

结构性轮动结束后，市场和配置将如何变化？

报告日期：2023-03-29

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

联系人：黄子崙

执业证书号：S0010121090007

电话：19117328906

邮箱：huangzy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 当前轮动速度快，但轮动强度不大，呈严重结构性特征

我们从两种角度来刻画行业轮动特征：①以行业涨跌排名为基础构建的轮动速度指标；②以行业相对收益为基础构建的轮动强度指标。当下轮动速度持续处于 95%分位数以上，但行业轮动强度水平较低，具体表现为极致的结构轮动行情。

目前正处在 2015 年以来轮动速度最快的阶段。自 2022 年 12 月底以来 A 股轮动速度指标快速走高，长期维持在 95%分位数以上。然而本次轮动强度和轮动速度反向变动，目前已经下探至 25-30%分位数。轮动速度快但轮动强度小，说明虽然现在行业收益排名频繁变换，但行业间的相对强弱逆转并不强烈。行业间形成了明显二八分化，领涨行业地位稳固，其余行业频繁轮动。

● 结构性轮动通常持续 3 个月，轮动结束后指数走势并不悲观

轮动速度快但轮动强度下降的特征组合都指向为期 3 个月震荡行情，本次或在 4 月中旬终结。2019 年 5-8 月和 2021 年 3-6 月的行业轮动存在轮动速度快但轮动强度小的特点，都持续约 3 个月。本次结构性行业轮动确立于 2023 年 1 月中旬，对应结束时点可能在 4 月中旬。

历史回顾显示轮动结束后的指数走势并不悲观。和本次轮动特征具备可比性的 2019 年 5-8 月及 2021 年 3-6 月，行业轮动结束后一个月分别上涨 7.65% 和 4.83%，随后进入震荡行情。由此看，行业轮动速度从 95%分位之上的绝对高位开始下行对 A 股整体的阶段性走势有一定指示意义，行业快速轮动的结束预示着对指数的月度走势可以更乐观一点。

● 结构性轮动结束后，会围绕轮动期优势行业扩散出新主线

结构性轮动结束后均出现了由轮动期间领涨行业扩散出的新主线：

①2019 年 5-8 月：轮动结束后交易“国产替代”的电子、计算机和“消费白马”的食品饮料、医药生物和家用电器。“国产替代”中电子和“消费白马”中食品饮料在轮动期就有较大的超额收益，轮动后以其为基础发生扩散。

②2021 年 3-6 月：轮动期聚焦美容护理和电力设备，轮动结束后交易“双碳”概念。本次轮动结束后在电力设备的基础上，又从能源双控下拉闸限电和旧能源占比减少过程中的供需错配出发，扩散至以钢铁、有色金属、基础化工为代表的上游周期品和煤炭。

在两次结构性轮动结束后都是明显的由轮动期间占优行业先行，后带动相关行业上涨。2019 年 5-8 月结构性轮动结束后“国产替代”主线中电子和计算机上涨节奏基本一致，“消费白马”主线呈梯次上涨，具体次序为食品饮料、医药生物和家用电器。2021 年 3-6 月结构性轮动后具体次序为电力设备、基础化工、有色金属、钢铁和煤炭。

电子有望成为本次 TMT 主线的扩散方向。由于 TMT 行业和其他行业的相似度较低，因此认为缺乏像 2019 年结构性轮动后从食品饮料向同属大消费概念下医药生物和家用电器扩散的基础，更应当从产业链上下游角度寻找扩散机会。电子行业中的半导体和光学光电是计算机设备和通信设备的直

接上游，在“数字中国”加强数字基础设施和 AI 商用落地增加算力的双重利好下有望迎来需求爆发。同时和目前估值已处于绝对高位的数据资源相关板块相比，半导体和光学光电子有明显的估值水平优势。

● **风险提示**

历史经验不能简单复现，国内经济复苏超预期，海外经济衰退超预期等。

正文目录

1 当前轮动速度快，但轮动强度不大，呈严重结构性特征	4
2 结构性轮动通常持续 3 个月，轮动结束后指数走势并不悲观	6
2.1 曾出现两次类似结构性轮动，均持续 3 个月	6
2.2 结构性轮动结束后指数走势不悲观	7
3 结构性轮动结束后，会围绕轮动期优势行业扩散出新主线	8
3.1 过去两次结构性轮动期间行业表现同样分化	8
3.2 结构性轮动结束后均围绕优势行业扩散出新主线	11
3.3 电子有望成为本次 TMT 主线的扩散方向	14
风险提示:	15

图表目录

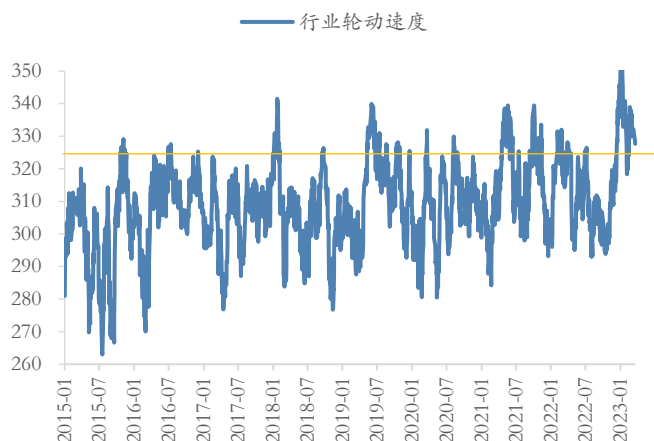
图表 1 当前行业轮动速度极快	4
图表 2 当前行业轮动强度不大	4
图表 3 年初至今行业间平均周收益率排名非常接近	5
图表 4 行业累计收益二八分化严重	5
图表 5 当前行业轮动特征和 2019 年 5-8 月与 2021 年 3-6 月类似	6
图表 10 2019 年 5-8 月轮动行情时指数震荡	7
图表 11 2021 年 3-6 月轮动行情时指数震荡	7
图表 6 2018 年初行业轮动结束后开始为期 1 月的反弹	7
图表 7 2019 年 5-8 月行业轮动结束后指数震荡上行	7
图表 8 2021 年两次行业轮动结束后指数均震荡上行	8
图表 9 2022 年 4 月行业轮动结束后 A 股开始反弹	8
图表 12 2019 年 5-8 月轮动行情中超额收益集中于农林牧渔等少数行业	9
图表 13 2021 年 3-6 月轮动行情中超额收益集中于美容护理及电力设备	9
图表 14 本次结构性行业轮动中领涨行业的累计超额收益不断扩大	10
图表 15 2019 年 5-8 月轮动行情中领涨行业之间频繁换位	10
图表 16 2021 年 3-6 月轮动行情中除美容护理外其余领涨行业缺乏持续性	11
图表 17 2019 年轮动期及轮动后行业超额收益	11
图表 18 2021 年轮动期及轮动后行业超额收益	12
图表 19 2019 年 5-8 月轮动后电子、计算机同步上涨	13
图表 20 2019 年 5-8 月轮动后消费白马依次上涨	13
图表 21 2021 年 3-6 月轮动后电力设备行情先于煤炭	14
图表 22 2021 年 3-6 月轮动后周期品上涨节奏相近	14
图表 23 2021 年 3-6 月轮动行情中除美容护理外其余领涨行业缺乏持续性	14
图表 24 数据资源相关板块 5 年估值分位数已处高位	15
图表 25 半导体、光学光电子 5 年估值分位数水平较低	15

1 当前轮动速度快，但轮动强度不大，呈严重结构性特征

自 2022 年底以来，A 股各行业轮动速度明显加快，疫后复苏、开工行情、数字中国等各类型行情轮番起舞。针对行业轮动的描述，我们采取了两种方式进行衡量：①以行业涨跌排名为基础构建的轮动速度指标，具体为采取申万一级行业当天涨跌幅排名较昨日涨跌幅排名变化的绝对值加总，该值越大说明行业之间排名的变化越剧烈；②以行业相对收益为基础构建的轮动强度指标，具体为申万一级行业当天相对万得全 A 的超额涨跌幅较昨日超额涨跌幅变动的标准差，该指标越大说明各行业间的相对收益变化越大。

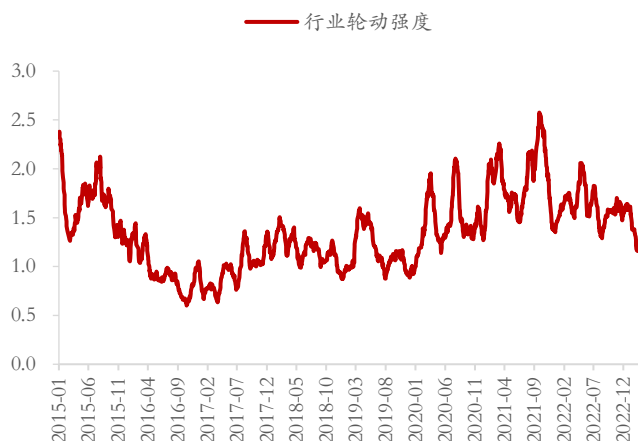
目前正处在 2015 年以来行业轮动速度最快的阶段。以轮动速度 90%分位线作为界限，2015 年至今的快速行业轮动共有 5 次。自 2022 年 12 月底以来 A 股轮动速度指标快速走高，基本均维持在 95%分位数以上，2023 年 1 月达到了 2015 年以来行业轮动速度的高点，并且当下仍是行业轮动速度最快的阶段。

图表 1 当前行业轮动速度极快



资料来源：wind，华安证券研究所。

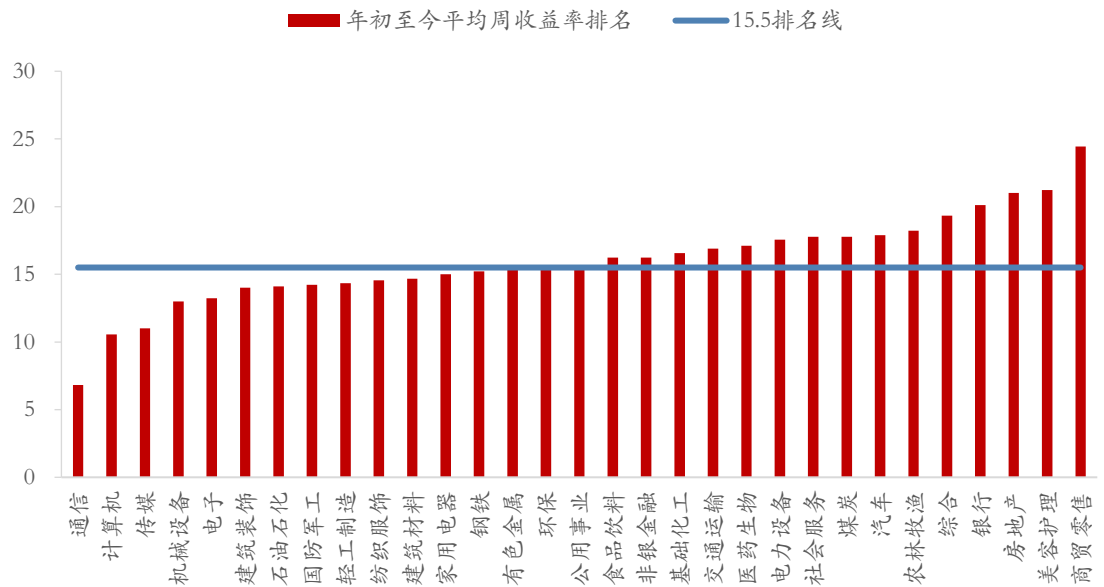
图表 2 当前行业轮动强度不大



资料来源：wind，华安证券研究所。

当下轮动速度快但轮动强度不大，行业间明显二八分化。一般情况下，行业轮动速度和行业轮动强度两个指标是同向变动的，但本次行业轮动行情中的强度指标持续走低，目前已经下探至 25%-30%分位数水平。行业轮动速度快但轮动强度不大即说明虽然现在行业收益排名频繁变换，但行业之间的相对强弱逆转并不强烈。在这种情况下行业间形成了明显的二八分化，领涨行业的地位稳固，其余行业之间频繁交换位置。自 1 月以来至今大部分行业平均周收益率排名都围绕在 15.5 这一理论均值附近，体现了行业之间相对排名换位频繁，如果行业之间轮动不快则应该呈类似手机信号的阶梯向上。

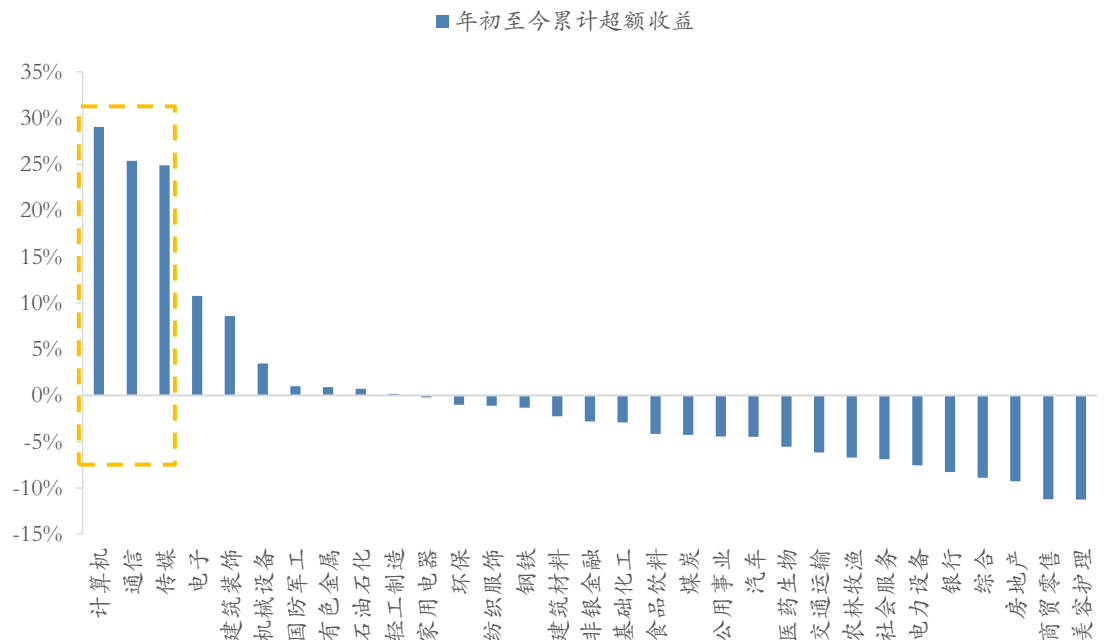
图表 3 年初至今行业间平均周收益率排名非常接近



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

但轮动速度快和轮动强度不大并不意味着行业表现会走向平均。以年初至今的累计超额收益来看，通信、计算机、传媒累计超额收益在 25%以上，和其他行业拉开了较大差距。本次轮动行情实际走向了头部固定，其他行业快速轮动的结构性二八分化。

图表 4 行业累计收益二八分化严重



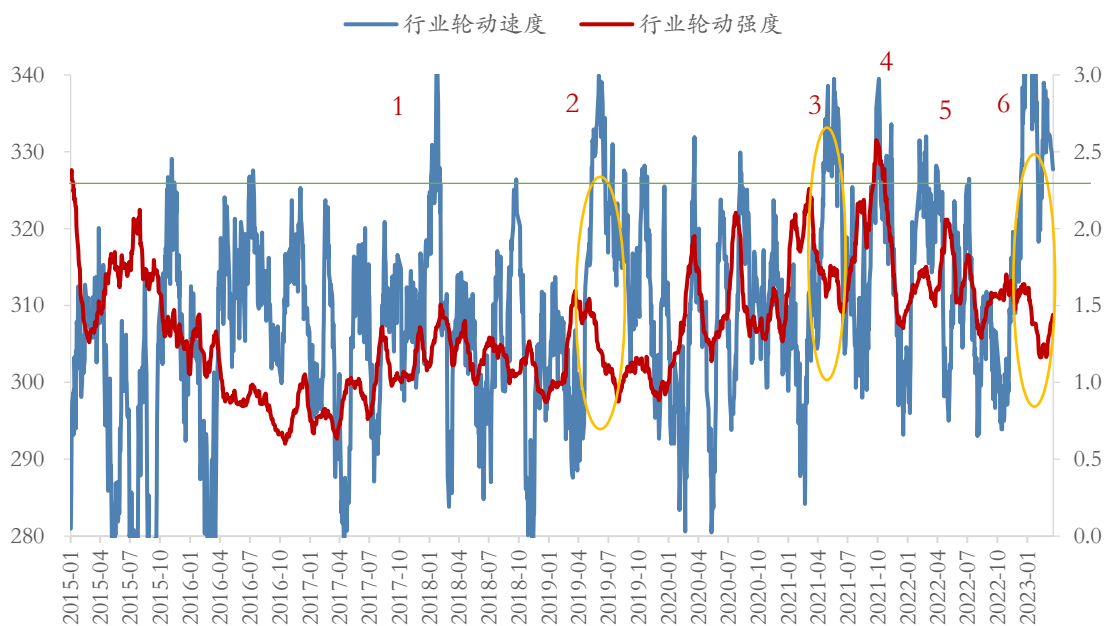
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

2 结构性轮动通常持续 3 个月，轮动结束后指数走势并不悲观

2.1 曾出现两次类似结构性轮动，均持续 3 个月

轮动速度快但轮动强度下降都指向了为期 3 个月的震荡行情，本次或在 4 月中旬迎来终结。在 2015 年以来的 5 次行业快速轮动中，如果只考虑行业轮动本身，指数层面行情并不具有规律，2018 年 1 月后和 2022 年 2 月后是快速下跌行情，2021 年 9 月后走出了先涨后跌的倒 V 行情，2019 年 5-8 月和 2021 年 3-6 月则是震荡行情。2019 年 5-8 月和 2021 年 3-6 月行业轮动的另一特点是行业轮动强度的下降，这和当前轮动行情的特征高度一致。此前两次速度快但强度小的结构性轮动都持续了约 3 个月，若按照此范式，本次结构性轮动将在 4 月中旬迎来终结。

图表 5 当前行业轮动特征和 2019 年 5-8 月与 2021 年 3-6 月类似



资料来源：wind，华安证券研究所。

图表 6 2019 年 5-8 月轮动行情时指数震荡



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 7 2021 年 3-6 月轮动行情时指数震荡



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

2.2 结构性轮动结束后指数走势不悲观

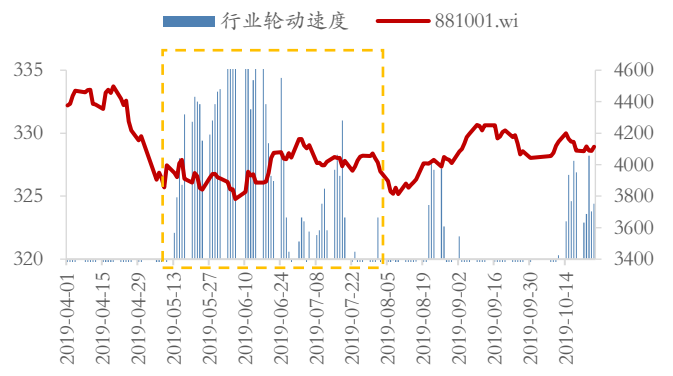
历史回顾显示行业轮动结束后指数走势并不悲观。就 2015 年以来的此前 5 次行业快速轮动而言，轮动结束后 A 股表现并不悲观，在结束快速轮动后的第一个月中 A 股往往能够走出一波上涨行情。这紧接的上涨力度取决于行业轮动期间的指数走势。在 2018 年 1-2 月和 2022 年 1-4 月的行业轮动中指数大幅下挫，在结束行业轮动后，A 股均至少进行了 1 个月的大幅反弹，万得全 A 的反弹力度分别为 6.18% 和 8.38%。而和本次行业轮动特征更具可比性的 2019 年 5-8 月及 2021 年 3-6 月结构性轮动结束后 A 股均整体震荡上行。2019 年 5-8 月结构性轮动结束后 1 月万得全 A 上涨 7.65%，后进入两个半月的震荡行情；2021 年 3-6 月结构性轮动结束后 1 月万得全 A 上涨 4.83%，随后两个月在震荡中实现中枢上移。由此来看，行业轮动速度从 95% 分位之上的绝对高位开始下行对 A 股整体的阶段性走势有一定指示意义，行业快速轮动的结束预示着对指数的月度走势可以更乐观一点。

图表 8 2018 年初行业轮动结束后开始为期 1 月的反弹



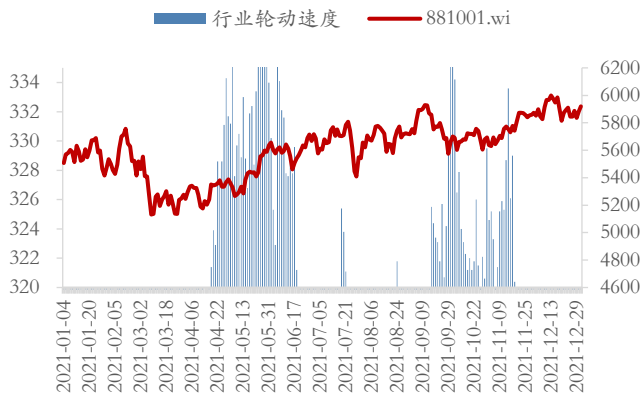
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 9 2019 年 5-8 月行业轮动结束后指数震荡上行



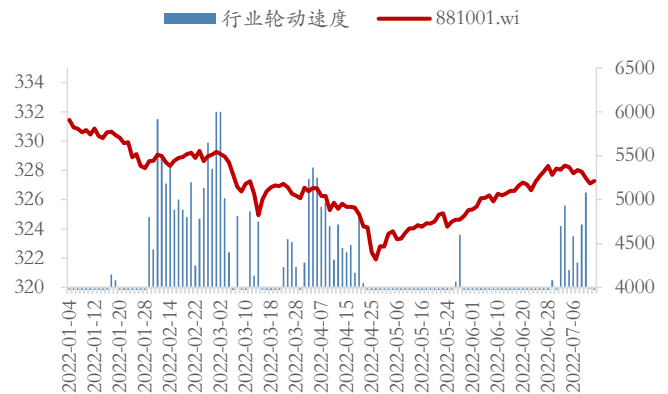
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 10 2021 年两次行业轮动结束后指数均震荡上行



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 11 2022 年 4 月行业轮动结束后 A 股开始反弹



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。

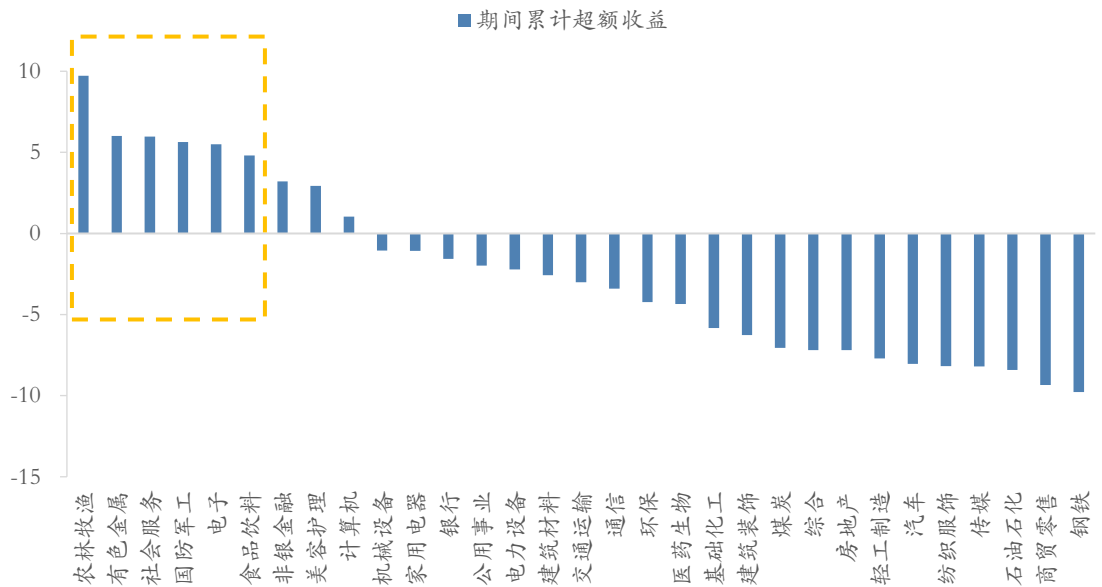
3 结构性轮动结束后，会围绕轮动期优势行业扩散出新主线

3.1 过去两次结构性轮动期间行业表现同样分化

过去两次速度快但强度小的行业轮动中，行业层面同样出现明显结构性分化。

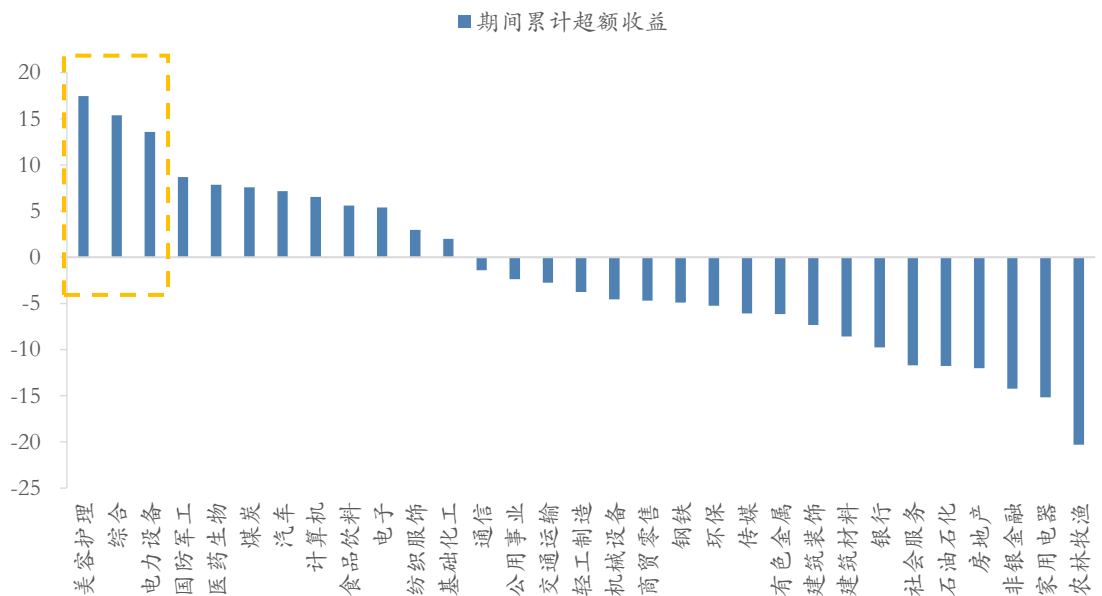
本次轮动行情和 2019 年 5-8 月及 2021 年 3-6 月两次轮动行情的可比性还体现在行业表现的结构化。对于 31 个申万一级行业而言，如果随机分配超额收益，各行业的超额收益应当顺滑地由高至低分布。2019 年 5-8 月及 2021 年 3-6 月的两次轮动行情和本次一样，超额收益都集中在少数行业。2019 年 5-8 月中农林牧渔超额收益达 9.7%，此外有色金属、社会服务、国防军工、电子和食品饮料超额收益也在 5% 左右，超额收益集中在此 6 个行业中。2021 年 3-6 月中超额收益更为集中，除综合外，美容护理为 17.5%，电力设备为 13.6%，和第三名超额收益为 8.6% 的国防军工拉开了明显差距。

图表 12 2019 年 5-8 月轮动行情中超额收益集中于农林牧渔等少数行业



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

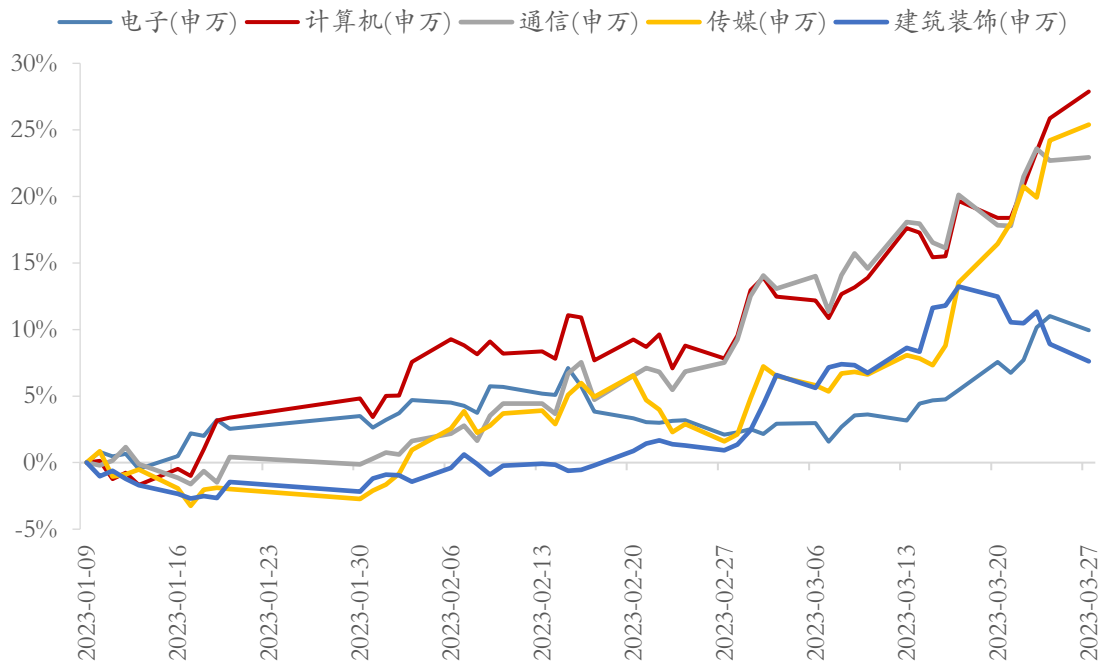
图表 13 2021 年 3-6 月轮动行情中超额收益集中于美容护理及电力设备



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

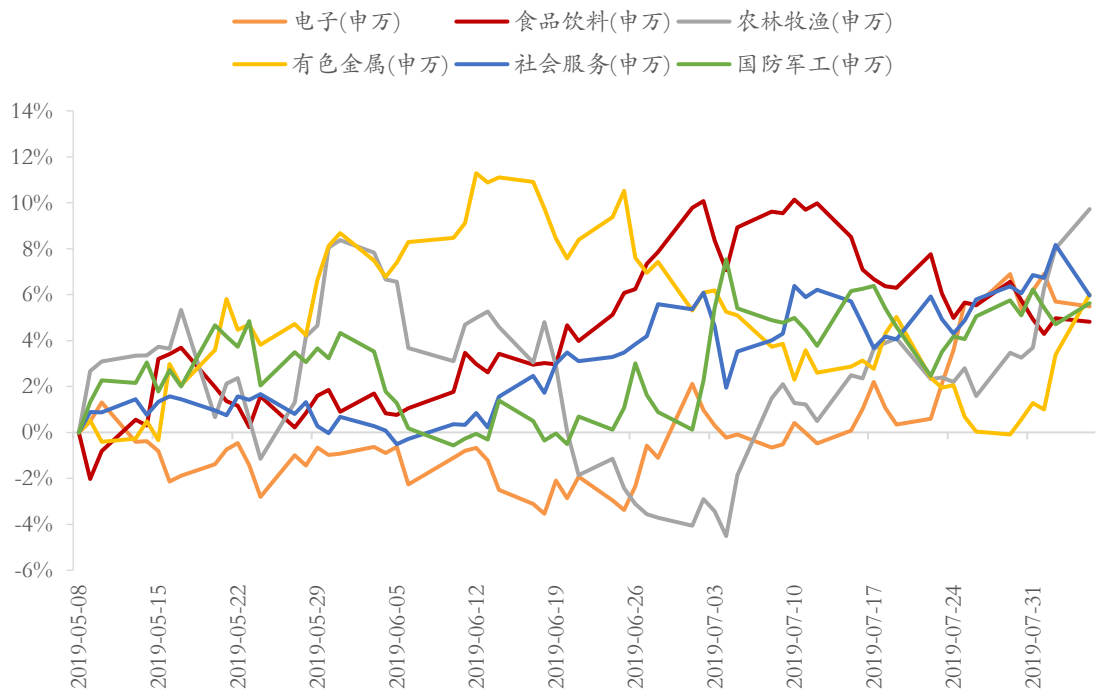
过去两次结构性轮动和本次的最大区别在于领涨行业的持续性不及本次。本次结构性轮动中早早就确立了计算机、电子、通信和传媒的泛 TMT 主线，领涨行业相对万得全 A 的累计超额收益不断扩大。在 2019 年 5-8 月及 2021 年 3-6 月两次结构性轮动中领涨行业的持续性不如本次，累计超额收益并未随时间单调递增，并且相互之间换位频繁。

图表 14 本次结构性行业轮动中领涨行业的累计超额收益不断扩大



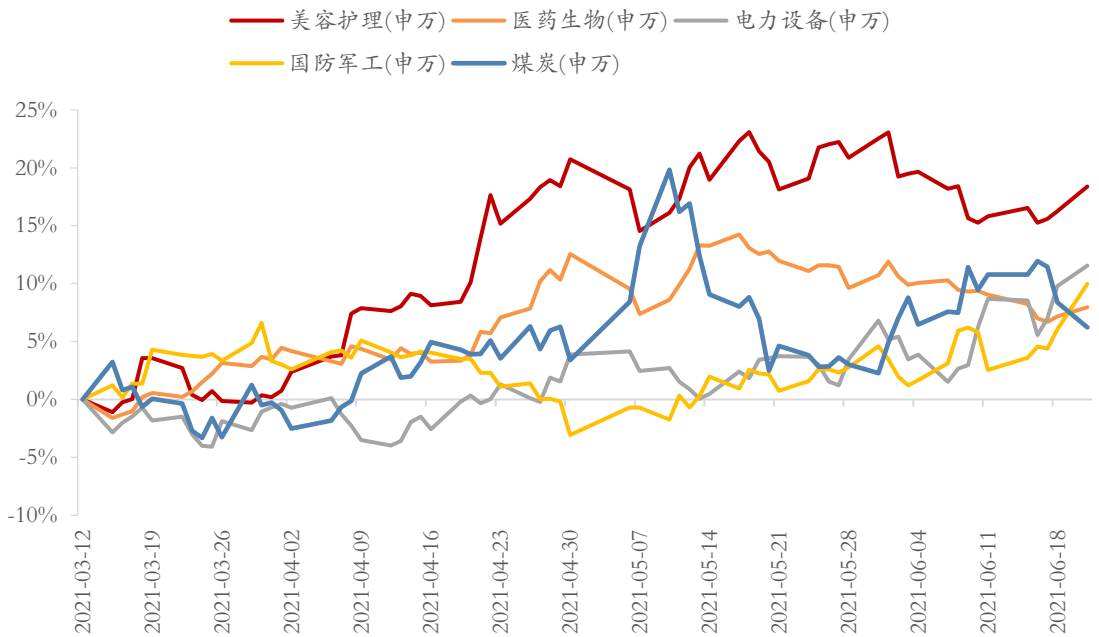
资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 15 2019 年 5-8 月轮动行情中领涨行业之间频繁换位



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 16 2021 年 3-6 月轮动行情中除美容护理外其余领涨行业缺乏持续性



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

3.2 结构性轮动结束后均围绕优势行业扩散出新主线

在结构性轮动结束后均出现了由轮动期间领涨行业扩散的新主线。2019 年结构性轮动结束后出现了“国产替代”和“消费白马”的双主线行情。“国产替代”主线中电子在轮动期间就有较大的超额收益，在轮动结束后行情扩散至计算机。“消费白马”主线在轮动期仅有以白酒为代表的食品饮料有超额收益，在轮动结束后“消费白马”行情扩散至了家用电器和医药生物。

图表 17 2019 年轮动期及轮动后行业超额收益

行业	累计超额收益		
	轮动期	轮动后 1 月	轮动后 3 月
	2019/05/09– 2019/08/05	2019/08/06– 2019/09/06	2019/08/06– 2019/11/06
农林牧渔	9.72	-8.21	-5.15
有色金属	6.01	-1.15	-9.15
社会服务	5.96	-2.73	-3.86
国防军工	5.63	6.73	-7.06
电子	5.49	11.45	13.92
食品饮料	4.82	4.89	6.95
非银金融	3.21	0.25	-2.61
美容护理	2.93	0.02	2.90
计算机	1.04	8.90	6.20
机械设备	-1.06	-2.92	-6.50
家用电器	-1.07	-0.23	9.81
银行	-1.57	-5.74	3.19

公用事业	-1.98	-4.44	-6.60
电力设备	-2.23	-1.11	-4.15
建筑材料	-2.58	-0.29	2.02
交通运输	-3.01	-3.43	-6.18
通信	-3.40	2.61	-4.26
环保	-4.23	-2.64	-8.24
医药生物	-4.36	4.68	11.10
基础化工	-5.82	-2.13	-4.17
建筑装饰	-6.25	-4.41	-8.89
煤炭	-7.05	-4.17	-10.71
综合	-7.19	-2.23	-2.80
房地产	-7.20	-6.18	-4.47
轻工制造	-7.71	-2.04	-0.34
汽车	-8.04	-1.03	-4.85
纺织服饰	-8.18	-1.90	-5.22
传媒	-8.20	2.91	1.22
石油石化	-8.41	-2.86	-2.86
商贸零售	-9.34	-3.08	-5.96
钢铁	-9.78	-5.88	-10.21

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

2021年结构性轮动结束后“双碳”概念从电力设备扩散至工业上游周期品和煤炭。本次轮动结束后的结构行情主要围绕在“双碳”展开，除了和发展新能源最直接相关的电力设备外，“双碳”要求对传统能源和高能耗产业的外溢影响也非常显著。主要包括：一是能耗双控下拉闸限电导致钢铁、有色金属和基础化工的供给受限引发上游周期品价格上涨；二是煤炭也在“双碳”大背景下因压减煤炭消耗要求导致供需错配，煤炭股价和现货煤价一同上涨。

图表 18 2021 年轮动期及轮动后行业超额收益

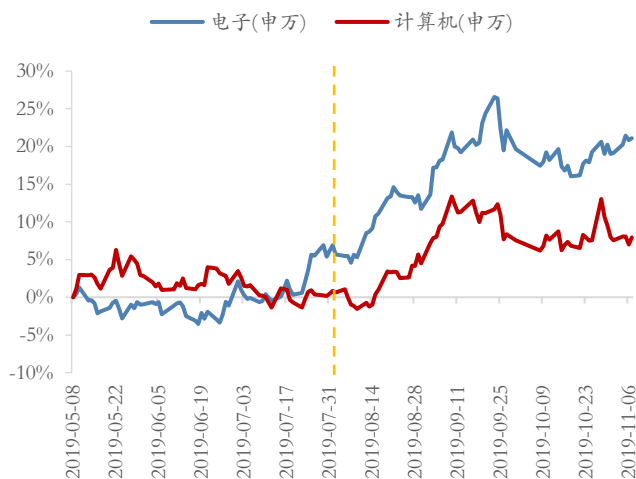
行业	超额收益		
	轮动期	轮动后 1 月	轮动后 3 月
	2021/03/12- 2021/06/21	2021/06/22- 2021/07/21	2021/06/22- 2021/09/21
美容护理	17.46	-6.22	-25.17
综合	15.38	-0.31	-3.86
电力设备	13.58	17.97	21.30
国防军工	8.70	1.07	8.54
医药生物	7.86	-0.32	-13.80
煤炭	7.56	-4.43	34.45
汽车	7.15	-1.60	0.21
计算机	6.52	-2.50	-10.00
食品饮料	5.59	-8.42	-23.64
电子	5.38	5.61	-3.72
纺织服饰	2.96	-3.11	-5.48
基础化工	1.98	10.19	31.08
通信	-1.41	-2.23	-7.04
公用事业	-2.39	-4.00	16.77
交通运输	-2.76	-8.85	-4.51

轻工制造	-3.77	-4.08	-5.35
机械设备	-4.57	2.39	9.13
商贸零售	-4.69	-2.56	-4.24
钢铁	-4.91	9.12	37.54
环保	-5.25	1.09	11.79
传媒	-6.08	-9.25	-12.34
有色金属	-6.17	20.98	39.25
建筑装饰	-7.34	-1.13	9.33
建筑材料	-8.59	-3.21	-3.25
银行	-9.77	-11.65	-13.03
社会服务	-11.71	-6.42	-16.54
石油石化	-11.76	3.94	27.72
房地产	-12.01	-10.91	-12.40
非银金融	-14.25	-8.10	-6.31
家用电器	-15.19	-8.06	-14.59
农林牧渔	-20.32	-8.37	-11.87

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

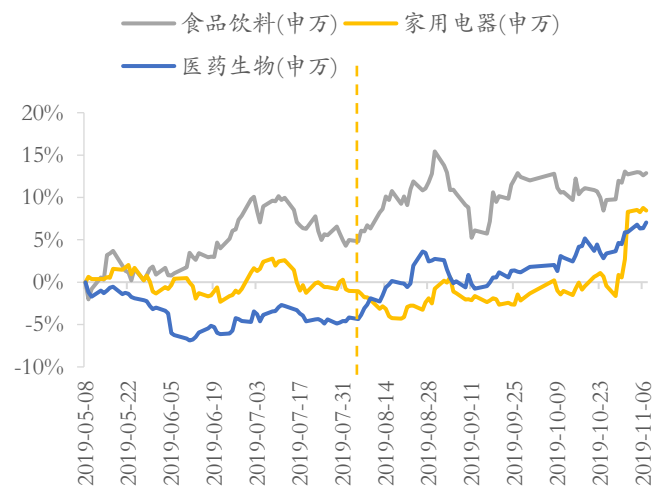
轮动结束后，主线行情都呈现出围绕轮动期间优势行业扩散的特征。2019 年 5-8 月结构性轮动结束后“国产替代”主线中电子和计算机上涨节奏基本一致，“消费白马”主线呈梯次上涨，具体次序为食品饮料、医药生物和家用电器。2021 年 3-6 月结构性轮动后同样存在梯次上涨的情况，具体次序为电力设备、基础化工、有色金属、钢铁和煤炭。在两次结构性轮动行情结束后都是明显的由轮动期间占优行业先行，后带动相关行业上涨。

图表 19 2019 年 5-8 月轮动后电子、计算机同步上涨



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。注：图中为相较于万得全 A 超额收益。

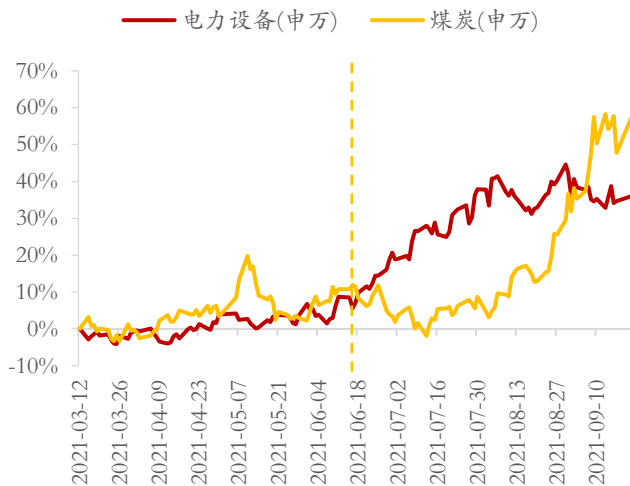
图表 20 2019 年 5-8 月轮动后消费白马依次上涨



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。注：图中为相较于万得全 A 超额收益。

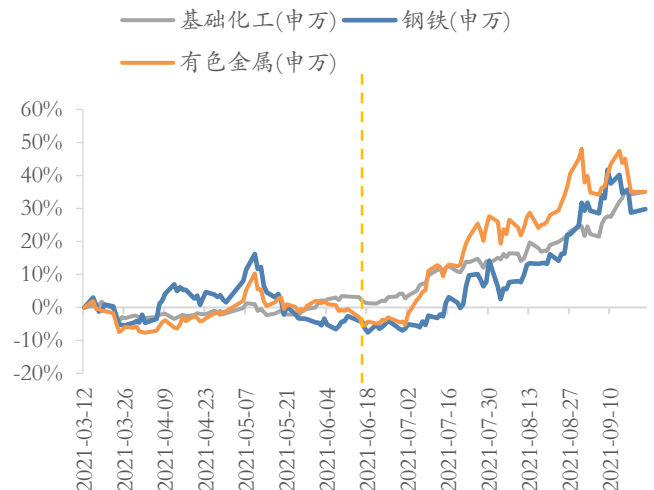


图表 21 2021 年 3-6 月轮动后电力设备行情先于煤炭



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。注：图中为相较于万得全 A 超额收益。

图表 22 2021 年 3-6 月轮动后周期品上涨节奏相近

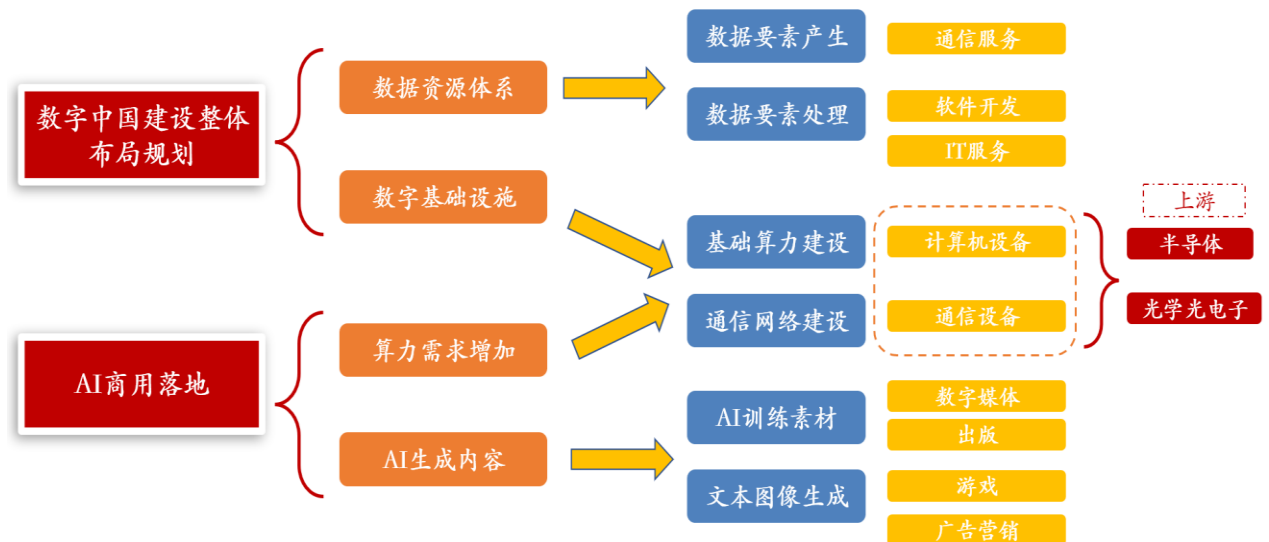


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。注：图中为相较于万得全 A 超额收益。

3.3 电子有望成为本次 TMT 主线的扩散方向

当前结构性轮动中“数字中国”和 AI 商用双轮驱动的 TMT 主线脉络明细，结合过去两次结构性轮动后将围绕轮动期间优势行业扩散的规律，我们认为后续行情将会在现有的计算机、通信、传媒的基础上向电子扩散。

图表 23 2021 年 3-6 月轮动行情中除美容护理外其余领涨行业缺乏持续性

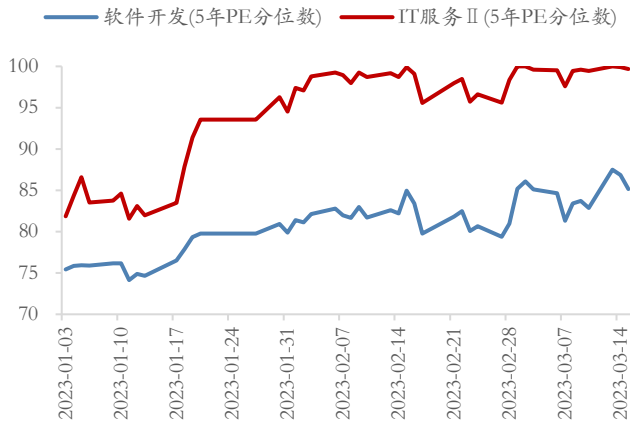


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。

由于 TMT 行业和其他行业的相似度较低，因此认为缺乏像 2019 年结构性轮动后从食品饮料向同属大消费概念下医药生物和家用电器扩散的基础，更应当从产业链上下游角度寻找扩散机会。“数字中国”和 AI 商用相关投资方向中，数据要素产

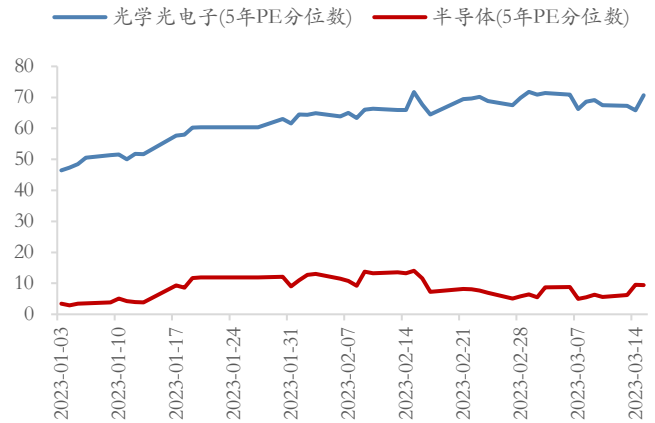
生和处理、算力及通信网络建设、AI 生成内容直接利好的计算机、通信、传媒板块都已经有较好的行情表现，而上游的电子目前涨幅滞后。电子行业中的半导体和光学光电子是计算机设备和通信设备的直接上游，在“数字中国”加强数字基础设施和 AI 商用落地增加算力的双重利好下有望迎来需求爆发。同时和目前估值已处于绝对高位的数据资源相关板块相比，半导体和光学光电子有明显的估值水平优势。

图表 24 数据资源相关板块 5 年估值分位数已处高位



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 25 半导体、光学光电子 5 年估值分位数水平较低



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

风险提示：

历史经验不能简单复现，国内经济复苏超预期，海外经济衰退超预期等。

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。