



Research and
Development Center

TMT 热潮的三种结局

——策略周观点

2023 年 3 月 26 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

TMT 热潮的三种结局

2023 年 3 月 26 日

核心结论: 年初以来, 板块配置中最重要的变化是, 投资者开始布局新赛道、新逻辑, TMT 和中特估虽然属于不同的风格, 但都是新的产业逻辑, 这是牛市初期最重要的特点, 随着 TMT 热度的提升, 投资者对 TMT 能否追涨有较多的关注度, 本文研究了历史上牛市初期最强的热点成长性板块, 能够发现这些热点后续一般有三种结局: (1) 最乐观情形: 类似 2013 年, TMT 从 13 年 1 月开始走强, 后续业绩全面兑现, 后续开启 2 年半的 TMT 牛市; (2) 中性情形: 类似 2019 年初的 5G、云计算、AI, 业绩并没有全面兑现, 后续转变为半导体新能源的牛市, 但依然是成长的方向; (3) 悲观情形: 类似 2016 年初的新能源, TMT 牛市结束后, 投资者寻找新的成长赛道, 新能源比 TMT 业绩的持续性更好, 但由于下半年业绩下滑, 逐渐走弱, 没能成为持续 2-3 年的赛道。综合来看, 牛市初期最强的成长赛道, 需要经过明确的业绩验证后, 才能成为真正的牛市赛道, 业绩兑现之前, 可能会出现类似 2019 年 Q2 TMT 的阶段性回撤, 或 2016 年下半年切换到价值的情形。指数层面, 我们认为季度内, 指数依然会偏震荡, 由于私募仓位偏高、美国经济风险再次出现、两会政策预期落地、季节性经济最容易恢复的阶段结束, 未来 1 个月内, 股市需要通过震荡等待真正的盈利兑现。

- **(1) 最乐观情形: 类似 2013 年, TMT 从 13 年 1 月开始走强, 后续开启 2 年半的 TMT 牛市。** 国内股市历史上 TMT 最强的阶段是 2013-2015 年的移动互联网牛市。2012 年底, 股市熊市结束, 市场企稳的最初 1 个季度, 计算机传媒跟随市场反弹, 整体超额收益不大, 但随着指数上涨到高位, 投资者对经济预期出现了新的担心, 大部分板块开始逐步见顶。从 2013 年 3 月开始, 指数滞涨, 但 TMT 板块却逆势越来越强, 直到 2013 年 10 月才出现阶段性回撤。
- **(2) 中性情形: 类似 2019 年初的 5G、云计算、AI, 后续在内部会转变赛道。** 成长股另一次较大的牛市是 2019-2021 年, 在牛市初期的 2019 年, TMT 表现较强。从 2018 年 10 月, 股市见底后, TMT 板块整体开始走强, 特别是通信和计算机, 期间主要的产业逻辑是 5G、云计算、AI, 这些产业变化很多也是有 2013-2015 年移动互联网从 0-1 的产业变革潜质的。但事后来, 2019-2021 年 TMT 中真正走出来的, 主要是半导体。
- **(3) 悲观情形: 2016 年初的新能源, 下半年后逐渐走弱。** 牛市第一年, 还有一次成长股偏强的阶段是 2016 年上半年, 当时最强的并不是 TMT, 而是新能源, 2016 年 1-7 月, 电池和光伏相比市场的超额收益不断增长, 是 2016 年上半年关注度最高的赛道。但是 2016 年下半年, 新能源开始逐渐走弱, 最终并没有成为 2016-2017 年最强的产业赛道。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行, 美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：TMT 热潮的三种结局	4
二、上周市场变化	9
风险因素	12

表目录

表 1：配置建议表	8
-----------------	---

图目录

图 1：2013 年初的 TMT 成为 13-15 年牛市中最强的赛道（单位：%）	4
图 2：13 年的传媒计算机较早开始兑现利润（单位：%）	5
图 3：13 年传媒计算机的 ROE 强于全 A（单位：%）	5
图 4：2019 年初的 TMT 热点在 Q2 后经历了很大的分化（单位：%）	5
图 5：2019 年 TMT 中只有电子有真正的利润拐点（单位：%）	6
图 6：2019 年 TMT 中只有电子有真正的 ROE 拐点（单位：%）	6
图 7：2016 年上半年最热的是新能源，下半年没能持续（单位：%）	6
图 8：2016 年新能源 ROE 逐渐下降（单位：%）	7
图 9：2016 年下半年新能源车销量同比回落（单位：辆，%）	7
图 10：大势研判（单位：点数）	7
图 11：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 15：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 16：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 17：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 18：沪股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 19：融资余额（单位：亿元）	10
图 20：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 21：基金仓位估算（单位：%）	11
图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	11
图 24：长期国债利率走势（单位：%）	11
图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

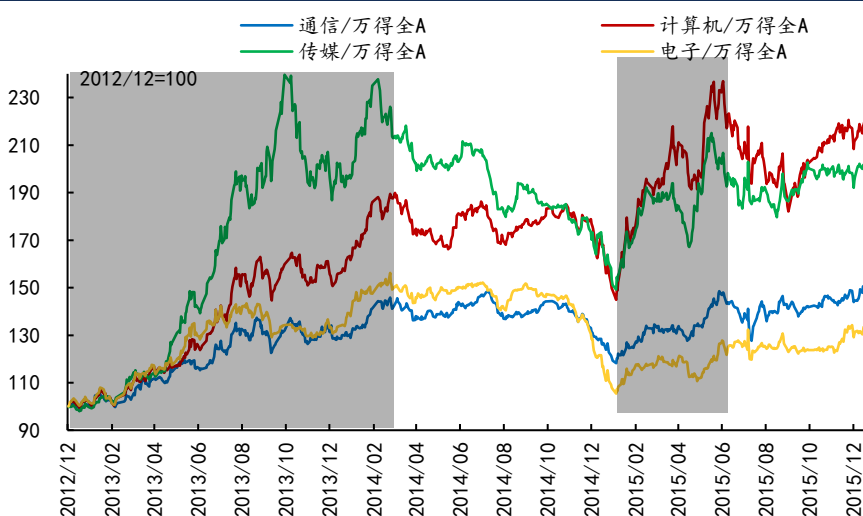
一、策略观点：TMT 热潮的三种结局

年初以来，板块配置中最重要的变化是，投资者开始布局新赛道、新逻辑，TMT 和中特估虽然属于不同的风格，但都是新的产业逻辑，这是牛市初期最重要的特点，随着 TMT 热度的提升，投资者对 TMT 能否追涨有较多的关注度，本文研究了历史上牛市初期最强的热点成长性板块，能够发现这些热点后续一般有三种结局：

(1) 最乐观情形：类似 2013 年，TMT 从 13 年 1 月开始走强，后续业绩全面兑现，后续开启 2 年半的 TMT 牛市；(2) 中性情形：类似 2019 年初的 5G、云计算、AI，业绩并没有全面兑现，后续转变为半导体新能源的牛市，但依然是成长的方向；(3) 悲观情形：类似 2016 年初的新能源，TMT 牛市结束后，投资者寻找新的成长赛道，新能源比 TMT 业绩的持续性更好，但由于下半年业绩下滑，逐渐走弱，没能成为持续 2-3 年的赛道。综合来看，牛市初期最强的成长赛道，需要经过明确的业绩验证后，才能成为真正的牛市赛道，业绩兑现之前，可能会出现类似 2019 年 Q2 TMT 的阶段性回撤，或 2016 年下半年切换到价值的情形。指数层面，我们认为季度内，指数依然会偏震荡，由于私募仓位偏高、美国经济风险再次出现、两会政策预期落地、季节性经济最容易恢复的阶段结束，未来 1 个月内，股市需要通过震荡等待真正的盈利兑现。

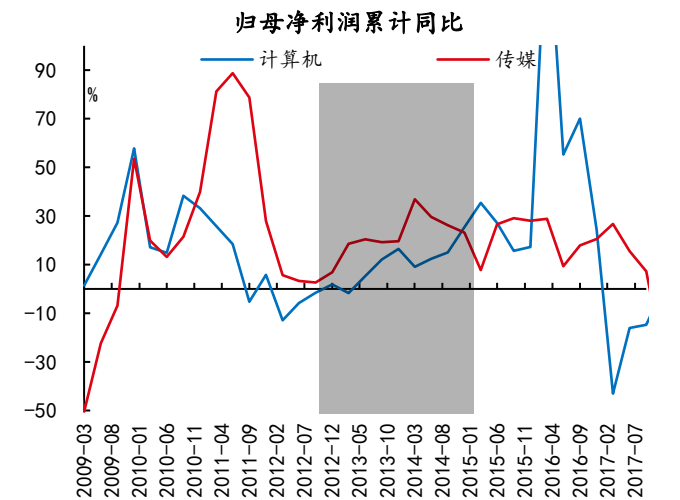
(1) 最乐观情形：类似 2013 年，TMT 从 13 年 1 月开始走强，后续开启 2 年半的 TMT 牛市。国内股市历史上 TMT 最强的阶段是 2013-2015 年的移动互联网牛市。2012 年底，股市熊市结束，市场企稳的最初 1 个季度，计算机传媒跟随市场反弹，整体超额收益不大，但随着指数上涨到高位，投资者对经济预期出现了新的担心，大部分板块开始逐步见顶。从 2013 年 3 月开始，指数滞涨，但 TMT 板块却逆势越来越强，直到 2013 年 10 月才出现阶段性回撤。

图 1：2013 年初的 TMT 成为 13-15 年牛市中最强的赛道（单位：%）

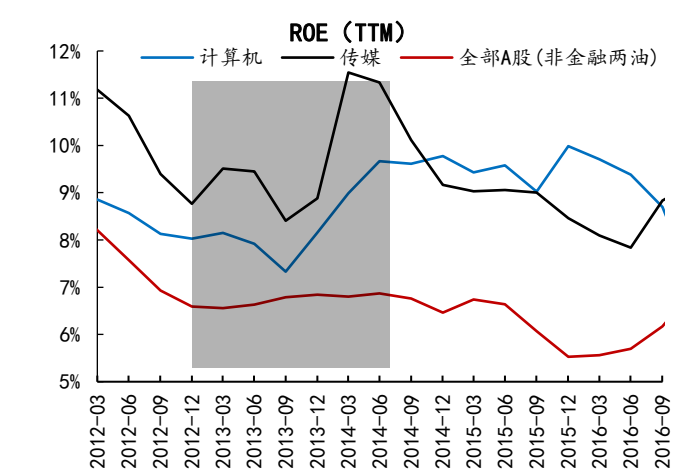


资料来源：万得，信达证券研发中心

事后来看，2013 年 3 月，TMT 逆势走强，是互联网牛市开启的标志。背后是智能手机渗透率不断提升后，各类手机应用大量涌现，TMT 行业相关的创新层出不穷。2013 年传媒计算机行业的利润和 ROE 均出现了明显的回升。对比 2023 年和 2013 年的 TMT，相同的地方有：(1) 我们认为可能都是牛市第一年，(2) 均出现了从 0-1 贴近大众的创新，不同的地方是 2023 年数字经济业绩兑现的速度可能没有 2013 年那么快。

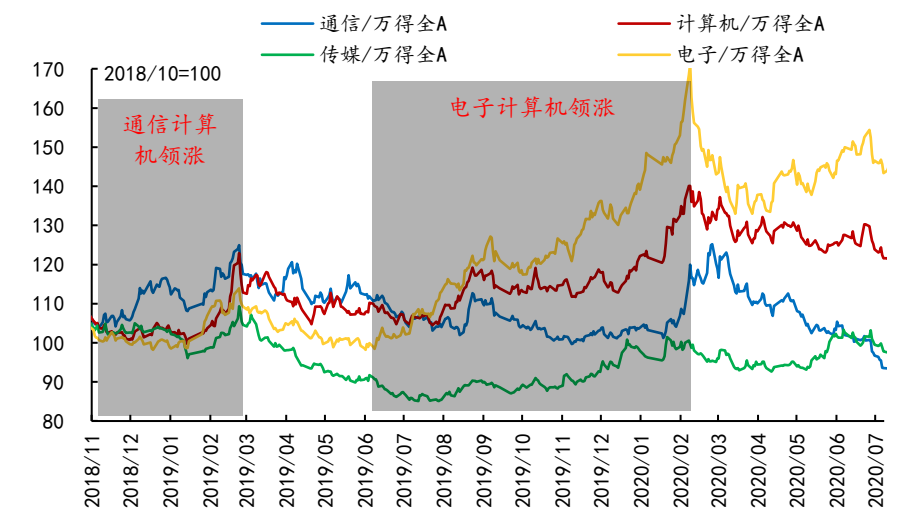
图 2：13 年的传媒计算机较早开始兑现利润（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：13 年传媒计算机的 ROE 强于全 A（单位：%）


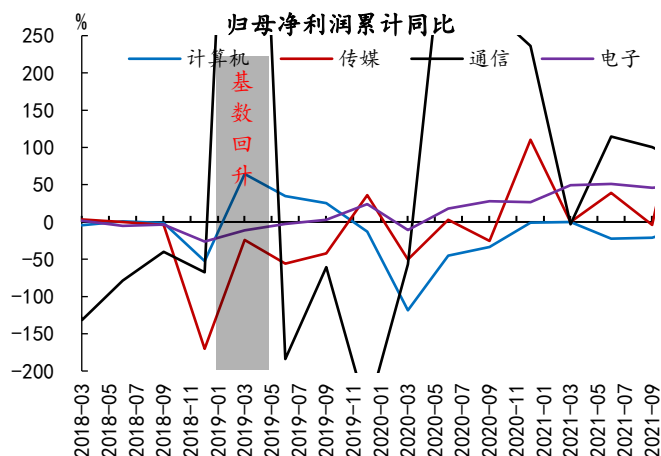
资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 中性情形：类似 2019 年初的 5G、云计算、AI，后续在内部会转变赛道。成长股另一次较大的牛市是 2019-2021 年，在牛市初期的 2019 年，TMT 表现较强。从 2018 年 10 月，股市见底后，TMT 板块整体开始走强，特别是通信和计算机，期间主要的产业逻辑是 5G、云计算、AI，这些产业变化很多也是有 2013-2015 年移动互联网从 0-1 的产业变革潜质的。但事后来，2019-2021 年 TMT 中真正走出来的，主要是半导体。

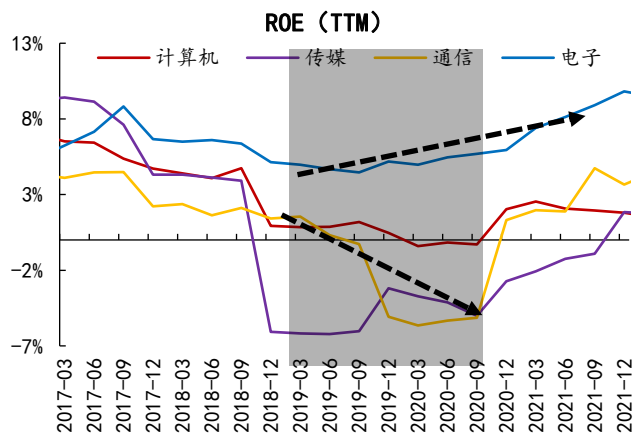
图 4：2019 年初的 TMT 热点在 Q2 后经历了很大的分化（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

背后很重要的原因是利润兑现不够，2019 年一季报 TMT 各行业利润增速均有明显的抬升，但主要是基数和季节性的影响，所以到 2019 年 Q2，TMT 整体出现了较大的回撤。2019 年下半年电子利润增速逐渐开始兑现，ROE 也稳步回升，由此导致，2019 年下半年-2020 年 Q1，TMT 行情分化很大，电子计算机再创新高，但通信和传媒却一直偏弱。

图 5：2019 年 TMT 中只有电子有真正的利润拐点（单位：%）


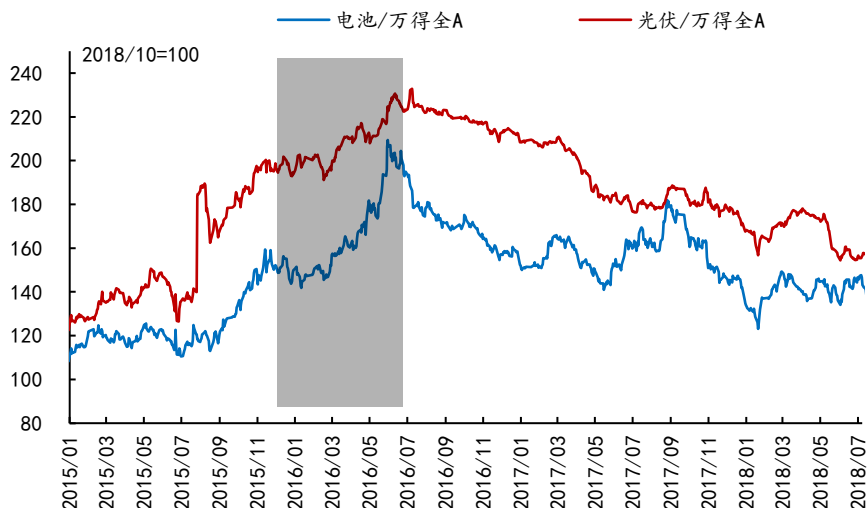
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：2019 年 TMT 中只有电子有真正的 ROE 拐点（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

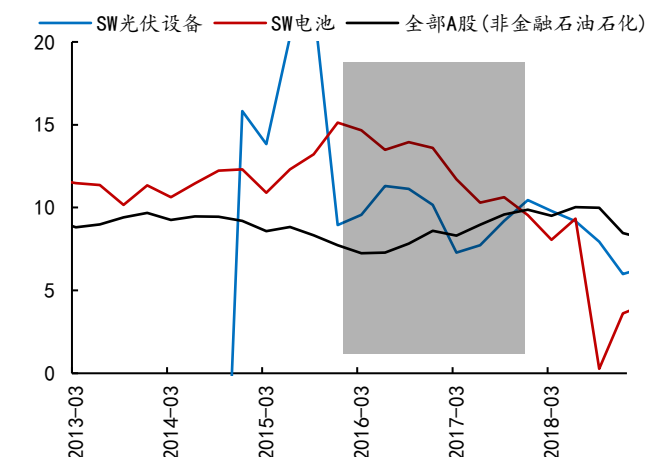
对比 2023 年和 2019 年 Q1 的 TMT，相同的地方有：（1）我们认为可能都是牛市第一年，（2）均出现了新的产业创新，（3）计算机均是最强的方向，（4）指数涨幅速度快于利润兑现。不同的地方有：（1）2019 年之前的 2016-2017 是价值股牛市，成长股整体估值低，但 2019-2021 是成长牛市，整体成长估值不低。（2）2019 年 Q1 成长内部分化不大，直到下半年分化才加大。但这一次开始阶段分化就已经很大了。

（3）悲观情形：2016 年初的新能源，下半年后逐渐走弱。牛市第一年，还有一次成长股偏强的阶段是 2016 年上半年，当时最强的并不是 TMT，而是新能源，2016 年 1-7 月，电池和光伏相比市场的超额收益不断增长，是 2016 年上半年关注度最高的赛道。但是 2016 年下半年，新能源开始逐渐走弱，最终并没有成为 2016-2017 年最强的产业赛道。

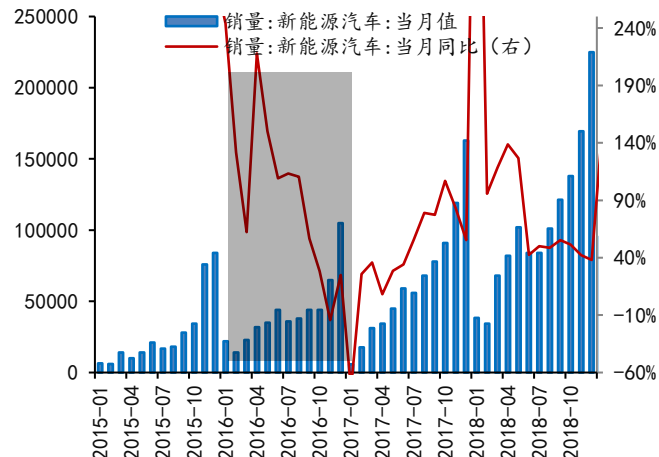
图 7：2016 年上半年最热的是新能源，下半年没能持续（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

从基本面来看，光伏行业从 2013 年以后进入政策密集期，新能源车行业 2015 年初进入政策密集期，各类补贴政策较多。政策上重申新能源车战略地位，补贴从试点向全国铺开，15 年 4 月明确未来五年实施普惠制补贴。但从 2016 年中开始，新能源行业基本面逐渐走弱，光伏和新能源车先后开始担心补贴退坡，各类抢装也透支了需求。2017 年起，新能源车补贴大幅退坡与门槛提升导致市场低迷。17 年 6 月，“双积分政策”意见稿发布，标志着国内新能源汽车长效扶持机制实质推进。

图 8：2016 年新能源 ROE 逐渐下降（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：2016 年下半年新能源车销量同比回落（单位：辆，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

2016 年上半年最强的新能源，后续走弱直接原因是补贴退坡、利润下滑，核心原因是产业还处在培育阶段，尚未进入渗透率快速抬升阶段。对比 2023 年 TMT 和 2016 年上半年的新能源，相同的地方有：（1）我们认为可能都是牛市第一年；（2）成长赛道内部切换，2016 年上半年新能源接力 TMT 成为最强成长，2023 年计算机接力新半军；（3）指数波动非常小。不同的地方有：（1）2016 年的新能源非常依赖政策补贴，当下的数字经济有 AI 创新的驱动；（2）2016 年下半年新能源有补贴退坡的利空，未来计算机行业尚难找到利空。

（4）策略观点：估值修复完成，震荡等待盈利。2022 年 10 月底-2023 年 3 月初，由于防疫政策和稳增长政策的持续推进，大部分板块年度景气度均出现了反转的逻辑，所以各板块快速轮动抬升估值。但随着两会的结束，一季报逐渐临近，业绩和景气度数据的兑现成为重点。由于经济尚处在恢复的初期、疫情后经济最容易恢复的第一个季度也已经到达尾声，Q2 经济恢复的速度可能会略有放慢。并且由于美国硅谷银行倒闭，加息对美国经济的负面影响出现新的变化，美国经济存在再次担心衰退的可能。所以我们认为，股市还需要一段震荡继续等待盈利的真正兑现。

图 10：大势研判（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：熊转牛第一波估值修复已进入尾声，配置风格偏向防御，重点关注行业的业绩兑现。去年底以来股市处在熊市见底后的第一波上涨，因为大部分板块尚未在业绩层面证明景气度回升，所以大部分板块都是估值修复。由此导致各板块收益率很难拉开差距，轮动较快，但随着第一波上涨结束，市场可能会进入估

值回撤阶段，业绩兑现和防御属性将会成为二季度最重要的选股思路。建议关注业绩兑现确定性较高的出行链和价值中低估值方向。

(1) **成长 Q2 可能会偏弱，全年关注新赛道。**几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来，2023 年是关注新赛道的重要年份，重点关注过去 2-3 年表现相对较弱的成长，比如计算机、港股互联网、机械设备等。这些板块过去几年受宏观需求和监管政策影响，成长性被压制，年度逻辑正在反转。但短期来看，部分成长 1-2 月涨幅较大，一般 Q1 后期-Q2 季节性风格不利于成长，可以等 Q2 后期再重点配置。(2) **金融地产低估值，或可以超配到 2023 年年中。**银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，我们认为，2022-2023 年上半年可能均处在这一阶段。(3) **消费中，疫情和地产政策驱动的修复是年度逻辑，不只是短期博弈性逻辑。**去年以来，受疫情和房地产景气度下降影响，消费整体调整较多，整体风险释放较为充分。消费股整体或有年度行情。短期来看，重点关注业绩兑现确定性高的出行链（比如酒店、航空）。(4) **周期长期逻辑好，但 Q2 可能会受到海外经济波动的影响。**受益于经济预期的回升，去年底以来涨幅较大的周期大多是过去两年较弱、且和国内经济相关性高的板块。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	低仓位
	相对收益	酒店、航空、银行、房地产
行业配置观点	周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望 2023 年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。受益于经济预期的回升，去年底以来涨幅较大的周期大多是过去两年较弱、且和国内经济相关性高的板块。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	上半年消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）从去年 Q4 到 2023 年 Q2，疫情和稳增长政策大概率会往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。Q2 开始重点关注业绩兑现，疫后产能格局优化的酒店、航空。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年以来的波动明显加大。2023 年是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。Q2 由于投资者关注业绩兑现，成长大概率会开始有分化。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，2022-2023 年上半年可能均处在这一阶段。Q2 如果指数层面有波动，金融地产可能也会有不错的超额收益。

资料来源：信达证券研发中心

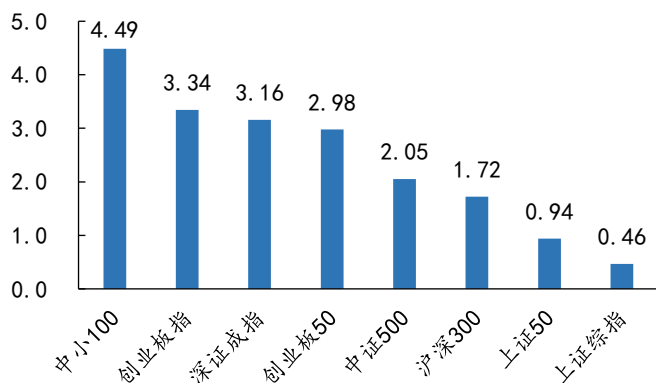
二、上周市场变化

上周 A 股除上证综指上涨 0.46%，主要指数都上涨，中小 100（4.49%）、创业板指（3.34%）、深证成指（3.16%）领涨。申万一级行业上周涨跌不一，传媒（10.97%）、电子（6.99%）、计算机（6.71%）领涨，石油石化（-1.75%）、建筑装饰（-2.16%）、钢铁（-3.54%）领跌。概念股中，智能音箱指数（15.29%）、电子竞技指数（14.07%）、网络游戏指数（13.93%）领涨，独家药指数（-3.85%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，恒生指数 (2.03%)，墨西哥 MXX (1.63%)，欧洲 50 (1.62%) 排名领先。上周商品市场涨跌不一，其中，PTA (8.20%)、玻璃 (4.89%) 领涨，铁矿石 (-4.31%) 领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (8.53%)、LME 铜 (6.84%)、上证综指 (5.71%) 排名较高，而 MSCI China (-35.80%) 排名靠后。

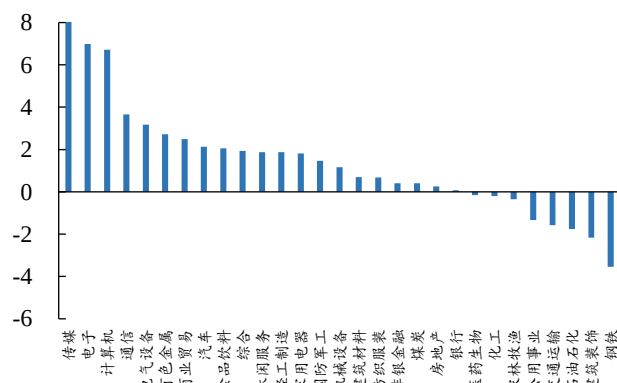
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入（陆股通）共计 109.50 亿元（前值净流入 147.81 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购投放 3500 亿元，累计净回笼-1130 亿元。截至 2023 年 3 月 24 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所下降，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所下降，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所下降。

图 11: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



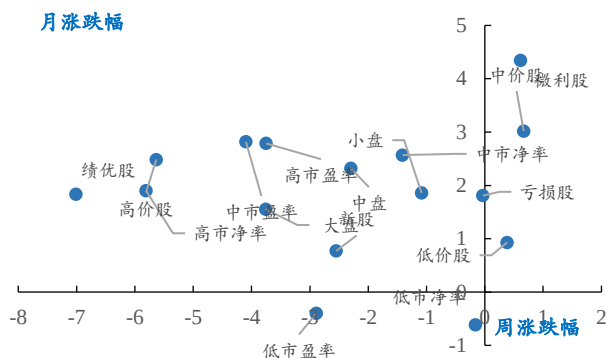
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)

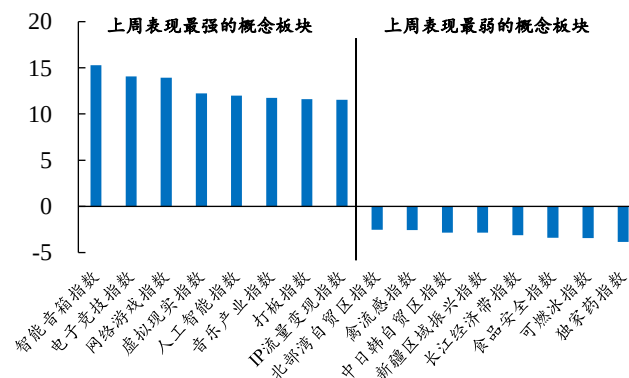


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



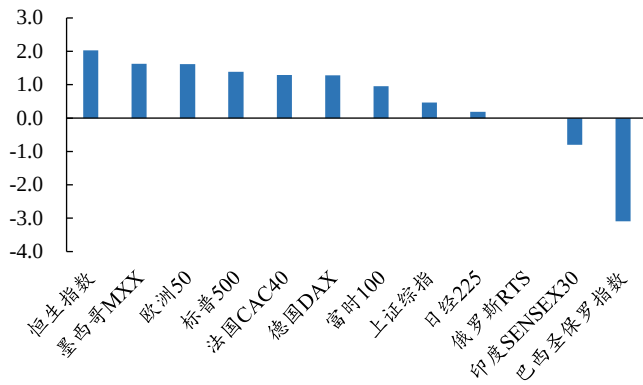
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源：万得，信达证券研发中心

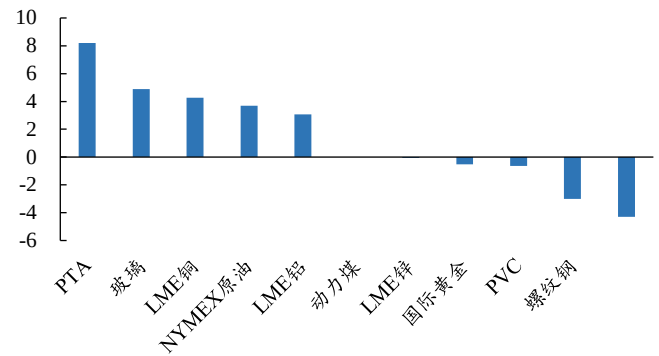


图 15: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



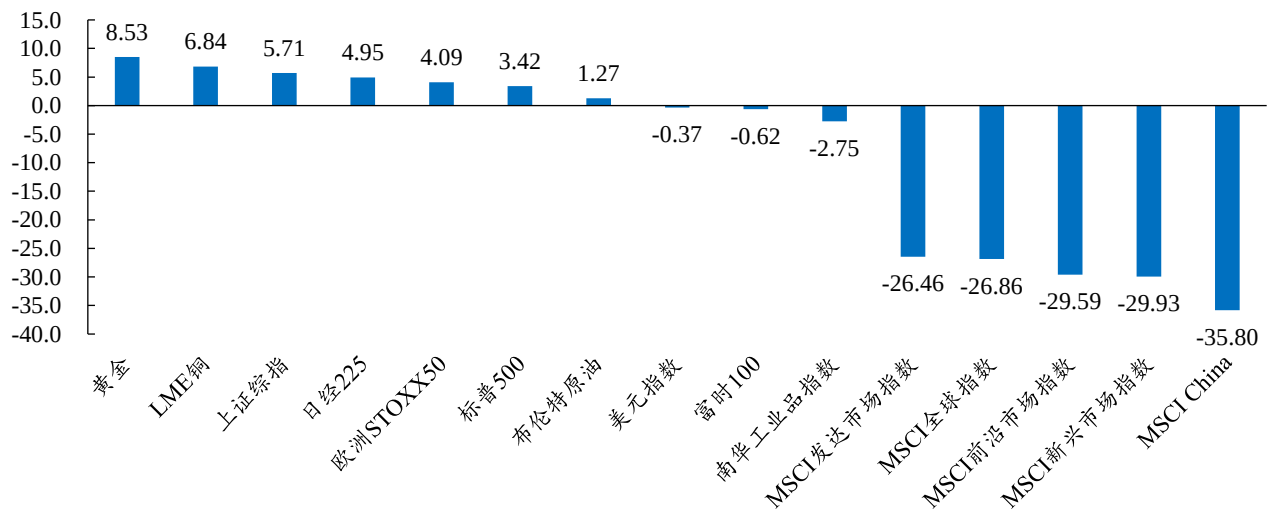
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

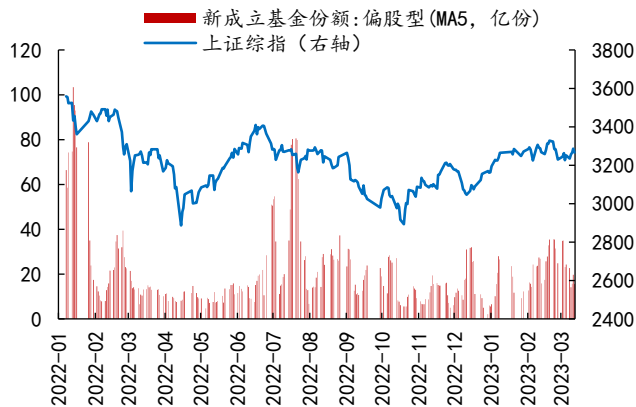
图 19: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

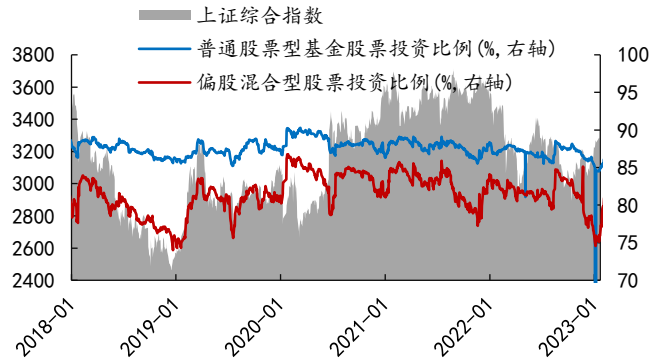


图 20：新发行基金份额（单位：亿份）



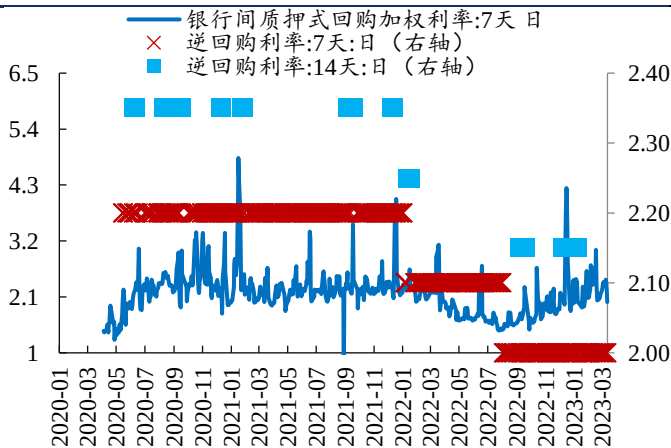
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：基金仓位估算（单位：%）



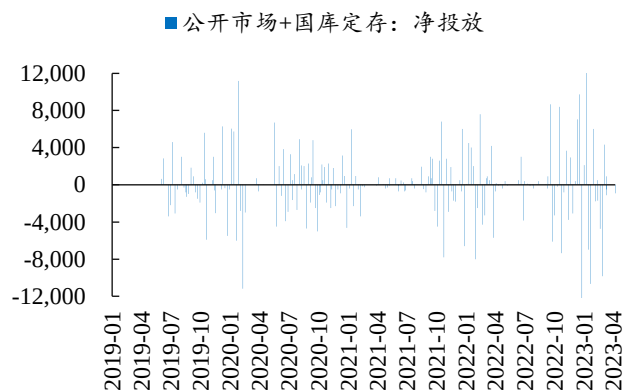
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）



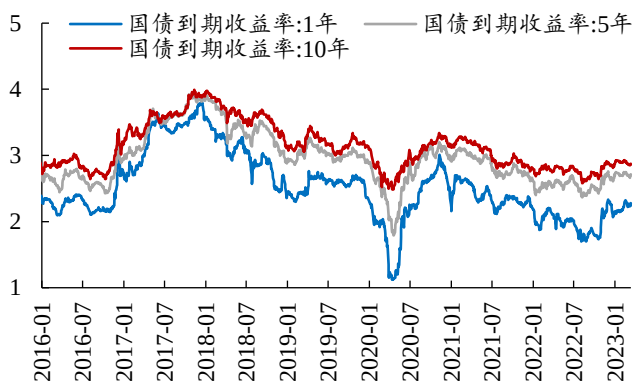
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



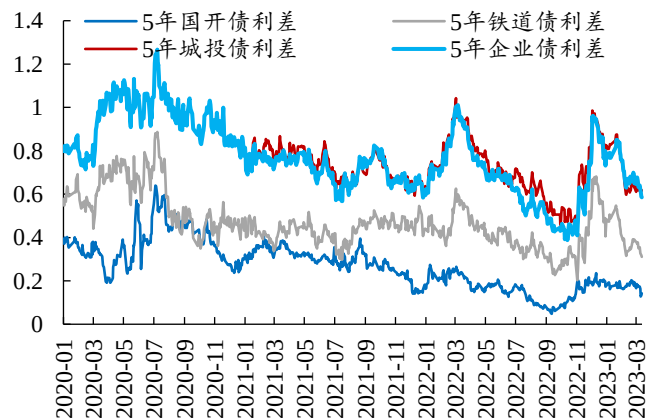
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021 年 12 月《V 型大震荡》，2022 年 4 月《V 型反转》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4 年策略研究经验，2021 年 9 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。