

2026 年 09 月 18 日

厄尔尼诺的“预期差”

策略研究团队

--投资策略专题

韦冀星（分析师）

简宇涵（分析师）

weijixing@kysec.cn

jianyuhan@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790525050005

● 气候强度：超预期，但市场已充分兑现

站在当前视角，本轮厄尔尼诺行情已经历完了一轮上涨和调整，目前处于怎样的阶段，后续是否还有更大的行情？

按照阶段区分，厄尔尼诺现象可分为上升期、峰值阶段、衰退期。现阶段，本轮厄尔尼诺事件仍处在上升期，距离峰值阶段仍有一定距离，真空期阶段缺少催化。本轮厄尔尼诺的强度超出市场预期，但市场或已充分兑现。

● 历史复盘：三轮厄尔尼诺行情的演绎与规律

A 股历史上可观察的厄尔尼诺时期分别是 2009、2015、2023 年，均对市场行情产生较大影响。总结三轮厄尔尼诺行情，可得到以下规律：

①真正决定厄尔尼诺行情的强弱及领涨细分方向，是厄尔尼诺气候对地区气候的冲击程度以及需求端变化；②厄尔尼诺行情包括股票行情和商品期货行情：股票行情一般发生在上升期和峰值阶段；商品期货的强势行情及高点一般发生在衰退期，涨价影响滞后出现；③厄尔尼诺对股票行情的影响链条包括，供给收缩链条（以农业为主，包括橡胶、饲料、养殖业、农产品加工等）、能源链条（水力发电、煤炭开采、电力等）、需求链条（白色家电、饮料乳品等）。

● 本轮演进：一阶段交易充分，博弈转向“传导预期差”

对比历史，本轮上升期内主题炒作的高度已相对充分，基本兑现目前市场对于厄尔尼诺的预期——“本轮厄尔尼诺强度超预期，达超强级别”，后续市场预期差或顺着“事件本身→传导路径→中国相应”依次展开。考虑到厄尔尼诺气候对天气影响的高度不确定性，传导路径层面依然存在较多的预期差，有正有负，包括极端天气的概率和频率、粮食增减产幅度、粮食价格变化斜率等。

抛开本质，气候天然存在较大的不确定，气候影响的传导链条较长，不确定性进一步放大。气候发展的预期差需要更细致的数据跟踪体系，以精准的传导指标跟踪对抗气候的不确定：

针对农产品链条，我们可以通过【主产区加权 SPEI】指标进行跟踪。SPEI 是一种基于降水减潜在蒸散的多尺度标准化干旱指数，负值代表干旱，正值代表湿润；通过裁剪主产区等方法，可计算出主产区加权 SPEI 值，直接衡量农作物在某主产区生长环境的干旱程度。

● 投资建议：把握第二波行情窗口，关注进口依赖度高的方向

目前本轮厄尔尼诺事件仍处在上升期内，距离峰值阶段还有距离，参考历史行情，峰值阶段存在第二次厄尔尼诺行情的可能，其背后的动力来自于预期差。

峰值阶段 11 月到明年 2 月，关注厄尔尼诺的第二波行情窗口。背后逻辑是该时段正值南半球夏季，是南半球粮食收获的关键窗口，但考虑到中国主粮自给率高、库存充足，影响主要集中在进口依赖度高的品种，细分行业上关注养殖业、饲料、农产品加工，农产品上左侧布局棕榈油、橡胶、白糖、棉花等机会。

● 风险提示：气候变化的风险；厄尔尼诺影响下传导路径变化的风险；历史复盘规律不适用于当下的风险。

相关研究报告

《机构关注度环比回升：计算机、通信、电子—机构调研周跟踪》
-2026.9.15

《拥挤初缓，机会扩散—投资策略周报》-2026.9.13

《机构关注度环比回升：机械设备、公用事业、交运—机构调研周跟踪》
-2026.9.8

目 录

1、气候强度超预期，但市场已充分兑现	3
2、历史复盘：三轮厄尔尼诺行情的演绎与规律.....	4
3、本轮演进：第一阶段交易充分，博弈转向“传导预期差”.....	7
4、跟踪体系：以精准的传导指标跟踪对抗气候的不确定.....	8
5、投资建议：关注第二波行情窗口	11
6、风险提示	12

图表目录

图 1：本次厄尔尼诺达超强概率高，历史超强厄尔尼诺时期 1982、1997、2015 年.....	3
图 2：从节奏上看，本轮厄尔尼诺强度或强于历史所有超强厄尔尼诺时期.....	3
图 3：A 股历史上可观察的厄尔尼诺时期分别是 2009、2015、2023 年，均对行情产生影响	3
图 4：2009 年厄尔尼诺行情，天然橡胶、棉花、白糖期货涨幅较高，涨势和高点出现在衰退期后，涨价影响滞后出现	4
图 5：2009 年厄尔尼诺行情，上升期二级行业中橡胶、白色家电超额收益率较高，峰值阶段饲料、养殖业、渔业超额收 益率较高，衰退期多数行业下跌	4
图 6：2015 年厄尔尼诺行情，白糖、天然橡胶、棕榈油期货涨幅较高，涨势和高点出现在衰退期，涨价影响滞后出现	5
图 7：2015-2016 年厄尔尼诺行情，上升期二级行业中农产品加工、电力超额收益率较高，峰值阶段多数行业回调，衰 退期饮料乳品、橡胶超额收益率较高	5
图 8：2023 年厄尔尼诺行情，天然橡胶、棕榈油期货涨幅较高，涨势和高点出现在衰退期，涨价影响滞后出现	5
图 9：2023 年厄尔尼诺行情，上升期多数行业超额收益率普遍不高，峰值阶段煤炭开采、白色家电超额收益率较高，衰 退期电力收益率较高	5
图 10：厄尔尼诺影响的细分行业及商品期货如下.....	6
图 11：2026 年厄尔尼诺行情，棉花、天然橡胶表现较好.....	7
图 12：本轮行情中，上升期内养殖业等跑出超额.....	7
图 13：截至 2026 年 8 月数据，印度尼西亚棕榈油的生长环境处于中等干旱程度，尚未触及严重干旱级别	8
图 14：截至 2026 年 8 月数据，马来西亚棕榈油的生长环境处于中等干旱程度，尚未触及严重干旱级别	9
图 15：截至 2026 年 8 月数据，泰国天然橡胶的生长环境暂未触及干旱程度.....	9
图 16：截至 2026 年 8 月数据，印度尼西亚天然橡胶的生长环境处于中等干旱程度，尚未触及严重干旱级别	9
图 17：截至 2026 年 8 月数据，越南天然橡胶的生长环境暂未触及干旱程度	10
图 18：秋季开始的厄尔尼诺气候往往影响来年的来水量，2009、2023 年厄尔尼诺增加了下一年三峡水电站的入库流量	10

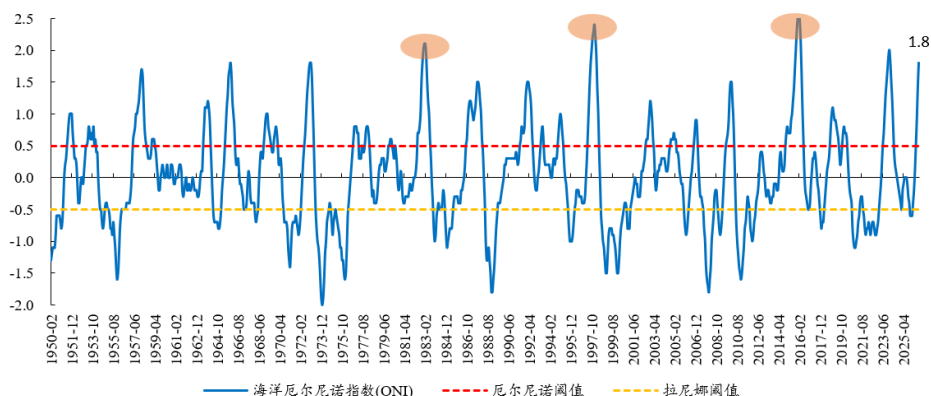
1、气候强度超预期，但市场已充分兑现

2026 年 7 月至今，受厄尔尼诺事件刺激，A 股出现“厄尔尼诺”主题炒作，但于近期出现调整。站在当前视角，本轮厄尔尼诺行情已经历完了一轮上涨和调整，目前处于怎样的阶段，后续是否还有更大的行情？

厄尔尼诺气候指赤道太平洋中部和东部海域海表温度持续异常偏暖的现象。每轮完整的厄尔尼诺周期，本质上是特定海域温度的上升、突破阈值和下降的过程。按照阶段区分，厄尔尼诺现象可分为上升期、峰值阶段、衰退期；一般情况下峰值阶段海温异常达到顶峰，通常出现在 11 月至次年 1 月，峰值阶段并伴随极端天气。现阶段，本轮厄尔尼诺事件仍处在上升期，距离峰值阶段仍有一定距离，真空期阶段缺少催化。

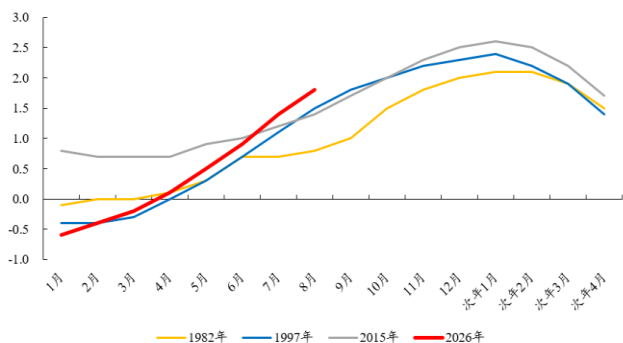
本轮厄尔尼诺的强度超出市场预期，但市场或已充分兑现。一般用海洋厄尔尼诺指数（ONI）来跟踪特定海域的温度变化。按强度（峰值阶段温度）区分，可分成弱、中等、强、超强四个级别；截至 8 月数据，ONI 达 1.8°C ，按照目前的提升速度，本轮峰值阶段大概率突破 2°C 甚至更高，大概率出现超强厄尔尼诺事件。我们认为，市场已充分定价本轮厄尔尼诺的强度。历史上已记录的超强厄尔尼诺时期分别是 1982、1997、2015 年。

图1：本次厄尔尼诺达超强概率高，历史超强厄尔尼诺时期 1982、1997、2015 年



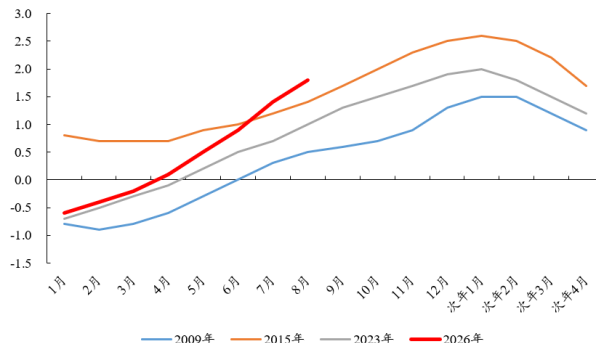
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：单位为摄氏度。

图2：从节奏上看，本轮厄尔尼诺强度或强于历史所有超强厄尔尼诺时期



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：单位为摄氏度。

图3：A 股历史上可观察的厄尔尼诺时期分别是 2009、2015、2023 年，均对行情产生影响



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：单位为摄氏度。

2、历史复盘：三轮厄尔尼诺行情的演绎与规律

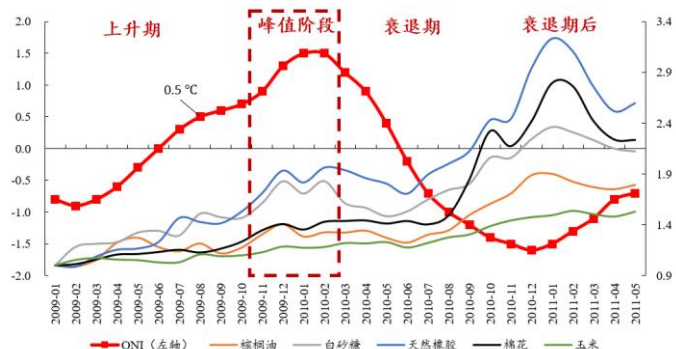
A股历史上可观察的厄尔尼诺时期分别是2009、2015、2023年，均对市场行情产生较大影响，其中2009、2023年是强厄尔尼诺，2015年是超强厄尔尼诺。

(1) 2009.08-2010.04：强度一般，但需求端刺激下，行情完美演绎

在A股历史上三次厄尔尼诺行情中，2009-2010年的市场节奏最为清晰，完整演绎了“主题炒作—业绩释放—消费接力”的行情。该轮行情超额收益率居三轮行情之首，商品期货价格的主升浪发生在衰退期和衰退期后的拉尼娜。

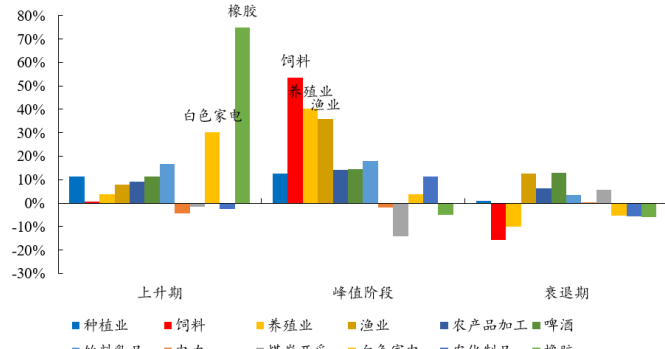
该轮厄尔尼诺行情始于2009年8月，2010年1月达峰，峰值温度1.5℃，属于强厄尔尼诺气候。期间东南亚主产区先后经历2009年厄尔尼诺的干旱、2010年拉尼娜的洪涝，农产品的供给收缩逻辑充分体现；同时，国内“四万亿”刺激需求端，叠加全球复苏、流动性宽松，该轮厄尔尼诺行情被大幅放大。

图4：2009年厄尔尼诺行情，天然橡胶、棉花、白糖期货涨幅较高，涨势和高点出现在衰退期后，涨价影响滞后出现



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：左轴单位为摄氏度，右轴是净值化后的大宗商品活跃期货收盘价。

图5：2009年厄尔尼诺行情，上升期二级行业中橡胶、白色家电超额收益率较高，峰值阶段饲料、养殖业、渔业超额收益率较高，衰退期多数行业下跌



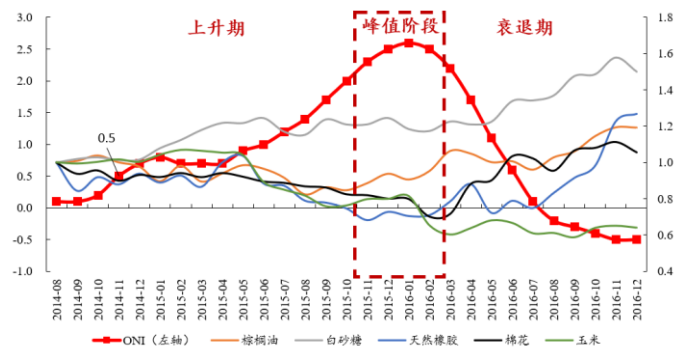
资料来源：Wind、开源证券研究所 注：上升期为2009.08-2009.10，峰值阶段为2009.11-2010.02，衰退期为2010.03-2010.04。

(2) 2014.11-2016.12：厄尔尼诺持续时间最长，股票行情收益被摊薄且分化

A股历史上三次厄尔尼诺行情中，2015-2016年的气候持续时间最长，长达两年，超长的气候窗口让股票行情的收益被摊薄，并且分化显著。虽然本轮厄尔尼诺强度最高，但该轮商品期货涨幅相对较低，商品价格主升浪启动于衰退期。

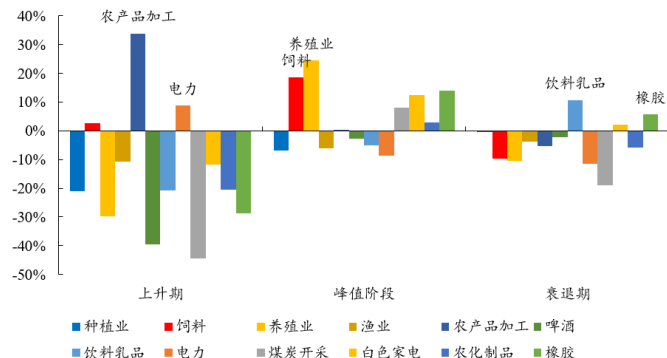
该轮厄尔尼诺行情始于2014年11月，2016年1月达峰，上升期时长超过1年，峰值温度2.6℃，属于超强厄尔尼诺气候，强度高于2009年。期间，东南亚干旱、热浪、火灾和咸潮更极端，但当时需求偏弱、库存高，导致行情高度有限。因此，厄尔尼诺事件的强度并不完全决定厄尔尼诺行情的强度。

图6：2015 年厄尔尼诺行情，白糖、天然橡胶、棕榈油期货涨幅较高，涨势和高点出现在衰退期，涨价影响滞后出现



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：左轴单位为摄氏度，右轴是净值化后的大宗商品活跃期货收盘价。

图7：2015-2016 年厄尔尼诺行情，上升期二级行业中农产品加工、电力超额收益率较高，峰值阶段多数行业回调，衰退期饮料乳品、橡胶超额收益率较高



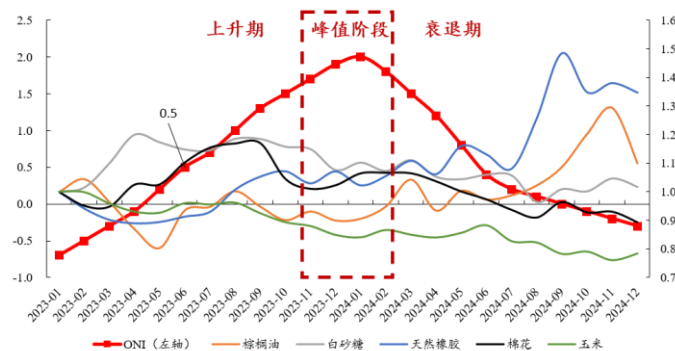
资料来源：Wind、开源证券研究所 注：上升期为 2014.11-2015.10，峰值阶段为 2015.11-2016.02，衰退期为 2016.03-2016.06。

（3）2023.06-2024.06：影响较弱，国内北方高温下股票行情转移至高温消费

A 股历史上第三次厄尔尼诺行情，气候持续时间适中，其对地区气候影响相对较弱，农业相关板块表现平淡，北方高温下，导致股票行情聚焦于高温消费需求。该轮厄尔尼诺强度中等，影响小于 2015 年，因此商品期货涨幅相对较低。

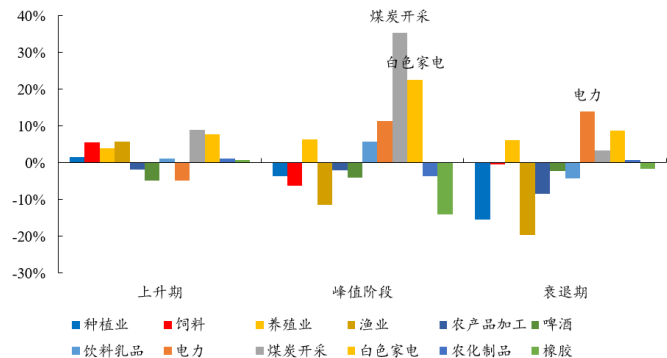
该轮厄尔尼诺行情始于 2023 年 6 月，2024 年 1 月达峰，峰值温度 2.0°C，其对地区气候的影响程度相对较弱；然而北方高温，导致股票行情收益聚焦于空调、煤炭和电力等高温消费，而非以农业为代表的供给收缩链条。

图8：2023 年厄尔尼诺行情，天然橡胶、棕榈油期货涨幅较高，涨势和高点出现在衰退期，涨价影响滞后出现



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：左轴单位为摄氏度，右轴是净值化后的大宗商品活跃期货收盘价。

图9：2023 年厄尔尼诺行情，上升期多数行业超额收益率普遍不高，峰值阶段煤炭开采、白色家电超额收益率较高，衰退期电力收益率较高



资料来源：Wind、开源证券研究所 注：上升期为 2023.06-2023.10，峰值阶段为 2023.11-2024.02，衰退期为 2024.03-2024.06。

(4) 规律总结：行情共性

总结以上三轮厄尔尼诺行情，可得到以下规律：

①真正决定厄尔尼诺行情的强弱及领涨细分方向，是厄尔尼诺气候对地区气候的冲击程度以及需求端变化；

②厄尔尼诺行情包括股票行情和商品期货行情：股票行情一般发生在上升期和峰值阶段；商品期货的强势行情及高点一般发生在衰退期及衰退期后的拉尼娜，涨价影响滞后出现；

③一旦厄尔尼诺事件的持续时间较长，市场记忆有限，行情易分化，收益也将被摊薄。

(5) 厄尔尼诺影响的细分行业及商品期货

总结以上三轮厄尔尼诺行情，厄尔尼诺事件对行情的影响可分为股票和商品期货；其中，厄尔尼诺对股票行情的影响链条包括，供给收缩链条（以农业为主，包括橡胶、饲料、养殖业、农产品加工等）、能源链条（水力发电、煤炭、电力等）、需求链条（白色家电、饮料乳品等）；受影响的商品期货包括棕榈油、白糖、天然橡胶、玉米等。

图10：厄尔尼诺影响的细分行业及商品期货如下

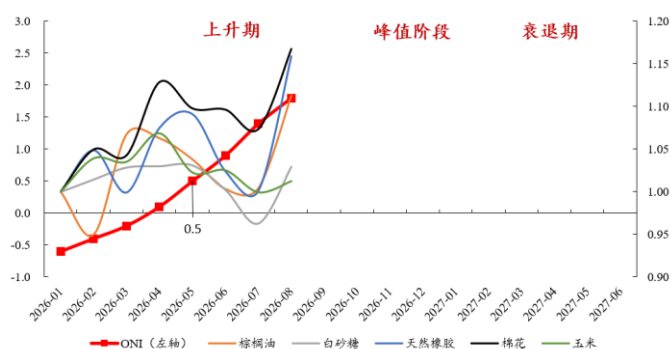
影响品种	细分品类	细分行业/商品	影响逻辑
股票	农产品链	种植业	干旱/洪涝/水温异常影响产量，糖、橡胶、棕榈油、棉花、水稻、玉米等是典型品种
		养殖业、农产品加工、饲料	农产品涨价传导至饲料和食品成本
	能源链	火力电力、煤炭开采	高温增加用电需求，暖冬减少取暖用气、用煤
		水力发电	南方来水变化影响水电
	消费链	白色家电、小家电	高温利好空调、除湿机、风扇
		啤酒、饮料乳品	高温利好啤酒、饮料等冷饮消费
期货	化工链	农化制品、橡胶、轮胎	农药化肥需求、橡胶供给、化纤原料价格受天气影响
	油脂	棕榈油	主产区位于厄尔尼诺所致的干旱核心区域
	化工	天然橡胶	干旱+树龄约束
	软商品	白糖	南北气候对冲，供需或平衡

资料来源：开源证券研究所

3、本轮演进：第一阶段交易充分，博弈转向“传导预期差”

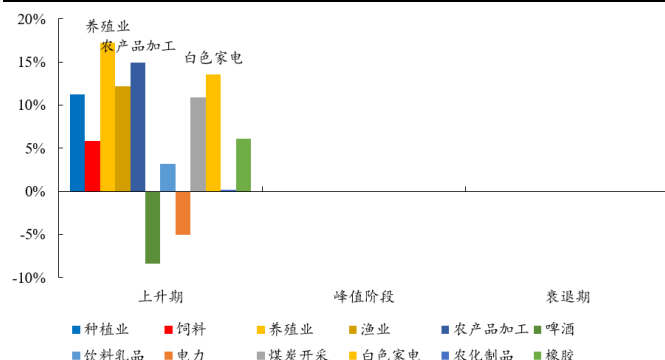
本轮厄尔尼诺周期仍处在上升期内，距离峰值阶段的11月到次年2月还有一段距离。本轮上升期内，在市场再平衡行情的刺激下，多数细分行业均跑出超额，其中养殖业、农产品加工、白色家电录得较高超额收益率；对比历史，本轮上升期内主题炒作的高度已相对充分，基本兑现目前市场对于厄尔尼诺的预期——“本轮厄尔尼诺强度超预期，达超强级别”。

图11：2026年厄尔尼诺行情，棉花、天然橡胶表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：左轴单位为摄氏度，右轴是净值化后的大宗商品活跃期货收盘价。

图12：本轮行情中，上升期内养殖业等跑出超额



资料来源：Wind、开源证券研究所 注：上升期为2026.06-2026.09.15。

市场再平衡动力下，本轮厄尔尼诺上升期内的炒作行情或已相对充分，第一阶段或告一段落；参考历史三轮厄尔尼诺行情，峰值阶段存在第二次厄尔尼诺行情的可能，其背后的动力来自于预期差。

按逻辑推衍，市场对于厄尔尼诺的预期将顺着“事件本身→传导路径→中国相应”依次展开。事件本身的预期差主要包含市场对强度的博弈，目前市场已充分定价“超强”。传导路径层面的预期差聚焦厄尔尼诺事件对地区气候的影响，尤其粮食主产区气候，包括干旱、高温、降雨、洪涝等天气，考虑到厄尔尼诺气候对天气影响的高度不确定性，传导路径层面依然存在较多的预期差，有正有负，包括极端天气的概率和频率、粮食增减产幅度、粮食价格变化斜率等；除了受供给扰动的农产品外，国内能源链条也是传导方向之一。中国相应层面，主要特指间接影响，例如2023-2024年，高温天气下对国内啤酒、饮料乳品、空调等需求端提振。

峰值阶段11月到明年2月，传导预期差下关注厄尔尼诺的第二波行情窗口。后逻辑是该时段正值南半球夏季，是南半球粮食收获的关键窗口，但考虑到中国主粮自给率高、库存充足，影响主要集中在进口依赖度高的方向，细分行业上关注养殖业、饲料、农产品加工，农产品上左侧布局棕榈油、橡胶、白糖、棉花等机会。

4、跟踪体系：以精准的传导指标跟踪对抗气候的不确定

回归事件本质，气候天然存在较大的不确定，气候影响的传导链条较长，不确定性进一步放大。博弈气候发展的预期差需要更细致的数据跟踪体系，包括降雨量、温度等。

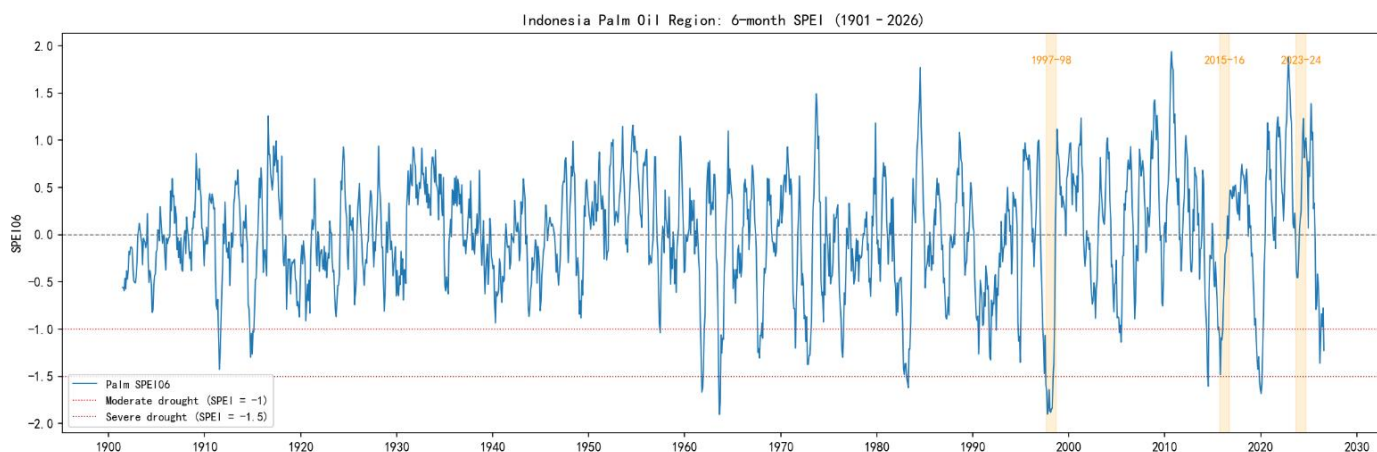
（1）跟踪对农产品的传导效果：主产区加权 SPEI

厄尔尼诺对农产品供给的影响，不是“海温升高→直接减产”，而是一条多级传导链，“厄尔尼诺现象→主产区天气→作物关键期→单产/面积/品质→库存/需求/政策→有效供给与价格”。

SPEI 是一种基于降水减潜在蒸散的多尺度标准化干旱指数，负值代表干旱，正值代表湿润。SPEI 比单纯降雨量更适合农业，因为它同时考虑降雨亏缺及温度升高导致的蒸散增强等一系列因素；它比 SPI 更能反映变暖对干旱的影响，是当前气候变化研究中广泛使用的干旱指标。

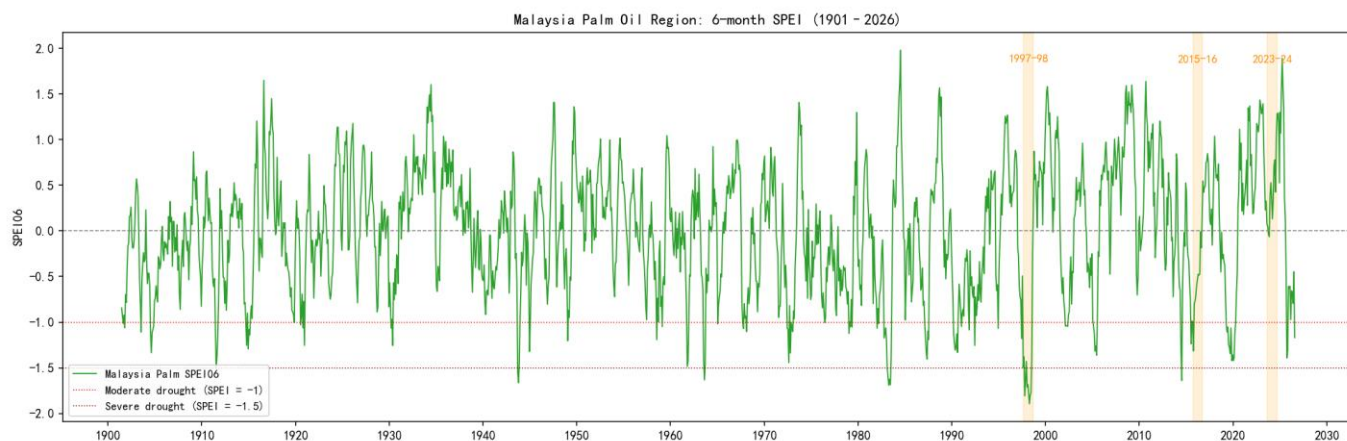
通过裁剪粮食主产区等方法，可计算出主产区加权 SPEI 值，直接衡量农作物在某主产国生长环境的干旱程度。以棕榈油为例，印度尼西亚是棕榈油的主产国，几大核心主产地分布在印度尼西亚多个岛屿上。通过主产区等方法，可实时跟踪印度尼西亚棕榈树生长环境的干旱程度。

图13：截至 2026 年 8 月数据，印度尼西亚棕榈油的生长环境处于中等干旱程度，尚未触及严重干旱级别



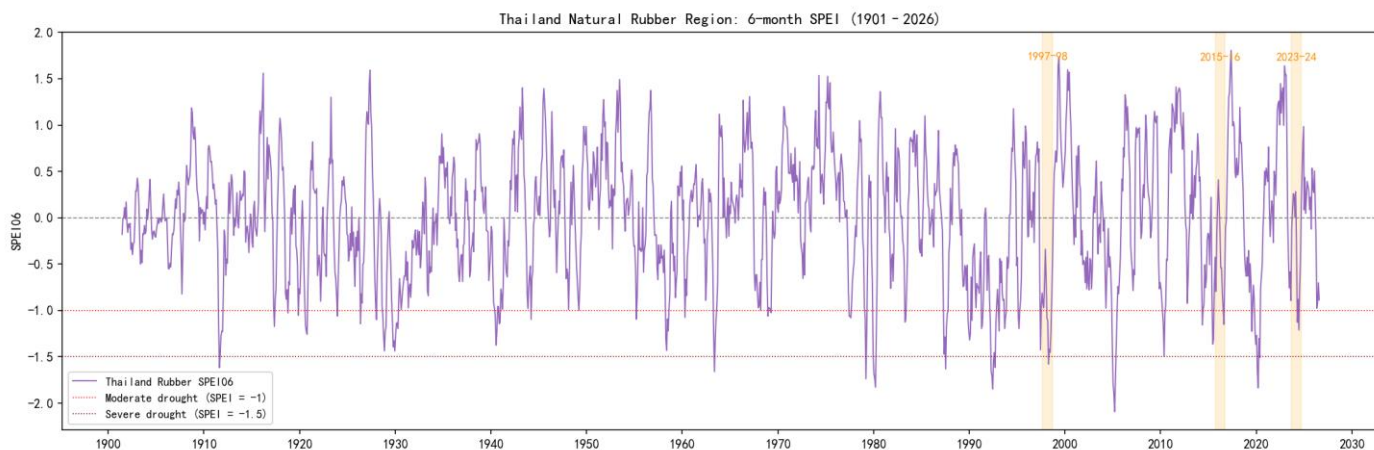
数据来源：Global Drought Observatory、MAPSPAM、SPEIbase、开源证券研究所

图14：截至 2026 年 8 月数据，马来西亚棕榈油的生长环境处于中等干旱程度，尚未触及严重干旱级别



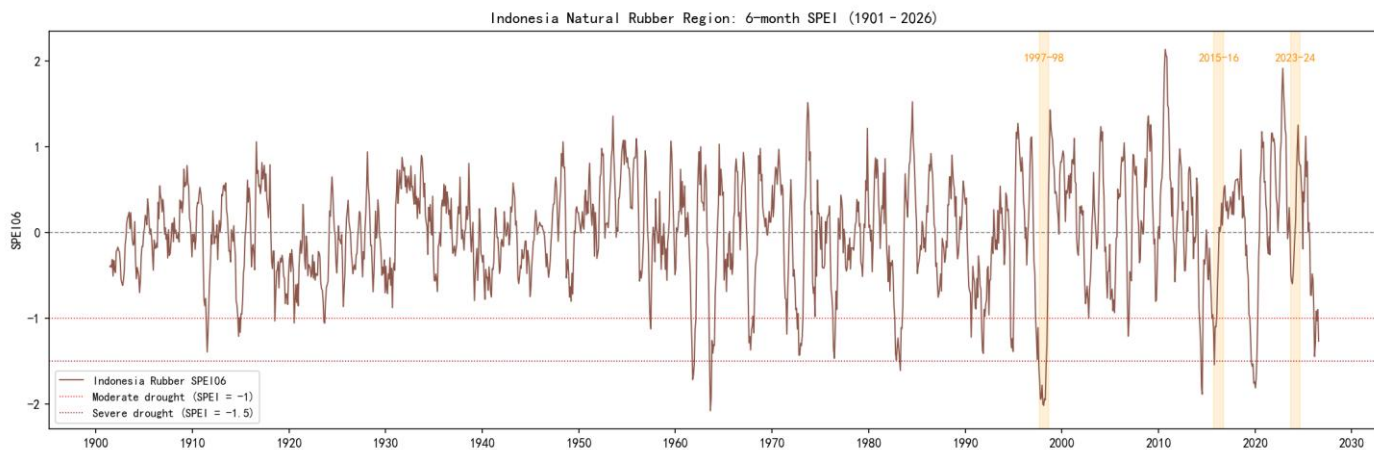
数据来源：Global Drought Observatory、MAPSPAM、SPEIbase、开源证券研究所

图15：截至 2026 年 8 月数据，泰国天然橡胶的生长环境暂未触及干旱程度



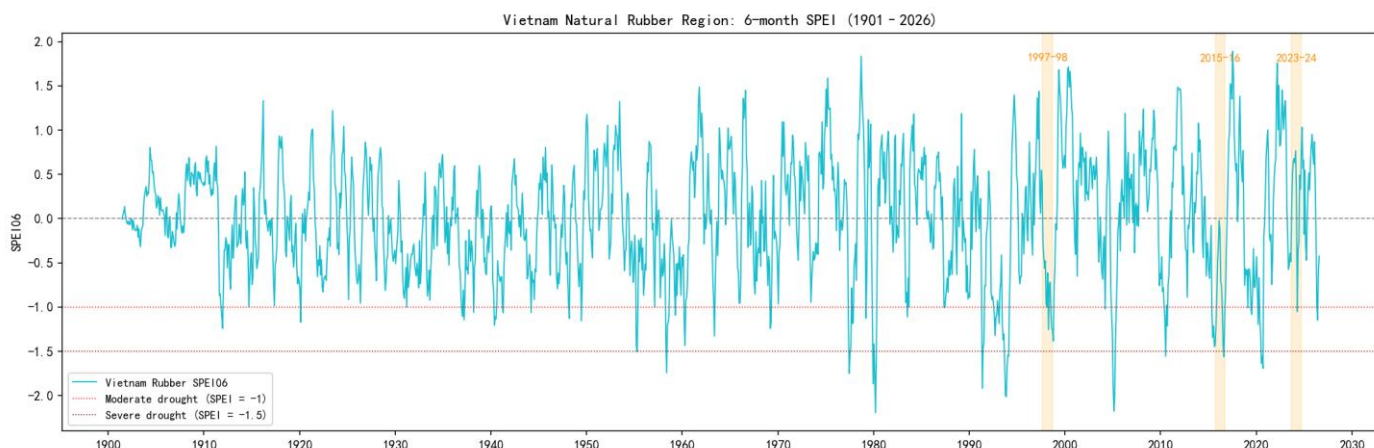
数据来源：Global Drought Observatory、MAPSPAM、SPEIbase、开源证券研究所

图16：截至 2026 年 8 月数据，印度尼西亚天然橡胶的生长环境处于中等干旱程度，尚未触及严重干旱级别



数据来源：Global Drought Observatory、MAPSPAM、SPEIbase、开源证券研究所

图17：截至 2026 年 8 月数据，越南天然橡胶的生长环境暂未触及干旱程度



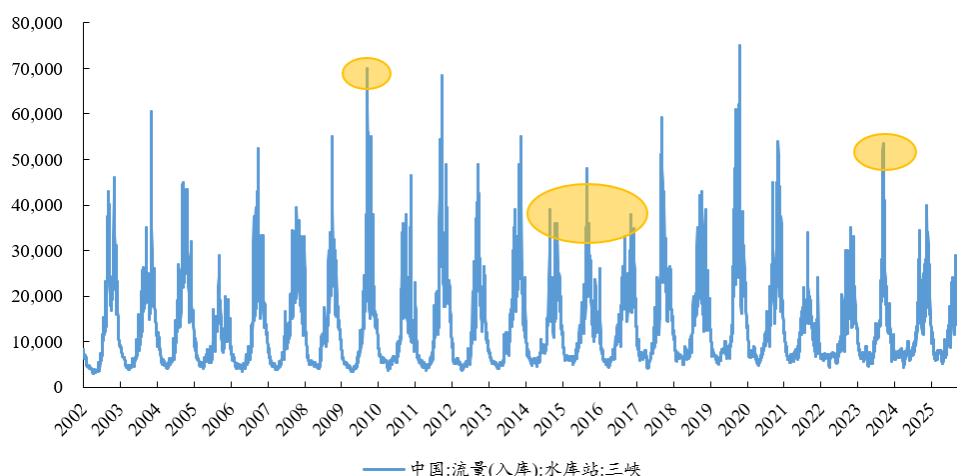
数据来源：Global Drought Observatory、MAPSPAM、SPEIbase、开源证券研究所

（2）跟踪对水电的传导效果：水电站入库流量

厄尔尼诺对水力发电的影响，也是一条多级传导链，“厄尔尼诺现象→区域天气→流域降雨/气温/蒸发/融雪→产流和汇流→水库入库→发电量”，厄尔尼诺气候改变季风和水汽输送，进而改变汛期降水，最终决定入库径流和发电量。

秋季开始的厄尔尼诺气候往往影响来年的来水量，但对国内水电行业的影响或整体偏中性。2026 年汛期已过，本轮厄尔尼诺实际影响的是 2027 年汛期及水电站来水量。厄尔尼诺对国内水电行业的影响不能简单总结为积极或消极，它更像一个“结构性、分区域、分季节”的影响因素。若以中国水电主力西南水电来衡量，例如金沙江的白鹤滩、乌东德水电站等，厄尔尼诺气候导致西南偏枯，影响偏消极；但对长江中下游部分水电资产，可能偏积极或中性，包括三峡、葛洲坝等。

图18：秋季开始的厄尔尼诺气候往往影响来年的来水量，2009、2023 年厄尔尼诺增加了下一年三峡水电站的入库流量



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、投资建议：关注第二波行情窗口

复盘过去三轮厄尔尼诺行情，存在以下规律：

①真正决定厄尔尼诺行情的强弱及领涨细分方向，是厄尔尼诺气候对地区气候的冲击程度以及需求端变化；

②厄尔尼诺事件存在三个阶段：上升期、峰值阶段、衰退期，股票行情更多发生在上升期和峰值阶段，商品期货行情一般发生在衰退期及之后的拉尼娜；

③厄尔尼诺对股票行情的影响链条包括，供给收缩链条（以农业为主，包括橡胶、饲料、养殖业、农产品加工等）、能源链条（水力发电、煤炭开采、电力）、需求链条（白色家电、饮料乳品等）；影响的商品期货主要集中于农产品，包括棕榈油、白糖、天然橡胶、玉米等。

本轮厄尔尼诺事件仍处在上升期内，距离峰值阶段还有距离，峰值阶段存在第二轮行情的可能，前提是看到预期差。对比历史，本轮上升期内的主题炒作已相对充分，兑现目前市场对于强度的预期。参考前三轮厄尔尼诺行情，峰值阶段存在第二次厄尔尼诺行情的可能，其背后的动力来自于预期差。

峰值阶段 11 月到明年 2 月，关注厄尔尼诺的第二波行情窗口。背后逻辑是该时段正值南半球夏季，是南半球粮食收获的关键窗口，但考虑到中国主粮自给率高、库存充足，影响主要集中在进口依赖度高的品种，细分行业上关注养殖业、饲料、农产品加工，农产品上左侧布局棕榈油、橡胶、白糖、棉花等机会。

6、风险提示

厄尔尼诺气候发生变化的风险；

厄尔尼诺气候影响下传导路径发生变化的风险；

历史复盘规律并不适用于当下的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn