粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略深度】解析可选消费行业的投资潜力

2020 年 12 月 10 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略大势研判】回测十年寻规律，跨年行情或开启》2020-12-06

《粤开金牛奋蹄升，A 股扬帆风起时——2021 年度策略展望》2020-12-07

《【粤开医药深度】千帆竞技，百舸争流，一文读懂新冠疫苗全球竞备》2020-12-08

《【粤开策略解盘】逢低布局复苏主线-1208》2020-12-08

《【粤开策略流动性专题】北上两融延续流入，资金压力阶段缓解》2020-12-09

投资要点

本周以来尽管大盘有所回调，但白酒板块表现逆势活跃，茅台股价再创新高。**本轮经济复苏过程中，大消费成为复苏逻辑中的璀璨之星，本文将立足于可选消费细分领域，解构相关板块投资逻辑与投资机会。**

可选消费年内走势回顾

以 2020 年年初指数水平为基点，大致将可选消费春节后的走势分为以下三个阶段：**第一阶段是从节后到 5 月下旬**，由于后续的经济复苏节奏尚未明朗，**可选消费总体跑输大盘。第二阶段是从 5 月下旬到 9 月初**，经济边际改善确定性高，两会结束后政策进入兑现阶段，“内循环”战略布局下，**可选消费追赶大盘。但相较而言，这一阶段必选消费的确定性及投资性价比更高，与日常消费指数的相对收益差距进一步拉大。第三阶段是从 9 月份以来**，在以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局下，消费成为促进经济复苏的重要动力，尤其是在消费升级的趋势下，智能化、高品质的产品更受青睐。叠加出口数据向好，内外需共振进一步强化可选消费复苏的确定性，**可选消费指数走势超越大盘，展现出较大的市场潜力，短期可选和必选消费呈现出来一定的跷跷板效应。**

可选消费投资逻辑解构

（一）PPI 企稳回升方向明确，可选消费受提振

5 月以来，随着上游原材料及农产品价格的反弹，PPI 同比降幅有所收窄，11 月份，PPI 同比由 5 月份的-3.7%回升至-1.5%。通过跟踪近期的工业品价格数据，价格上升趋势明显，**未来随着疫苗研发持续推进以及经济加速恢复，国际油价有望企稳，工业需求有望提升，带动 PPI 上行。回顾历史，PPI 由负转正的阶段，行业景气提升，业绩改善明显，可选消费板块表现突出。通常而言，PPI 上行会带动可选消费板块盈利增速回暖，明年 PPI 企稳回升的方向明确，将会对可选消费板块形成提振。**

（二）内外需合力，需求持续释放

11 月中国出口（美元计价）同比 21.1%，**出口数据持续恢复，全球经济复苏带动的需求回暖是带动出口强劲的重要原因。大宗产品进口增速有所分化，但需求整体并未走弱。**出口端方面，在全球经济活动、产业链逐步恢复的背景之下，**居民消费需求将从必需品转为可选消费。**进口端方面，受益于 19 年的低基数和国内汽车供需两旺，**汽车单月进口额持续提升，汽车、家电的销售同比自二季度以来也持续回暖。**

（三）居民消费能力提升，消费升级大势所趋

经济增长引擎正逐渐由投资驱动向消费驱动转变，农村和城镇居民人均可支配收入逐年上升，带动消费能力提升。“脱贫攻坚”的推进使城乡居民收入差距持续缩小，农村市场消费潜力巨大。中等收入群体的扩张有利于高端消费市场潜力的释放，居民整体财富效应正在显现，拉动消费支出增长和消费结构改善。**消费市场规模的扩张的同时，消费结构和特点也在悄然转变，消费**

升级已是大势所趋。消费升级主要有新兴产品、高质量产品和服务型产品消费三大主线，能够满足不同消费群体对于改善生活的差异化诉求。

（四）“十四五”开篇之年，政策利好持续释放

以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进，消费成为扩大内需的重要动力。内循环布局的核心就在于更多地依赖国内市场，通过“构建完整内需体系”的方式促进消费升级，推动经济发展，“消费内循环”作为优质赛道之一，进一步释放了国内消费需求。**展望明年，相关促消费政策将逐步落地，消费有望成为经济新动能，在系列政策推进下，可选消费板块的估值提升空间进一步打开。**

挖掘板块投资潜力：细分领域重点关注家电、汽车、白酒

可选消费板块是较为典型的顺周期性板块，受经济发展影响较大，未来对于可选消费行业的配置节奏，主要考虑经济环境和企业自身业绩驱动等方面。**细分领域重点看好受益于政策补贴、消费升级、需求持续释放的家电板块，新能源顶层规划政策支持及需求回暖的汽车板块，业绩表现较为稳定的白酒板块。**

（一）家电：景气上行持续性高，关注智能家居、绿色家电

根据三季度业绩统计，家电板块业绩亮眼，景气较高具备净利率支撑，四季度在地产竣工修复以及海外订单向国内转移的趋势下，**预计家电板块四季度高景气依旧延续。**随着我国居民可支配收入水平的不断提高，**消费升级带来的新兴消费需求正逐渐兑现，进而支撑高品质和细分化家电产品的消费。**政策对绿色消费支持鼓励，国常会鼓励地方区对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴，**将有效推动绿色智能家电产品在下沉市场的加速渗透，产业链完善且具备技术优势的龙头企业将持续受益。**

（二）汽车板块：受益于需求回暖及政策支持

三季报许多龙头迎来业绩拐点，汽车行业大幅回暖。随着国内经济持续复苏，叠加新出台的新能源顶层规划政策，**后续智能化发展将成为板块增长的内生动力，预计汽车板块四季度将持续向好，新能源汽车行业价值重估，重回高增长态势，板块景气有望持续提升。**

（三）白酒板块：业绩稳定，成长确定性较强

白酒板块表现较为稳定，前三季度企业整体业绩向好，龙头企业表现抢眼，板块呈现分化局面。**短期受益于节假日临近及需求持续强劲，资本纷纷布局白酒板块。中长期来看，行业边际持续改善，需求端延续高景气态势，未来白酒板块仍将维持景气，行业成长确定性较强。**

风险提示：经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱

目 录

一、可选消费年内走势回顾 4
二、可选消费投资逻辑解构 5
（一）PPI 企稳回升方向明确，可选消费受提振 5
（二）内外需合力，需求持续释放 6
（三）居民消费能力提升，消费升级大势所趋 9
（四）“十四五”开篇之年，政策利好持续释放 10
三、挖掘板块投资潜力：细分领域重点关注家电、汽车、白酒 11
（一）家电：景气上行持续性高，关注智能家居、绿色家电 11
（二）汽车板块：受益于需求回暖及政策支持 11
（三）白酒板块：业绩稳定，成长确定性较强 12

图表目录

图表 1： 可选消费走势 4
图表 2： 焦煤、铜价格走势 5
图表 3： 铁矿石、水泥价格走势 5
图表 4： PPI 由负转正的阶段板块涨幅前五名 6
图表 5： 11 月出口数据持续恢复 6
图表 6： 发达经济体需求有所改善 7
图表 7： 代表性新兴经济体需求出现不同程度回暖 7
图表 8： 进口累计同比降幅继续收窄 8
图表 9： 部分大宗商品进口金额同比 8
图表 10： 生活需求、生产需求出口商品同比持续回升 8
图表 11： 汽车进口持续提升 9
图表 12： 汽车、家电销售同比二季度以来持续回暖 9
图表 13： 社会消费品零售总额稳步提升 9
图表 14： 最终消费支出成为经济增长重要驱动 9
图表 15： 2016-2019 年 3 季度农村居民人均可支配收入变化 10
图表 16： 新能源乘用车销量稳步回升 12

本周以来尽管大盘有所回调，但白酒板块表现逆势活跃，茅台股价再创新高。**在本轮经济复苏过程中，大消费成为复苏逻辑中的璀璨之星，本文将立足于可选消费细分领域，解构相关板块的投资逻辑与投资机会。**

一、可选消费年内走势回顾

以 2020 年年初指数水平为基点，比较可选消费、日常消费和沪深 300 指数的走势情况，大致将可选消费春节后的走势分为以下三个阶段：

第一阶段是从节后到 5 月下旬，可选消费跑输大盘。这一阶段市场受疫情影响较大，春节之后市场回调明显，虽然出现超跌反弹，但走势较为震荡，期间由于疫情发展超预期以及海外流动性趋紧，指数出现二次明显回调，整体看较年初而言，可选消费、日常消费和沪深 300 指数均有所走弱。**3 月底，随着海外流动性风险缓解，市场风险偏好提升；国内的疫情也逐步稳定，扩内需方向明确，政策环境宽松，受疫情影响相对较小的日常消费指数率先反弹，相对优势明显。由于后续的经济复苏节奏尚未明朗，可选消费仍处于相对低位，总体跑输大盘。**

第二阶段是从 5 月下旬到 9 月初，追赶大盘。国内疫情控制较好，复工复产节奏明确，经济边际改善确定性高，同时伴随着两会结束，政策进入兑现阶段，“内循环”战略布局下，前期受疫情影响较大的可选消费、餐饮旅游等板块迎来复苏。**可选消费指数从 5 月下旬开始回暖，逐渐追赶大盘，但相较而言，这一阶段必选消费的确定性及投资性价比更高，与日常消费指数的相对收益差距进一步拉大。**

第三阶段是从 9 月份以来，超越大盘。在以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局下，消费成为促进经济复苏的重要动力，尤其是在消费升级的趋势下，智能化、高品质的产品更受青睐。叠加出口数据向好，内外需共振进一步强化可选消费复苏的确定性，利好家电、汽车、白酒等可选消费领域下的细分板块。**可选消费指数走势超越大盘，展现出较大的市场潜力，短期可选和必选消费呈现出来一定的跷跷板效应。**

图表1：可选消费走势



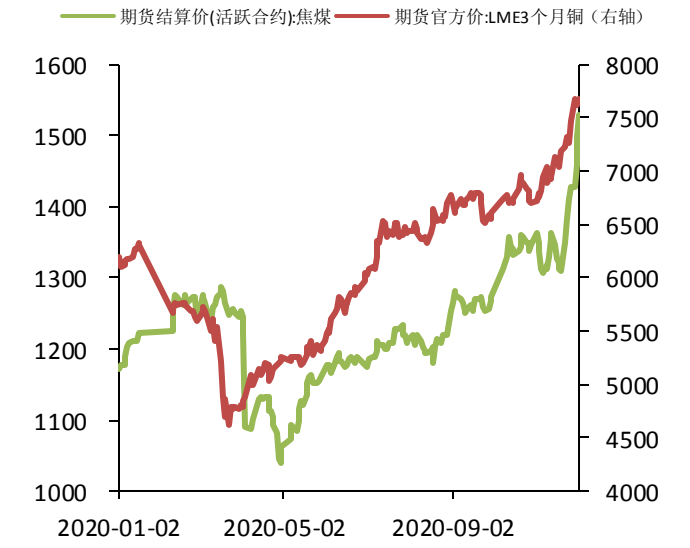
资料来源：wind、粤开证券研究院

二、可选消费投资逻辑解构

（一）PPI 企稳回升方向明确，可选消费受提振

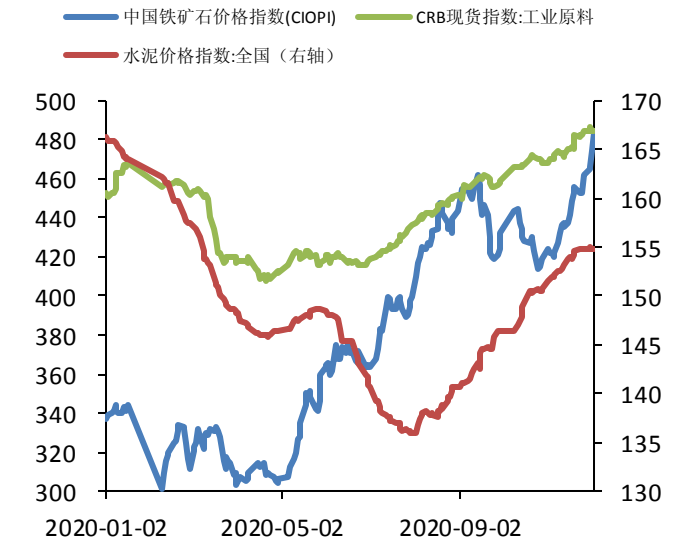
自 2017 年以来，PPI 同比增速走出下行趋势，疫情影响之下，PPI 同比进一步走弱。从 5 月以来，随着上游原材料及农产品价格的反弹，PPI 同比降幅有所收窄，11 月份，PPI 同比由 5 月份的-3.7%回升至-1.5%。**通过跟踪近期的工业品价格数据，价格上升趋势明显，未来随着疫苗研发持续推进以及经济加速恢复，国际油价有望企稳，工业需求有望提升，带动 PPI 上行。**

图表2：焦煤、铜价格走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：铁矿石、水泥价格走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

回顾历史，PPI 由负转正的阶段，行业景气提升，业绩改善明显，可选消费板块表现突出。从 2000 年以来，PPI 共有三次由负转正的上行周期，分别是 2002 年 2 月-2003 年 3 月、2009 年 7 月-2010 年 5 月、2015 年 9 月-2017 年 2 月。统计这三个阶段各行业的涨跌情况，可选消费整体表现突出。**通常而言，PPI 上行会带动可选消费板块盈利增速回暖，明年 PPI 企稳回升的方向明确，将会对可选消费板块形成提振。**

图表4：PPI 由负转正的阶段板块涨幅前五名

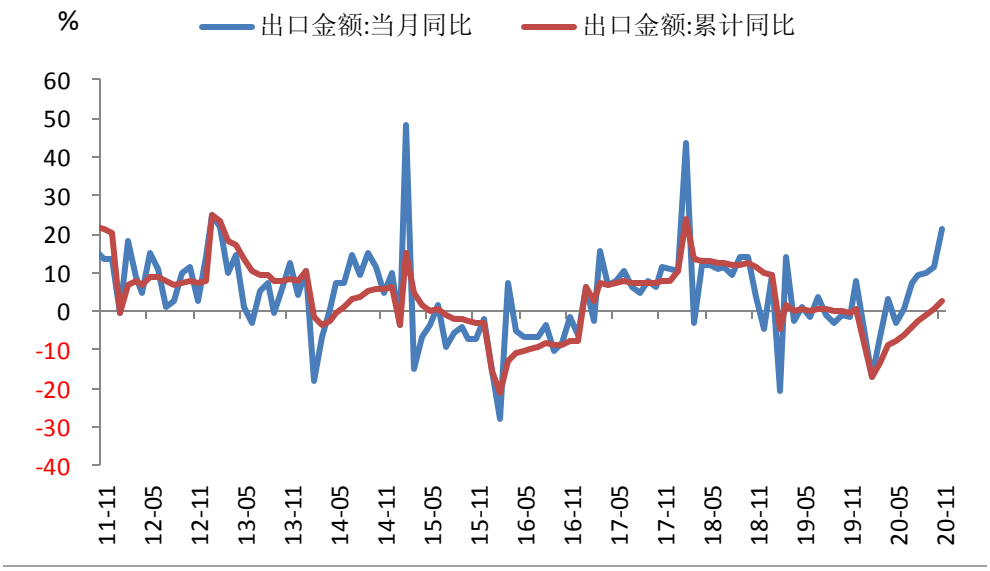
2002.2-2003.3		2009.7-2010.5		2015.9-2017.2	
行业	涨幅（%）	行业	涨幅（%）	行业	涨幅（%）
汽车	20.45	医药生物	54.11	食品饮料	28.07
非银金融	18.62	电子	45.11	家用电器	26.44
国防军工	17.18	计算机	34.90	建筑材料	25.06
银行	12.78	农林牧渔	25.44	有色金属	20.55
机械设备	4.87	家用电器	21.68	汽车	19.81

资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）内外需合力，需求持续释放

11 月中国出口（美元计价）同比 21.1%，**出口数据持续恢复，全球经济复苏带动的需求回暖是带动出口强劲的重要原因。**

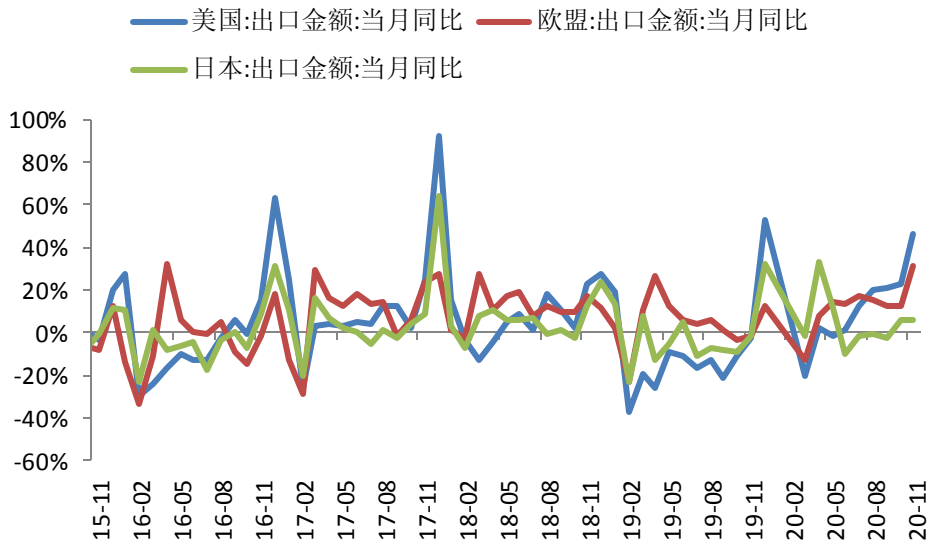
图表5：11 月出口数据持续恢复



资料来源：wind、粤开证券研究院

发达经济体需求有所改善。根据当月值来计算，中国对美国出口同比增速由 22.5%提升至 46.1%，对欧盟（包括英国）出口同比增速降幅由 12.6%提升至 31.0%，对日本出口同比增速在 10 月转正后，微降 0.1 个百分点至 5.6%。

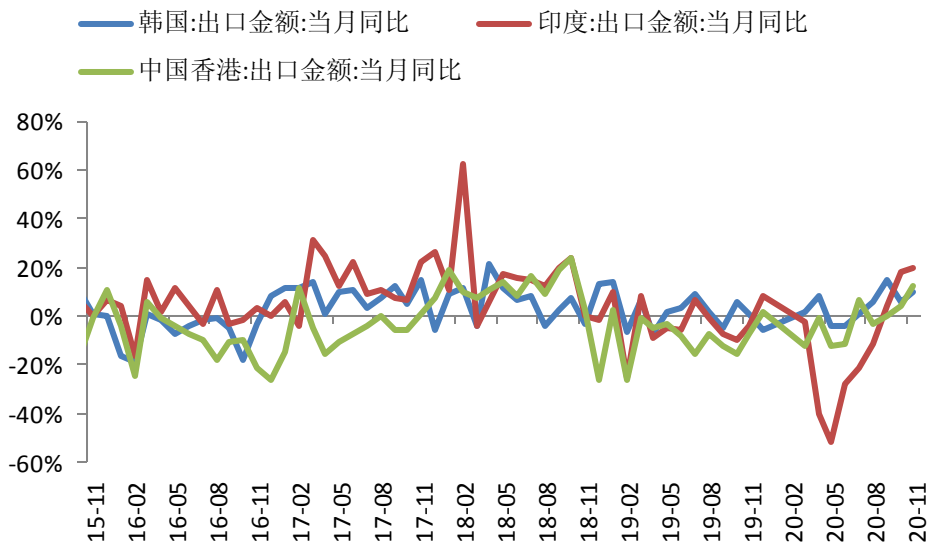
图表6：发达经济体需求有所改善



资料来源：wind、粤开证券研究院

代表性新兴经济体需求出现不同程度回暖。以当月值计算，中国对韩国出口同比增速由 5.4%上升至 9.5%，对印度出口同比增速由 18.3%进一步提升至 19.4%，对香港出口同比增速继 10 月转正后，本月升至 12.1%。

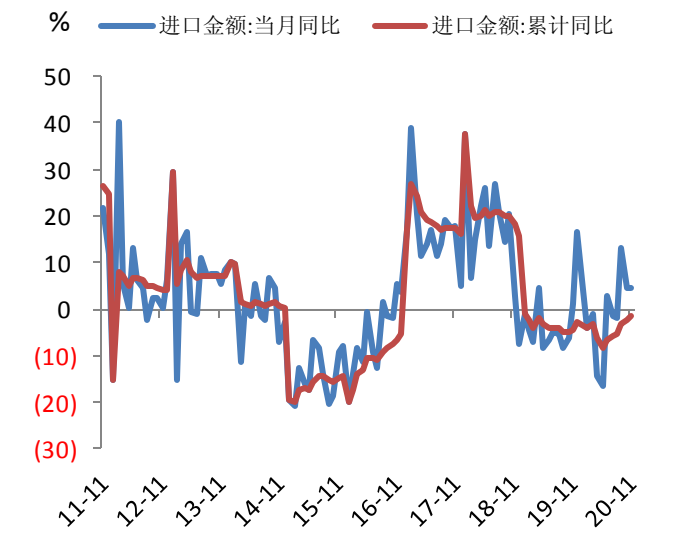
图表7：代表性新兴经济体需求出现不同程度回暖



资料来源：wind、粤开证券研究院

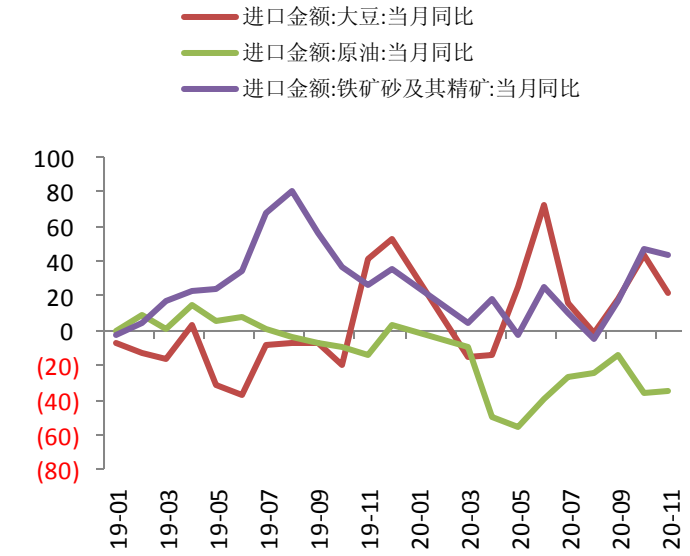
11 月份进口额当月同比增速由 4.7%回落至 4.5%，累计同比降幅继续收窄。**大宗产品进口增速有所分化，但需求整体并未走弱。**具体来看，根据进口金额数据，铁矿和大豆的进口同比本月略有回落，但仍保持在 40%和 20%以上，原油进口金额同比降幅略有收缩。

图表8：进口累计同比降幅继续收窄



资料来源：wind、粤开证券研究院

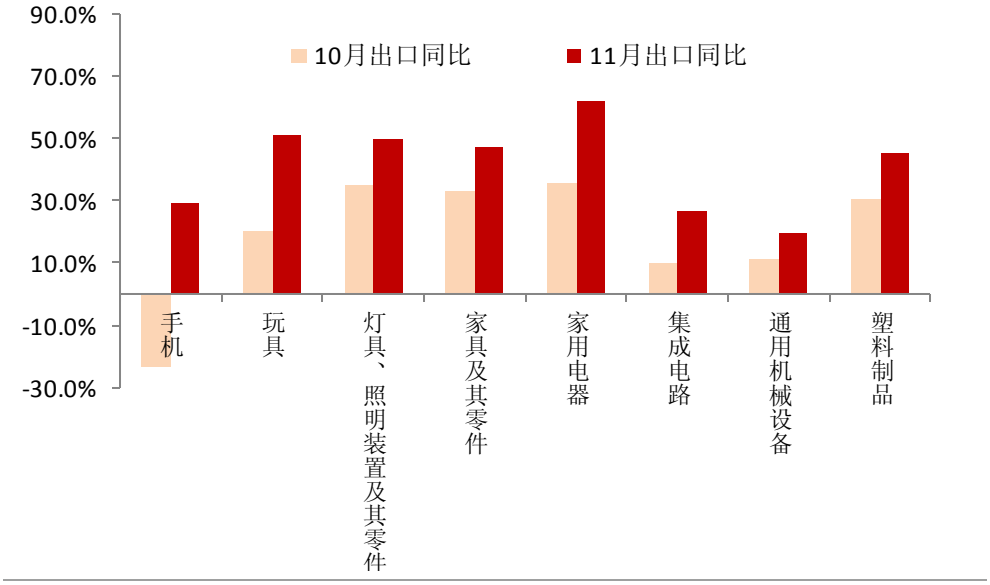
图表9：部分大宗商品进口金额同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

出口端方面，防疫物资对于出口的支撑在 10 月下降后又有所回升，同时消费电子、玩具、家电家具等生活需求和集成电路、通用机械等生产需求也在持续回升，**在全球经济活动、产业链逐步恢复的背景之下，居民消费需求将从必需品转为可选消费。**进口端方面，受益于 19 年的低基数和国内汽车供需两旺，**汽车单月进口额持续提升，汽车、家电的销售同比自二季度以来也持续回暖。**

图表10：生活需求、生产需求出口商品同比持续回升



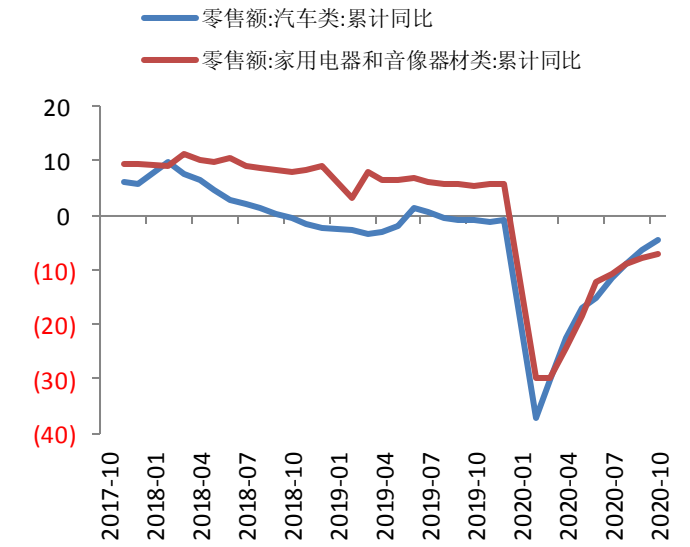
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表11：汽车进口持续提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：汽车、家电销售同比二季度以来持续回暖

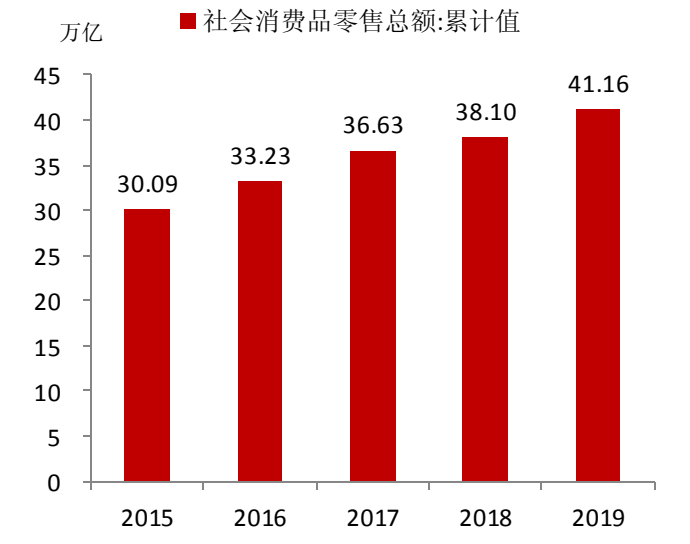


资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）居民消费能力提升，消费升级大势所趋

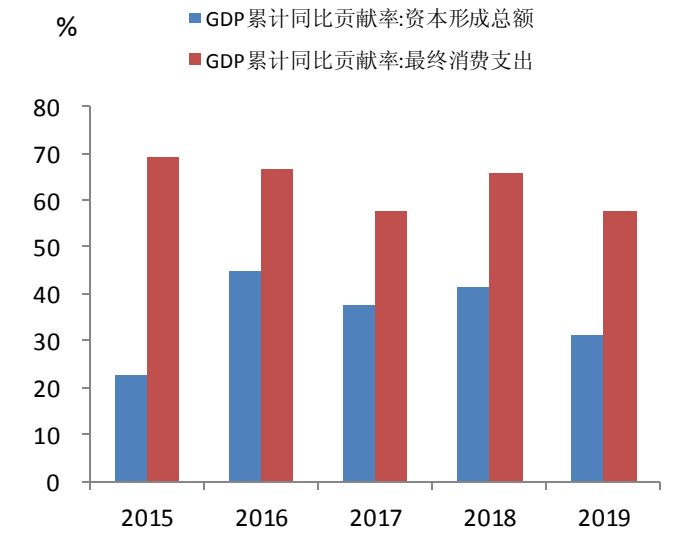
经济增长引擎正逐渐由投资驱动向消费驱动转变。“十三五”以来，消费市场蓬勃发展，社会消费品零售总额稳步提升，2019 年市场规模达 41.16 万亿，最终消费支出对 GDP 增长贡献率约 60%，超过投资成为拉动经济增长的重要驱动。

图表13：社会消费品零售总额稳步提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

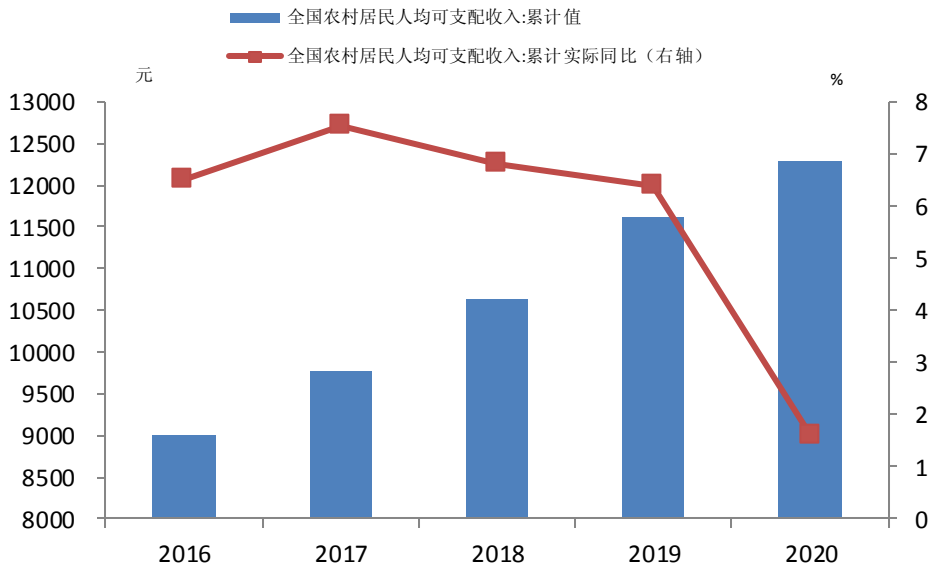
图表14：最终消费支出成为经济增长重要驱动



资料来源：wind、粤开证券研究院

农村和城镇居民人均可支配收入逐年上升，带动消费能力提升。2020 年前三季度，我国居民人均可支配收入继续保持增长，达到 23781 元，累计实际同比增长 0.6%，其中农村居民人均可支配收入达到 12297 元，累计实际同比增长 1.6%，“**脱贫攻坚”的推进使城乡居民收入差距持续缩小，农村市场消费潜力巨大。**此外，根据国务院发展研究中心报告显示，初步预计到 2025 年我国中等收入群体规模将超过 5.6 亿人，国内消费市场将超过美国。**中等收入群体的扩张有利于高端消费市场潜力的释放，居民整体财富效应正在显现，拉动消费支出增长和消费结构改善。**

图表15：2016-2019 年 3 季度农村居民人均可支配收入变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

消费市场规模的扩张的同时，消费结构和特点也在悄然转变，消费升级已是大势所趋。从“双十一”的消费品类中可以看出，最初以食品、化妆品和服装为主，之后向计算机、通信等电子产品拓展，而今年则出现了线上教育、家居清洁等全新品类。根据贝恩公司联合意大利奢侈品行业协会发布的《2020 年全球奢侈品行业研究报告春季版》，预计至 2025 年，中国消费者对全球奢侈品消费总额的贡献率将达到约 50%，成为全球奢侈品行业反弹增长的关键引擎。

消费升级主要有新兴产品、高质量产品和服务型产品消费三大主线，能够满足不同消费群体对于改善生活的差异化诉求。90 后、00 后追求个性化，更倾向于智能化的新兴消费产品；由于居民可支配收入的提升，以及中等收入群体规模的扩张，释放了高质量产品的消费潜力；伴随着社会老龄化趋势，对健康医疗等服务型消费市场有所提振。

（四）“十四五”开篇之年，政策利好持续释放

以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进，消费成为扩大内需的重要动力。7 月 30 日，中央政治局会议确立“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，**内循环”布局的核心就在于更多地依赖国内市场，通过“构建完整内需体系”的方式促进消费升级，推动经济发展，“消费内循环”作为优质赛道之一，进一**

步释放了国内消费需求。10 月 29 日，十九届五中全会对十四五规划作出部署，提出“形成强大的国内市场，构建新发展格局”战略，叠加“双循环”经济模式，国内大循环战略被提高到更重要的位置，全面促进消费。11 月 18 日，在国务院常务会议上，促消费政策再度加码，提出提振大宗消费、促进释放农村消费潜力，包括鼓励购买绿色家电、稳定和促进汽车消费、鼓励餐饮旅游消费等方面，政策或将带来需求提振。

展望明年，相关促消费政策将逐步落地，消费有望成为经济新动能。从中长期视角来看，2021 年是“十四五”的开局之年，“十四五”规划建议强调坚持创新驱动发展，构建“双循环”新发展格局，将扩大内需作为战略基点，经济转型升级之下，对消费形成长期利好。规划中强调要依托强大的国内市场，适配国内需求，贯通生产、分配、流通和消费各个环节。在系列政策推进下，可选消费板块的估值提升空间进一步打开。

三、挖掘板块投资潜力：细分领域重点关注家电、汽车、白酒

可选消费板块是较为典型的顺周期性板块，受经济发展影响较大，未来对于可选消费行业的配置节奏，主要考虑经济环境和企业自身业绩驱动等方面。**细分领域重点看好受益于政策补贴、消费升级、需求持续释放的家电板块，新能源顶层规划政策支持及需求回暖的汽车板块，业绩表现较为稳定的白酒板块。**

（一）家电：景气上行持续性高，关注智能家居、绿色家电

根据三季度业绩统计，家电板块业绩亮眼，景气较高具备净利率支撑，四季度在地产竣工修复以及海外订单向国内转移的趋势下，预计家电板块四季度高景气依旧延续。明年在低基数、政策补贴以及消费升级的带动之下，有效需求将持续释放，板块向好趋势大概率延续。

随着我国居民可支配收入水平的不断提高，消费升级带来的新兴消费需求正逐渐兑现，进而支撑高品质和细分化家电产品的消费。2020 年双十一期间，家电行业线上成交额达到 982 亿元，销售额占比为 11.7%，其中冰箱、洗衣机、吸烟机、净水器、破壁机等品类销售额增速均超过 100%。公共卫生事件带动了“宅经济”和“懒人经济”的发展，为家电行业带来新机遇，诸如洗碗机、扫地机器人、电动牙刷等家电产品销量高速增长，**智能家居有望成为后续的行业增长亮点。**

政策补贴下，绿色家电有望迎来新机遇。十九届五中全会提出，到 2035 年，要广泛形成绿色生产生活方式，体现出国家对绿色消费的支持与鼓励。国常会鼓励地方区对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴，将有效推动绿色智能家 电产品在下沉市场的加速渗透，产业链完善且具备技术优势的龙头企业将持续受益。

（二）汽车板块：受益于需求回暖及政策支持

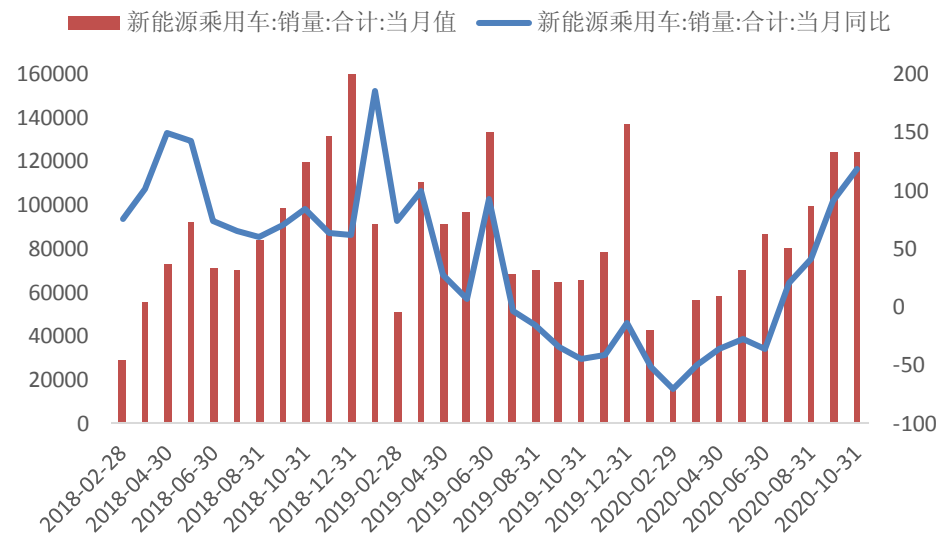
三季报许多头部企业均迎来业绩拐点，汽车行业大幅回暖。**随着国内经济持续复苏，叠加新出台的新能源顶层规划政策，新能源汽车行业价值重估，重回高增长态势，使板块景气度持续提升。**

智能化发展成为板块增长的内生动力。众多科技企业如苹果、谷歌等，布局汽车领域，将智能化的科技元素融入汽车领域，加速行业科技变革。而传统汽车企业则通过自主研发或与科技企业寻求合作等方式，向电动、智能化和新能源方向转变，国内市场华为和宁德的合作也成为汽车技术升级的关注重点。

政策利好下，新能源汽车市场潜力巨大。1-10 月份新能源汽车指数上涨 28%，显著

跑赢同期沪深 300 指数的涨幅。在业绩方面，10 月新能源乘用车销量突破 12.4 万辆，同比增长 118%，市场呈现多元化形势。2020 年前三季度，新能源汽车板块营收和净利润增速降幅持续收窄，行业景气度持续修复，而盈利能力方面，毛利率提升至 13.67%，板块整体 ROE 为 4.86%，盈利水平有所提升。在国务院 11 月引发的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》中提出，到 2025 年我国新能源汽车新车销售量应达到汽车新车销售总量的 20%左右，目前该项指标仅为 5%左右，新能源市场未来可期。

图表16：新能源乘用车销量稳步回升



资料来源：wind、粤开证券研究院

预计汽车板块四季度将持续向好。小鹏、特斯拉和比亚迪等品牌的爆款车型推动销量增长，同时国内汽车价值链重塑，利好企业相关业绩回暖；居民汽车保有量持续增加，有利于拓展存量市场，释放整车行业潜力；另外伴随技术升级，新能源汽车的推行，科技赛道受益明显。

（三）白酒板块：业绩稳定，成长确定性较强

白酒板块表现较为稳定，企业整体业绩向好，龙头企业表现抢眼，板块呈现分化局面。2020 年前三季度，白酒板块的营业收入同比增长 5%，净利润同比增长 9.6%，其中第三季度净利润增长达 13%，19 家上市白酒企业中，实现营业收入和净利润“双增”的企业达到 14 家。根据三季报，白酒行业强势反弹的同时，行业分化程度和市场集中度都有所提高，头部白酒的市场份额稳步提升，高端白酒展现出奢侈品属性，次高端、地方龙头强劲反弹。

短期受益于节假日临近及需求持续强劲，资本纷纷布局白酒板块。根据京东超市的“双十一”相关数据，11 月 11 日当天，酒类产品成交额在 2 分钟内突破 2 亿元，较去年增长 15 倍，业绩持续释放。对于需求稳健的中高端品牌，企业积极布局技术改革，以解决产能供给问题。如茅台集团在 10 月 15 日的“2021 年度生产大会”上表示，2021 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨，较 2020 年提升 10%左右，供不应求局面有望缓和。

中长期来看，行业边际持续改善，未来白酒板块仍将维持景气，行业成长确定性较

强。重点关注处于低基数阶段，与边际改善预期相吻合，且业绩驱动力较强的黑马企业，对于业绩稳定、确定性较强的高端、次高端酒企，其估值优势凸显，把握优质标的长期布局机会。

分析师简介

殷越 ,上海财经大学硕士 ,2017 年加入粤开证券 ,现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号 :S0300517040001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com