日期：2021 年 03 月 16 日

千帆竞舟再出发

——2021 年春季 A 股市场策略展望

分析师： 屠骏
Tel： 021-53686136
E-mail： tujun@shzq.com
SAC 证书编号： S0870511070001

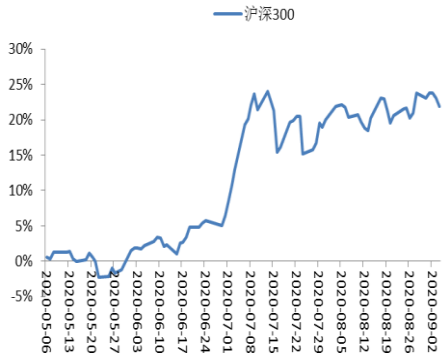
分析师： 陈健宓
Tel： 021-53686133
E-mail： chenjianmi@shzq.com
SAC 证书编号： S0870514080001

报告编号： 2020NDCL-2

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

最近 6 个月沪深 300 指数表现



■ 主要观点：

1. 在美林时钟由复苏期向过热期转变的过程中，由财政刺激、疫苗接种、经济复苏共同推动的通胀交易，在二季度仍将延续。其热度从价格位置看，已经接近次贷危机后的水平。我们认为本轮通胀具有非典型与条件依存的特征，主要由于资源国与发达国家复苏不同步引发的供需错配，且供给收缩重要性大于需求扩张，故二季度在股市中的结构反映或表现为间歇脉冲型。5-6 月份若国内 PPI 冲高至 5%，或成为通胀交易的高点。

2. 美国 1.9 万亿财政刺激法案通过以及后续的大规模基建预期，欧洲央行承诺加大购债规模，显示二季度欧美“放水”依然停不下来。美股的震荡或源自：美联储乐见经济“过热”下就业数据的恢复而按兵不动，而市场对抑制美债收益率上升的“扭曲操作”满怀失落。二季度只要 PPI 冲高未明显向 CPI 传导，国内货币政策虽然易紧难松，但仍不会急转弯。

3. 疫苗接种和复苏预期强化，刺激市场风格从成长转向价值，从科技消费转向顺周期。虽然创业板与基金重仓的核心资产，因流动性水位下降与疫后分子端盈利优势不在，春节后调整幅度较大，但目前依然属于交易相对拥挤的部位。长远看，本次风格转换只是成长与价值之间的再平衡，但是在二季度，这种风格转换或还是处于共识发酵阶段。供给收缩、产品涨价等通胀交易的胜率信号，依然是市场寻求周期股弹性的路径。我们二季度建议配置油气产业链、有色金属、医疗美容和碳中和板块。

4. 春节后 A 股市场大盘的下跌，基本完成了中期调整的垂直空间，进入二季度市场已具备“千帆竞舟再出发”的基础，基金重仓核心资产修复反弹与周期股呈现的弹性，将交替推动大盘蹒跚反弹，这大概率成为二季度市场的主基调（上证综指、创业板指期间核心波动区间 3300-3500；2600-3000）。在市场趋稳过程中，结合一季报，部分高端制造业的中盘绩优股将受到自下而上的价值挖掘。

风险提示：

由于中期调整的横向时间尚未完成，或导致反弹的脆弱性，仍需要谨防 5-6 月份大盘“八”再探底。这里的脆弱性诱因，或是 PPI 超预期冲高下的货币收紧，或是对中游盈利打击的忧虑。

我们认为二季度影响 A 股市场的核心因素是：流动性（货币政策）、通胀以及经济复苏。

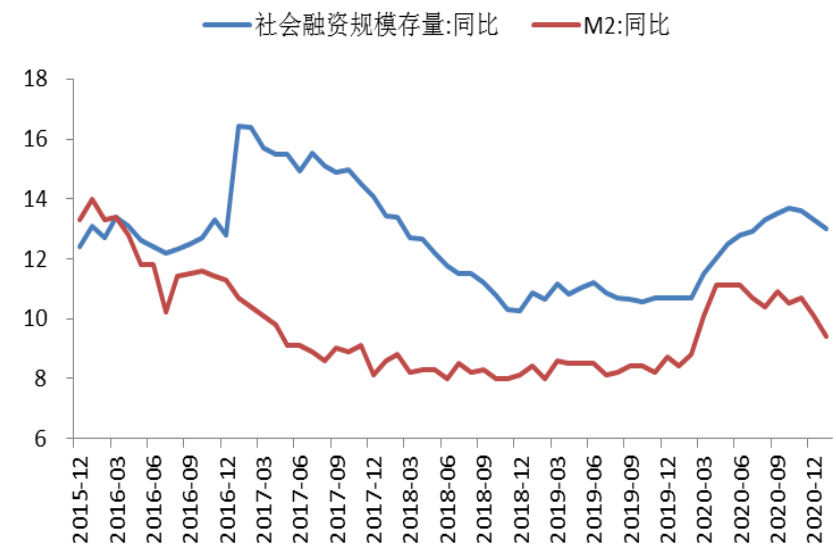
一、全球流动性环境易紧难松

（一）中国货币政策正常化

2021 年 3 月 5 日发布的政府工作报告提出的货币政策目标包括：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。

对比 2020 年政府工作报告的提法为“货币供应量和社融规模增速要明显高于去年”，今年货币政策恢复常态化，同时提到要求保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。在不急转弯情况下的社融和 M2 增速，会缓慢的下降。

图 1 社融存量同比和 M2 同比



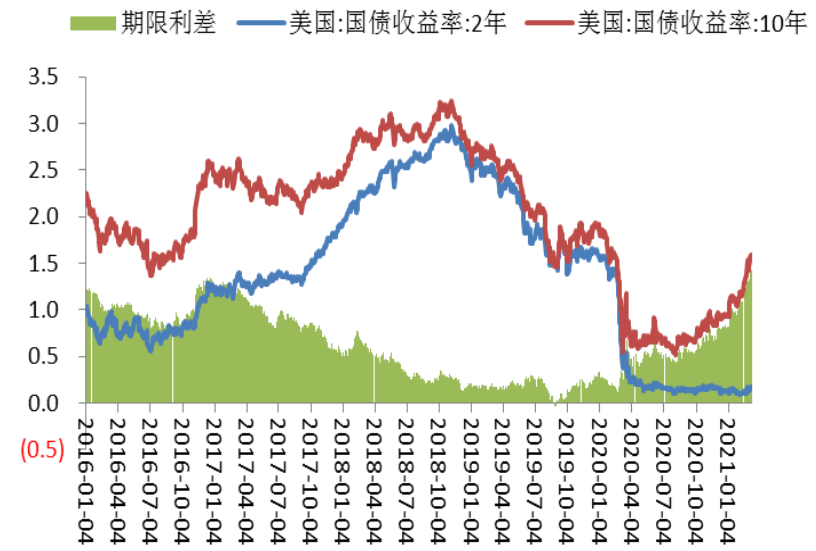
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

（二）美债利率大幅上行

近期美债利率大幅上行，市场波动加剧。2020 年春季疫情爆发后，在宏观经济形势恶化与美联储货币大幅超发的情况下，10 年期美国国债利率大幅下跌，直至 2020 年 8 月探底至 0.52%水平，此后进入上行通道。2021 年 2 月，10 年期美债利率出现跳升，由 1.1%最高跃升 43BP 至 1.54%，接近疫情爆发前水平，与此同时，2 年期美债利率却始终维持在 0.15%左右的低位，收益率曲线自去年 8 月

以来持续呈现“熊陡”状态，期限利差（10 年期美债利率-2 年期美债利率）大幅走阔，3 月 5 日最高达 142BP，创 2016 年 1 月 1 日以来的新高。

图 2 美债期限利差大幅走阔



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

本轮美债出现“熊陡”走势的原因，疫情形势缓解、经济复苏预期、大规模财政刺激和大宗商品价格涨价，共同推升市场通胀预期，成为今年以来长端利率迅速抬升的主要原因。

随着美国疫苗大批量上市，疫苗接种加速，疫情形势显著好转。截至 3 月 1 日，美国已完成 7500 万剂新冠疫苗注射， 2477 万人接种完成，每日新增确诊病例数由 2021 年初的 30 万例下降至 5 万例左右。

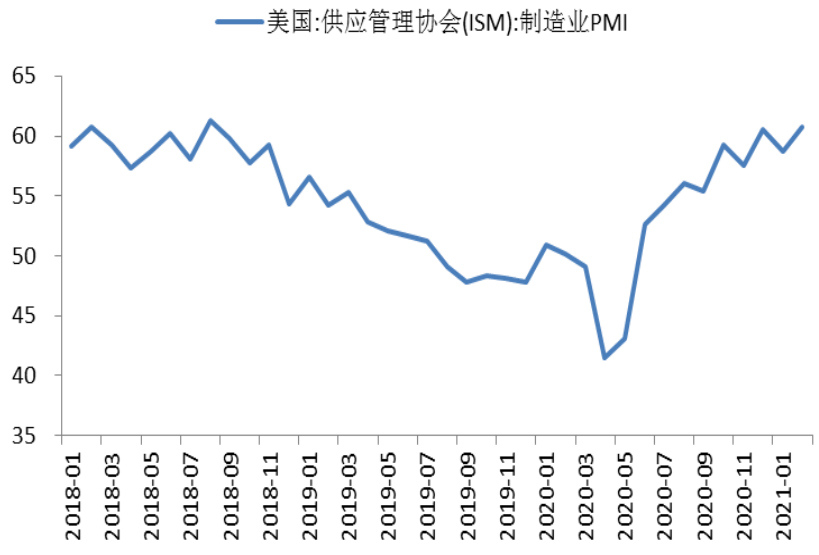
图 3 美国新增病例数回落



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

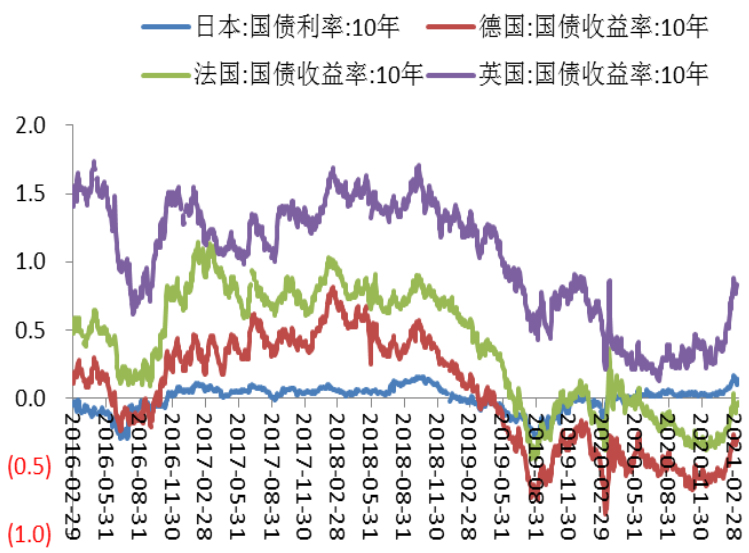
全球经济共振复苏，美国经济加速修复。随着疫情形势的好转，全球主要发达国家制造业 PMI 也在持续上行，美国 2 月制造业 PMI 为 60.8，连续 9 个月位于荣枯线以上，且接近 2018 年的高点，经济加速修复。全球主要经济体长端债券收益率普遍上升。

图 4 美国制造业 PMI 一路回升



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

图 5 全球主要经济体 10 年期国债收益率普遍上升



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

市场担心美国经济复苏强劲程度超预期，进而带动通胀回归，最终使得美联储不得不提早进入紧缩周期，美国大类资产进入“股债双杀”的局面，希望美联储能进行扭曲操作，卖出短期国债，买入长期的国债，延长所持国债资产的整体期限，改变“熊陡”局面。

3 月 4 日美联储主席鲍威尔讲话表示，近期长债收益率上行是反映了经济持续复苏的预期，总体而言是正面的，不需要过分干预。美联储在现行目标框架下，关注的重点仍是通胀和就业，其次是股市。其后美联储布拉德讲话表示，美联储当前不需要更鸽派，不认为扭曲操作是一种选择。因此美联储乐见经济修复，就业状况好转，货币政策正常化。因此二季度大部分时间全球流动性易紧难松。中期来看，美债长端利率上行趋势不改。

二、通胀预期上升

本次由于新冠疫情，各国货币超发导致的通胀和传统通胀不同。是一种非典型与条件依存性通胀。

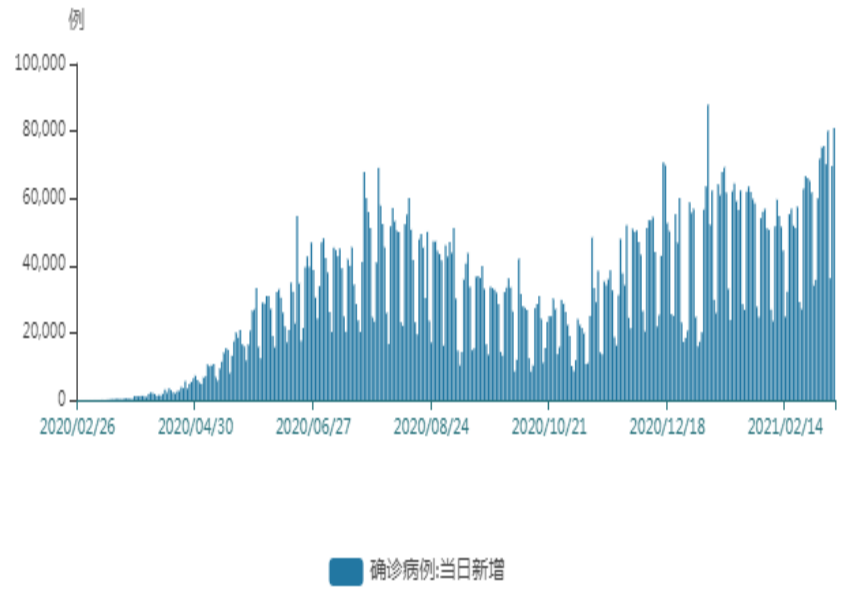
造成本次通胀的原因有二方面：

一是不同经济体复苏进程错位造成通胀：

海外市场疫苗业生产集中度较高，葛兰素史克等五大跨国巨头占据全球 80%的市场份额。目前发达国家和我国新冠疫苗推广速度快，接种率较高，发达经济体复苏进程快，对大宗商品（石油、有色金属）和工业品的需求量上升。而原材料和工业品出口大国如印

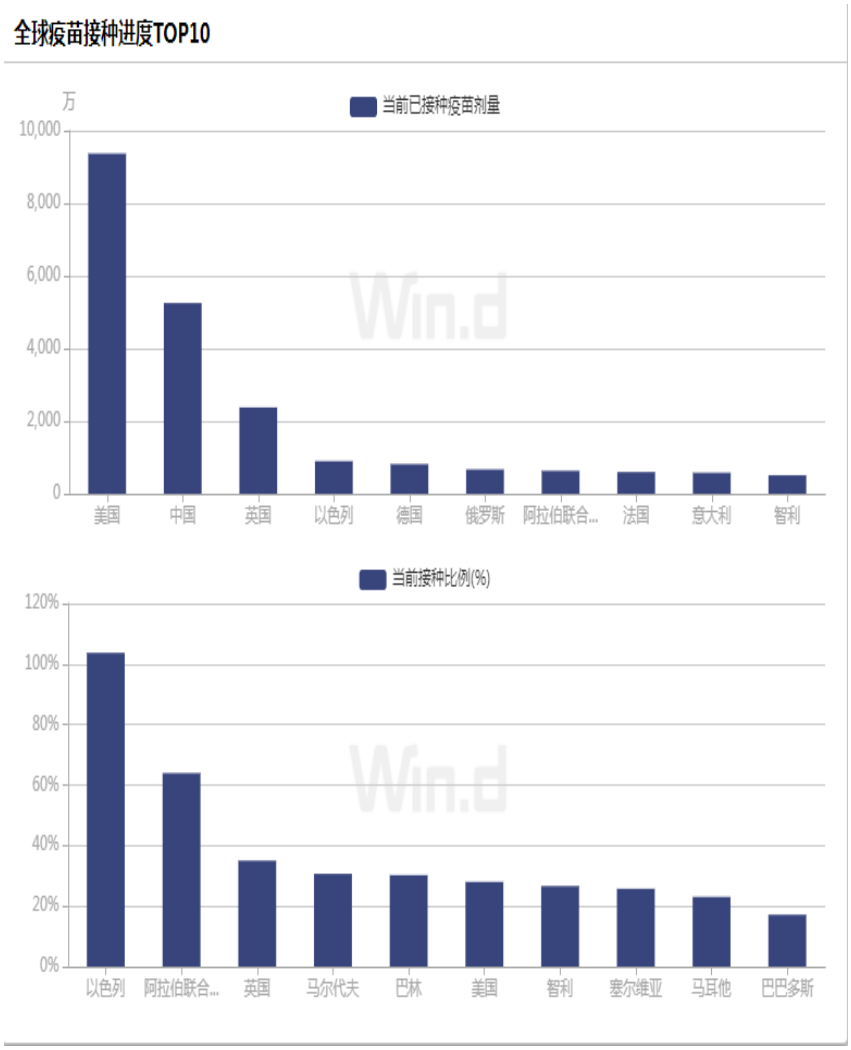
度、巴西、澳大利亚等新增病例数仍未得到控制，在疫情期间，很多领域如页岩油的资本存量在下降，产能恢复需要一定时间，大宗商品和制造业的供应不足。短期供需错配之下，全球原材料和制造品的价格中枢上升。

图 6 巴西每日新增新冠病例



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

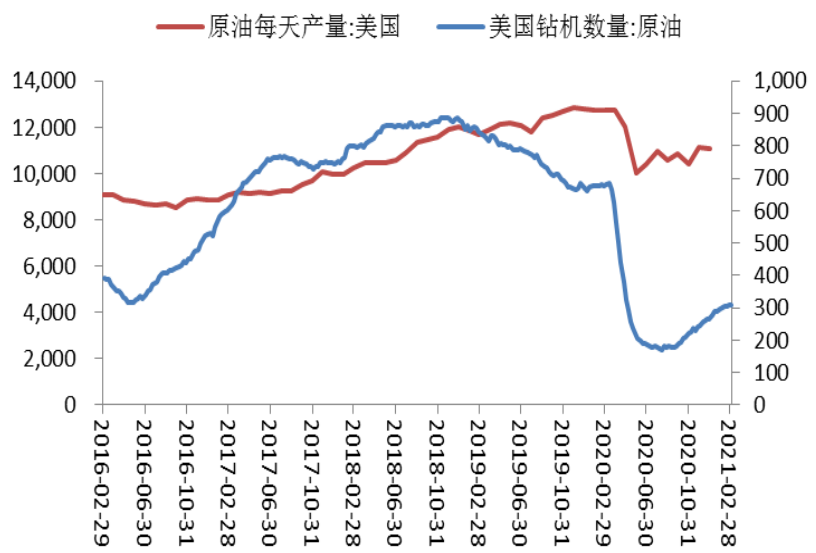
图 7 全球疫苗接种进度



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

二是夸大短期供给冲击，忽视中长期供需平衡。如上所述，我们认为，不同经济体复苏进程错位造成了暂时的供给短缺。从中长期来看，以石油为例，随着新能源的广泛应用，对传统旧能源的需求是减少的。

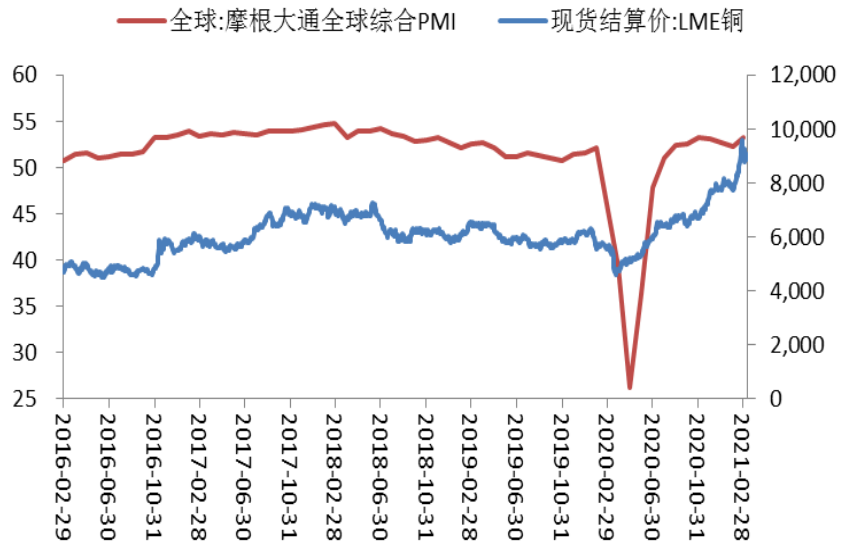
图 8 美国原油产量和活跃石油钻井数



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

对于本轮通胀的持续性，我们建议观察油价上涨的持续性以及 LME 铜价能否创 2011 年以来的新高。铜是典型的顺周期资产。全球主要铜矿位于南美和非洲地区，而中国、美国、欧洲地区铜消费约占全球的 78%，2019 年中国铜需求量 1193 万吨，占比 51%，欧美地区铜需求量 643 万吨，占比超过 27%，铜的价格上涨正是因为不同经济体复苏进程错位造成的。

图 9 全球 PMI 指数和铜价走势



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

衡量全面通胀的主要指标：美国 PCE 指数和中国 CPI、PPI 指数。美国 PCE 指数相比 CPI 指数，能源和住房项目减少，权重上更侧重于医疗等生活服务项目。PCE 在公布时间上，通常晚于当月 CPI 半个月（PCE 于下月最后一个周五公布），可以根据当月 CPI、PPI 公布数据，预测当月 PCE 点位。

中国 2 月 CPI 同比为-0.2%，较 1 月小幅上升 0.1%。其中猪肉价格受高基数影响，环比处回落趋势中，对今年的 CPI 走势会形成较大的拖累。2 月不含食品、能源的核心 CPI 环比上升 0.2%，较 1 月的 0.1%略有扩大，同比则为零增长。这其中还包括“就地过年”的影响，比如电影及演出票价格上涨 13.0%。从 CPI 数据看，内生大宗商品价格上涨向 CPI 的传递不太明显。

中国 2 月 PPI 同比涨 1.7%，预期涨 1.5%，前值涨 0.3%；PPI 环比上涨 0.8%，前值为上涨 1.0%。在全球经济共振复苏以及通胀预期不断升温的刺激下，工业品价格有望继续走高，PPI 仍处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，2021 年 PPI 的高点可能出现在 5-6 月份，构建一个缓慢回落的圆弧顶。PPI 向上的压力下，二季度货币政策易紧难松。

三、经济复苏加速

3 月 13 日，美国总统拜登签署了 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案，包含向个人分发支票、延长失业保险、向州和地方政府拨款、提高疫苗接种和检测能力等多个方面。向大多数美国人直接支付的 1400 美元刺激支票可能对股市产生直接正面影响。

由于新冠疫苗接种加速且各州放宽防疫限制，截至 3 月 6 日当周，首次申请常规州失业救济金的人数下降 4.2 万，至 71.2 万人。创 11 月初以来最低，降幅大于预期水平。美国经济复苏加快。美元指数将走强。

拜登大基建方案的核心包括道路、桥梁和农村宽带互联网等的建设，可能是自罗斯福新政以来美国最大的基建计划，具体方案或在 3 月公布，但立法可能要到 8 月才会结束。在参议院和众议院都由民主党占多数的情况下，美国出台进一步经济刺激计划的阻力减小。目前联邦基金目标利率 0.25%，接近于零利率，在没有降息空间的情况下，美联储更多地采用第三种货币政策形态，它是一种将货币政策和财政政策结合在一起的举措，央行通过印刷货币的方式来为政府债务提供融资。

四、重要的策略观点

一、在美林时钟由复苏期向过热期转变的过程中，由财政刺激、疫苗接种、经济复苏共同推动的通胀交易，在二季度仍将延续。其热度从价格位置看，已经接近次贷危机后的水平。我们认为本轮通胀具有非典型与条件依存的特征，主要由于资源国与发达国家复苏不同步引发的供需错配，且供给收缩重要性大于需求扩张，故二季度在股市中的结构反映或表现为间歇脉冲型。5-6 月份若国内 PPI 冲高至 5%，或成为通胀交易的高点。

二、美国 1.9 万亿财政刺激法案通过以及后续的大规模基建预期，欧洲央行承诺加大购债规模，显示二季度欧美“放水”依然停不下来。美股的震荡或源自：美联储乐见经济“过热”下就业数据的恢复而按兵不动，而市场对抑制美债收益率上升的“扭曲操作”满怀失落。二季度只要 PPI 冲高未明显向 CPI 传导，国内货币政策虽然易紧难松，但仍不会急转弯。

三、疫苗接种和复苏预期强化，刺激市场风格从成长转向价值，从科技消费转向顺周期。虽然创业板与基金重仓的核心资产，因流动性水位下降与疫后分子端盈利优势不在，春节后调整幅度较大，但目前依然属于交易相对拥挤的部位。长远看，本次风格转换只是成长与价值之间的再平衡，但是在二季度，这种风格转换或还是处于共识发酵阶段。供给收缩、产品涨价等通胀交易的胜率信号，依然是市场寻求周期股弹性的路径。我们二季度建议配置油气产业链、有色金属、医疗美容和碳中和板块。

四、春节后 A 股市场大盘的下跌，基本完成了中期调整的垂直空间，进入二季度市场已具备“千帆竞舟再出发”的基础，基金重仓核心资产修复反弹与周期股呈现的弹性，将交替推动大盘蹒跚反弹，这大概率成为二季度市场的主基调（上证综指、创业板指期间核心波动区间 3300-3500；2600-3000）。在市场趋稳过程中，结合一季报，部分高端制造业的中盘绩优股将受到自下而上的价值挖掘。

由于中期调整的横向时间尚未完成，或导致反弹的脆弱性，仍需要谨防 5-6 月份大盘“∧”再探底。这里的脆弱性诱因，或是 PPI 超预期冲高下的货币收紧，或是对中游盈利打击的忧虑。

五、结构性机会

（一）油气产业链

经济复苏拉动对石油的需求，疫情期间，页岩油领域资本存量减少，供给尚未恢复到疫情前水平，产能有扩充需要。OPEC 和非

OPEC 部长同意延长减产协议，沙特自愿继续单方面减产 100 万桶/日，推动油价中短期内上升。

国内方面，2020 年全国原油产量达到 1.95 亿吨，同比增长 1.6%,；天然气产量达到 1888 亿立方米，同比增长 9.8%，连续四年增产超过 100 亿立方米。1 月 27 日，国家能源局在北京组织召开 2021 年页岩油勘探开发推进会，指出要加强顶层设计，将加强页岩油勘探开发列入“十四五”能源、油气发展规划。随着我国成为全球第二大石油消费国，原油对外依存度突破 70%，页岩油有望成为重要的接替资源。此前中海油已公布 2021 年经营策略和发展规划，大幅提升资本开支预算，下游油气装备企业将受益。

（二）碳中和

碳中和是指企业、团体或个人测算在一定时间内，直接或间接产生的温室气体排放总量，通过植树造林、节能减排等形式，抵消自身产生的二氧化碳排放，实现二氧化碳的“零排放”。

2020 年 9 月 22 日，中国政府在第七十五届联合国大会上提出：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。”

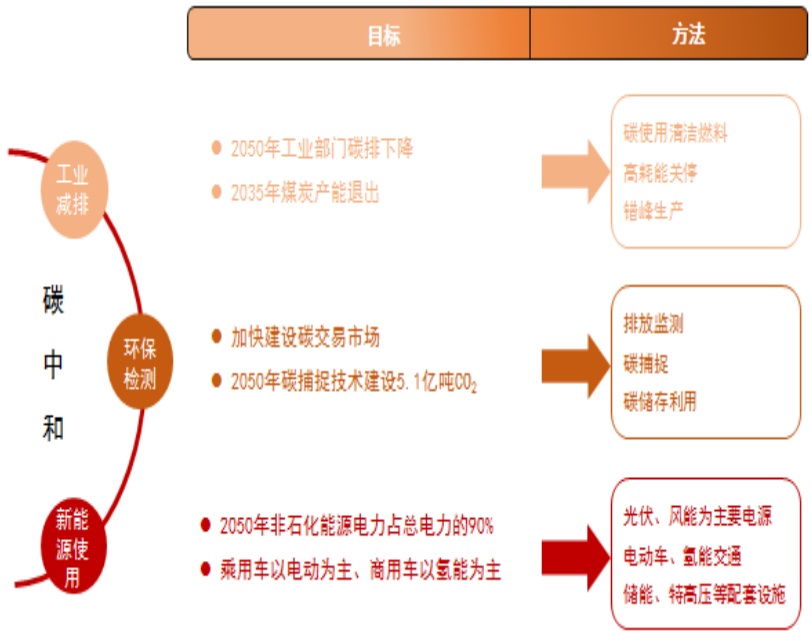
目前，我国碳减排目标已从相对目标进入绝对目标阶段。到 2030 年，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上，到 2050 年非石化能源电力要占总电力的 90%。2020 年底，风电和光伏装机量仅有 4.4 亿千瓦，未来几年内非化石能源应用要持续提速。传统能源和重工业也要加速改革和退出，

碳中和目标带来中上游周期行业的新一轮供给侧改革，产能高、技术先进且资金雄厚的钢铁、有色、煤炭、石油和化工等中上游高耗能产业的相关龙头公司有望进一步提高市场占有份额。

重工业主要对应的需求是投资，包括地产、基建和企业资本开支。为了维持总量供需的平衡，随着“碳中和”政策的实施，我国经济将进一步优化结构，减少对房地产和基建投资的依赖，加大消费与服务业在经济中的比重，促进中国进入高质量发展的后工业时代，我们看好中高端制造业的产业升级。

清洁能源方面，2019 年底我国多晶硅、光伏电池和光伏组件的产量分别约占全球总产量的 67%、 79%和 71%，风电整机制造占全球的 41%，中国清洁能源产业制造能力和出口份额全球领先。“碳中和”将进一步推动全球对清洁能源的产能需求，有利于推动我国光伏、风电、氢能行业的快速发展。

图 10 碳中和实现的路径



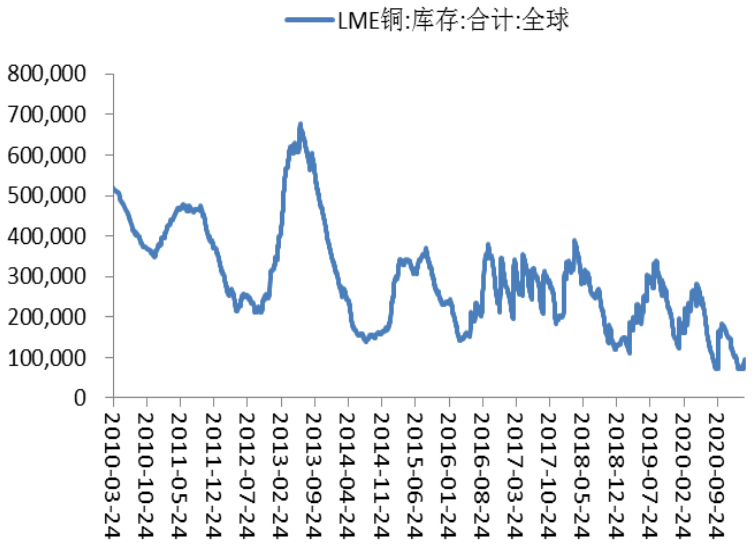
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

（三）有色金属

1.铜

铜的主要生产国智利和秘鲁铜矿供给目前受到疫情的影响。2021 年的供给端的主要增量是由紫金矿业、西部矿业、嘉能可带来的。铜的需求侧来看，欧洲的基建计划和美国的房地产市场以及中国基建拉动铜消费。当前全球工业品显性库存仍处历史性低位，低库存+强需求利好有色金属量价齐升。

图 11 铜的库存在历史低位



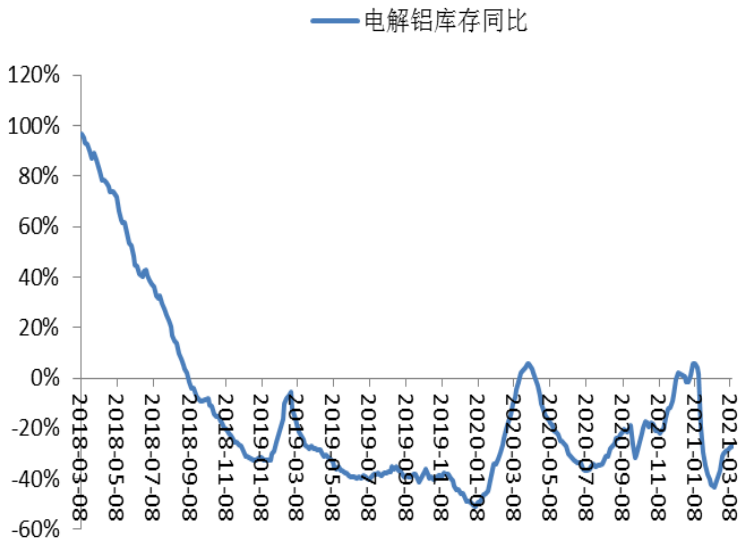
数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

2.电解铝

2020 年 12 月 25 日，中国生态环境部颁布《碳排放交易管理办法（试行）》，该管理办法于 2021 年 2 月 1 日起开始实行，将全国所有主要的温室气体排放者（年排放 2.6 万吨二氧化碳当量以上）都纳入全国统一的碳排放市场，其中包括电解铝企业 80 家。根据《办法》规定，生态环境部制定碳排放配额总量确定与分配方案。目前碳排放配额分配以免费分配为主，可以根据国家有关要求适时引入有偿分配。重点排放单位可通过全国碳交易市场购买碳排放配额的方案来解决碳排超额的问题。3 月 10 日，根据新浪财经消息，由于拥有良好碳排放数据基础，电解铝行业有望优先纳入全国碳排放交易市场。受电解铝进入全国碳交易市场、各地能耗控制、水电容量上限的影响，内蒙待建的 82 万吨电解铝产能及其他火电铝产能存在难以落地的风险，加剧未来两年国内电解铝的短缺程度。

从需求增量来看，汽车轻量化应用，提高续航里程对铝材的需求量较大。随着光伏装机容量的快速增长，有望带动电解铝需求的扩张，单位 GW 光伏装机耗铝量约为 1.9 万吨左右。

图 12 电解铝库存同比



数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

（四）医疗美容

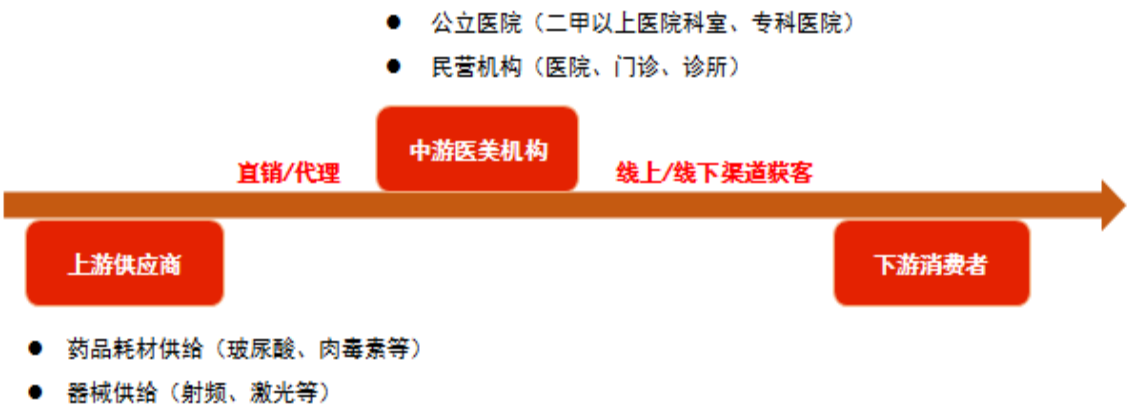
2019 年，我国医美市场规模为 1769 亿元，同比增长 22.2%，2014 年-2019 年 CAGR 为 29.81%。预计到 2023 年，我国医美市场规模将增加到 3115 亿元。近年来民营医美机构数量大幅增加，普通

人群医疗美容需求激增。

轻医美是介于手术整形和生活美容之间的专业医疗美容项目，指用无创或微创医学疗法满足求美诉求，通常指非手术类医美手段。与手术整形相比，轻医美操作手段灵活、创伤小、恢复期短、风险低。与生活美容相比，医疗美容能够深入下层皮肤组织，具有更明显的功效。轻医美介于生活美容和整形手术之间，比手术安全，但比生活美容有效。

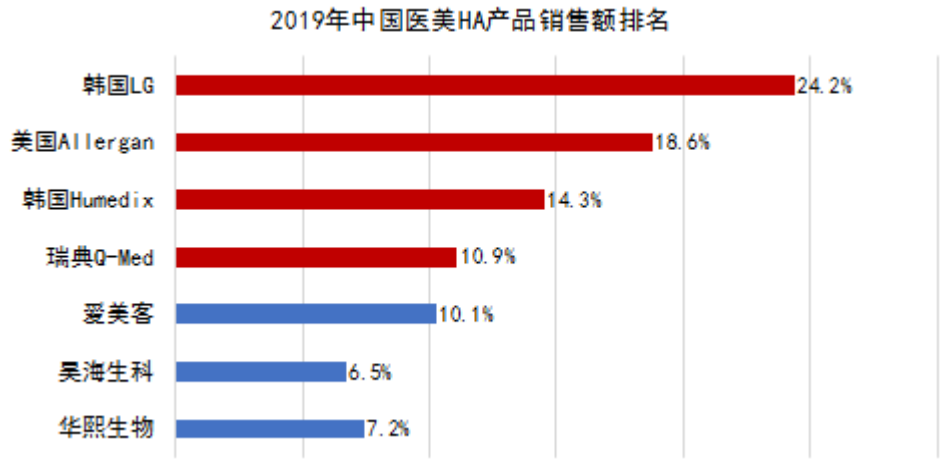
我国轻医美规模占整体医美市场规模的比重维持在 65%-70%。2019 年，中国轻医美市场规模为 1191 亿元，同比增长 15.86%。玻尿酸为最热门轻医美项目。2019 年，中国医美非手术之注射类疗程量占轻医美疗程总量比例为 84.72%，而注射类项目中玻尿酸占比高达 66%。2019 年，我国玻尿酸医美终端产品市场规模同比上涨 15.41%，达 42.7 亿元，2015 年-2019 年 CAGR 为 22.76%。玻尿酸产品中，2019 年进口产品规模占整体的 68%，在国内企业技术不断革新的前提下，国产替代空间可观。重点关注自主研发实力强劲、品牌竞争力上升、推广渠道成熟、产品质量和种类领先的企业。

图 13 轻医美产业链



数据来源：艾瑞资讯、上海证券研究所

图 14 玻尿酸产品进口替代空间大



数据来源：Frost & Suliivan、上海证券研究所

六、附表

表 2 A 股市场多指数盈利预测

	净利润同比增长率(%)			市盈率		
指数名称	20E	21E	两年复合	19A	20E	21E
上证综指	-30.86	66.36	17.75	14.98	21.67	13.03
沪深 300	-29.81	70.02	20.11	15.10	21.51	12.65
深证成指	-14.93	96.73	40.90	37.97	44.63	22.69
中小板综	10.86	125.93	68.40	65.51	59.09	26.15

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

表 3 沪深 300 指数分行业盈利预测

			净利润同比增长率(%)		净利润占沪深 300 比(%)		
行业名称	实际权重(%)	流通市值(亿元)	20E	21E	19A	20E	21E
能源	4.31	16,381.66	-58.03	72.59	6.74	4.38	4.45
材料	6.33	24,075.52	-36.06	114.76	3.56	3.52	4.45
工业	11.53	43,831.03	-36.96	57.75	9.92	9.68	8.98
可选	9.16	34,819.56	-32.21	63.95	4.87	5.11	4.93
消费	16.48	62,655.86	9.07	51.19	3.83	6.48	5.76
医药	6.85	26,030.07	-6.17	67.22	1.47	2.14	2.10
金融	32.90	125,101.06	-36.66	67.71	64.78	63.56	62.69
信息	8.63	32,828.83	-20.07	166.96	1.75	2.17	3.41
电信	1.58	6,014.53	-26.22	72.14	1.21	1.38	1.40
公用	2.22	8,455.31	-45.38	97.19	1.87	1.58	1.83

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

表 4 最新基金行业资产配置情况（2020 年年报）

行业名称	市值(万元)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
农、林、牧、渔业	2,252,295.16	0.11	0.42	0.86	-0.43	18.93
采矿业	7,372,404.88	0.38	1.39	4.06	-2.67	37.28
制造业	334,210,521.50	17.00	63.05	54.91	8.15	29.01
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2,246,885.27	0.11	0.42	2.70	-2.27	-12.83
建筑业	2,380,852.76	0.12	0.45	1.65	-1.20	-9.82
批发和零售业	3,735,243.26	0.19	0.70	1.98	-1.27	-23.66
交通运输、仓储和邮政业	8,955,208.45	0.46	1.69	3.02	-1.33	12.88
住宿和餐饮业	853,189.14	0.04	0.16	0.13	0.03	38.04
信息传输、软件和信息技术服务业	25,123,217.00	1.28	4.74	4.58	0.16	2.46
金融业	50,551,011.53	2.57	9.54	18.63	-9.09	20.83
房地产业	9,357,923.69	0.48	1.77	2.77	-1.01	-6.43
租赁和商务服务业	11,250,755.46	0.57	2.12	1.55	0.58	26.91
科学研究和技术服务业	9,651,666.82	0.49	1.82	0.78	1.04	34.10
水利、环境和公共设施管理业	1,135,638.51	0.06	0.21	0.49	-0.27	-12.40
居民服务、修理和其他服务业	8.88	0.00	0.00	0.00	0.00	-99.22
教育	700,842.23	0.04	0.13	0.09	0.04	-8.86
卫生和社会工作	11,366,065.34	0.58	2.14	0.93	1.21	41.01
文化、体育和娱乐业	4,590,738.76	0.23	0.87	0.76	0.10	-2.02
综合	103,445.68	0.01	0.02	0.12	-0.10	8.61

数据来源：Wind 资讯、上海证券研究所

分析师声明

屠骏 陈健宓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。