东兴证券 DONGXING SECURITIES

流动性收紧渐近，关注行业业绩弹性

2021 年 3 月 28 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

全球风险资产波动加大，美元指数走强，市场中小市值占优特征强化。大类资产中，美元指数走强（涨 0.84%），刷新 2020 年 11 月以来高位，而 A 股、美股虽小幅收涨，但波动率普遍上行。结构变化上也反映“恐高”情绪。第一、年初至今强势的钢铁、煤炭出现调整，而跌幅较大的军工、食品饮料、医药出现上涨。第二、估值较低的中小市值相对估值较高的大市值股继续占优。占优板块切换到中小盘是从春节后开始的，近期趋势更为明显：即便是在上涨的行业中，上涨的公司也主要集中在中小市值公司，医药、食品饮料行业中小市值公司上涨比例超 70%。从 ETF 基金申购赎回角度来看，医药、食品饮料、计算机、电新恢复净流入，非银金融转为净流出。

中美关于货币政策表态同时边际趋紧，美国来看，美联储表态微妙变化，全球加息风险增大。3 月 25 日美联储主席鲍威尔在接受采访时表示“随着经济的好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券的数量”，相较前期表态 25 日讲话强调“为收紧做准备”。基于其货币政策框架，一旦通胀、失业率水平达到预期目标，政策态度将会转变。而美元因其国际储备货币地位，政策外溢是必然结果，货币政策转向的冲击势必是全球性的。

中国来看，或将随之来临政策利率的上调。一季度央行货币政策委员会例会删去“保持对经济恢复的必要支持力度”等表述，倾向偏于收紧。当前中美经济形势对比与 2018 年类似，均为美国经济存在过热风险，我国则处于经济筑底、恢复阶段，参照 2018 年我国央行政策利率调整，若美联储政策态度转变，我国政策调整力度将弱于美联储。

行业配置：收益来源于业绩弹性，三条主线布局。主线一、估值低、业绩弹性高的行业。业绩增速高、估值甚至还低于 2019 年初的绩优股，包括**景区、零售、电力及公用事业、航运、畜牧养殖、纺织服装和核电**。**主线二：涨价与制造业复苏拉动的行业。**涨价产业链关注估值和盈利变化两个维度。历史上资源品、工程机械和汽车零部件估值上行与回落均早于 PPI 变化，各轮 PPI 上行均持续超过 1 年，估值上行持续时间较短但也均超 9 个月，本轮 PPI 上行开始于 2020 年 5 月，而股票估值上升 10 月才开始；历史上铜、钢铁、工程机械、汽车零部件行业归母净利润均随 PPI 上行而上行。2020 年 12 月制造业产能利率已达 78%。产能利用率上升往往伴随资本支出扩张，本次产能利用率上升制造业资本支出尚未显著上行。建议关注受益于涨价与制造业复苏的**工程机械、汽车零部件、铜、长材、板材、铁矿石**。**主线三：美国房地产周期上行带动的地产后周期行业。**2020 年 5 月以来美国地产供需两旺、长期贷款利率处于较低位置、刚需释放催化行业景气上行，从美国地产周期上行催化的经验出发，地产周期上行将拉动**家电、家居。**

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

目 录

1. 市场回顾：全球风险资产波动加大，美元指数走强 3
2. 流动性扰动：全球加息风险增大 5
3. 行业配置：收益来源于业绩弹性，三条主线布局 8
4. 风险提示 13

插图目录

图 1：A 股美股指数波动率有所上行 3
图 2：美元指数走强，风险资产下跌 3
图 3：钢铁、煤炭有所回调，国防军工、食品饮料、医药近期上涨 4
图 4：ETF 上周医药、食品饮料、计算机、电新恢复净流入，非银金融转为净流出 4
图 5：春节后指数开始出现分化，中小市值占优，大盘股和抱团股相对弱势 5
图 6：3 月美联储关于经济数据预期 6
图 7：联邦基金利率关注核心 PCE 6
图 8：美联储政策具明显外溢效应 6
图 9：当前中美宏观经济对比与 2018 年类似 7
图 10：中国 CPI 同比增速及其预测 8
图 11：制造业投资修复甚至超过疫情前高点 10
图 12：制造业资本支出存在扩张空间 10
图 13：当前制造业 ROE 可能已经见底 11
图 14：美国新建住房、成屋销售同比处于历史高位 11
图 15：美国 30 年期抵押贷款固定利率 11
图 16：美国成屋库存同比处于深度负区间 12
图 17：2020 年下半年以来美国已获批准的新建私人住宅高增 12
图 18：家电、家具等地产后周期产品出口往往之后美国新建住房销售 2-3 个季度 12

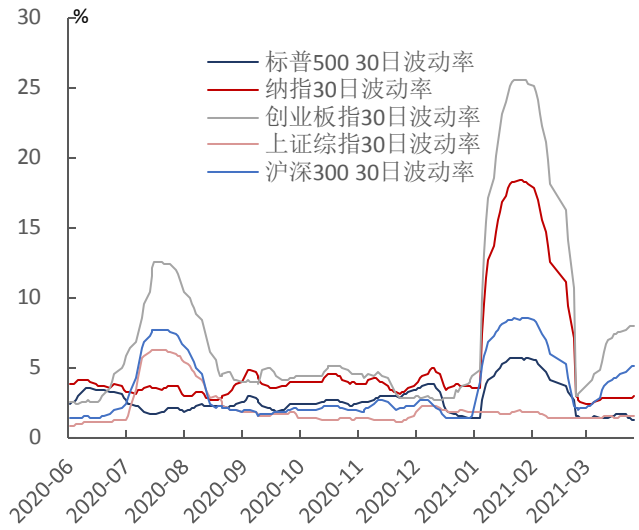
表格目录

表 1：国防军工、医药、食品饮料上涨集中在中小市值，煤炭、钢铁下跌集中在大中市值 4
表 2：2017~2018 年期间，中美政策利率调整节奏 7
表 3：景区、零售、电力及公用事业等业绩增速较高且估值相比 2019 年 1 月还低 8
表 4：铜、钢铁、工程机械、汽车零部件等行业归母净利润均随 PPI 上行而扩张 9
表 5：历史上资源品行业估值上行开始和结束时点都早于 PPI 上行开始和结束时点 9

1. 市场回顾：全球风险资产波动加大，美元指数走强

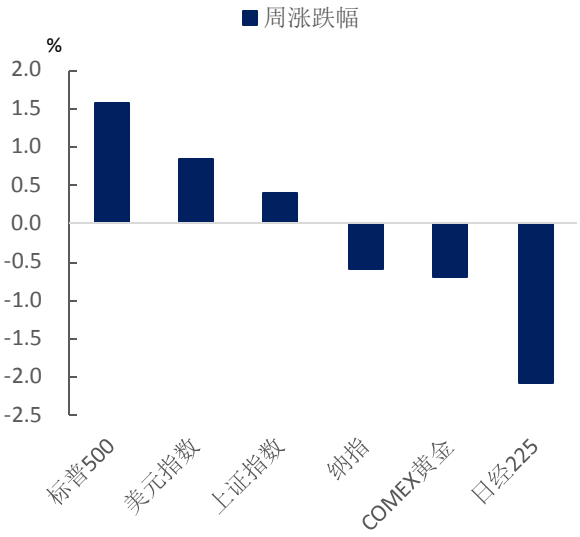
全球风险资产波动加大，市场避险情绪升温，美元指数走强。大类资产中，美元指数走强达 92.73（涨 0.84%），刷新 2020 年 11 月以来高位，而 A 股、美股虽小幅收涨，但波动率普遍上行。鲍威尔周四发言偏鹰派引发无风险利率上行担忧，A 股美股指数波动率普遍上行，市场避险情绪升温对美元指数构成支撑，美元指数走强达 92.73（涨 0.84%），刷新 2020 年 11 月以来高位，美元避险属性相对黄金增强，同时风险资产下跌，纳指/日经 225 跌幅分别为 0.58%/2.07%。

图 1：A 股美股指数波动率有所上行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：美元指数走强，风险资产下跌



资料来源：Wind、东兴证券研究所

结构变化上也反映“恐高”情绪，出现涨跌幅切换和估值回调。第一、年初至今强势的钢铁、煤炭出现调整，而跌幅较大的军工、食品饮料、医药出现上涨。3 月前两周涨幅较大的钢铁、煤炭 15 日起有所回调，大中市值公司领跌；而跌幅较大的国防军工、食品饮料、医药等行业 15 日起普遍上涨，中小市值公司上涨较多，电力及公用事业涨幅延续，表现稳定。从 ETF 基金申购赎回角度来看，医药、食品饮料、计算机、电新恢复净流入，非银金融转为净流出。

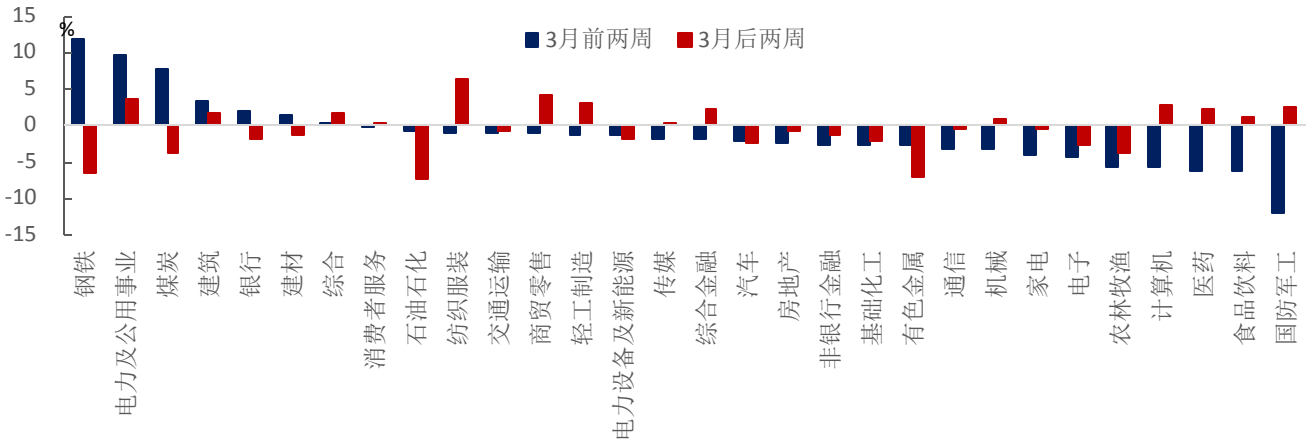


图 3：钢铁、煤炭有所回调，国防军工、食品饮料、医药近期上涨

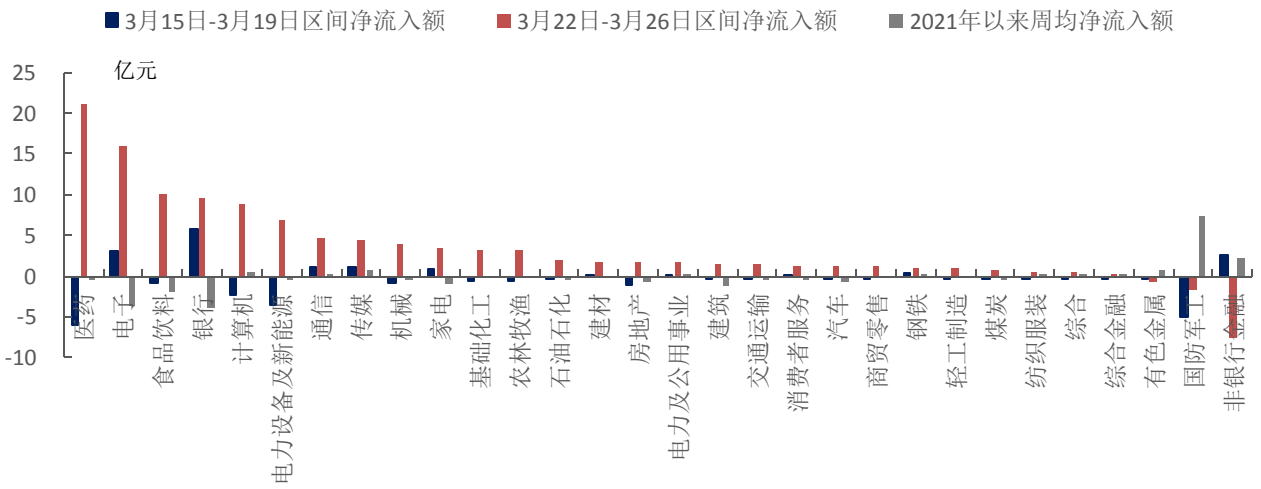
资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 1：国防军工、医药、食品饮料上涨集中在中小市值，煤炭、钢铁下跌集中在大中市值

行业	市值前 10%		市值 10%-50%		市值后 50%	
	上涨比例	下跌比例	上涨比例	下跌比例	上涨比例	下跌比例
国防军工	56%	44%	76%	24%	65%	35%
医药	67%	33%	72%	28%	72%	28%
食品饮料	75%	25%	78%	22%	82%	18%
钢铁	17%	83%	25%	75%	42%	58%
煤炭	25%	75%	7%	93%	22%	78%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：ETF 上周医药、食品饮料、计算机、电新恢复净流入，非银金融转为净流出

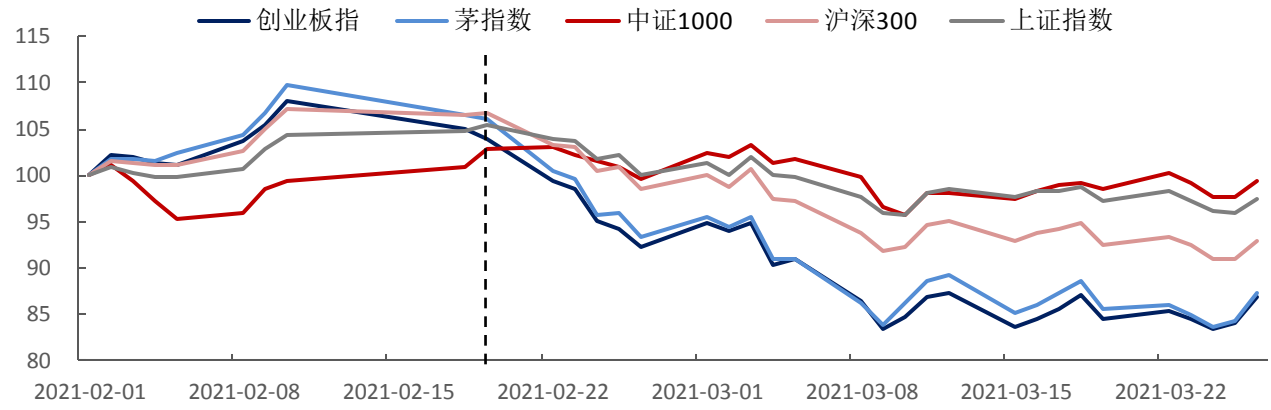


数据来源：wind、东兴证券研究所

注：数据更新截止至 2021 年 3 月 26 日

第二、估值较低的中小市值相对估值较高的大市值股继续占优，占优板块切换到中小盘是从春节后开始的。上周上证综指收涨 0.40%，创业板指涨幅居前，达 2.77%，代表抱团股的茅指数有所反弹，上周收涨 1.97%，中证 1000/中证 500/上证 50 分别涨 0.81%/0.73%/0.50%。历史数据来看，2 月初至春节前大盘股相对中小盘涨幅占优；春节后，沪深 300/中证 1000 估值分位数分别为 99.8%/75.2%，大市值公司估值开始显著回调。

图 5：春节后指数开始出现分化，中小市值占优，大盘股和抱团股相对弱势



资料来源：wind、东兴证券研究所

注：以 2021 年 2 月 1 日收盘价设为起始值 100 计算

2. 流动性扰动：全球加息风险增大

美联储“鸽”的是倾向而非政策思路。3 月 FOMC 会议表示在就业、通胀率达到预计水平前，联邦基金利率的目标区间维持在 0%~0.25%，且将继续增持国债。虽然表态仍维持宽松，但从美联储货币政策思路角度来看，可以理解为“一旦相关数据达到预期目标，将对联邦基金利率目标区间作出调整”。正如美联储理事布雷纳德所说，应 “采取基于结果的耐心态度，而不是基于前景的先发制人的方法”，目前美经济强劲恢复仅仅是一种预期，美联储基于其货币政策框架不贸然采取行动，不意味着预期目标达到后不转变货币政策态度。

态度转变或早市场于预期。美联储货币政策框架来看，货币政策调整更加关心核心通胀指标，而 3 月其对 2021 年核心 PCE 的预期已调升至 2.2%，虽然鲍威尔强调美联储更加关心长期通胀，但从美国经济恢复趋势来看，通胀或进一步升温。美联储官方表态来看，近期态度出现微妙变化。3 月 25 日，美联储主席鲍威尔在接受采访时表示“随着经济的好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券的数量”，相较于 3 月 FOMC 会议纪要，两次表态虽然一脉相承，但会议纪要强调“维持现状”，25 日讲话则强调“为收紧做

准备”。基于美国亮眼的经济数据及近期美联储表态，我们认为美联储“鸽”转“鹰”速度或快于市场预期。

图 6：3 月美联储关于经济数据预期

Percent

Variable	Median[1]				Central Tendency[2]			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8–6.6	3.0–3.8	2.0–2.5	1.8–2.0
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7–5.0	3.0–3.5	2.2–2.7	1.7–2.0
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2–4.7	3.6–4.0	3.2–3.8	3.8–4.3
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7–5.4	3.8–4.6	3.5–4.3	3.9–4.3
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2–2.4	1.8–2.1	2.0–2.2	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7–1.9	1.8–2.0	1.9–2.1	2.0
Core PCE inflation[4]	2.2	2.0	2.1		2.0–2.3	1.9–2.1	2.0–2.2	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7–1.8	1.8–2.0	1.9–2.1	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1–0.4	0.1–0.9	2.3–2.5
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5

资料来源：wind、东兴证券研究所

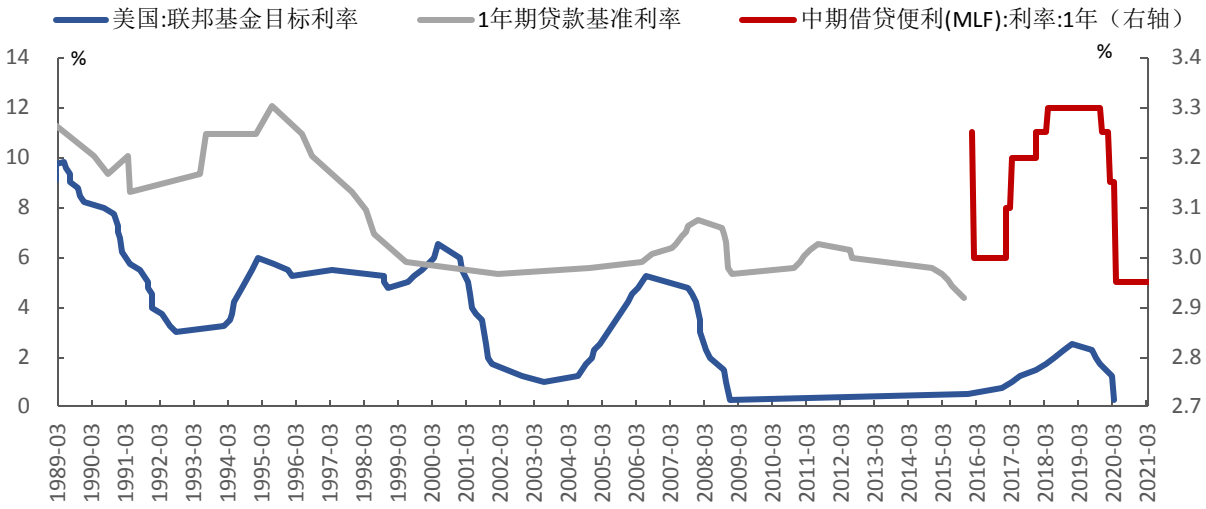
图 7：联邦基金利率关注核心 PCE



资料来源：wind、东兴证券研究所

美货币政策外溢是必然结果。美元因美国第一大经济体的地位、自身国际储备货币的地位，其货币政策调整将影响各个国家。历次美元加息周期的开启基本都等同于全球加息周期开启，尤其本轮宽松是为了应对疫情冲击，各国央行采取一致行动，货币政策转向的冲击势必是全球性的。

图 8：美联储政策具明显外溢效应

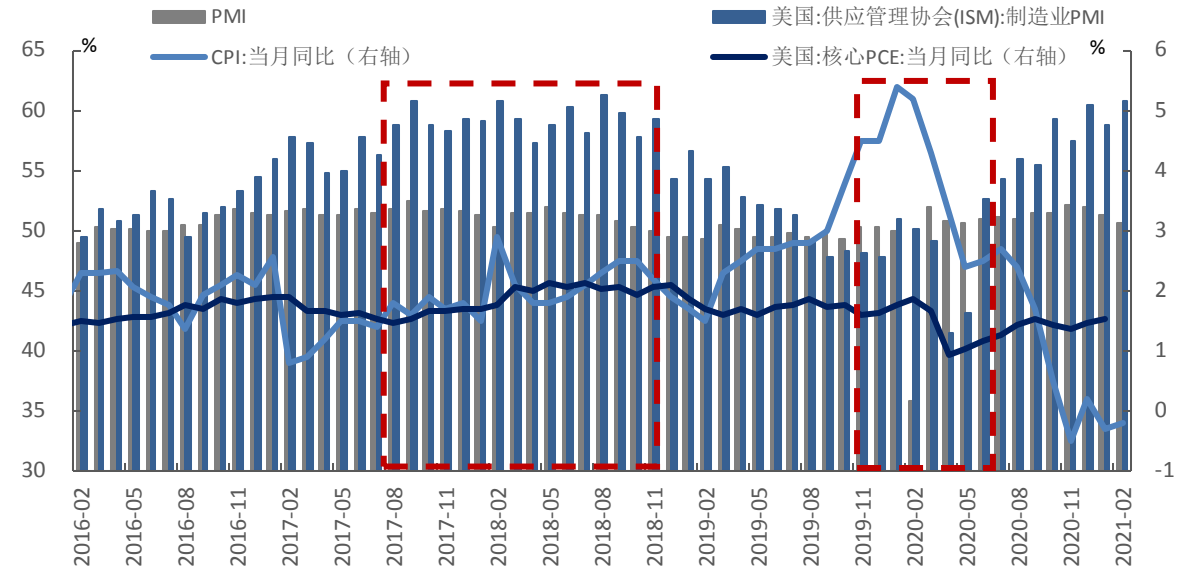


资料来源：wind、东兴证券研究所

若货币政策发生转向，我国调整力度弱于美国。一季度央行货币政策委员会删去“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“保持对经济恢复的必要支持力度”表述，倾向偏于收紧。当前情况与 2018 年

十分类似，2018 年在特朗普政府减税政策刺激下，美国经济面临过热风险，我国则处于 L 型筑底阶段，全年 CPI 维持 2%水平；2021 年，美国经济恢复预期明显强于中国，市场通胀预期强烈，我国基本面同比数据虽然反弹，但官方表态“经济恢复基础尚不牢固”，CPI 维持 1%水平。2017 年~2018 年期间，美联储共加息 6 次，我国仅调升 MLF 利率 3 次，且每次调整幅度为 5BPS，明显小于美联储调整幅度。若美货币政策出现转向，基于我国目前经济增长、通胀膨胀情况预判，我国政策利率调整力度将类似于 2018 年，幅度、节奏均弱于美联储。

图 9：当前中美宏观经济对比与 2018 年类似



资料来源：wind、东兴证券研究所

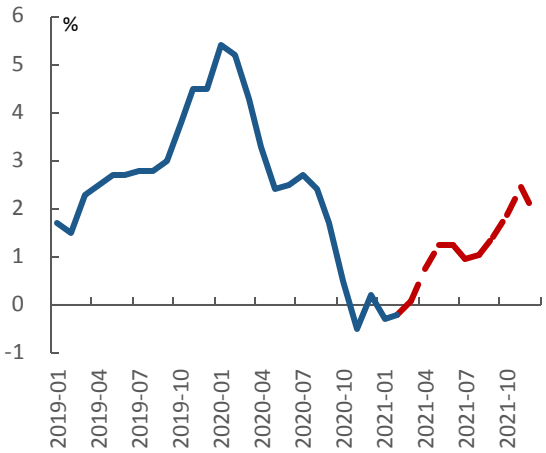
表 2：2017~2018 年期间，中美政策利率调整节奏

时间	美国:联邦基金目标利率	中期借贷便利(MLF):利率:1 年（右轴）
2017-03-16	1.0	3.20
2017-06-15	1.3	3.20
2017-12-14	1.5	3.25
2018-03-22	1.8	3.25
2018-04-17	1.8	3.30
2018-06-14	2.0	3.30
2018-09-27	2.3	3.30

2018-12-20	2.5	3.30

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：中国 CPI 同比增速及其预测



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 行业配置：收益来源于业绩弹性，三条主线布局

主线一：估值低、业绩弹性高的行业。业绩预告显示业绩高增、当前估值甚至还低于 2019 年 1 月时期的绩优股包括**景区、零售、电力及公用事业、航运、畜牧养殖、纺织服装和核电。**

表 3：景区、零售、电力及公用事业等业绩增速较高且估值相比 2019 年 1 月还低

一级行业	三级行业	2020 前三季度增速（%）	2020 累计增速（%）	2021 预计增速（%）	2019 年 1 月 1 日 PE	2021 年 3 月 22 日 PE	PE 变动幅度（%）
电力及公用事业	其他发电	1.61	1.58	12.40	60.64	16.95	-72.05
	火电	41.53	73.64	36.79	26.54	14.79	-44.25
汽车	摩托车及其他	52.39	113.63	115.14	16.32	-18.73	-214.77
	卡车	43.91	37.43	115.56	3434.76	36.07	-98.95
消费者服务	景区	-112.52	-175.67	215.52	22.78	-302.64	-1428.61
农林牧渔	畜牧养殖	155.31	54.53	54.54	39.42	14.84	-62.35
交通运输	航运	104.95	60.26	73.51	33.66	13.55	-59.75
国防军工	其他军工	84.83	150.35	21.25	82.33	64.64	-21.49
纺织服装	家纺	56.29	30.27	102.84	16.64	14.00	-15.85

电力设备及新能源	核电	35.44	162.95	2612.70	21.35	18.75	-12.18
非银行金融	证券	40.54	38.02	31.66	22.58	20.88	-7.52

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至2021年3月22日

主线二：涨价与制造业复苏拉动的行业。PPI 上行带动铜、钢铁、工程机械、汽车零部件等行业盈利扩张。历史上 2003 年 6 月-2004 年 11 月、2007 年 6 月-2008 年 8 月、2009 年 7 月-2010 年 7 月、2015 年 9 月-2017 年 2 月四段 PPI 上行区间中，PPI 每上行一个百分点，铜、长材、板材、铁矿石、工程机械、汽车零部件行业归母净利润分别平均上行 1.10、1.18、5.88、0.09、3.09、2.08 亿元。四段区间中，上游资源品相关行业的估值上行开始时点与结束时点均早于 PPI 上行开始与结束时点，且估值上行均持续 9 个月以上，本轮 PPI 上行开始于 2020 年 5 月，相关行业股票估值回涨则直到 10 月才开始。从以往经验来看，**工程机械、汽车零部件、铜、长材、板材、铁矿石**等行业本轮股票或仍将上行。

2016 年下半年以来，中游制造业 ROE 出现见底回升趋势，但随后受到中美贸易战、去杠杆以及新冠疫情影响，制造业 ROE 继续走低，制造业 ROE 可能已经见底。疫情之后，制造业投资显著修复，甚至超过疫情前水平。截至 2020 年 12 月，制造业产能利率已经达到 78%。历史来看，产能利用率上升也往往伴随资本支出扩张，本次产能利用率上升制造业资本支出尚未显著上行，制造业资本支出仍具备扩张潜力。产能利用率提升、盈利改善且库存低位回升的细分领域包括**工程机械、汽车零部件**等或将受益。

表 4：铜、钢铁、工程机械、汽车零部件等行业归母净利润均随 PPI 上行而扩张

行业（亿元/%）	2003.6-2004.11	2006.6-2007.8	2009.7-2010.7	2015.9-2017.2	平均值
铜	0.04	2.52	0.71	1.13	1.10
长材	0.17	0.93	1.10	2.53	1.18
板材	0.51	3.48	8.02	11.50	5.88
铁矿石	--	-0.01	0.03	0.25	0.09
工程机械	0.02	10.32	0.48	1.53	3.09
汽车零部件	-0.25	7.19	0.50	0.90	2.08

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 5：历史上资源品行业估值上行开始和结束时点都早于 PPI 上行开始和结束时点

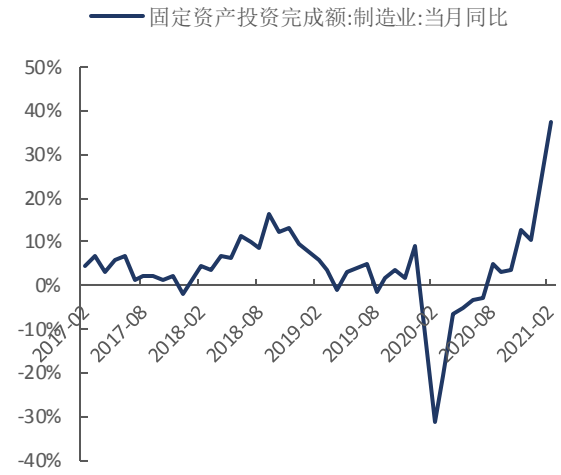
	第一段 PPI 上行开始时间	第一段 PPI 上行结束时间	第二段 PPI 上行开始时间	第二段 PPI 上行结束时间
	2003 年 6 月	2004 年 11 月	2007 年 6 月	2008 年 8 月

	第一段 PPI 上行估值开始上行时间	第一段 PPI 上行估值结束上行时间	第二段 PPI 上行估值开始上行时间	第二段 PPI 上行估值结束上行时间
铜	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 11 月	2007 年 10 月
铝	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 8 月	2007 年 10 月
长材	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 10 月	2007 年 9 月
板材	2003 年 1 月	2003 年 12 月	2006 年 8 月	2007 年 9 月
铁矿石	——	——	2007 年 1 月	2007 年 10 月
工程机械	——	——	2006 年 11 月	2007 年 10 月
汽车零部件	——	——	2006 年 8 月	2007 年 8 月
	第三段 PPI 上行开始时间	第三段 PPI 上行结束时间	第四段 PPI 上行开始时间	第四段 PPI 上行结束时间
	2009 年 7 月	2010 年 7 月	2015 年 9 月	2017 年 2 月
	第三段 PPI 上行估值开始上行时间	第三段 PPI 上行估值结束上行时间	第四段 PPI 上行估值开始上行时间	第四段 PPI 上行估值结束上行时间
铜	2008 年 12 月	2009 年 11 月	2014 年 5 月	2016 年 11 月
铝	2008 年 12 月	2009 年 12 月	2014 年 5 月	2016 年 11 月
长材	2008 年 12 月	2009 年 12 月	2014 年 5 月	2015 年 7 月
板材	2009 年 1 月	2009 年 12 月	2014 年 6 月	2016 年 12 月
铁矿石	2009 年 1 月	2010 年 4 月	2015 年 1 月	2016 年 11 月
工程机械	2008 年 10 月	2009 年 11 月	2014 年 6 月	2016 年 11 月

汽车零部件	2009 年 1 月	2009 年 12 月	2014 年 4 月	2016 年 11 月

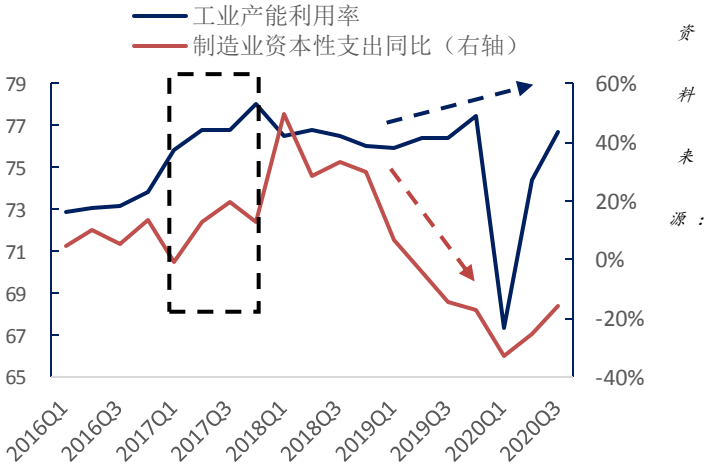
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 11：制造业投资修复甚至超过疫情前高点



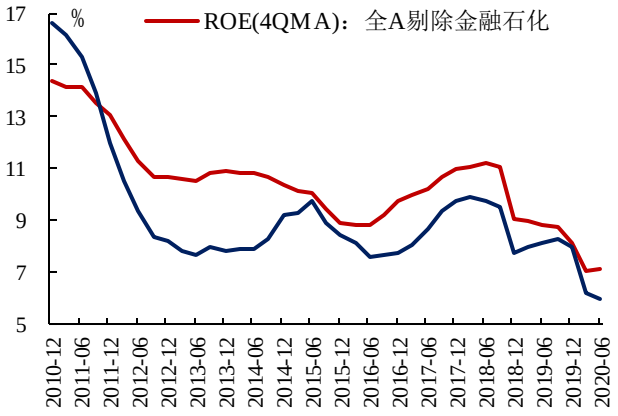
Wind、东兴证券研究所

图 12：制造业资本支出存在扩张空间



资料来源：Wind、东兴证券研究所

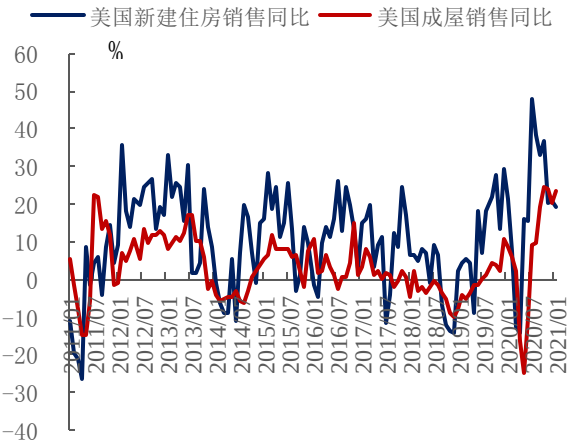
图 13：当前制造业 ROE 可能已经见底



资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线三：美国房地产周期上行带动的地产后周期行业。2020 年下半年以来，美国房地产销售持续旺盛，新建住房销售同比与成屋销售同比分别处于的历史高位。当下长期房地产贷款利率仍较低，处在 3.1%附近。房屋库存已处于历史低位，截止 2021 年 2 月同比仅为-29.45%。而需求端来看，房屋空置率加速下行，疫情催化了人们的独立住宅需求，同时房价持续攀升也对需求形成有力刺激。库存、需求与低利率有望共同驱动美国地产周期上行。历史数据来看美国新房销售会拉动地产后周期的家电、家居出口，家电、家具等产品出口往往之后美国新建住房销售 2-3 个季度。本次美国房地产周期上行预计仍将拉动我国**家电、家居**等地产后周期行业。

图 14：美国新建住房、成屋销售同比处于历史高位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 15：美国 30 年期抵押贷款固定利率



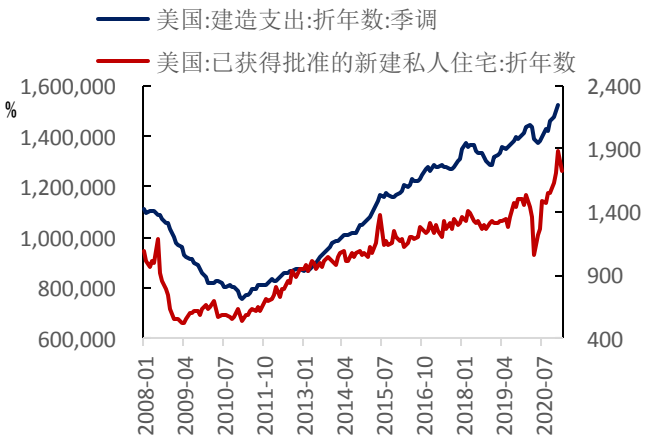
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 16：美国成屋库存同比处于深度负区间



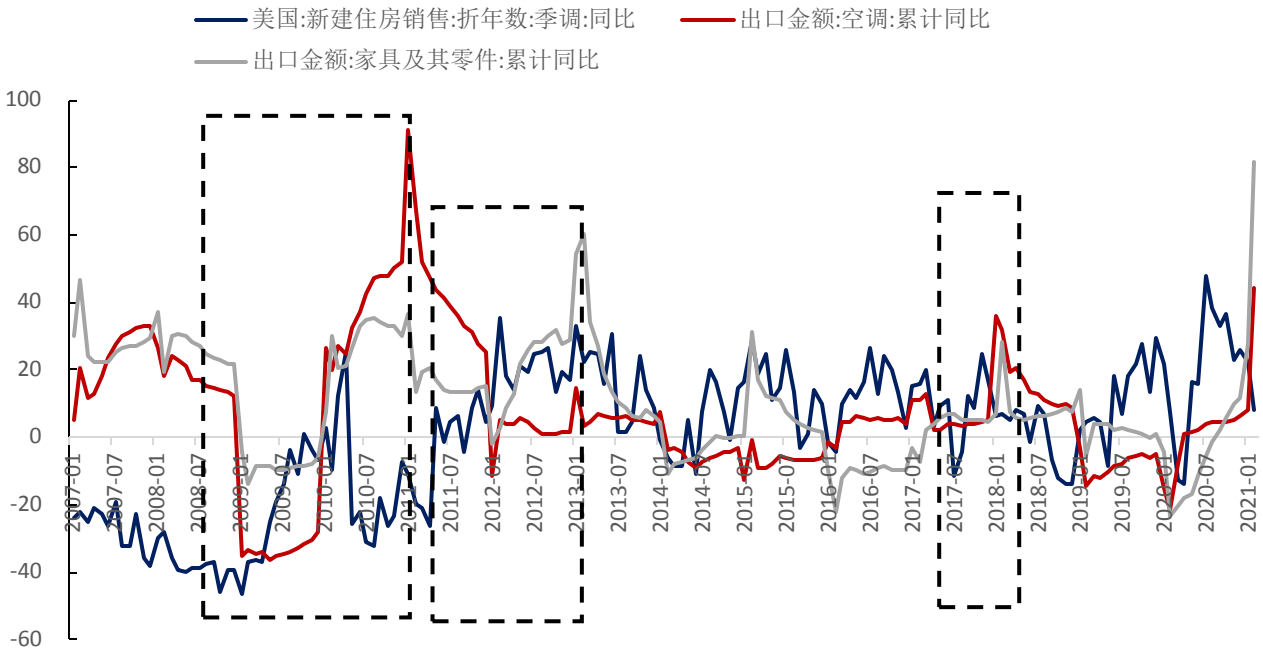
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 17：2020 年下半年以来美国已获批准的新建私人住宅高增



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 18：家电、家具等地产后周期产品出口往往之后美国新建住房销售 2-3 个季度



资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. 风险提示

政策波动超出预期，公司业绩不及预期，市场波动超出预期。

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526