反弹将迎来密集检验

报告日期：2021-04-05

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：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

4 月月报《反弹的支撑与制约》2021-03-28

3 月报《回归主旋律，寻找确定性》2021-02-28

2 月报《先抑后扬》2021-01-31

1 月报《一山更有一山高》2021-01-03

主要观点

● 反弹将迎来密集检验

业绩披露期，在上市公司 1 季报强劲业绩持续被验证确认的情况下，短期反弹动力仍在，但反弹成色也将迎来多重因素检验。一是 4 月 9 日将披露 3 月物价指数，其中 PPI 尤受关注，假若趋势下的上行幅度超预期，可能会引发政策收紧担忧；二是 4 月 13 日将公布 M2、社融、信贷数据，假如回落幅度较大，可能对市场偏好形成压制；三是 4 月 16 日公布 1 季度 GDP 增速，假如增长太超预期，同样会引发对政策加速调整的担忧，目前来看经济数据超预期的可能性较大；四是 4 月下旬将召开 1 季度中央政治局会议，经济形势的评价和后续政策的定调对行情影响很大，从目前的一些迹象来看，出现类似 2020 年底中央经济工作会议“不急转弯”偏宽松基调的可能性较小。反弹成色将面临多重考验。

年内宽幅震荡仍是主旋律。估值消化不到位，整体偏高，行业间分化大是判断本轮行情反弹而非反转最重要的依据，静待去年 4 季报和今年 1 季报业绩消化后的估值结构对后续行情的指引性。**经济增长状况与政策调整的动态平衡为年内市场宽幅震荡格局提供最重要的环境支撑，**从 4 月份或者 2 季度来看，一方面经济增速和增长动能均有可能面临下滑压力，另一方面 1 季度经济高增长后政策可能阶段性收紧加速，都决定了市场在本阶段内仍是处于较弱势环境，反弹行情仍需立足年内宽幅震荡行情的大环境中。

● 行业配置：反弹中把握三条主线，业绩超预期、低估值和疫后复苏

4 月第一周，市场震荡反弹，尤其是半导体为代表的科技股强势回归，带来市场偏好的提升。基本面一季度增长势头强劲、3 月 PMI 超预期，为盈利的超预期提供支撑。估值在前期市场调整之后也有明显回落，同时随着 2020 年报业绩的公布得到一定的消化。

配置思路依旧维持业绩超预期，同时兼具低估值的三条配置主线：一是增长主线，对应一季报业绩兑现预期不断增强的化工、有色和半导体板块。有色重点关注行业保持高利润，下游需求强劲，以及可能受益于美国基建一揽子计划的铝板块。**二是疫后复苏主线，**对应的是交运、旅游和酒店景气度回升。**三是低估值主线，**包括估值低位的银行和保险，以及将受益于二季度地方债发行提速，建筑业回暖的建筑建材。

主题关注可能贯穿全年的“碳中和”概念 3 月 31 日碳排放交易管理暂停条例提出，以及钢铁行业碳达峰及降碳行动方案成型。碳排放达峰行动进程不断推进。因此，**投资重点关注两大赛道，五大投资机会：一是直接受益，包括①高耗能行业，②最确定投资路径的新能源产业链；二是间接受益产业，包括①高端制造和设备；②科技产业；③相关服务附加产业。**

● 风险提示

中美关系进一步恶化；经济复苏不及预期；政策收紧超预期等。

正文目录

1 市场观点：反弹将迎来密集检验 3

1.1 2 季度与 4 月经济增长和动能均出现边际回落迹象 3

1.2 货币政策延续正常回归基调，关注货币信贷数据和流动性可能阶段性紧张 5

1.3 反弹仍在，但面临众多检验，年内仍是震荡市 6

2 配置核心：反弹中把握三条主线，业绩超预期、低估值和疫后复苏 7

图表目录

图表 1 3 月 PMI 数据出现分离，经济增长动能强弱信号不一，存在矛盾 4

图表 2 剔除基数效应，2 季度经济增速下行，增长动能也大概率下行 4

图表 3 高炉开工率下行至本轮低点 5

图表 4 出口景气指标高位回落，显示出口动能弱化 5

图表 5 SW 化工一季度业绩预告 8

图表 6 SW 电子一季度业绩预告 8

图表 7 2021 年一季度地方债发行再融资为主 9

图表 8 4 月第 1 周：高估值板块领涨 9

图表 9 有色估值回落明显，化工、交运、电子估值小幅提升 9

1 市场观点：反弹将迎来密集检验

业绩披露期，在上市公司 1 季报强劲业绩持续被验证确认的情况下，短期反弹动力仍在，但反弹成色也将迎来多重因素检验。一是 4 月 9 日将披露 3 月物价指数，其中 PPI 尤受关注，假若趋势下的上行幅度超预期，可能会引发政策收紧担忧；二是 4 月 13 日将公布 M2、社融、信贷数据，假如回落幅度较大，可能对市场偏好形成压制；三是 4 月 16 日公布 1 季度 GDP 增速，假如增长太超预期，同样会引发对政策加速调整的担忧，目前来看经济数据超预期的可能性较大；四是 4 月下旬将召开 1 季度中央政治局会议，经济形势的评价和后续政策的定调对行情影响很大，从目前的一些迹象来看，出现类似 2020 年底中央经济工作会议“不急转弯”偏宽松基调的可能性较小。反弹成色将面临多重考验。

年内宽幅震荡仍是主旋律。估值消化不到位，整体偏高，行业间分化大是判断本轮行情反弹而非反转最重要的依据，静待去年 4 季报和今年 1 季报业绩消化后的估值结构对后续行情的指引性。**经济增长状况与政策调整的动态平衡为年内市场宽幅震荡格局提供最重要的环境支撑，**从 4 月份或者 2 季度来看，一方面经济增速和增长动能均有可能面临下滑压力，另一方面 1 季度经济高增长后政策可能阶段性收紧加速，都决定了市场在本阶段内仍是处于较弱势环境，反弹行情仍需立足年内宽幅震荡行情的大环境中。

1.1 2 季度与 4 月经济增长和动能均出现边际回落迹象

一季度的经济增速和增长动能有望成为全年高点。此前根据我们测算，前 2 个月的 GDP 增速达到了 25.2%的水平，同时在不考虑基数效应的影响下，增长动能取得了 6.1%的年化增速。若将 3 月份考虑在内，我们预计 1 季度的 GDP 增速在 20.5%左右，同样不考虑基数效应的影响，1 季度增长动能将在 6.0%左右。整体来看，1 季度无论是增速还是动能都大超预期，最终数据将在 4 月中旬得以验证。就 1 季度的经济增速而言，无疑将是全年的增速高点，全年前高后低的经济节奏判断不变；就增长动能而言，6.0%左右已经回到了疫情前的潜在增速水平，虽然与 2020Q4 季度的 6.5%相比有所回落，但我们预计这仍将是全年的动能高点。

4 月份的经济增速和增长动能均出现边际回落的迹象。其中，经济增速将回落显然是毫无疑问的，毕竟面临的 2020 年同期基数效应相差甚远，市场也有一致共识。目前存在较大分歧的地方在于，2 季度增长动能将边际改善还是边际回落？我们认为出现边际回落的可能性更大，且目前已经出现了 4 月增长动能回落的迹象。

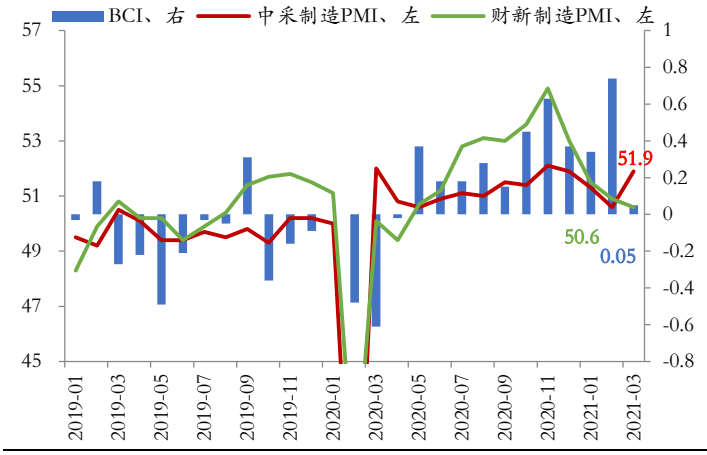
一方面，3 月 PMI 数据上出现了较明显的分离，动能增长强弱的信号存在突出矛盾。其中统计局公布的中采 PMI 在 3 月份录得 51.9%，较 2 月的 50.6%出现了显

著的回升，各分项指标如生产、订单、价格等也均出现明显提升。但根据财新公布的 PMI 指标看，却出现了不一样的运行趋势，3 月财新 PMI 录得 50.6%，延续了去年 4 季度以来的持续回落趋势，较 2 月数据继续下行了 0.3 个百分点，此外中采 PMI 分项中的生产经营活动预期和财新 PMI 分项中的经营活动指数同时出现回落，也是中采 PMI 分项中唯一回落的指标，这同时指向了生产经营活动的边际走弱。除了财新 PMI 趋势分离外，生意社大宗商品供需指数 BCI 数据在 3 月份也出现了较明显弱化的现象，3 月 BCI 报收 0.05，尽管仍然微幅为正，制造业仍有一定的扩张动力，但与 2 月份的 0.74 相比，出现了显著下滑，说明增长动能出现了较大程度的弱化。先行指标出现了较明显的分离，但偏弱化的指标更多。

另一方面，从开工率、出口景气等指标看，经济增长的动能也在走弱。一是高炉开工率回落至本轮经济复苏的低位，与 2019、2020 年同期相比均有明显不及。截止 4 月 2 日，高炉开工率仅为 59.94%，创下了疫情复苏以来的新低，与 2019 年同期 4 月初 67.68%相比，有较明显的差距，甚至与疫情期间的 2020 年 4 月初的 66.99%相比也明显不及，由此看目前全国开工建设情况并不好。二是表征出口景气的北方国际集装箱运价指数也出现高位回落，这意味着出口对经济的支撑效果也可能会随之减弱。截止 4 月 2 日，北方国际集装箱运价指数报收 1752.57 点，从 2 月中下旬的高点 1880.83 点开始一路回落。值得注意的是，出口景气一直是支撑国内经济疫后复苏不断表现出超预期的最重要驱动力，但从目前的景气指标看，这种驱动效果也在开始弱化，预计这种弱化才刚开始，后面可能面临更大的减弱压力。

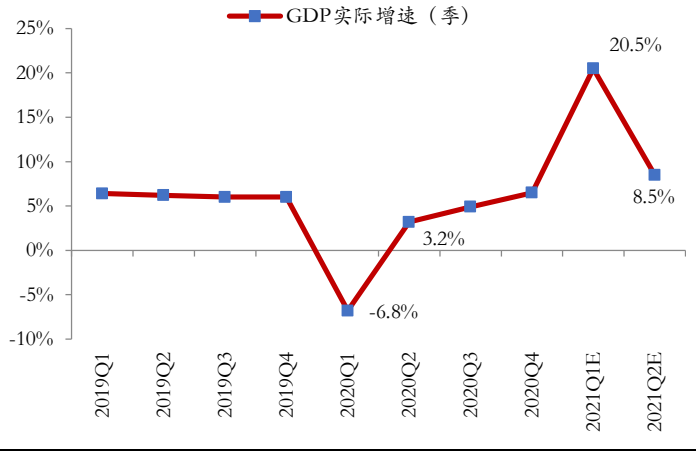
二季度开始经济重回新常态。4 月增长动能开始显弱，这有可能是二季度增长动力弱化的开启，也有可能是后面经济复苏见顶后回落的开启。我们预计 2021Q2 经济增速有望在 8.5%左右，剔除基数效应后经济增长动能有望在 5.8%左右，较一季度的 6.0%左右相比，增长动能将有所弱化，但仍是在目前的经济潜在增速附近。

图表 1 3 月 PMI 数据出现分离，经济增长动能强弱信号不一，存在矛盾



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 2 剔除基数效应，2 季度经济增速下行，增长动能也大概率下行



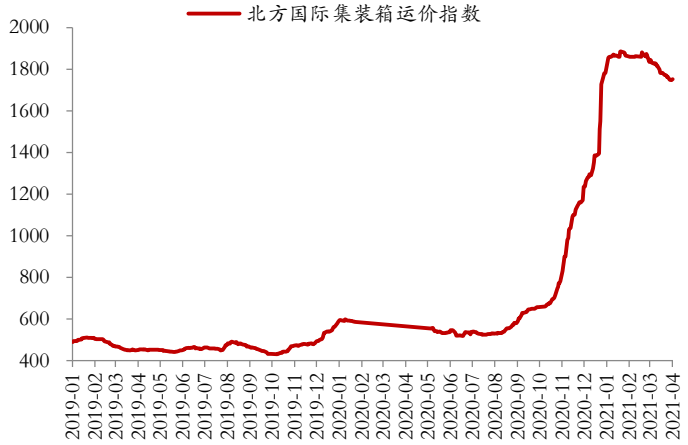
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 3 高炉开工率下行至本轮低点



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 4 出口景气指标高位回落，显示出口动能弱化



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：点

1.2 货币政策延续正常回归基调，关注货币信贷数据和流动性可能阶段性紧张

货币政策延续稳中向紧、继续正常化回归的基调，下调全年货币供应和社融存量增速预期。4 月 1 日，国新办举行新闻发布会，会上央行货币政策司孙司长就货币政策走向等问题进行了解释，我们觉得有几个重要的点值得关注：其一，孙司长表示“货币币值对内稳定要保持物价稳定，必须管好货币总闸门”。然而就目前的物价趋势来看，PPI 正在快速上行，考虑到 3 月份的 PMI 主要原材料购进价格和出厂价格分项数据明显提升，预计 3 月 PPI 仍延续快速上行势头。CPI 在 3 月有望回正。总体来看，目前物价方面并不存在整体的压力，但 PPI 快速上行可能存在阶段性压力，因此大的方向上要管好货币供给总闸门。二是孙司长表示“实施正常货币政策的积极作用正在显现，我国将继续珍惜正常的货币政策空间”，央行认为正常的货币政策实施有利于促进经济的良好稳定发展，因此后续我们有望长时间维持在正常化货币政策框架内。其三孙司长表示“下一步关键是把自己的事办好，货币政策要稳字当头”，回应了下一步货币政策的基调，延续“稳字当头”，一方面当前的短端利率基本在 DR007 的政策利率上下波动，长端利率如 10 年期国债收益率也维持在 3.2%左右，已实现利率中枢的稳定；另一方面未来政策导向仍将是坚持这个中枢水平基本稳定。其四孙司长还表示，“货币供应量和社会融资规模增速与债务余额增速走势一致，货币政策实现中间目标，就能保持宏观杠杆率基本稳定”，此举回答了前段时间市场关心宏观杠杆率基本稳定、政府杠杆率要有所下降的疑问，央行继续坚持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配。总的来看，后续货币政策继续坚持稳中向紧，继续回归正常化的方向和基调不变，考虑到全年的名义增速预计在 10%不到，因此**下调全年货币供给和社融存量规模增速的预期。**

关注 3 月货币供应、社融和信贷规模可能出现较大幅度回落。3 月份的 M2 同比、社融和信贷规模增速将在 4 月 13 日披露，需要关注货币和信用数据可能出现较大程度的回落。一方面，年后各地严查资金违规流入房市，力度之严前所未有，这可能对居民部门的中长期贷款形成遏制。此外春节过后，居民部门的短期贷款需求也有所降低，也不利于信贷放量；二方面，政府债发行进度偏缓，尤其是地方政府专项债，从新闻披露来看，预计 3 月发行的规模整体有限，今年专项债发行的高峰期将集中在 2、3 季度，因此 3 月份的政府债规模预计也不会很大；三方面，需注意的是 2020 年 3 月份由于疫情原因出现了天量的社融和信贷规模，因此就今年 3 月来看具备较高的基数效应制约。整体来看，预计 3 月社融、信贷均会出现较大幅度的回落。

继续关注 4 月资金需求高峰以及央行的政策应对。一是城投债到期规模仍然庞大，有 3041 亿到期，仅次于 3 月份；二是地方政府专项债有可能迎来集中发行；三是 4 月份将迎来企业的密集性纳税时间窗口，财政支出相对财政收入大幅不及，因此出现财政资金净回笼的季节性效应，这在季度的首月通常都会出现此种情况。整体看，4 月资金压力将比 3 月更大，重点关注央行的政策应对。

1.3 反弹仍在，但面临众多检验，年内仍是震荡市

反弹继续，但面临众多检验，对时间和空间都不宜过度乐观。近一周多以来，市场在情绪企稳以及对一季报报以较高期许的情况下有所反弹，其中上证指数底部反弹不足 4 个百分点，创业板指底部反弹超过 8 个百分点，反弹的幅度目前还不大。在一季报继续披露，没有出现龙头或者重要标的业绩不及预期，而又反弹幅度整体不大的情况下，市场的反弹动力仍在。**但值得注意的是，4 月份有几个重要的事件和时间点都将检验本次反弹的成色：**其一，4 月 9 日将披露 3 月份的物价指数，其中 PPI 指数尤其需要关注，假如太超预期，可能会引起市场对货币政策加速收紧或者宏观政策收紧的担忧；其二，4 月 13 日将披露 3 月份 M2 同比、社融、信贷数据，我们预计数据将出现较大程度的回落，需关注该些数据能否对市场风险偏好有所压制；其三，4 月 16 日公布的 1 季度 GDP 增速，目前来看 1 季度经济增速大概率将大超市场预期，同样太超预期，可能会引发市场对货币和宏观政策的担忧，类似 2020 年 7 月份公布 2020Q2 季度经济增速时类似；最后，4 月下旬将召开 1 季度中央政治局会议，高层对 1 季度经济形势的评价以及对后续宏观政策的定调将是影响更加广泛的事件，从目前的一些迹象来看，预计出现 2020 年中央经济工作会议“不急转弯”类似的宽松基调可能性较小。因此，总的来看，本轮反弹面临众多检验，对本次反弹的时间和空间都不宜过度乐观。

年内宽幅震荡仍是主旋律。目前判断市场迎来反弹而非是反转的一个最重要原因在于市场整体估值仍然偏高，行业间的估值分化也仍然严重，同样也是限制反弹

时间和空间的一个重要原因。目前也正值年报和一季报披露密集期，业绩对估值的消化将对估值位置和结构形成较大影响，尤其是 2020 年 Q4 季度和 2021Q1 季度业绩强劲增长的情况下。因此估值情况静待业绩消化，劳动节后再做判断。从更长的维度来看，机会和风险都有望来源于经济增长状况与政策调整之间的螺旋矛盾，假如经济增长超预期，政策回收压力将较大；假如后续经济回落过快，政策也存在放松的可能。因此在经济增长状况和政策调整的动态平衡中，年内市场仍是宽幅震荡的主旋律。

2 配置核心：反弹中把握三条主线，业绩超预期、低估值和疫后复苏

4 月第一周，市场震荡反弹，尤其是在周四和周五，以半导体为代表的科技股强势回归，抱团股的反弹，带来市场偏好的提升。当前基本面方面，1 季度增长势头强劲，3 月制造业 PMI 数据超预期表明供需两端同步回升，经济景气度提高，基本面的强劲为盈利可能超预期提供支撑。估值方面，除了高估值板块随着 3 月以来的市场调整，已经有明显回落之外；部分估值也随着 2020 年报业绩的公布得到一定程度上的消化。**因此，配置思路依旧维持业绩超预期，同时兼具低估值的三条配置主线：一是增长主线**，对应一季报业绩兑现预期不断增强，盈利可能超预期的化工、有色和半导体板块；**二是疫后复苏主线**，对应的是交运、旅游和酒店；**三是低估值主线**，包括估值处于地位的银行和保险，以及受益于建筑业回暖的建筑建材板块。**主题方面，以及关注或贯穿全年的碳中和下的投资机会，重点关注新能源产业链。**

主线一：增长主线，关注一季报业绩可能超预期的化工、有色铝和半导体。上周 3 月 PMI 数据公布，超预期以及超过前值的表现，一方面表明供需两端双双抬升下的强劲的经济基本面；另一方面，随着疫苗进程的加速以及全球经济逐步恢复，进出口景气度也进一步抬高。除此以外，随着一季报业绩披露的不断临近，业绩兑现预期也不断强化。

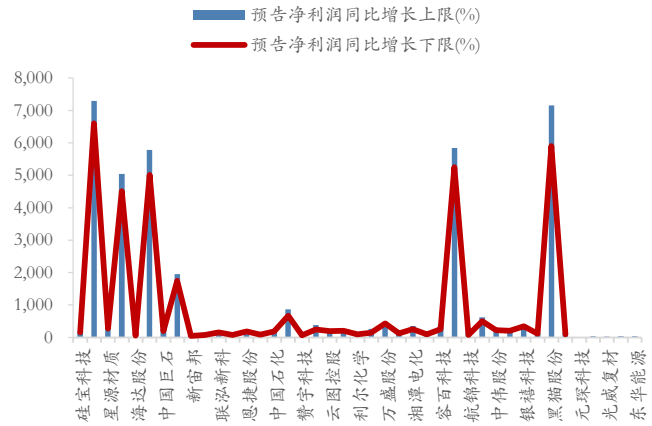
①化工，受益于一季度周期品价格的快速上涨，以及下游需求强劲，全产业链的化工龙头公司业绩大概率将会业绩超预期。截止 4 月 2 日，申万化工板块中 42 家披露一季报预告的上市公司中，预增 31 家、扭亏 6 家、略增 4 家。

②有色，重点关注行业保持高利润，一季度业绩或超预期的铝板块。一是消费旺季来临，下游需求引领库存释放；二是碳中和的目标下，行业利润有望维持高位；三是 3 月底美国总统拜登宣布了总额达 2.25 万亿美元的基建一揽子计划，包括投资交通基础设施建设，以及改造适用房和商业地产，都将带来有色金属的需求增量。

③半导体，一季报业绩将迎来兑现。上周科技股以半导体为代表涨幅 4.8%，位

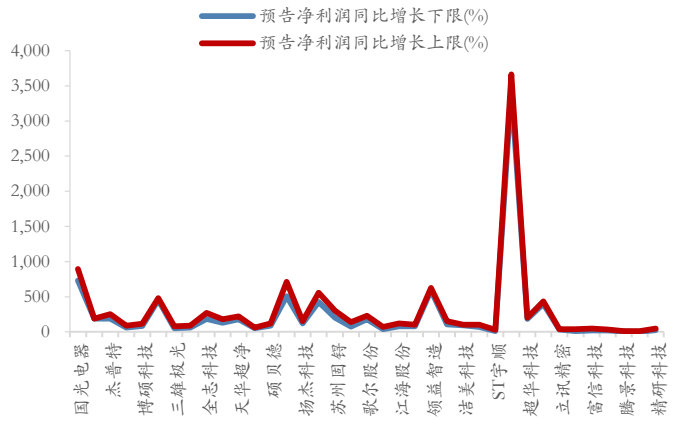
居申万行业前列。对于科技股的回暖，一是供需层面，全球半导体缺芯状态或蔓延至半导体设备领域；二是业绩层面，去年下半年开始半导体公司的涨价动作，都会在一季报中有所表现，包括上周台积电和瑞芯微又接连发布调价通知，景气度维持高位。

图表 5 SW 化工一季度业绩预告



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 6 SW 电子一季度业绩预告

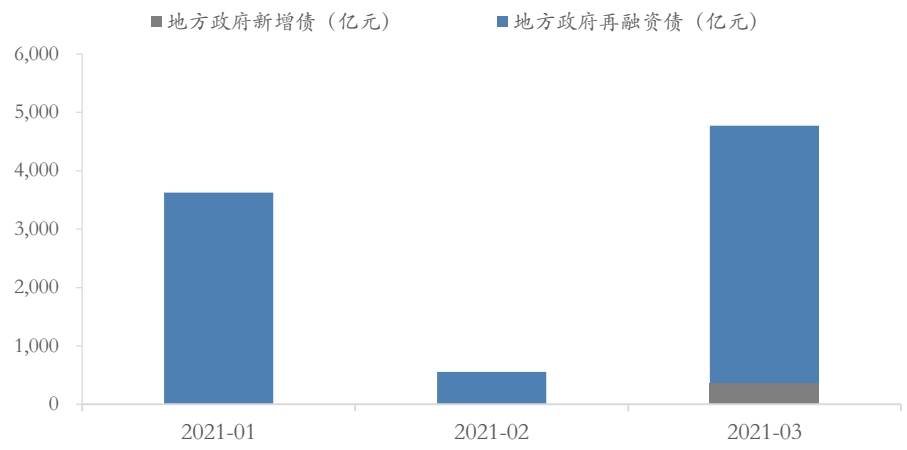


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

主线二，疫后复苏主线，景气度回升的交运、酒店和旅游。清明小长假迎来报复性出游高峰， 4 月 2 日铁路发送旅客数创 2021 年单日新高，4 月 3 日民航运送旅客数较 2020 年同比增长近 370%，接近正常 2019 年疫前正常水平。清明节的旅游小高峰，一是 2021 年春节提倡就地过年带来的错峰回乡；二是随着当前疫苗接种不断推进和本土疫情控制得当，出游限制降低。因此，预计随着天气进一步转暖，五一小长假有望迎来新的出游高峰。截止 3 月 24 日，同程旅游数据显示五一的机票已经是同比 10 倍。因此，可以继续关注疫后复苏的交运、旅游和酒店板块。

主线三：低估值主线，银行、保险，及建筑建材。①银行，延续经济改善，资产质量改善带动不良率下降的推荐逻辑。同时，从政策端来看，包括 4 月 2 日将普惠小微贷款延期至 12 月 31 日，以及提高制造业贷款比重，都将进一步有利于实体经济的恢复。**②保险，**保费压制逻辑减弱逻辑延续，投资端 10 年期国债收益率稳定在 3.2%附近，截止 4 月 2 日非银金融板块估值低位，估值分位数在 7.8%附近。**③建筑建材，**建筑建材将受益于二季度地方债发行提速。截止 3 月份来看，2021 年一季度的地方债发行以再融资为主，新增量较少；尽管有偿债压力较大的因素，但是按照往年地方债发行情况来看，发行高峰集中在二、三季度，对受益于基建的建筑建材板块形成支撑。

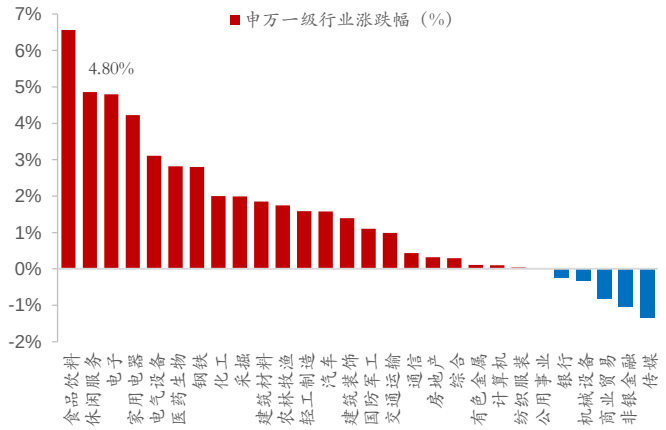
图表 7 2021 年一季度地方债发行再融资为主



资料来源：wind，华安证券研究所

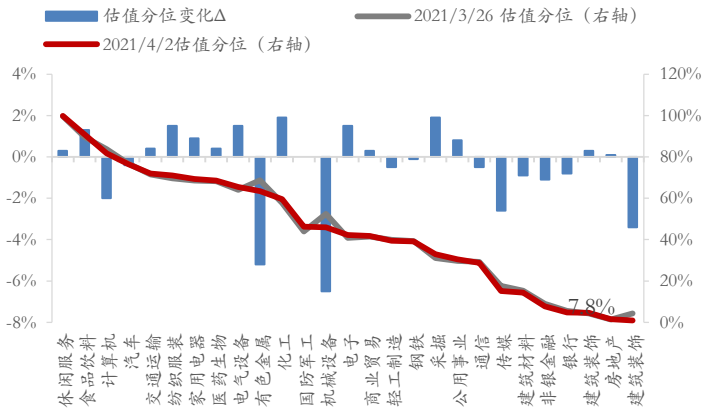
主题关注可能贯穿全年的“碳中和”概念。碳排放达峰行动进程不断推进，包括 3 月 31 日碳排放交易管理暂停条例提出，以及钢铁行业碳达峰及降碳行动方案成型，都将使得“碳中和”路径进一步清晰，且若按照 2025 年钢铁实现碳达峰，2030 年碳排放量较峰值降低 30%来看，实现路径的力度和进度或将超预期。**从投资方向来看，重点关注两大赛道，五大投资机会：一是直接受益，**包括**①高耗能行业，②最确定投资路径的新能源产业链；二是间接受益产业，**包括**①高端制造和设备；②科技产业；③相关服务附加产业。**

图表 8 4 月第 1 周：高估值板块领涨



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 9 有色估值回落明显，化工、交运、电子估值小幅提升



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

风险提示：

中美关系进一步恶化；经济复苏不及预期；政策收紧超预期等。

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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；

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。