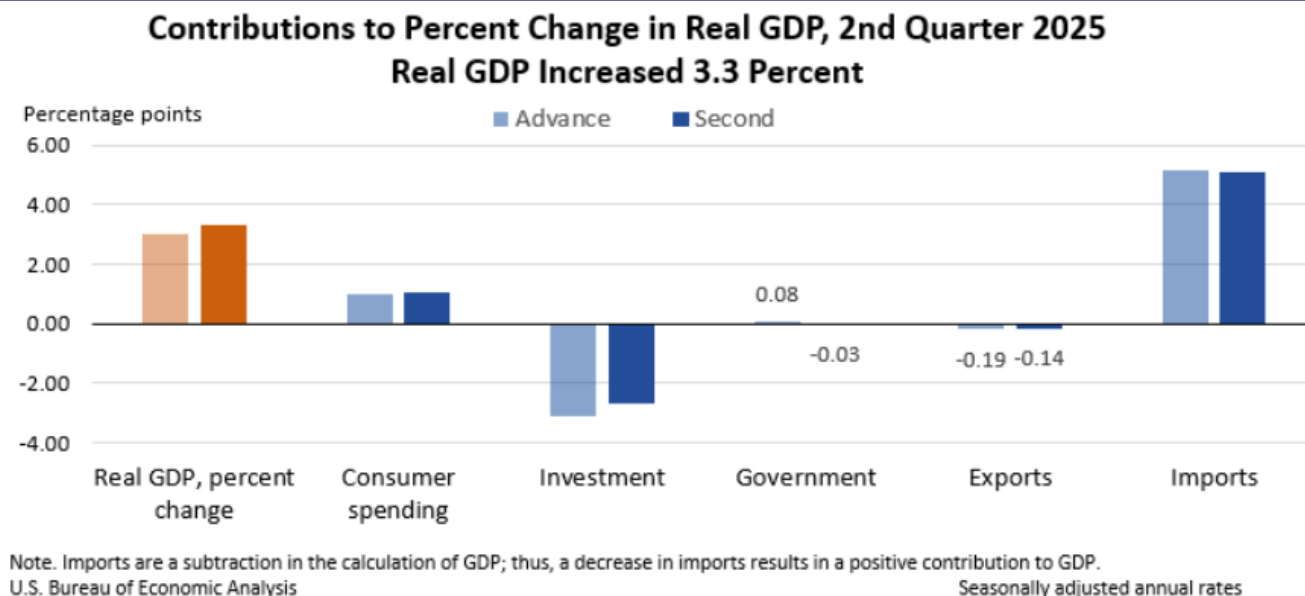
资料来源：CME，太平洋证券整理

图表18：美国二季度实际 GDP 增长创下 2023 年四季度以来新高



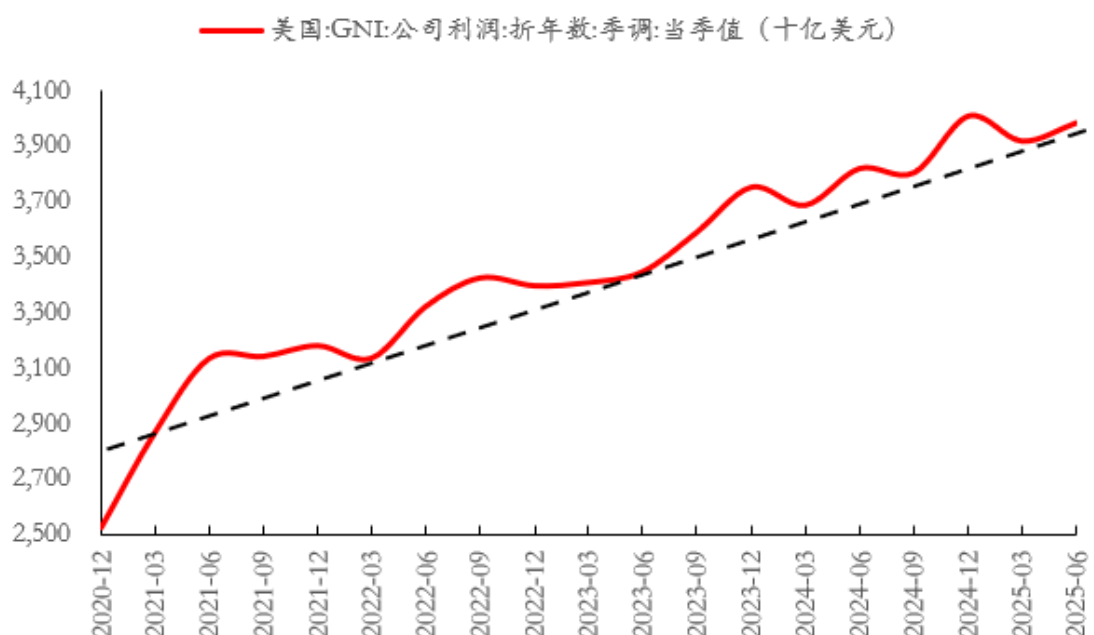
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表19：经济增长上修主要来自于消费和投资方面的上修



资料来源：BEA，太平洋证券整理

图表20：企业利润仍维持在 2021 年以来的趋势增长



资料来源：iFind，太平洋证券整理

三、 风险提示

1. 贸易冲突加剧；
2. 国内政策不及预期；
3. 地缘风险超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。