

良性调整期时间和空间如何预期？

报告日期：2025-10-19

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

● 中美经贸摩擦与宏观经济边际走弱推升政策预期，四中全会召开在即，即将公布“十五五”规划方向，内外部因素存在明显边际变化的可能性，预计短期内市仍面临较大扰动。配置上，短期内仍将延续“高切低”轮动，可关注金融、公用事业、钢铁、石化、餐饮、家电等潜在方向。月底前后市场有望重新回归成长，因此当下亦是成长主线布局时机，AI 产业趋势和景气硬支撑领域是最佳方向。

● 市场观点：内外部因素有明显变化可能性

市场热点 1：如何看待即将公布的三季度数据和后续政策预期？

结合已公布的 9 月宏观经济数据看，三季度经济边际放缓态势延续。其中，出口维持韧性，金融数据与通胀数据虽有结构性改善，但隐含的内生修复动能不强，预计三季度 GDP 增速在 4.8% 附近。考虑到近期中美经贸摩擦走向等外部形势挑战增多，市场对后续政策预期有所抬升。

市场热点 2：如何看待即将召开的四中全会？

下周即将召开四中全会对“十五五”规划编制明确战略方向。结合已公布信息，“十五五”规划预计对经济总量增速、构建国内大循环、科技自立自强有明确诉求并明确战略部署，产业政策预计围绕新质生产力发力。因而，预计四中全会明确对未来 5 年经济与产业部署方向，有望对市场风险偏好形成一定提振，重点关注新质生产力方向。

● 行业配置：短期继续高切低，中期亦是成长布局良机

配置热点：成长产业景气周期行情中，第一次良性调整期时间和空间如何？

当前成长风格正处于产业景气周期行情第一阶段向第二阶段过渡的良性调整期，良性调整时间和空间仍需一定幅度，预计本月底或下月初有望出现结束契机，当前可逐步布局成长产业主线。以史为鉴，第一次良性调整期，成长风格调整 1-2 个月、调整幅度 15-20%，上证指数调整 1 个月内、调整幅度 10-25%，强势主线调整 0.5-1 个月、跌幅在 10-20%。本轮良性调整期至今，成长风格调整 8 天、幅度 9.1%，上证指数调整 8 天、幅度 2.4%，强势主线调整 22 天、幅度 10.4%。良性调整期总体进程或已过半，考虑到月底三季报披露完毕，预计成长风格业绩仍然具备业绩相对优势，有望成为本次良性调整结束的契机。

● 风险提示

良性调整期时间和空间超预期；科技板块业绩不及预期；中美贸易摩擦超预期；经济基本面下行速度超预期；美国经济衰退等。

相关报告

1. 策略季报《短期“高切低”、中长期坚定成长科技》2025-10-12
2. 策略周报《节后续写中国红》2025-10-08
3. 策略月报《百炼金精，越辩愈明——2025 年 10 月 A 股市场研判及配置机会》2025-09-28
4. 策略周报《行业轮动后的市场结构将如何变化？》2025-09-21

正文目录

1 市场观点：内外部因素有明显变化可能性	3
1.1 市场热点 1：如何看待即将公布的三季度数据和后续政策预期?	3
1.2 市场热点 2：如何看待即将召开的四中全会?	6
2 行业配置：短期继续高切低，中期亦是成长布局良机	6
2.1 配置热点：成长产业景气周期行情中，第一次良性调整期时间和空间如何?	7
2.2 短期继续高切低，中期亦是成长布局良机	9
风险提示:	10

图表目录

图表 1 9 月生活用品和交通通讯项略有改善	4
图表 2 猪肉价格继续下行，与基数基本同步	4
图表 3 9 月信贷并未出现明显的季末冲量	5
图表 4 M1-M2 剪刀差继续收窄	5
图表 5 去年 9 月出口低基数是本月高增的主要原因	6
图表 6 商品维度，出口增量主要来自于集成电路、船舶和汽车	6
图表 7 成长产业景气周期行情均经历三阶段驱动	7
图表 8 成长良性调整的条件是存在两种以上的压制因素	8
图表 9 良性调整期期间市场、成长风格及强势行业的表现	9

1 市场观点：内外部因素有明显变化可能性

1.1 市场热点 1：如何看待即将公布的三季度数据和后续政策预期？

我们的观点：结合已公布的 9 月宏观经济数据看，三季度经济边际放缓态势延续。其中，出口维持韧性，金融数据与通胀数据虽有结构性改善，但隐含的内生修复动能不强，预计三季度 GDP 增速在 4.8% 附近。考虑到近期中美经贸摩擦走向等外部形势挑战增多，市场对后续政策预期有所抬升。

三季度 GDP 延续放缓，近期中美经贸摩擦走向等外部形势挑战增多，市场对后续政策预期有所抬升。已公布的 9 月宏观经济数据看，三季度经济边际放缓态势延续，GDP 增速大致在 4.8% 附近。美国根据对中国海事、物流及造船业 301 调查措施，自 10 月 14 日起对中国船舶加收港口服务费。针对中方稀土出口管制，10 月 10 日美国总统特朗普宣布，计划取消两国元首在 APEC 上的会晤，考虑在现有基础上对华进口商品加征 100% 关税。同时，美方持续鼓动其他经济体对华进口商品加征关税和其他歧视性举措“换取”美方在关税税率“优惠”。例如，荷兰政府于 2025 年 9 月 30 日以国家安全为由，对闻泰科技旗下安世半导体实施全球运营冻结。面对美方挑衅，中方坚决反对、积极应对。主要包括：我国交通运输部表示，自 10 月 14 日起对美国船舶收取船舶特别港务费；10 月 9 日，商务部宣布对境外相关稀土物项和稀土相关技术实施出口管制，并将反无人机技术公司等 14 家外国实体列入不可靠实体清单；商务部会同海关总署连发 4 则公告，宣布对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制；10 月 10 日，国家市场监管总局公告指出，全球芯片巨头高通因收购半导体设计公司 Autotalks 未依法申报经营者集中，高通涉嫌违反《反垄断法》被立案调查。目前来看，在稀土出口管制、农产品采购等方面，我国举措实现了对美方具有较强针对性的“精准反击”，在中美交锋中更加占据主动，对于美方放开稀土出口管制换取关税展期的要求，中方表示坚定立场。

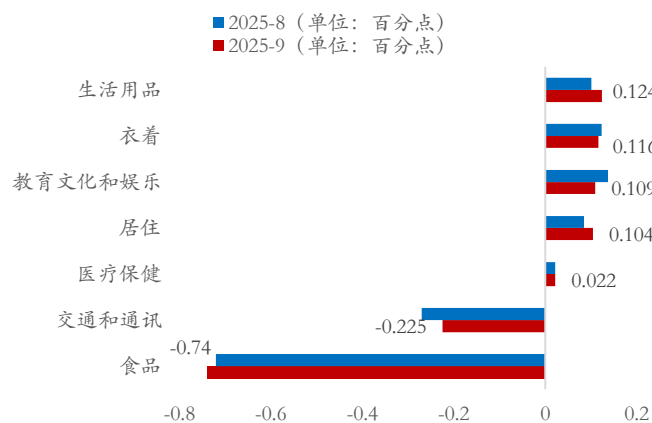
考虑到近期中美经贸摩擦走向等外部形势挑战增多，市场对后续政策预期有所抬升。例如，10 月 17 日，财政部表示，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，结合当前财政经济运行情况，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。与去年相比，此次安排结存限额有两方面特点：一是力度有增加，总规模较上年增加 1000 亿元。二是范围有拓展，除用于补充地方政府综合财力、支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，精准支持扩大有效投资，更好发挥经济大省挑大梁作用。

价格延续改善信号，但主要来自外部干预，内生需求动力依然不足。9月CPI同比-0.3%，略好于前值-0.4%，PPI同比-2.3%，较前值-2.9%降幅收窄0.6个百分点。

①CPI 低位企稳。CPI 环比有所回升，由上月持平转为上涨0.1%。核心CPI同比为0.1%，自5月份以来连续改善，为近19个月以来涨幅首次回到1%。服务同比0.6%，与上月持平，消费品CPI降幅0.8%较上月有所收窄，扣除能源的工业消费品价格上涨1.8%，涨幅连续第5个月扩大。本月食品和能源继续拖累CPI，一方面，食品烟酒中的鲜肉、鲜菜同比分别为-17%和-13.7%，猪肉价格继续下降拖累较为明显，鲜菜价格同比降幅略有收窄；另一方面，燃料同比-6.0%、跌幅依然较大，但降幅较上月收窄1个百分点，OPEC+继续扩大增产拖累国际油价带动国内燃油价格下跌。

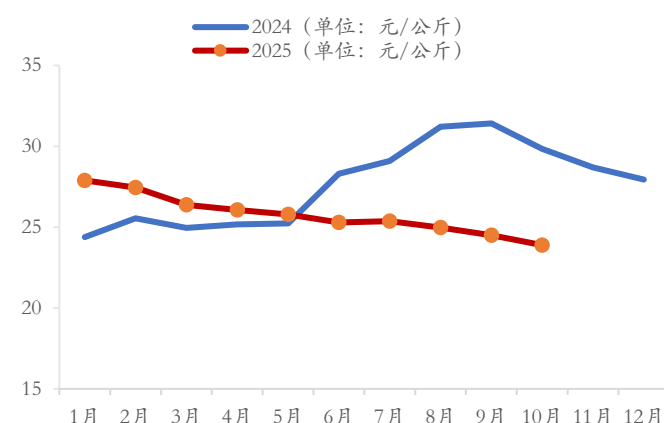
②PPI 受益于“反内卷”和国际有色金属价格上涨推动降幅收窄。国家统计局指出“部分行业产能治理成效显著，市场竞争秩序持续优化，价格同比降幅收窄”，具体表现为“煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、电池制造、非金属矿物制品业价格降幅比上月分别收窄8.3个、3.4个、3.0个、2.4个、0.5个和0.4个百分点，上述6个行业对PPI同比的下拉影响比上月减少约0.34个百分点”。展望后市，预计核心CPI温和回升与食品能源价格对冲下，CPI跌幅变化有限，“反内卷”推动价格企稳、基数逐步回落PPI降幅继续小幅收窄至2%左右。

图表1 9月生活用品和交通通讯项略有改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表2 猪肉价格继续下行，与基数基本同步



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 本月数据为截至报告发布日已公布数据平均值。

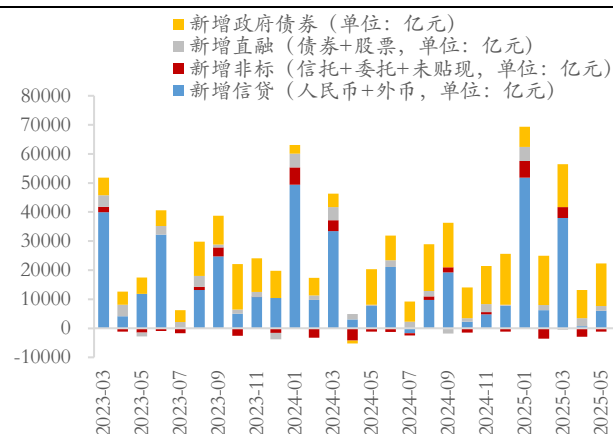
信贷内生修复缓慢，居民资产“再配置”延续。9月新增社融3.53万亿元，存量同比8.7%，较前值略有下降。

①实体信贷依旧偏弱。9月信贷增加1.6万亿元，同比少增3311亿元，三季度季末冲量效应弱于一季度和二季度，主要原因在于信贷政策依旧重视结构优化与息差稳定，银行冲量诉求不强，同时从宏观数据看对融资敏感的固定资产投资、地产销

售等领域8-9月继续走弱，拖累需求。具体表现为：企业中长贷增加9100亿元，同比小幅少增500亿元；政府债券融资增加1.2万亿元，同比少增3471亿元。同时，居民部门贷款3890亿元，同比少增1100亿元。

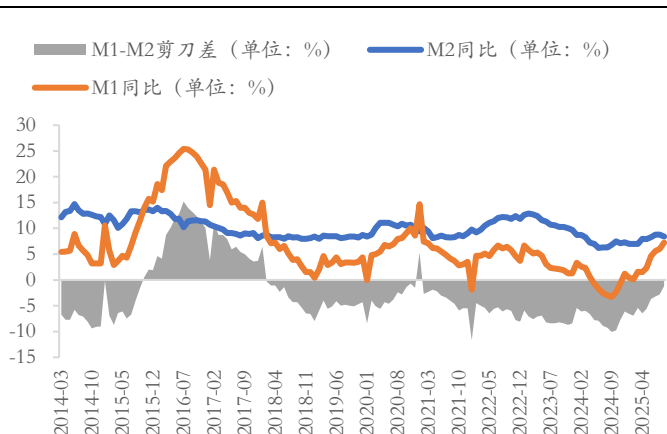
②居民部门资产再配置态势延续。一方面，M1同比增速为7.2%，较上月提升1.2个百分点。其中，股市上涨情况下，可能与居民持币观望寻找投资机会有关。M2同比增速为8.4%，较上月下降0.4个百分点，主要是非银存款同比大幅多减，可能是低利率环境下居民倾向于持币寻找新的投资机会，减少了货基、现金类理财等固收资管产品的配置，进而使得同业存款/存单的增量偏低，而去年股市大涨拉动基数。年内来看，政策新一轮发力概率较为有限，后续政府债对社融支撑力度下降，社融与M2增速恐继续回落，但居民部门“存款搬家”可能继续支撑市场微观流动性改善。

图表3 9月信贷并未出现明显的季末冲量



资料来源：Wind，华安证券研究所。

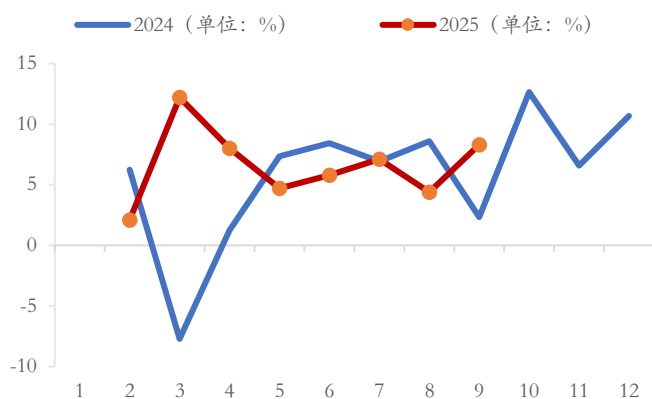
图表4 M1-M2剪刀差继续收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。

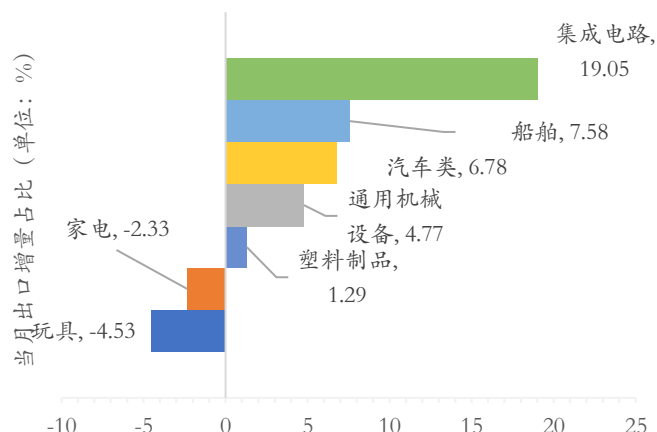
出口继续保持韧性，但压力可能逐步显现。9月出口同比为8.3%，较上月4.4%提高3.9个百分点；进口同比为7.4%，较上月1.2%增长6.2个百分点。9月外贸依然较市场预期表现更为强劲，主要源于：①去年同期增速仅2.3%基数偏低。如考虑两年平均增速7-9月分别为7.0%、6.5%、5.3%，延续增速放缓态势。②从国别角度看，非美国国家的出口对出口形成较强支撑，其中我国对东盟、欧盟出口增速分别为15.6%和14.2%，韩国（7.0%）、印度（14.4%）也保持较高增速。对美出口同比下降27%，但降幅较上月33.1%有所收窄。③从商品类别看，劳动密集型产品中仅纺织物同比正增长（6.4%），其余箱包（-12.33%）、鞋靴（-13.28%）、服装（-7.97%）降幅明显，出口增量主要来自于船舶（42.71%）、集成电路（32.7%）、通用设备（24.8%）、汽车及底盘（10.85%）等资本密集型商品。近期中美经贸摩擦有加剧迹象，临近11月中美关税展期到期，需密切关注谈判进展。如中美关税能继续展期，则出口有望延续韧性、增速随基数上行而有所放缓，否则可能在四季度面临更大冲击。

图表 5 去年 9 月出口低基数是本月高增的主要原因



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 6 商品维度，出口增量主要来自于集成电路、船舶和汽车



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

1.2 市场热点 2：如何看待即将召开的四中全会？

我们的观点：下周即将召开四中全会对“十五五”规划编制明确战略方向。结合已公布信息，“十五五”规划预计对经济总量增速、构建国内大循环、科技自立自强有明确诉求并明确战略部署，产业政策预计围绕新质生产力发力。因而，预计四中全会明确对未来 5 年经济与产业部署方向，有望对市场风险偏好形成一定提振，重点关注新质生产力方向。

四中全会对未来 5 年经济与产业部署，有望对市场风险偏好形成一定提振，重点关注新质生产力方向。按照此前部署，下周即将召开四中全会对“十五五”规划编制明确战略方向。结合已公布信息判断，“十五五”规划值得关注有以下几个方向：①按照 2035 年中长期远景规划确定的较 2020 年 GDP 翻倍的中长期目标，则 2026 年-2035 年年均 GDP 增速应保持在 4.39% 以上，对应“十五五”规划的经济增速目标不会低于 4.5%（或者为 5%）。②由于外部形势更加复杂，扩大消费有望在政策发力的重要性中明显抬升，构建国内大循环、科技自立自强有明确诉求。③产业政策预计围绕新质生产力发力。

2 行业配置：短期继续高切低，中期亦是成长布局良机

2.1 配置热点：成长产业景气周期行情中，第一次良性调整期时间和空间如何？

我们的观点：当前成长风格正处于产业景气周期行情第一阶段向第二阶段过渡的良性调整期，良性调整时间和空间仍需一定幅度，预计本月底或下月初有望出现结束契机，当前可逐步布局成长产业主线。以史为鉴，第一次良性调整期，成长风格调整 1-2 个月、调整幅度 15-20%，上证指数调整 1 个月内、调整幅度 10-25%，强势主线调整 0.5-1 个月、跌幅在 10-20%。本轮良性调整期至今，成长风格调整 8 天、幅度 9.1%，上证指数调整 8 天、幅度 2.4%，强势主线调整 22 天、幅度 10.4%。良性调整期总体进程或已过半，考虑到月底三季报披露完毕，预计成长风格业绩仍然具备业绩相对优势，有望成为本次良性调整结束的契机。

我们曾提出成长产业景气周期行情的三阶段以及三要素驱动的两个重要框架。

其中三阶段框架指的是，历史上已完整演绎的三轮成长产业景气周期行情均经历了“估值→业绩→估值”的三阶段驱动。通过比较各阶段指数涨跌幅与估值涨跌幅，可大致判断出驱动行情的主要因素是估值还是业绩。复盘发现，此前已经演绎完毕的三轮完整产业景气大周期，依次存在驱动力从估值转为业绩再转为估值的 3 个阶段性行情。这在一定程度上显示出市场对于成长风格的定价思维逻辑，即从最初全面憧憬、完全预期引导的估值行情，到后来业绩逐步兑现且落地消化估值的行情，再到最后风险偏好、情绪极致演绎的“泡沫式”拔估值行情。

图表 7 成长产业景气周期行情均经历三阶段驱动

产业周期	2008.11—2010.11			2012.12—2015.6			2019.8—2021.12		
三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段
阶段起止	2008.11-2009.4	2009.9-2010.4	2010.7-2010.11	2012.12-2013.5	2013.5-2014.2	2015.1-2015.6	2019.8-2020.8	2021.3-2021.8	2021.10-2021.12
驱动力	估值	业绩	估值	估值	业绩	估值	估值	业绩	估值
成长涨幅	112%	50%	63%	55%	23%	157%	74%	30%	13%
PE 涨幅	126%	10%	54%	51%	4%	120%	64%	-12%	5%

数据来源：Wind，华安证券研究所。注：详情参考报告《那些年我们追过的成长——十六年成长占优行情全复盘》20210809

而三因素驱动框架指的是，在成长产业景气趋势性行情中，当业绩、流动性、催化剂三个要素同时存在至少两个要素的压制时，就会迎来成长风格驱动力切换的良性调整期。从驱动三要素来看，当前业绩依旧对成长形成强支撑；流动性上，由于高

静态市盈率公司多数集中在成长板块，受制于券商集中调整相关公司两融折算率，微观流动性边际弱化；催化剂上，近期中美贸易摩擦出现阶段性升温，外部风险有所上升，且10月后科技相关催化热度有所降温，催化效力上出现一定压制。当前成长三要素中流动性、催化剂存在边际弱化。当前成长风格或已处于从估值驱动切换至业绩驱动，即第一阶段转向第二阶段的过渡期，在此期间成长风格会进入到良性调整状态。

图表 8 成长良性调整的条件是存在两种以上的压制因素

产业周期	2008.11—2010.11		2012.12—2015.6		2019.1—2021.12				当前
良性调整	第一次良性调整	第二次良性调整	第三次良性调整	第四次良性调整	第五次良性调整	第六次良性调整	第七次良性调整	第八次良性调整	
时间	2009.7-2009.8	2010.4-2010.7	2013.5-2013.6	2014.2-2014.4	2019.4-2019.6	2020.2-2020.4	2021.1-2021.3	2021.8-2021.10	2025.10
流动性	压制	压制	压制	压制	压制	支撑	压制	压制	压制
催化剂	支撑/中性	压制	支撑	压制	压制	压制	压制	压制	压制
业绩	压制	支撑	中性	支撑	压制	压制	支撑	中性	支撑
涨幅	-19%	-25%	-16%	-17%	-20%	-15%	-15%	-8%	

数据来源：Wind，华安证券研究所。注：详情参考报告《华安证券十六年成长良性调整行情全复盘：假如成长步入调整》20210914

复盘历史，当成长趋势性行情进入良性调整阶段时：①对于第一阶段至第二阶段的切换行情而言：成长风格指数调整时间为1-2个月，最大调整幅度在15%-20%左右；上证指数调整时间在1个月之内，但调整幅度波动较大，最大在10%-25%左右；强势主线的最大跌幅一般在10%-20%左右，调整时间在0.5-1个月左右。②对于第二阶段至第三阶段的切换行情而言，调整幅度规律相对较弱，但时长上，成长风格指数一般调整2-3个月左右，强势主线调整1.5-2.5个月左右，上证调整时间波动较大。

本月底或下月初有望迎来本次良性调整期结束的契机：一方面是因为，当前成长已处于第一阶段至第二阶段驱动的切换期，本轮成长风格调整幅度相较历史可比情形已过半，时长上还剩0.5-1个月左右的时间，强势主线已经历的调整时间及幅度均接近历史情形；二方面，三季报即将于本月底全部披露，在AI产业基建需求依旧呈高增趋势背景下，我们预计成长风格业绩仍将继续保持强势，月底也有成为驱动力由估值切换至业绩支撑的契机。

图表 9 良性调整期期间市场、成长风格及强势行业的表现

成长风格良性调整期间各指数最大跌幅						
中信成长指数						
行情	第一阶段至第二阶段			第二阶段至第三阶段		
	调整幅度 (%)	日期	持续时长 (自然日)	调整幅度 (%)	日期	持续时长 (自然日)
智能手机	-19.4	2009.8.6-2009.9.1	27	-28.5	2010.4.13-2010.7.5	84
互联网	-15.7	2013.5.28-2013.6.24	28	-17.2	2014.2.18-2014.4.28	70
新能源	-15.7	2021.1.25-2021.3.24	59	-8.5	2021.1.25-2021.3.24	69
AI产业 (本轮, 截至2025.10.17, 下同)	-9.1	2025.10.10-2025.10.17	8	//	//	//
上证指数						
行情	第一阶段至第二阶段			第二阶段至第三阶段		
	调整幅度 (%)	日期	持续时长 (自然日)	调整幅度 (%)	日期	持续时长 (自然日)
智能手机	-23.2	2009.8.5-2009.8.31	27	-25.3	2010.4.15-2010.7.5	82
互联网+	-16.1	2013.5.30-2013.6.27	29	-6.8	2014.2.20-2014.3.12	21
新能源	-9.2	2021.2.22-2021.3.10	17	-6.0	2021.9.14-2021.11.5	53
AI产业 (本轮)	-2.4	2025.10.10-2025.10.17	8	//	//	//
强势主线						
行情	第一阶段至第二阶段			第二阶段至第三阶段		
	调整幅度 (%)	日期	持续时长 (自然日)	调整幅度 (%)	日期	持续时长 (自然日)
智能手机 (电子)	-22.0	2009.8.6-2009.8.19	14	-24.1	2010.4.22-2010.7.5	75
互联网+ (计算机、传媒)	-11.3	2013.5.28-2013.6.24	28	-20.6	2014.2.10-2014.4.28	78
新能源 (电力设备)	-21.5	2021.2.18-2021.3.9	20	-9.6	2021.8.31-2021.10.12	43
AI产业 (本轮、通信)	-10.4	2025.9.26-2025.10.17	22	//	//	//

数据来源: Wind, 华安证券研究所。注: 强势主线为历次成长大行情中涨幅最好的成长风格行业

2.2 短期继续高切低，中期亦是成长布局良机

10月第3周市场剧烈波动、整体调整，交投情绪明显降温。结构表现上符合我们的判断，即前期强势主线持续调整，而“高切低”现象明显，如银行、煤炭、餐饮、交运等前期弱势领域迎来轮动和补涨。后市展望，当前成长风格正处良性调整期，在这期间通常市场和各风格普调，调整时间和空间仍需一定幅度，关注月底前后的调整结束契机。配置思路上，市场正在剧烈变化往往导致结构变化，前期强势行业短期将继续降温，关注两方面影响：一是强势行业降温，弱势板块有望继续“高切低”，潜在轮动方向可关注金融（银行、保险）、公用事业、钢铁、石化、餐饮、家电等，但高切低过程通常轮动快且持续性短，把握难度大。二是短期强势方向降温不代表冷却，反而提供更优布局良机，良性调整期过半意味着当下也是逐渐布局成长主线的时机。综合判断，短期市场整体震荡、高切低行业轮动，中长期市场上涨趋势延续、新一轮成长产业景气周期明确，短期轮动节奏难以精准把握，而中长期维度坚守正确方向更加重要。中长期维度可继续重视以下两条最重要主线：

中长期维度核心主线是新一轮成长产业景气周期确立，AI 算力基建核心地位明确、应用端承接扩散优势明显，具体可关注泛 TMT、算力（CPO/PCB/液冷/光纤）、应用（机器人/游戏/软件）、军工等。成长风格已具备持续业绩相对优势，新一轮成长产业景气周期行情兴起支撑明确。本轮产业周期以 AI 算力基建为代表，业绩已然

兑现且具惯性，因此算力板块是本轮最核心方向，符合机构景气趋势投资抱团偏好。AI 应用是最容易承接内部估值扩散的领域。作为创业板情绪表征以及众多潜在事件催化，军工也需重视。

第二条主线是景气硬支撑领域，主要包括电力设备（风电/储能/电池/电源设备）、有色金属（稀土永磁/贵金属）、机械设备（工程机械）等。其中电力设备受益风电出口高景气、海外储能需求高增、固态电池突破性进展以及数据中心建设对电源设备量质改善。有色金属中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守，中报业绩亮眼。黄金在于全球不确定性趋势性增加，美联储重启降息带动实际利率新一轮下行，价格新高不断。机械设备中工程机械在海外需求亮眼带动下新一轮景气周期回升，目前正处前期。

风险提示：

良性调整期时间和空间超预期；科技板块业绩不及预期；中美贸易摩擦超预期；经济基本面下行速度超预期；美国经济衰退等。

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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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。