

市场在担忧什么？

2022年03月13日

——策略周聚焦

报告要点：

- ①经历急跌估值已不是当前市场核心矛盾，哪怕跌至熊市底部，ERP测算上证综指向下空间10%左右。②当前A股整体估值处熊市底部中枢，中位数偏高，主因大盘权重股仍贵。假设疫情以来的流动性覆水全收，多数核心资产估值已回常态中枢，仅部分白酒和新能源龙头偏贵。③滞胀隐忧：俄乌冲突引发全球通胀，滞胀伤害企业盈利，警惕杀估值转为杀业绩的可能，目前核心在于全年5.5%的GDP增长目标能否实现，重点关注下调2022年业绩预测的公司占比。④短期积极，更多的乐观因素在海外：冲突缓和、通胀下行、加息落地。国内乐观因素更多依靠政策进一步发力：降息降准、地产放松或高层召开企业家座谈会。⑤短期滞胀环境下，高股息组合占优，关注银行、地产、煤炭、化工。中长期来看，中期衰退式宽松，成长仍是全年主线，数字经济下电信运营商、IDC制造、云计算，双碳转型下光伏绿电。

正文摘要

- **估值不是当前市场核心矛盾。**①急跌后投资者情绪重挫，不断追问底部在哪里，我们做一个极端情形假设：如果跌至A股熊市底部，上证综指向下空间有限，ERP测算跌幅在10%左右。②对比熊市底部，A股整体估值处底部中枢，中位数偏高，大盘估值仍贵，小盘估值历史底部。③流动性覆水全收，多数核心资产估值已回到常态中枢，向下空间不大，仅部分白酒和新能源龙头估值偏贵。
- **滞胀隐忧：从杀估值到杀业绩。**①过去三个月两个宏观背景超预期：联储加息提前，俄乌冲突引发全球通胀。2月PPI环比涨0.5%，负转正，假设今年国内PPI维持高位，我们不得不重新考量滞胀环境下对于企业盈利的伤害。②一方面GDP下行造成企业收入增速承压，而由于通胀的二次抬升使得毛利整体下行，造成企业盈利受损，最终出现有杀估值向杀业绩转变。③本轮杀业绩核心在于能否实现5.5%的GDP目标，目前未看到明显业绩预测下调。若往后出现市场多数公司的业绩预期下调，对杀业绩的担忧可以适当减缓，否则还面临业绩不及预期的风险。
- **什么情况下会更乐观？**①短期积极，更多的乐观因素在海外：冲突缓和、通胀下行、加息落地。全球对滞胀困境的担忧降低，将显著提升风险偏好。②国内乐观因素更多依靠政策：降息降准、地产放松或高层召开企业家座谈会。政府工作报告提出“扩大新增信贷规模”目标，往后货币政策需要进一步加大宽松，我们认为3月降息降准均有可能，另外房地产政策也可能进一步松绑。此外今年两会特别关注减税降负支持制造业投资，如果更高层召开类似于2018年、2020年的企业家座谈会，将是明确的乐观信号。
- **配置：高股息与成长。**①短期滞胀环境下，高股息组合占优，关注银行、地产、煤炭、化工。市场大幅上涨过后的下跌和震荡盘整期，高股息策略发挥“熊市保护伞”特性，超额收益明显。②中期衰退式宽松，成长仍是全年主线，关注数字经济。中长期视角来看，国内经济处于类衰退环境，稳增长压力之下政策将继续维持宽松，伴随后续经济基本面企稳，市场悲观预期修复，风格有望重回成长。
- **注：本文提及今年指2022年，去年指2021年，目前/当前均为2022/3/11。**
- **风险提示：**全球疫情蔓延风险、疫苗有效性；宏观经济增长不及预期；通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧；历史经验不代表未来。

证券分析师 姚佩

执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 邢妍姝

执业证号：S0600521030001
xingys@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然

mahr@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证号：S0600518120001
yjs_chenli@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《【东吴策略】结构还是仓位：大跌中的公募观察——行业风火轮》2022-03-11
- 2、《【东吴策略】公募偏成长，外资加光伏减电动车——市场温度计》2022-03-08
- 3、《策略专题 20220307：3月海外观察：俄乌冲突下的海外市场展望》2022-03-07
- 4、《【东吴策略】后通胀时代是谁的敌人？——策略周聚焦》2022-03-06
- 5、《【东吴策略】市场重视盈利估值匹配度——掘金组合》2022-03-04

内容目录

1. 估值不是当前市场核心矛盾	4
2. 滞胀隐忧：从杀估值到杀业绩	7
3. 什么情况下会更乐观？	9
4. 配置：高股息与成长	10
5. 风险提示	10

图表目录

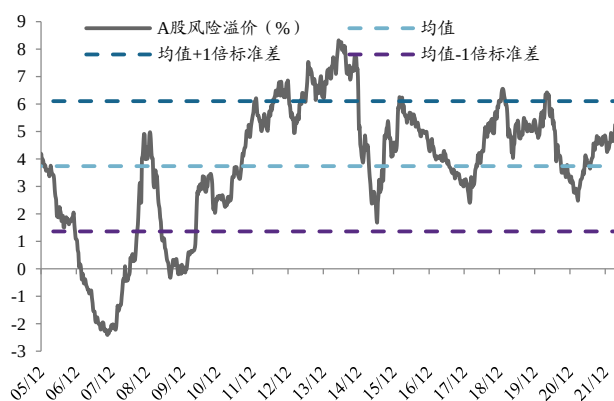
图 1: 按沪深 300 测算的 A 股风险溢价	4
图 2: 按上证综指测算的 A 股风险溢价	4
图 3: ERP 所处极值位置对应各指数涨跌幅 (截至 2022/3/11)	4
图 4: 历次市场底部数据对比	5
图 5: 各行业/风格指数估值分位	6
图 6: A 股多数核心资产估值已回到常态中枢	7
图 7: 前三次区间上证综指下行	8
图 8: 前四次区间 GDP 增速下行, 2017 年基本平稳	8
图 9: 4 次区间均对应盈利增速下降或为负	8
图 10: 前 3 次区间毛利率均有下行	8
图 11: 2022 年 A 股盈利预测调整个股中上调及下调占比	9

春节前市场普遍担忧联储加息导致估值承压，经近期急跌估值已不是当前 A 股的核心矛盾，俄乌冲突促发全球通胀加强，滞胀困境下是否会出现杀估值转向杀业绩的风险，当前市场环境下有哪些乐观信号可以跟踪，本周策略周聚焦我们集中讨论。

1. 估值不是当前市场核心矛盾

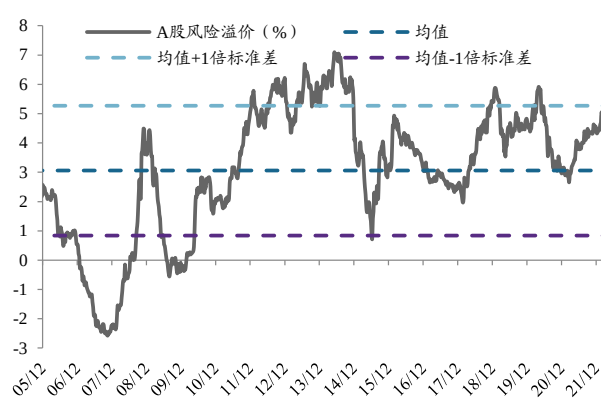
跌至熊市底部，ERP 测算上证综指跌幅 10%左右。急跌后投资者情绪重挫，不断追问底部在哪里，我们做一个极端情形假设：如果跌至 A 股熊市底部，上证综指向下空间有限，ERP 测算跌幅在 10%左右。熊市绝对底部的构筑是资产比价的结果，股市隐含风险溢价（ERP）对底部判断效应很强，对于历史上的底部都有明显支撑。当前按照上证综指计算 ERP 为 5.2%，若上证综指回到 2020 年 3 月 2646 低点 5.8%的 ERP，上证综指向下跌幅 7.2%，对应点位 3073 点；若回到 2019 年 1 月 2441 低点 5.9%的 ERP，上证综指向下跌幅 8.4%，对应点位 3030 点。沪深 300 按照同样测算显示向下跌幅在 10%-16%之间，跌幅较上证综指更大的原因是白酒等权重行业估值仍相对较高。

图 1：按沪深 300 测算的 A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：按上证综指测算的 A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：ERP 所处极值位置对应各指数涨跌幅（截至 2022/3/11）

ERP 所处极值位置对应各指数涨跌幅（基于 2022/3/11 收盘价）							
	均值+1倍标准差	2020年3月	2019年年初	2016年初	2014年7月	2012年12月	2009年初
上证指数	-2%	-7%	-8%	3%	-19%	-12%	10%
沪深300	-10%	-14%	-16%	-13%	-27%	-17%	6%
创业板指	-6%	-11%	-41%	/	/	-28%	/

数据来源：Wind，东吴证券研究所

对比熊市底部，A 股整体估值处底部中枢，中位数偏高，大盘估值仍贵。对比历次熊市绝对底部：2005 年 6 月上证综指 998 点、2008 年 10 月 1664 点、2013 年 6 月 1849

点、2016年1月2638点、2019年1月2441点、2020年3月2646点，全部A股PE中枢在（TTM，整体法，下同）12~22倍，目前为17.7倍（近五年35%分位）；PB中枢在（LF，整体法，下同）1.4~2.1倍，PB为1.7倍（44%分位）。但对比中位数，当前估值仍有向下差距，历次熊市底部全部A股PE中位数16~28倍（除2016年1月），目前为27.5倍；PB中位数1.6~2.5倍，目前为2.7倍，中位数偏高是因为大盘估值更贵。其中大盘价值代表上证50当前PE 10倍，处过去5年38%分位，大盘成长代表创业板指当前PE 51倍/49%分位，而小盘代表中证1000当前PE仅31倍/14%分位，结构上小盘成长、小盘价值估值均处历史底部，其中巨潮小盘成长指数当前PE 17倍/2%分位，巨潮小盘价值指数当前PE 11倍/1%分位。

图 4：历次市场底部数据对比

		2005/6/6	2008/10/28	2013/6/25	2016/1/27	2019/1/4	2020/3/19	2021/3/9	2022/3/11
上证综指 历史底部	上证综指点位	998	1664	1849	2638	2441	2646	3328	3310
	全部A股PE (TTM, 倍)	18.4	13.8	11.5	17.7	13.3	16	21.9	17.7
PE (TTM, 倍)	全部A股剔除银行PE (TTM, 倍)	18.6	16	19	29.8	18	23.9	32.6	25
	全部A股PE中位数 (TTM, 倍)	20.6	16.4	27.6	44.5	23.7	27.2	27.8	27.5
PB (LF, 倍)	全部A股PB (LF, 倍)	1.7	2.1	1.4	1.8	1.4	1.5	1.8	1.7
	全部A股剔除银行PB (LF, 倍)	1.6	2.1	1.8	2.4	1.7	2	2.4	2.3
	全部A股PB中位数 (LF, 倍)	1.6	1.7	2.1	3.7	2	2.3	2.5	2.7
情绪指标	风险溢价 (1/PE-10年期 国债收益率, %)	2.2	4.3	6.7	4.9	5.9	5.8	3.2	5.2
	破净公司数量 (家, 占比)	276 (27.7%)	256 (16.7%)	269 (10.9%)	54 (2.0%)	338 (9.6%)	408 (10.8%)	372 (8.8%)	310 (6.5%)
	全部A股换手率 (流通市值加权, %)	0.9	1.8	1.6	2.1	1.4	2.4	2	2
	两融交易额占A股成交 额比例 (%)			8.2	8.2	8.2	9.5	8.2	7
	沪深300股息率top15均 值 (%)	10.4	9.5	8.4	6.1	7.4	6.7	7.2	7.3
大类资产	十年期国债收益率 (%)	3.7	3.1	3.6	2.9	3.2	2.7	3.2	2.8
	一年期理财产品 预期年收益率 (%)	2.5	6	5.1		4.5	4	3.7	
	一年期权益投资信托 预期年收益率 (%)	4.6	10	8.6		8	6.9	7	

数据来源：Wind，东吴证券研究所，

图 5: 各行业/风格指数估值分位

中信一级行业	PE-TTM分位 (%)		PB分位 (%)		PE-TTM (倍, 2022/03/08)	PB-LF (倍, 2022/03/08)
	目前所处2010年以来	目前所处2017年以来	目前所处2010年以来	目前所处2017年以来		
商贸零售	97	92	5	11	81	1.4
传媒	91	74	4	8	102	2.1
消费者服务	90	77	81	66	127	5.2
汽车	84	66	46	54	35	2.3
电力及公用事业	82	90	39	67	28	1.8
计算机	78	58	28	28	112	3.9
食品饮料	75	65	76	66	39	7.4
交通运输	65	54	38	32	25	1.6
电力设备及新能源	52	57	79	87	48	4.2
沪深300	48	34	38	38	12	1.5
房地产	36	70	2	5	12	1.0
纺织服装	31	19	33	51	27	2.0
家电	31	12	33	11	16	2.9
国防军工	26	19	51	67	62	3.7
医药	26	22	29	33	36	4.1
建筑	22	38	20	43	10	1.1
煤炭	22	42	61	85	10	1.5
机械	20	0	43	47	30	2.7
石油石化	17	7	15	35	12	1.0
基础化工	13	27	65	82	25	3.4
建材	13	28	2	0	13	1.7
钢铁	12	23	49	53	9	1.3
银行	10	0	0	0	5	0.6
电子	9	12	54	44	38	4.0
有色金属	8	12	74	87	29	3.5
轻工制造	5	12	25	11	22	2.3
通信	2	0	1	0	30	1.7
非银行金融	1	0	0	0	12	1.3
万得主板	33	16	14	20	15	1.5
上证50	54	41	49	64	10	1.3
创业板指	45	49	72	65	51	6.4
中证100	47	27	37	34	11	1.4
中证1000	10	14	36	51	31	2.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性覆水全收, 多数核心资产估值已回到常态中枢。联储加息对核心资产估值产生下行压力, 假设疫情后放松的流动性都收回, 那估值应该回到此前 2016-19 年常态中枢 (一轮完整联储货币周期及 A 股牛熊周期), 结论是估值下行空间有限。公募前二十大重仓股 2022 年动态 PE 半数已经回到历史中枢, 只有部分白酒和电新龙头估值偏贵, 白酒本身凭借现金流和盈利稳定性持续获得确定性溢价, 当前贵州茅台、泸州老窖动态 PE 较历史中枢下行空间 20-30%, 而新能源板块行业中长期空间打开、竞争格局优化, 隆基股份、阳光电源、比亚迪较历史中枢下行空间 30-60%, 多数核心资产估值不贵: 宁德时代 2022 年预测 PE 47 倍, 接近历史中枢, 亿纬锂能 32 倍, 已降至历史中枢以下。

可见按照极端条件假设覆水全收，当前公募重仓股估值下行压力也已经不大。

图 6：A 股多数核心资产估值已回到常态中枢

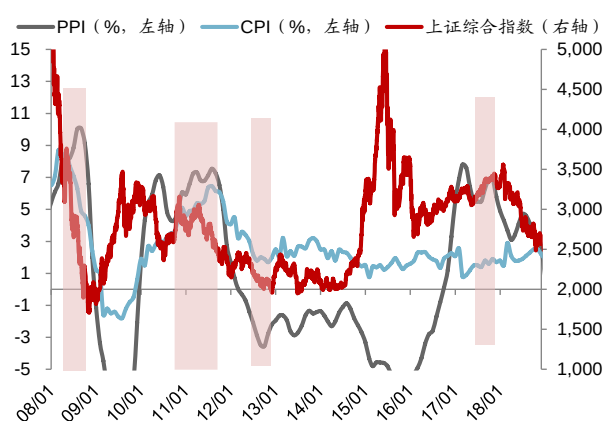
股票名称	最新估值（2022/03/11）			PE-TTM		动态PE			PEG		
	PE-TTM	2022动态PE	2022年PEG	历史中枢	历史上限	历史中枢	历史上限	距中枢空间（%）	历史中枢	历史上限	距中枢空间（%）
贵州茅台	44	36	2.1	29	41	25	37	-31	1.3	2.1	-36
宁德时代	115	47	0.6	43	61	42	63	-11	1.4	2.1	154
五粮液	29	24	1.3	25	40	22	35	-9	1.1	2.8	-14
泸州老窖	41	31	1.2	30	44	24	40	-22	0.9	1.4	-26
药明康德	57	40	1.0	57	117	52	89	31	2.8	5.8	174
隆基股份	45	29	0.8	25	69	19	30	-33	0.5	0.9	-43
立讯精密	35	24	0.6	40	56	30	49	28	0.8	1.3	28
迈瑞医疗	47	37	1.7	45	57	40	52	7	1.7	2.2	-2
海康威视	25	21	1.0	28	45	24	42	11	1.0	1.6	-6
东方财富	32	25	0.8	74	120	56	91	125	1.5	5.0	84
亿纬锂能	50	32	0.7	52	137	35	79	12	0.7	1.2	4
山西汾酒	64	45	1.1	39	59	32	55	-30	1.1	2.5	-2
招商银行	9	8	0.6	9	13	9	11	5	0.9	2.1	55
阳光电源	83	46	1.0	25	43	19	33	-59	0.6	1.8	-43
中国中免	38	28	0.8	34	49	30	41	7	1.4	2.2	76
紫光国微	81	46	0.9	75	131	65	116	41	2.1	6.3	123
比亚迪	205	74	0.7	40	79	35	74	-53	1.4	5.8	90
伊利股份	27	23	1.2	24	35	22	31	-3	1.7	3.0	40
凯莱英	96	41	0.4	50	66	42	79	1	1.3	3.7	235
韦尔股份	43	32	1.1	86	153	80	305	147	1.1	2.7	1

数据来源：Wind，东吴证券研究所，

2. 滞胀隐忧：从杀估值到杀业绩

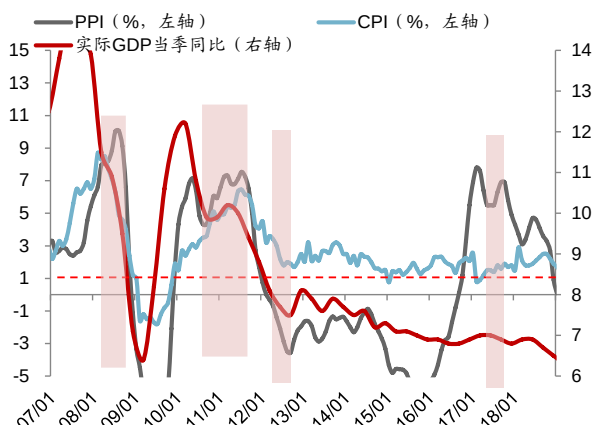
警惕由杀估值转为杀业绩的可能。过去三个月两个宏观背景超预期：联储加息提前，俄乌冲突引发全球通胀。2月PPI同比8.8%，环比0.5%，由负转正，假设今年国内PPI维持高位，我们不得不重新考量滞胀环境下对于企业盈利的伤害，一方面GDP下行造成企业收入增速承压，而由于通胀的二次抬升使得毛利整体下行，造成企业盈利受损，最终出现有杀估值向杀业绩转变。东吴策略上周聚焦《后通胀时代是谁的敌人？》复盘历史上四次“后通胀时代”，即通胀在第二年仍维持高位：油价、粮价上涨，PPI带动CPI二次上行：2008/3-7、2010/10-2011/7、2012/6-9、2017/5-10。结果显示股市基本下行，仅17年例外，背后的原因在于前三次均出现了明显的滞胀环境，GDP和企业盈利均下行：2008Q1-3，GDP当季同比从11.5%降至9.5%；2010Q3-2011/Q3，GDP当季同比从9.9%降至9.4%；2012Q1-Q3，GDP当季同比从8.1%降至7.5%，为2003年以来首次GDP增速“破8”；三段区间内全A及全A非金融部门归母净利润累计同比均快速下行或处于负增区间，且国际定价的油价和粮价快速上行造成的输入性通胀，对企业毛利造成显著下行压力，毛利率和营业收入均收缩。

图 7: 前三次区间上证综指下行



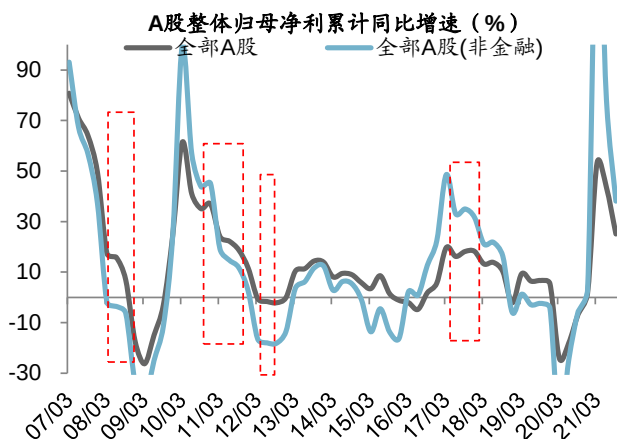
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 前四次区间 GDP 增速下行, 2017 年基本平稳



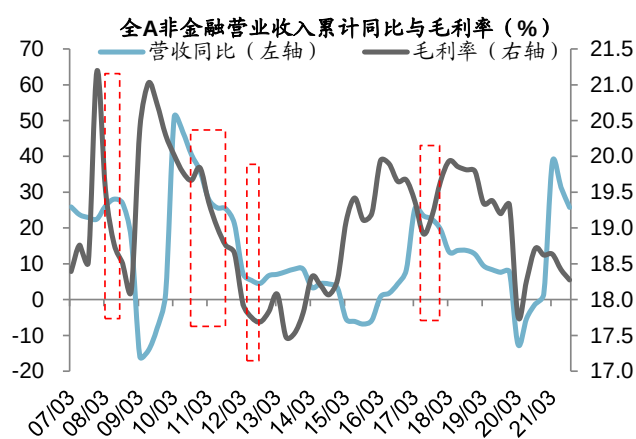
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 4 次区间均对应盈利增速下降或为负



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

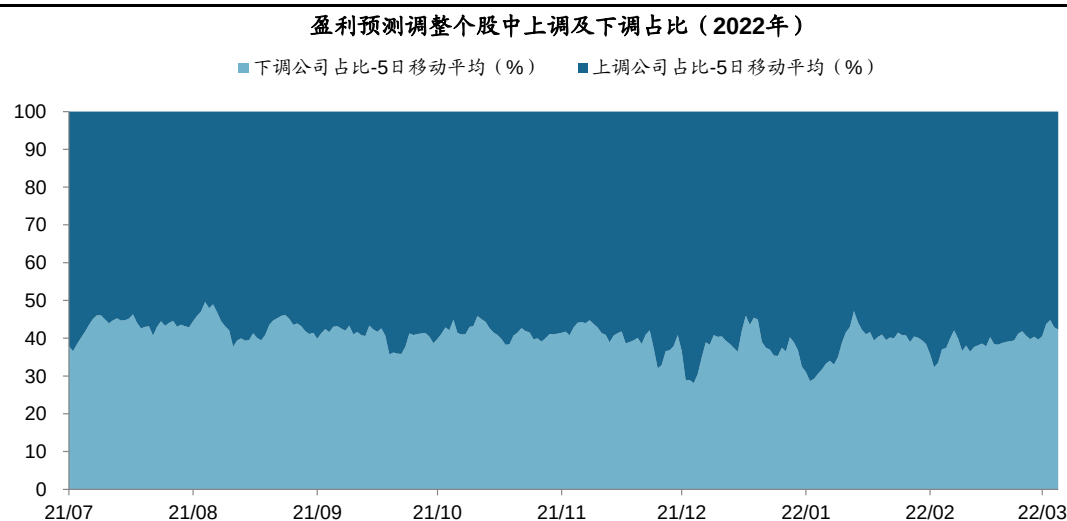
图 10: 前 3 次区间毛利率均有下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

本轮杀业绩核心在于能否实现 5.5% 的 GDP 目标, 目前未看到明显业绩预测下调。今年《政府工作报告》设置全年 GDP 增速目标 5.5%, 能否实现这一目标将成为决定市场后期是否会出现杀业绩的核心, 近期多地疫情扩散, 港股与 A 股急跌也在反应本轮疫情的可能冲击, 若往后出现市场多数公司的业绩预期下调, 对杀业绩的担忧可以适当减缓, 否则还面临业绩不及预期的风险。从最近一个月来看, 卖方分析师对于上市公司的盈利预测中, 下调 2021 年盈利预测的公司占比提升明显, 从春节后的 45% 上升到目前的 70%, 但对于 2022 年的业绩预测并未出现太大变动, 密切观测已经开始的年报期, 下调公司的占比变动。

图 11：2022 年 A 股盈利预测调整个股中上调及下调占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 什么情况下会更乐观？

短期积极，更多的乐观因素在海外：冲突缓和、通胀下行、加息落地。短期急跌后，估值较低位置若出现反弹，会有哪些乐观因素：全球对滞胀困境的担忧降低，将显著提升风险偏好，春节后最大的宏观变化在于俄乌冲突导致通胀大幅上行，如果后续能看到俄乌冲突有所缓和，市场对于全球大宗商品供应链断裂的担忧得以减轻。此外，短期值得关注的乐观信号可能来自于 3 月 15-16 日的联储议息会议，若不加息 50 个 BP，不公告缩表，加息落地后通胀预期缩窄，也可视为边际乐观信号。

国内乐观因素更多依靠政策：降息降准、地产放松或高层召开企业家座谈会。国内滞胀困境下，短期市场很难相信今年的通胀压力会得到缓解，更多的乐观信号还是来自于政策端加码，2022 年 2 月人民币贷款仅增 1.2 万亿元，企事业单位中长期贷款下滑幅度超近三年同期水平，居民户中长期贷款罕见负增长，短期贷款占比再次上升。政府工作报告提出“扩大新增信贷规模”目标，往后货币政策需要进一步加大宽松，我们认为 3 月降息降准均有可能，另外房地产政策也可能进一步松绑。政府工作报告提出要“提高首贷户比重”并探索新的发展模式。目前虽未出台新发展模式的具体纲要，但结合近期郭树清提到的“做好对新市民的金融服务工作”和近期各地出台的降低房贷或是降低首付比例等房地产政策措施，未来房地产政策或将进一步放松。此外今年两会特别关注减税降负支持制造业投资，如果更高层召开类似于 2018 年、2020 年的企业家座谈会，将是明确的乐观信号，东吴策略前期报告《民企座谈会与互联网》提到，2018、2020 年两次企业家座谈会后，社融增速明显企稳回升。经济的企稳回升自然需要政府积极财政扩大基建，更要四两拨千斤，增强企业与居民信心，宽货币向宽信用传导，实现全社会扩大投资再生产。

4. 配置：高股息与成长

短期滞胀环境下，高股息组合占优，关注银行、地产、煤炭、化工。市场大幅上涨过后的下跌和震荡盘整期，高股息策略发挥“熊市保护伞”特性，超额收益明显，历史上大盘风格占优期间，高股息策略一般表现相对较好。当前全球面临的通胀压力更多是由于事件扰动导致的阶段性高位，往后政策端不排除进一步发力，包括货币的降息降准以及地产的进一步松绑，由此带来地产、银行的估值抬升，此外考虑到 PPI 可能维持高位，随着夏季来临，不排除今年再次出现电荒，煤炭价格高位扩张毛利，业绩持续改善，电解铝等化工品也受益于产品价格上涨带来的业绩增长。

中期衰退式宽松，成长仍是全年主线，关注数字经济、光伏。中长期视角来看，国内经济处于类衰退环境，稳增长压力之下政策将继续维持宽松，伴随后续经济基本面企稳，市场悲观预期修复，风格有望重回成长，我们认为成长主线中数字经济会继去年双碳后成为又一主线，政治局层面从接触学习转向主动驾驭并给予较高定位，此外，数字经济首次进入国家级规划体系，财政支持力度将大幅提升，中长期成为激发经济活力的新动能，短期符合稳增长诉求。从投资方向来看，基础设施包括电信运营商、IDC 产业链；产业数字化包括云、信创、ERP、智能化；数字产业化包括集成电路、基础软件。详见东吴策略前期周聚焦《数字经济三个关键问题》。此外流动性充裕环境利好光伏拔估值，历史经验来看估值贡献光伏股价变动的较大权重。中性假设下，我们预计 2022 年国内及全球光伏装机迎来高增长，国内新增装机 84GW（+53%），全球新增 211GW（+24%）。装机高增叠加流动性充裕利好光伏股价上行，典型如 2020 年。2020 年平价预期带动抢装需求，全年新增装机 49GW，同比+64%，其中 12 月装机 21.7GW；叠加货币政策整体宽松，全年光伏指数上涨+72%。详见前期报告《光伏：估值盈利性价比显现》、《光伏：能源转型下的估值测算——赛道的天空系列二》。

5. 风险提示

全球疫情蔓延风险、疫苗有效性：海外疫情不断反复，若海外疫情加剧，可能对相关产业链及国内进出口造成影响。

宏观经济增长不及预期：若国内经济复苏进程不及预期，可能影响上市公司基本面表现。

通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧：今年以来 PPI 陡峭上行，并向 CPI 加速传导，通胀压力上行可能引致货币政策收紧。

历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>