日期：2020 年 11 月 25 日

从经济基本面与市场层面分析资产配置与 A 股市场的走势

分析师： 刘骐豪
Tel： 021-53686132
E-mail： liuqihao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870512090002

报告编号： liuqihao-ZTYJ100

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

一、经济基本面分析

（一）经济基本面是市场长期走势的决定性因素

随着股权分置改革的完成以及资本市场各项制度的不断完善，A 股市场经济晴雨表功能明显增强。从 A 股走势与经济（企业盈利）关系看，05 年 2 季度申万 A 股指数（季度收盘价）见底，05 年 4 季度经济（盈利）见底回升。08 年 4 季度大盘见底，09 年 1 季度经济（盈利）见底回升；11 年 4 季度大盘开始筑底，12 年 1 季度经济（盈利）见底回升；15 年 3 季度大盘创下阶段性低点，经济（盈利）15 年 4 季度见底开始回升。借鉴 998 点，1664 点，1849 点 A 股市场出现底部后的基本面情况，前两轮市场向好的基础是经济持续回升。第三轮市场向好似乎与经济基本面关系不大，市场向好主因是当时充足的流动性（持续下行的利率水平）和杠杆资金抬升估值，但一方面创业板 2014-2015 年盈利持续向好且相对业绩增速明显强于以沪深 300 指数为代表的大盘指数，2014-2015 年市场风格明显偏向中小盘板块。另一方面整体缺乏盈利支撑的市场随之而来的股市大幅异常波动也反映出经济是市场长期走势的决定性因素。

（二）二季度以来国内经济（企业盈利）持续回升

一季度受疫情影响国内经济大幅下滑，在系列精准政策支持以及科学有效的疫情防控举措下二季度国内经济迅速恢复，GDP 增速 3.2%实现正增长，三季度增速 4.9%继续向好。随着疫情影响的逐步降低，后期内外部需求的回升将进一步支撑国内经济的好转。今年年初疫情的影响打乱了新一轮库存周期的节奏，但随着经济的回升企业会重新开启因疫情影响而延后的新一轮补库存周期，这将强化国内经济向好的基础。

外部环境看，全球经济恢复的大背景也将进一步增强国内经济向好动能。发达经济体需求增速快于生产导致部分商品存在产能缺口，凸显产业链完备且疫情得到有效控制的中国出口产品的优势。此外，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的签署打开了中国外部更广阔的贸易市场，也将夯实中国经济内外双循环发展的基础，支撑国内出口保持韧性。

（三）流动性总量保持相对宽松，利率水平边际上行

随着疫情影响降低经济开始好转，国内货币政策收紧的预期增强。但在通胀水平没有明显压力的背景下，国内货币政策或依旧处于相对宽松的格局中，保持总量的适度，更加注重结构性和效果直达。从价格层面的利率水平看，1 季度或是本轮利率周期的拐点，后期利率水平边际上行的概率较大。

二、市场层面分析

市场层面看，自 2440 点底部本轮市场反弹以来，与历史数据比较，A 股市场的风险溢价水平，股债收益率，估值，成交量（换手率），杠杆水平均仍还有一定的提升空间。

三、大类资产与 A 股板块配置分析

（一）至 2021 年一季度 A 股市场或仍处于相对有利的基本面环境中，债券市场难有机会

根据 WIND 宏观一致预测，2021 年国内 GDP 增速各季度分别是 19.25%，8.10%，6.36%，5.44%，1 季度由于低基数的原因达到年内高点后逐季下行。从经济（盈利）拐点领先于利率拐点以及历史利率周期持续时间的角度分析，根据目前宏观一致预期 2021 年 1 季度出现经济（盈利）拐点加之前文分析的今年 1 季度出现利率上行拐点判断，至少到明年 2 季度利率或仍处于上行周期中，此阶段债市或仍难有大的机会。A 股市场的角度看，经济（盈利）向好的背景下，至明年 1 季度 A 股市场或仍处于相对有利的基本面环境中。从历史实证表现看，处于经济（盈利）上行，利率上行背景下的 A 股市场均表现相对较好。

（二）美元趋势性下行商品（黄金）受益

美国经济占世界经济比重呈现明显的周期性并决定美元的长期走势。2017 年美国经济占比开始出现下滑步入新一轮下行周期。此外，美国经济受疫情大幅冲击以及美联储无限量宽松货币政策也均对美元形成拖累。从时间的角度看，70 年代以来美元经历三轮下跌周期以及三轮上涨周期。美元 2008 年 3 月的低点开始上涨至 2020 年 3 月的高点，时间超过历史上美元周期的任何一次时间长度，美元继续上涨的时间动能也已衰竭。我们认为 2020 年 3 月美元再度试探 2017 年初创下的 103 点的高点无果，技术上或已经形成双头，长期的角度美元或步入下行趋势。从历史数据看，美元与商品价格保持稳定的负相关走势，美元走弱将对商品价格形成明显支撑。

（三）A 股市场或将转为业绩驱动，顺周期板行情延续

利率上行的背景下压制市场估值抬升，高估值板块或受冲击，A 股市场或将转为业绩驱动，顺周期板行情或将延续成为后期市场的投资主线。第一，美元趋势性走弱商品价格走强有利于周期板块。第二，内外部经济的回升对顺周期板块业绩向好形成支撑。中国出口产业链的韧性将进一步提升顺周期行业的需求。第三，顺周期板块的估值和机构持仓均处于历史相对较低的水平，随着经济的转好也将有估值修复的动力。

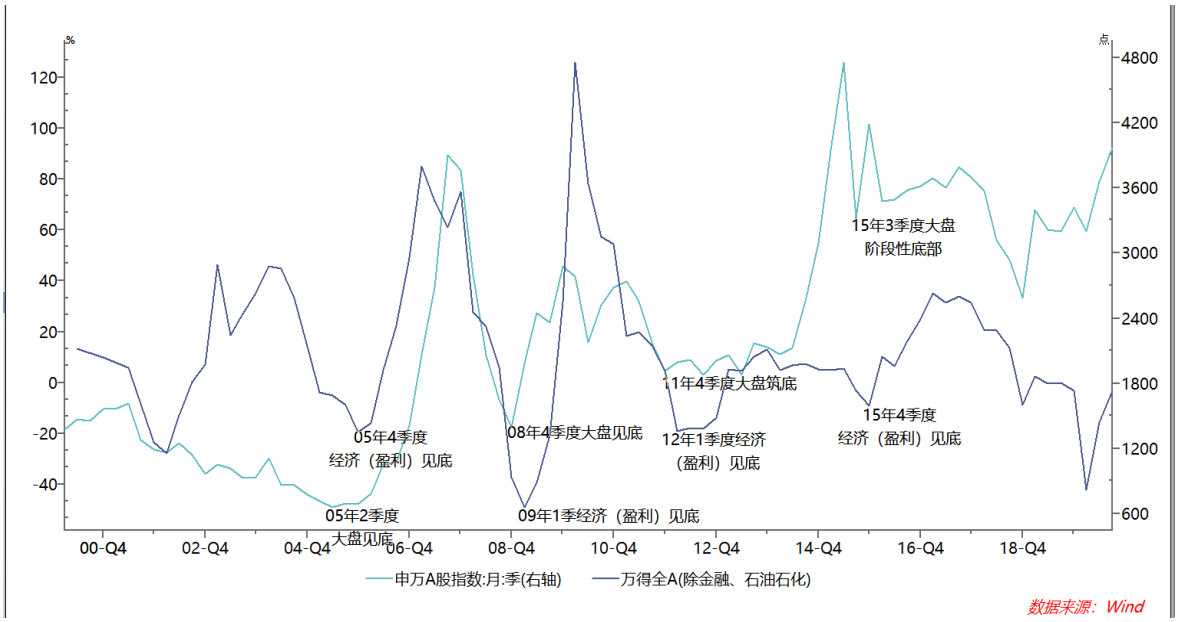
一、经济基本面分析

（一）经济基本面是市场长期走势的决定性因素

随着股权分置改革的完成以及资本市场各项制度的不断完善，A 股市场经济晴雨表功能明显增强。从 A 股走势与经济（企业盈利）关系看，05 年 2 季度申万 A 股指数（季度收盘价）见底，05 年 4 季度经济（盈利）见底回升。08 年 4 季度大盘见底，09 年 1 季度经济（盈利）见底回升；11 年 4 季度大盘开始筑底，12 年 1 季度经济（盈利）见底回升；15 年 3 季度大盘创下阶段性低点，经济（盈利）15 年 4 季度见底开始回升。

借鉴 998 点，1664 点，1849 点 A 股市场出现底部后的基本面情况，前两轮市场向好的基础是经济持续回升。第三轮市场向好似乎与经济基本面关系不大，市场向好主因是当时充足的流动性（持续下行的利率水平）和杠杆资金抬升估值，但一方面创业板 2014-2015 年盈利持续向好且相对业绩增速明显强于以沪深 300 指数为代表的大盘指数，2014-2015 年市场风格明显偏向中小盘板块。另一方面整体缺乏盈利支撑的市场随之而来的股市大幅异常波动也反映出经济是市场长期走势的决定性因素。

图 1 05 年股权分置改革后大盘与经济（盈利）的关系



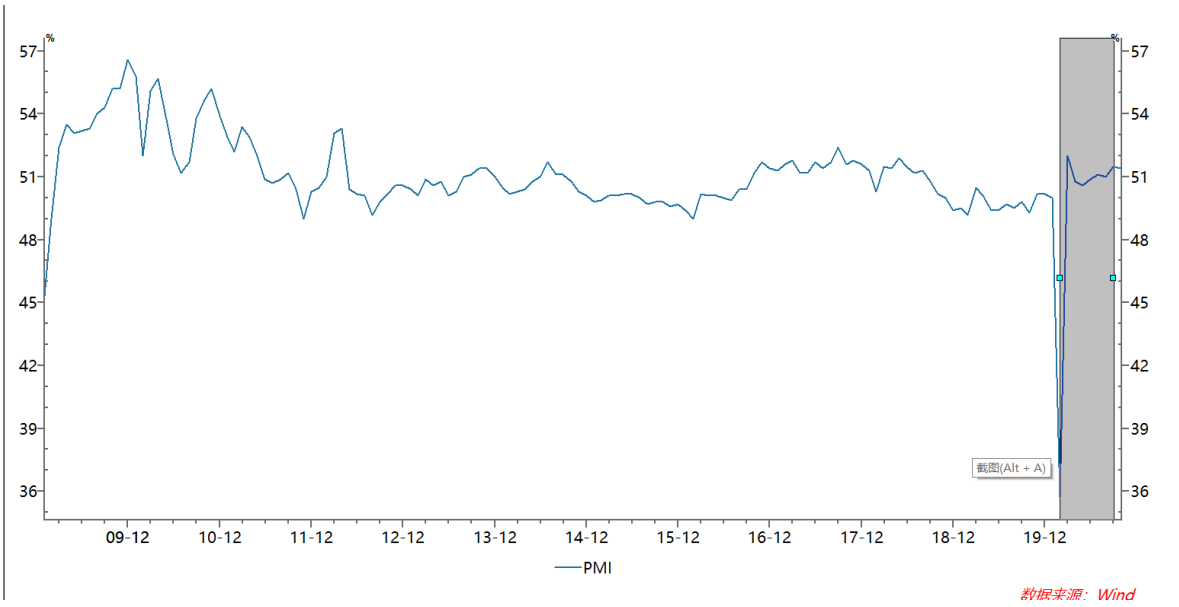
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（二）二季度以来国内经济（企业盈利）持续回升

一季度受疫情影响国内经济大幅下滑，在系列精准政策支持以及科学有效的疫情防控举措下二季度国内经济迅速恢复，GDP 增速 3.2%实现正增长，三季度增速 4.9%继续向好。分项数据看，受疫情影响最严重的 2 月 PMI 读数创下 35.7 的低位后，3 月以来 PMI 读数持续位于 50 上方。生产端，工业增加值一季度大幅下滑，4 月开始转正，前 10 月累计增速 1.8%。需求端，投资增速由 2 月的累计同比-24.5%持续恢复至 10 月的 1.8%，消费累计增速由 2 月的-20.5%持续恢复至 10 月的-5.9%。中美贸易摩擦和疫情冲击的背景下中国出口表现出了较强的韧性，累计增速由 2 月的-17.1%恢复至 10 月的 0.5%。

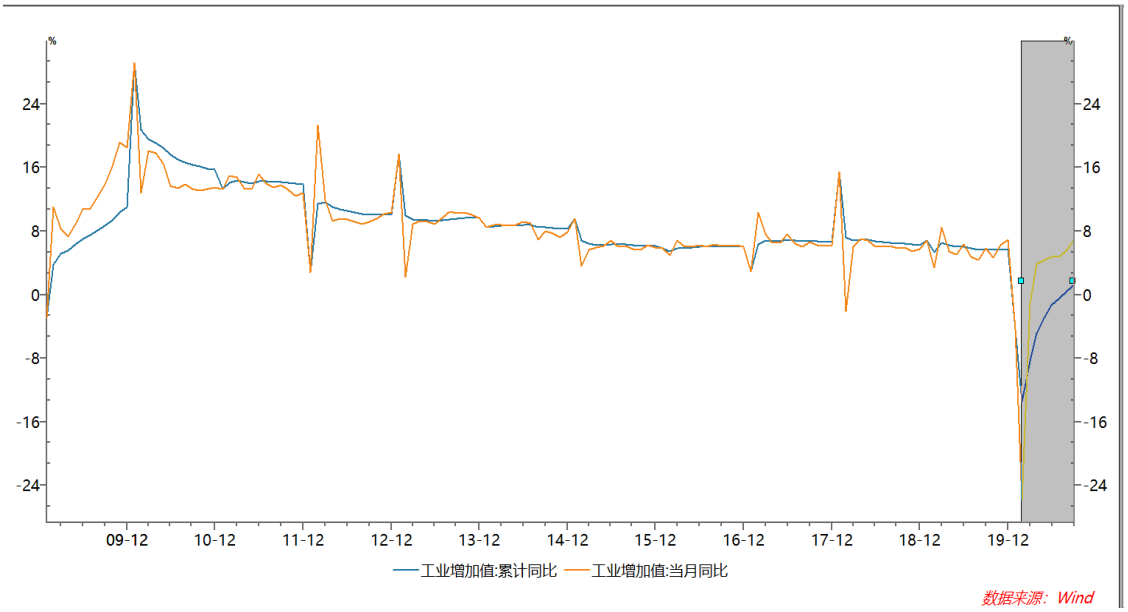
随着疫情影响的逐步降低，后期内外部需求的回升将进一步支撑国内经济的好转。此外，根据底部-底部划分国内企业库存的周期。2000 年以来企业库存经历了，2002 年 3 季度至 2006 年 2 季度，2006 年 2 季度至 2009 年 3 季度，2009 年 3 季度至 2013 年 3 季度，2013 年 3 季度至 2016 年 2 季度等 4 轮完整的周期。2016 年 2 季度开启的库存周期大致应于 2019 年年末结束，今年年初疫情的影响打乱了新一轮库存周期的节奏，但随着经济的回升企业会重新开启因疫情影响而延后的新一轮补库存周期，这将强化国内经济向好的基础。

图 2　中国 PMI 读数



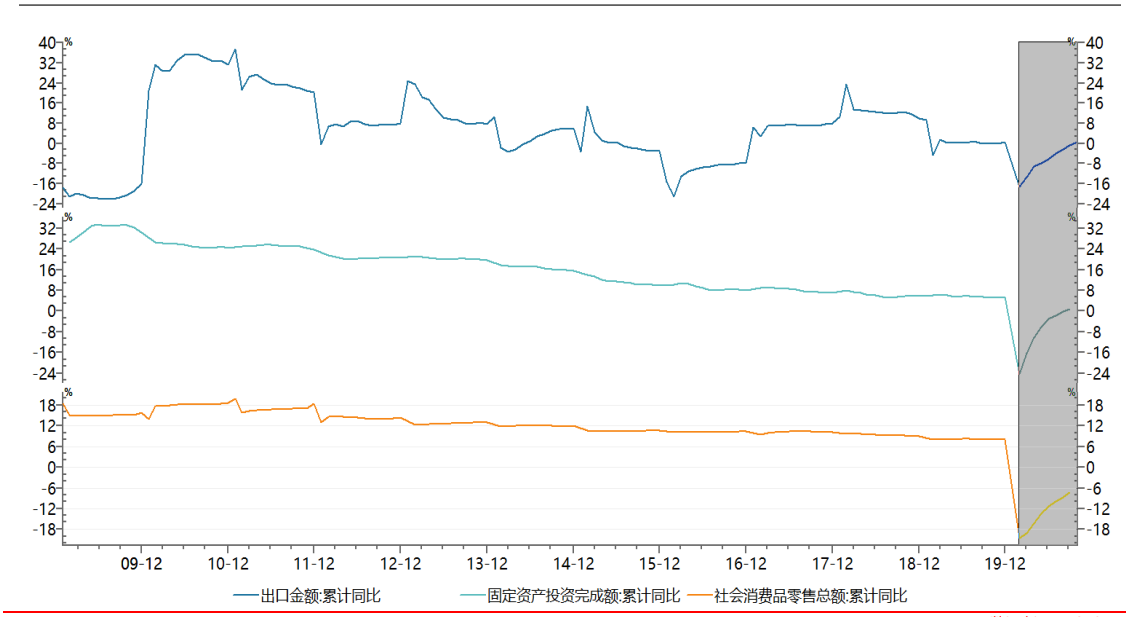
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 3　中国工业增加值增速



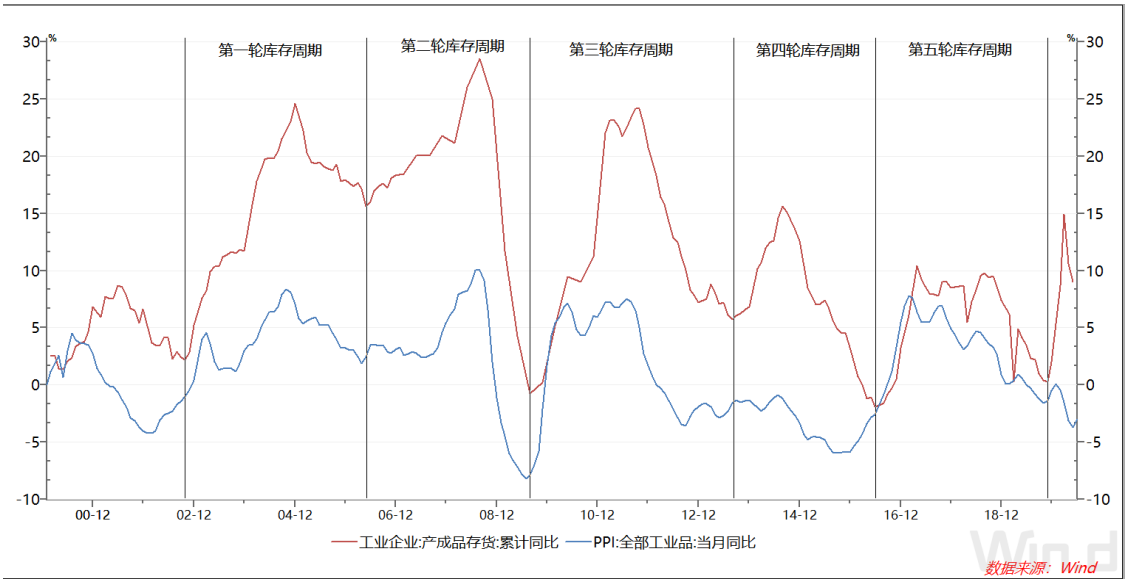
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 4　中国投资，消费，出口增速



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 5　2000 年以来库存周期



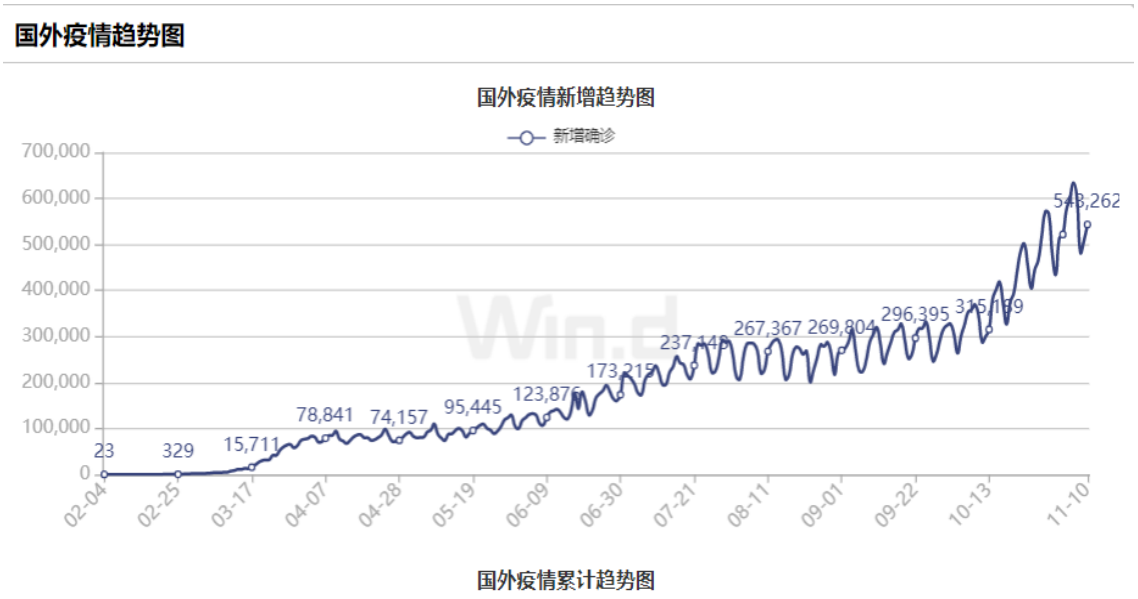
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

外部环境看，全球经济恢复的大背景进一步增强国内经济向好动能。尽管目前全球确诊数量居高不下，但随着对新冠病毒了解程度不断加深以及治疗方法不断优化，新冠病毒感染后的治愈率和死亡率呈现明显下行态势，新冠病毒死亡率由 4 月末的超过 7%的高点下降至 11 月中旬 2.5%左右的水平。疫情影响逐渐减弱，复工复产加速的背景下，全球主要经济体三季度以来恢复态势明显。摩根大通全球制造业 PMI 指数 4 月创下 39.60 的低点后持续恢复，7 月再度站上 50 的荣枯分界线，受疫情影响更大的摩根大通全球服务业指数 4 月创下 23.7 的低点后，7 月同样回升至 50 上方，且 7 月以来摩根大通全球制造业/服务业 PMI 指数均呈现持续回升的态势。疫情重灾区美国和欧洲经济同样出现持续复苏迹象，美国以及欧元区制造业 PMI 指数 10 月读数分别上升至 59.8 和 54.3。

从当前疫苗研发进展看，目前全球共有十余种疫苗进入到临床三期阶段，11 月 9 日辉瑞和 BioNTech 宣布两家联合研发的新冠候选疫苗在 III 期临床试验中取得重大进展。随着疫苗加速落地，全球产业体系将进一步回归常态。此外，尽管美国总统大选结果未定，但大概率当选的拜登就职后或修补国际多边关系及推出新一轮刺激政策，也有助于推动全球经济复苏。由于积极货币和财政政策提升居民收入，美国以及欧洲 6 月以来消费增速均已转正，但疫情明显拖累了欧美经济体产能的恢复，美国以及欧洲工业产出增速仍为负增长。发达经济体需求增速快于生产导致部分商品存在产能缺口，凸显产业链完备且疫情得到有效控制的中国出口产品的优势。此外，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的签署打开了中国外部

更广阔的贸易市场，也将夯实中国经济内外双循环发展的基础，支撑国内出口保持韧性。

图 6　国外疫情新增病例



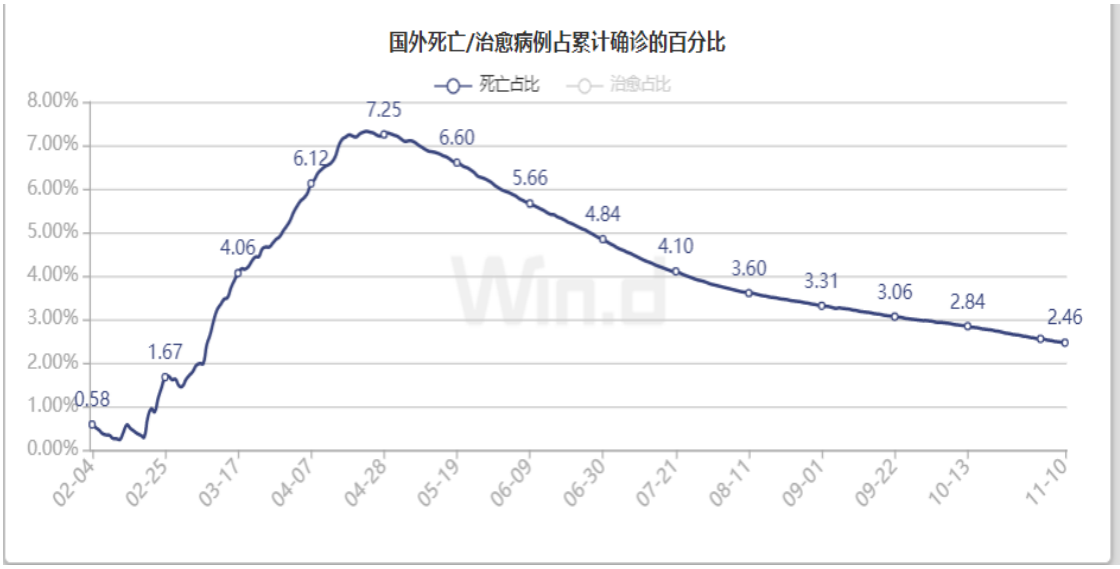
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 7　国外疫情累计确诊病例



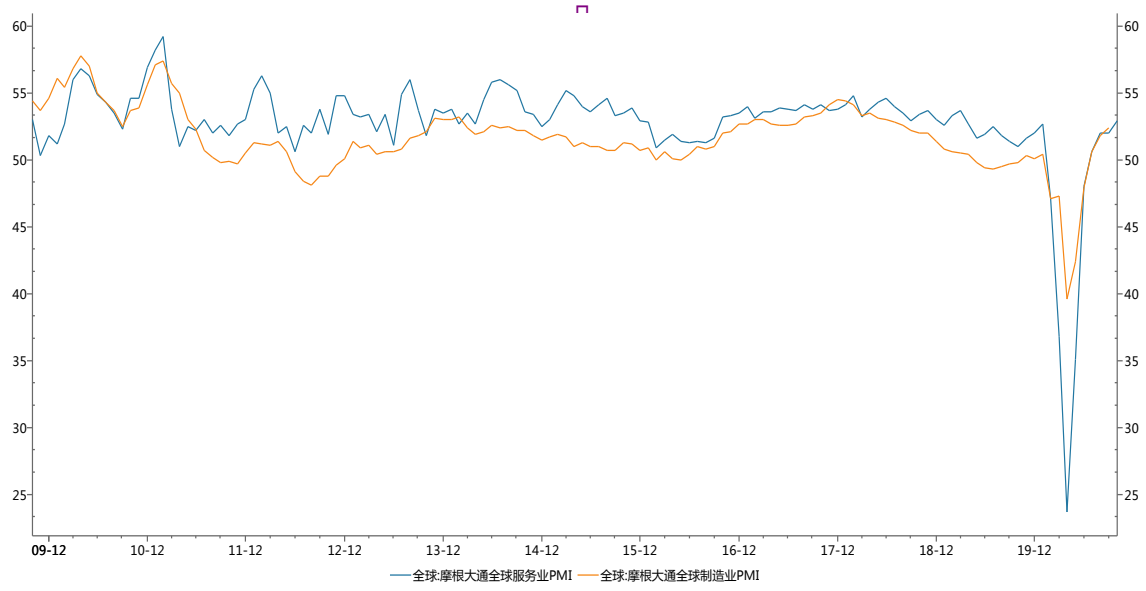
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 8　国外新冠病例死亡率



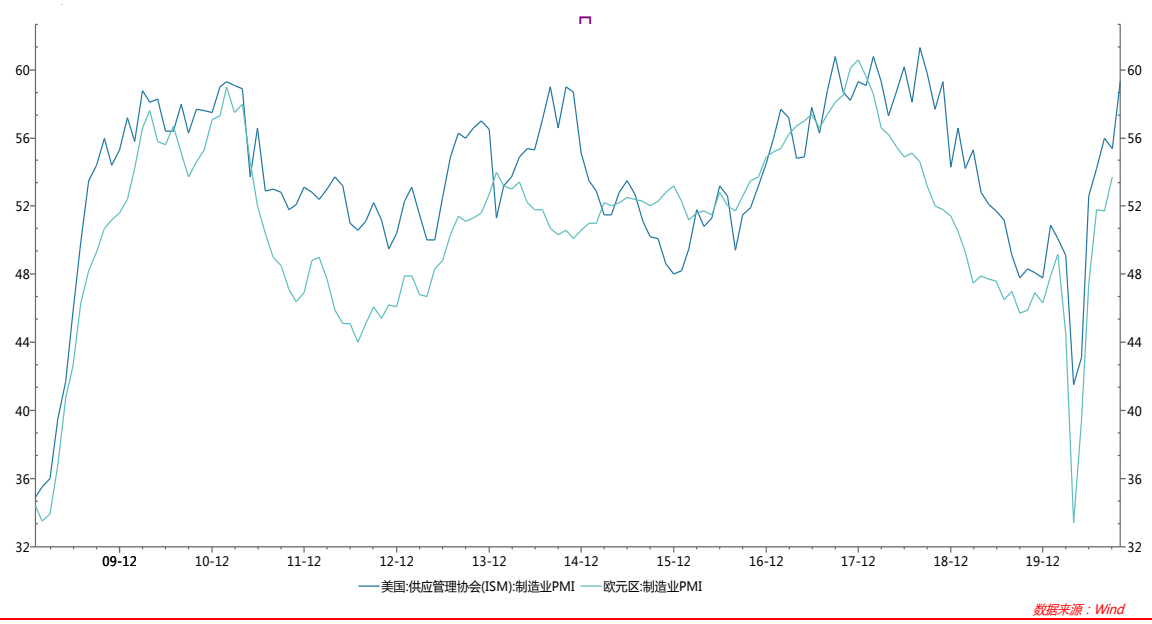
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 9 全球摩根大通制造业及服务业指数



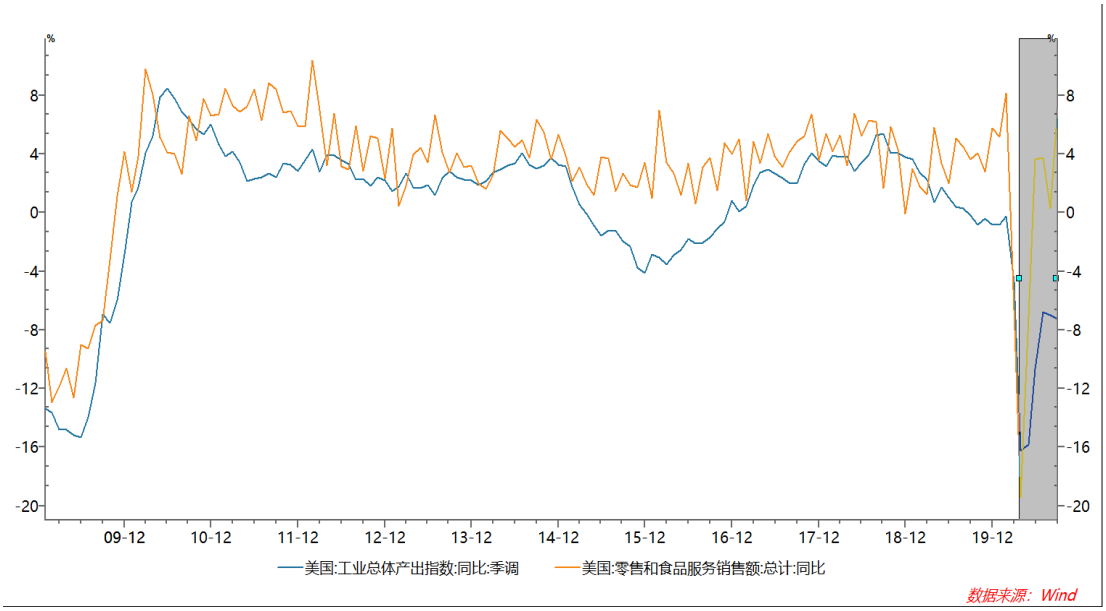
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 10　美国以及欧元区制造业 PMI 指数



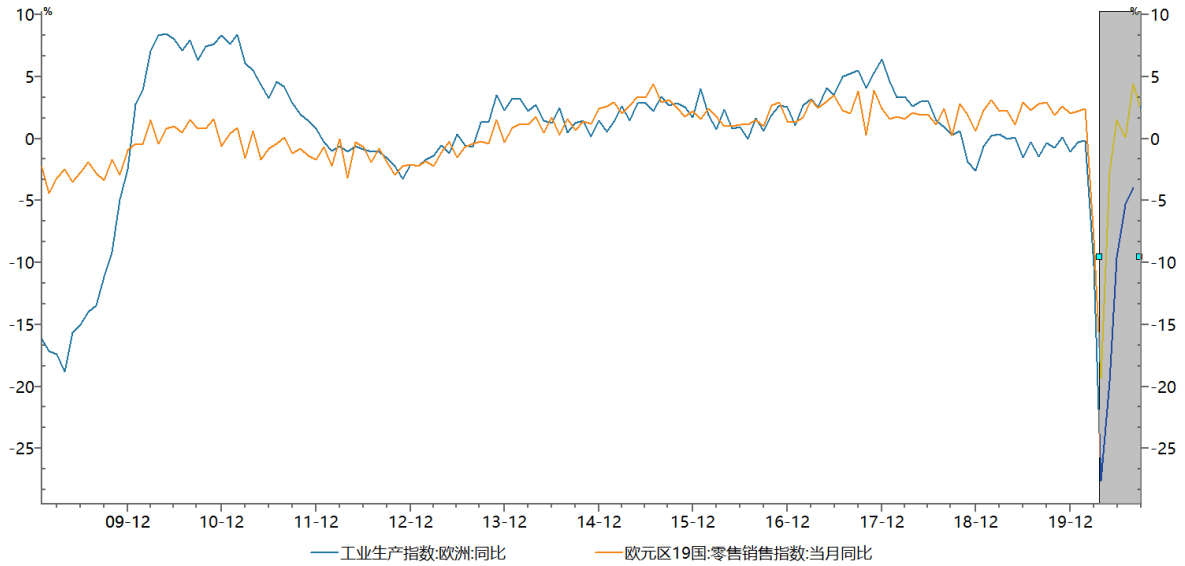
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 11　美国生产及消费增速



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 欧洲生产及消费增速



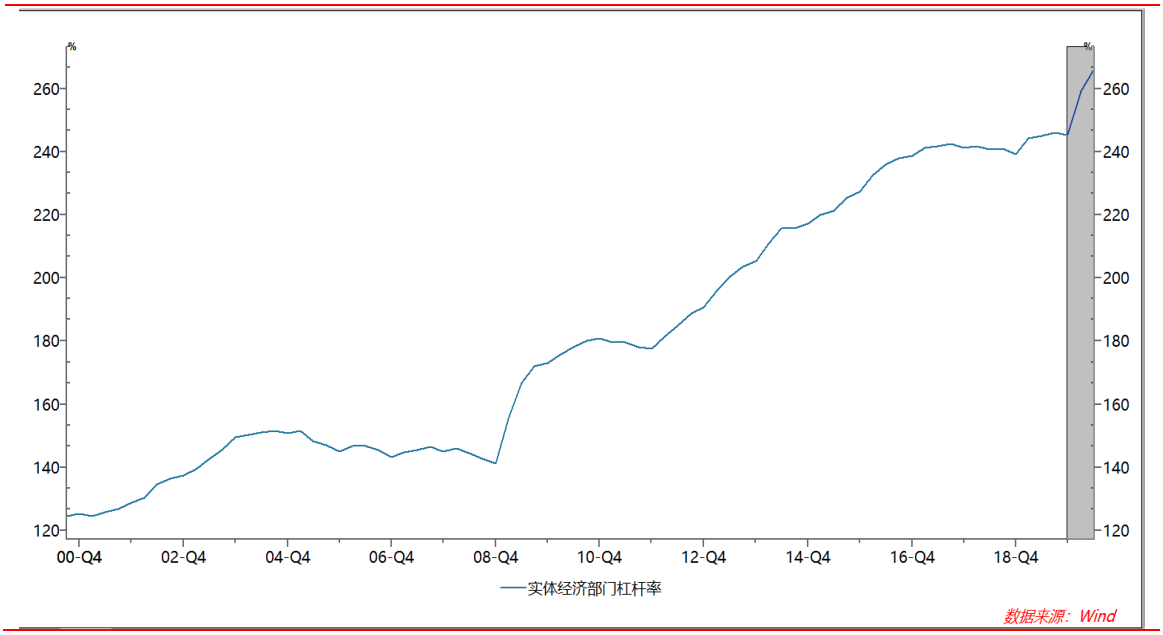
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（三）流动性总量保持相对宽松，利率水平边际上行

流动性层面看，为了应对疫情的影响国内宽松的货币政策导致宏观杠杆率出现明显提升，实体经济部门杠杆率由年初的 245%上升至二季度的 266%。随着疫情影响降低经济开始好转，国内货币政策收紧的预期增强。中国人民银行行长易纲在金融街论坛上针对未来政策上“把好货币供应的总闸门”的表态再次引发了市场对于流动性可能收紧的担忧。但从历史角度看，重提“闸门”并不直接对应货币政策的收紧和社融的回落，国内复苏基本面基础尚不牢固仍需流动性支持，需求相对不足 CPI 持续回落，PPI 仍在通缩区间，央行短期内收紧货币的概率较低。在整体通胀水平没有明显压力的背景下，国内货币政策或依旧处于相对宽松的格局中，保持总量的适度，更加注重结构性和效果直达。

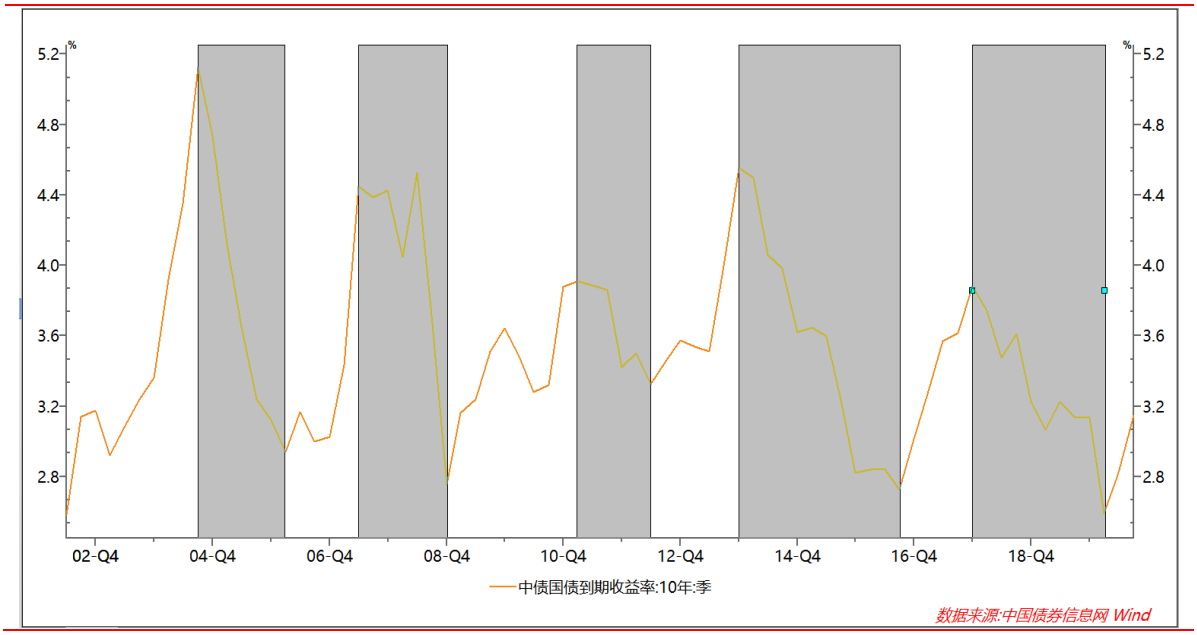
从价格层面的利率水平看，2018 年 1 季度至 2020 年 1 季度利率水平进入一轮下行周期，周期时间为 9 个季度，且 2020 年 1 季度利率水平已处于 2000 年来历史相对底部的区域，利率下行的时间和空间已基本到位。此外，国内经济回暖 PPI 回升也将对利率水平形成支撑。1 季度或是本轮利率周期的拐点，后期利率水平边际上行的概率较大。

图 13 国内宏观杠杆率水平



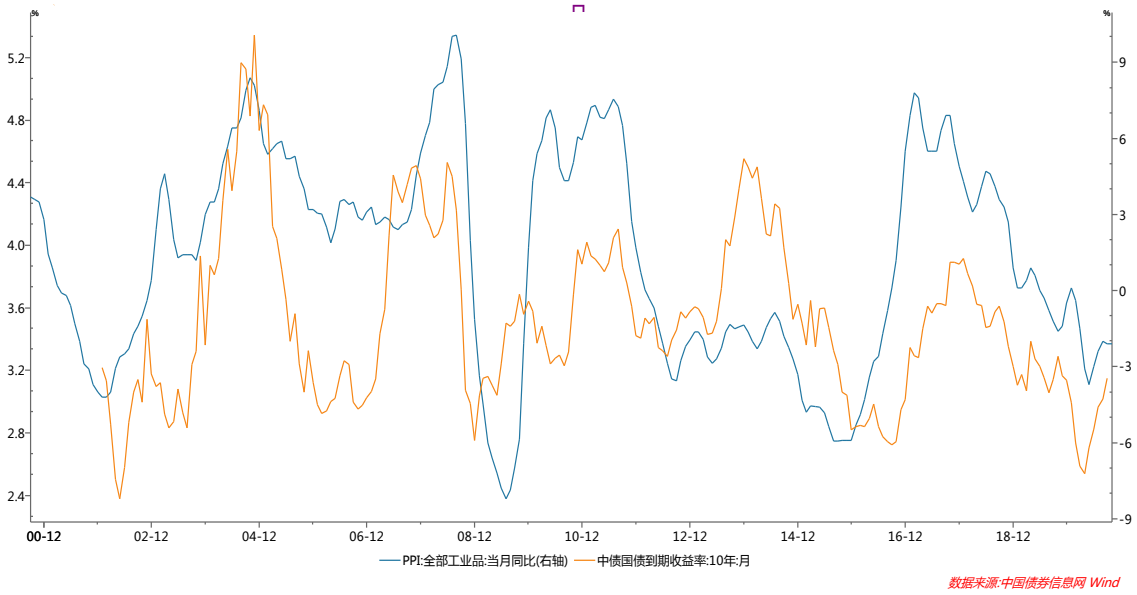
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 2000 年以来十年期国债收益率呈现周期变动



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 经济回暖 PPI 回升带动利率水平上升



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

二、市场层面分析

（一）A 股估值水平

我们在之前的报告中分析了 2019 年初创下的 2440 点具备市场大底的基础。比较 2000 年来此前三轮市场底部，2005 年 6 月的 998 点、2008 年 10 月的 1664 点和 2013 年 6 月的 1849 点。前三轮全部 A 股（非金融石油石化）的 PE（TTM）分别由，2005 年 5 月低点 22.40X 提升至 2007 年 9 月高点 66.93X，2008 年 10 月低点 14.23X 提升至 2009 年 12 月高点 72.72 X，2011 年 12 月的低点 19.26X 提升至 2015 年 5 月高点 57.42 X。本轮全部 A 股（非金融石油石化）的 PE（TTM）由 2018 年 12 月的低点 18.18X 开始提升，截至 2020 年 7 月末全部 A 股（非金融石油石化 PE（TTM））40.32 X，与历史底部估值抬升高点数据相比仍有上升空间（7 月是本轮市场量价的高点，因此本部分选取 7 月数据与历史对比，以下同）。

图 16 全部 A 股（非金融石油石化）PE（TTM）

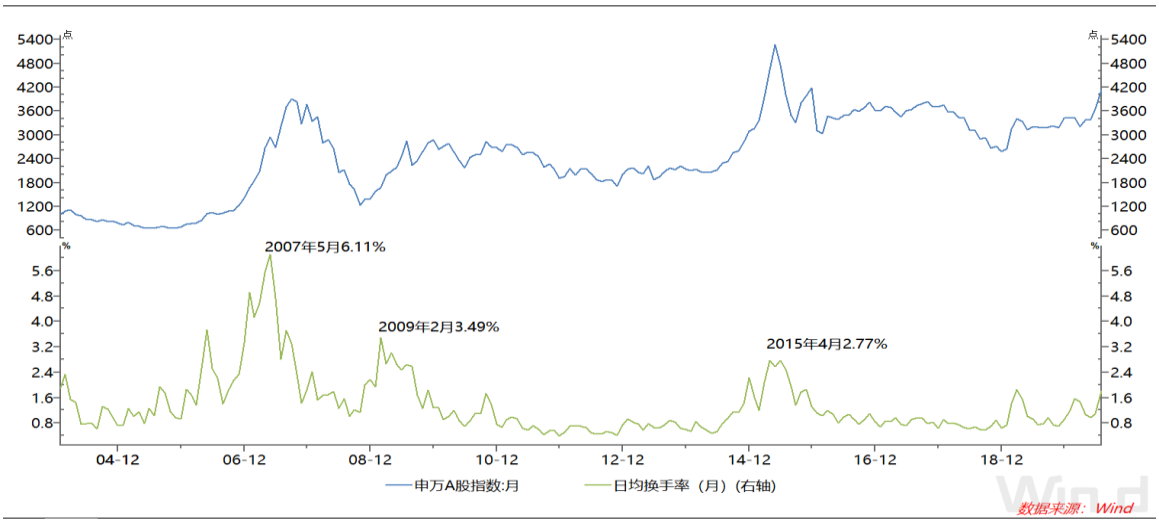


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（二）A 股量能水平

从交易量水平看，历次市场底部 A 股日均换收率均从 0.6%左右的水平持续提升。2440 点以来 A 股日均换手率 7 月升至 1.81%的水平，相较于前三次底部换手率分别提升至 2007 年 5 月的 6.11%，2009 年 2 月的 3.49%，2015 年 4 月的 2.77%的水平仍有空间。

图 17 换手率与 A 股市场走势



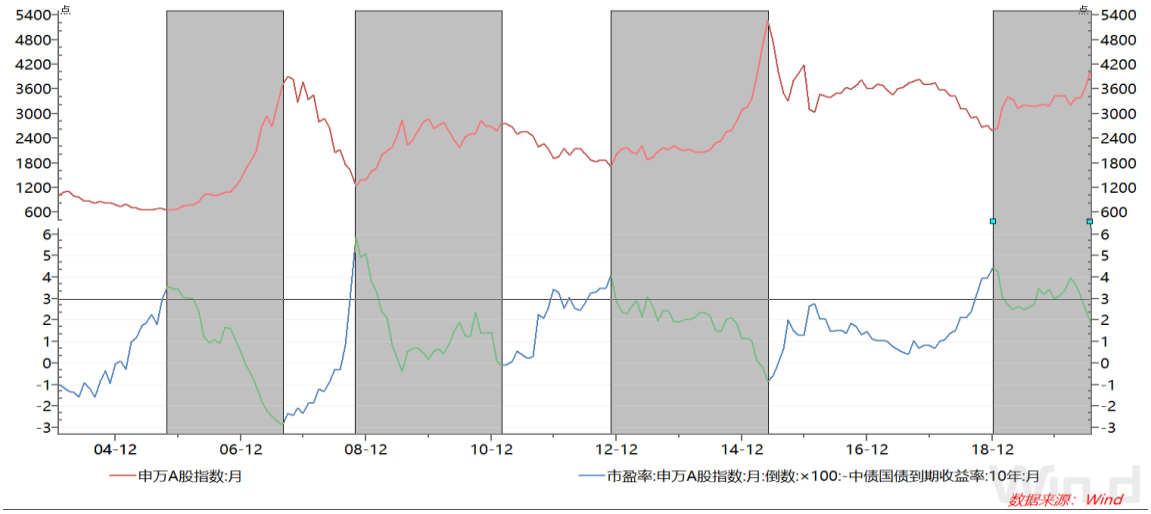
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（三）A 股风险溢价水平

从 A 股的风险溢价水平看（A 股 E/P 与无风险收益率的差值），2000 年以来历次 A 股市场底部风险溢价水平均处于 3%上方的区间。2440

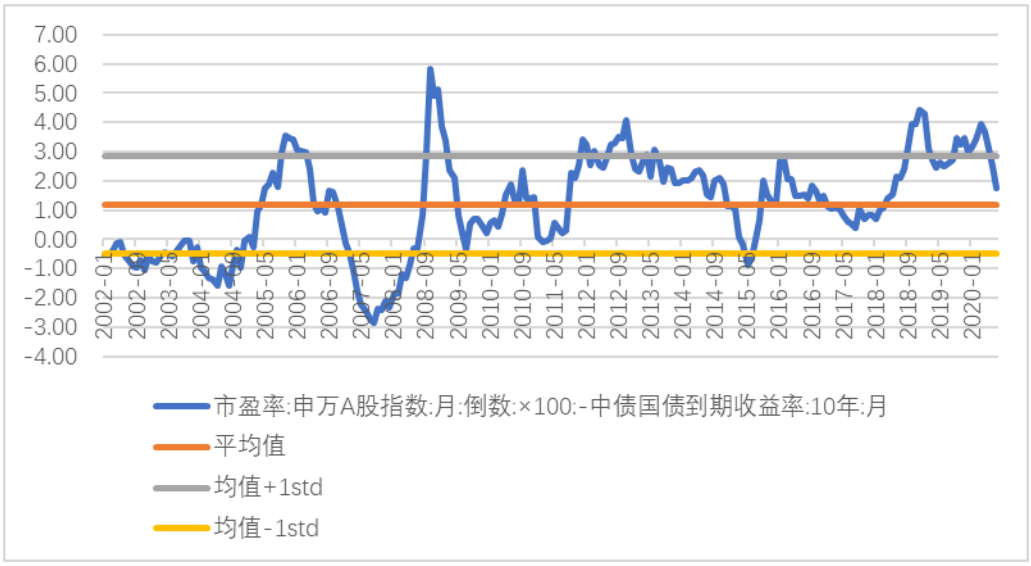
点以来 A 股风险溢价回升至 7 月末的 1.74%，处于 2002 年以来自低向高历史 60%分位区间，A 股风险偏好水平仍有提升的空间。

图 18　A 股风险溢价水平与市场走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 19　A 股市场风险溢价水平仍处于相对高位

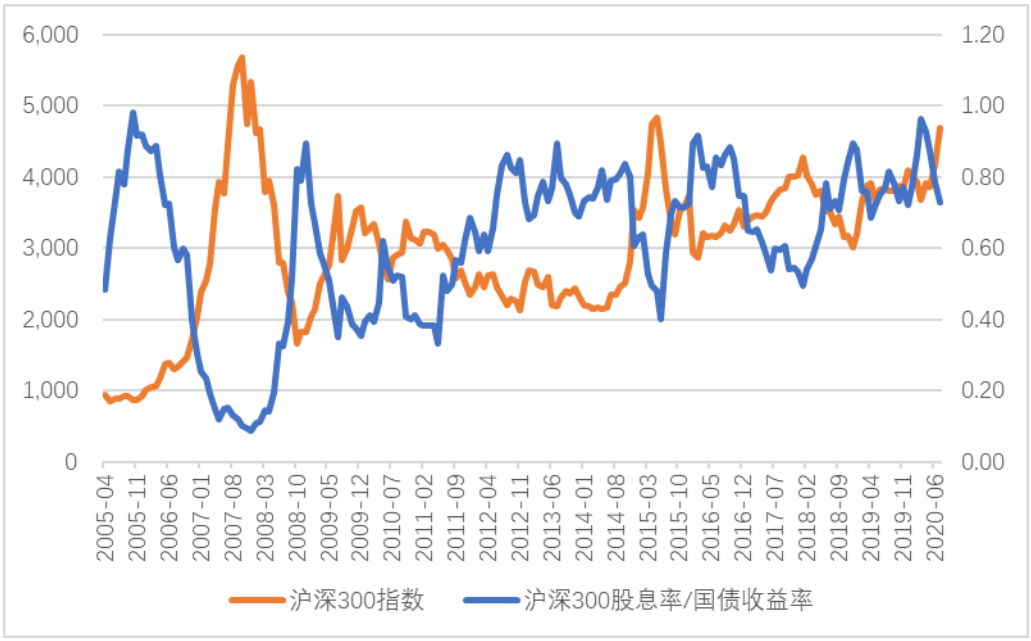


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（四）沪深 300 股息率/十年期国债收益率水平

沪深 300 股息率/十年期国债收益率读数处于 0.8 上方的水平一般反映出该阶段 A 股市场具备较高的性价比水平，对应着市场的底部区域。7 月末沪深 300 股息率/十年期国债收益率读数为 0.73，处于 2005 年以来自低向高历史读数的 60%分位区间，A 股仍处于较高性价比的区间中。

图 20　沪深 300 股息率/十年期国债收益率与指数走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 21 现阶段沪深 300 股息率/十年期国债收益率水平仍处于相对高位



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（五）A 股杠杆交易水平

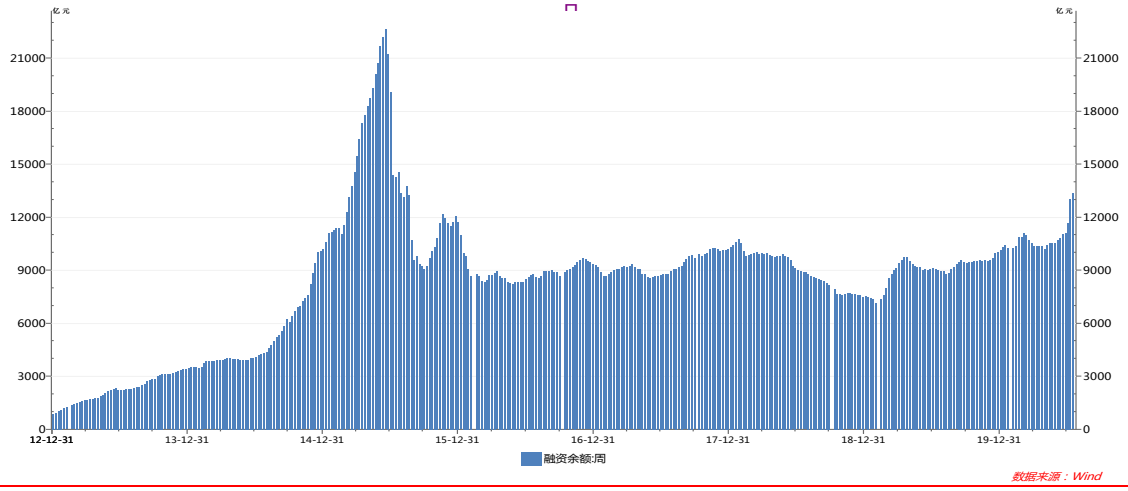
考虑到沪深两市流通市值的明显增加，从融资余额占流通市值的比重来看，截至 7 月末融资余额占两市流通市值的比重为 2.33%，为 2014 年 8 月份的水平，相比 2015 年杠杆资金大量入市背景下融资余额占流通市值超过 4%的比重仍有距离。

从融资余额数据变化的角度看，2019 年 1 月 4 日本轮市场底部两市

融资余额 7501 亿元，2020 年 7 月末两市融资余额 13720 亿元，融资余额增加 81%。2020 年 7 月末融资余额占流通市值的比重 2.33%，较 2019 年 1 月 4 日融资余额占流通市值的比重 2.10%提升 0.23 个百分点。2013 年 6 月 25 日市场底部两市融资余额 2219 亿元到 2015 年 6 月 18 日两市融资余额高点 22666 亿元，融资余额增加 921%。2015 年 6 月 18 日融资余额占流通市值的比重 4.26%，较 2013 年 6 月 25 日融资余额占流通市值的比重 1.34%提升 2.92 个百分点。

从两市融资交易占比看，2020 年 7 月两市融资交易额占比 10.86%，达到 2014 年 8 月的水平，但低于 2014 年 11 年至 2015 年 4 月融资交易额占比均超过 15% 的水平。

图 22　2013 年以来两市融资余额变化



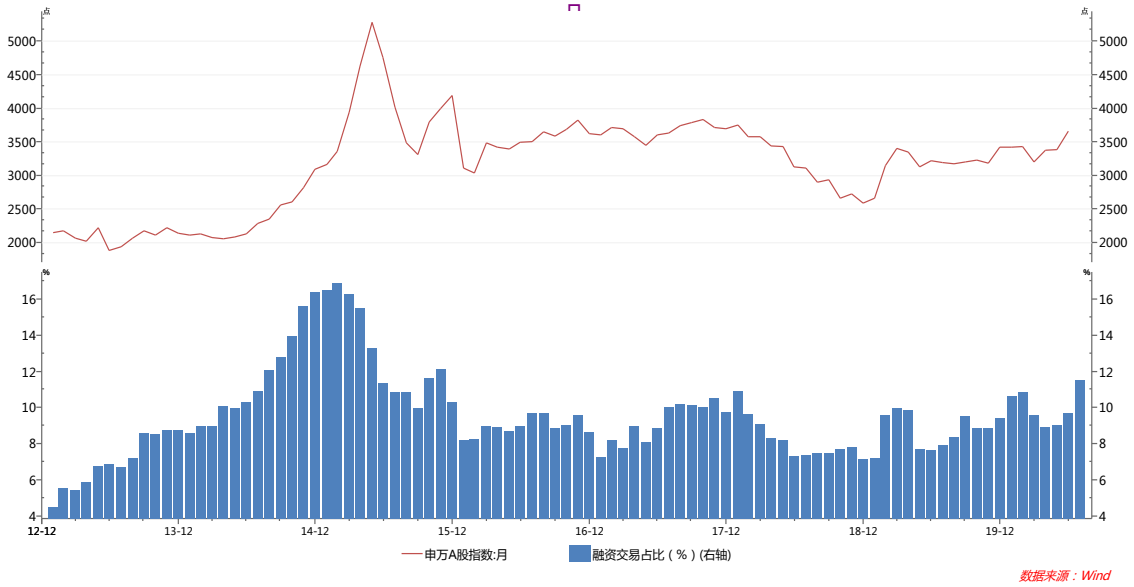
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 23 2013 年以来两市融资余额占流通市值比重



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 24　2013 年以来两市融资交易占比



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

三、大类资产与板块配置分析

（一）至 2021 年一季度 A 股市场或仍处于相对有利的基本面环境中，债券市场难有机会

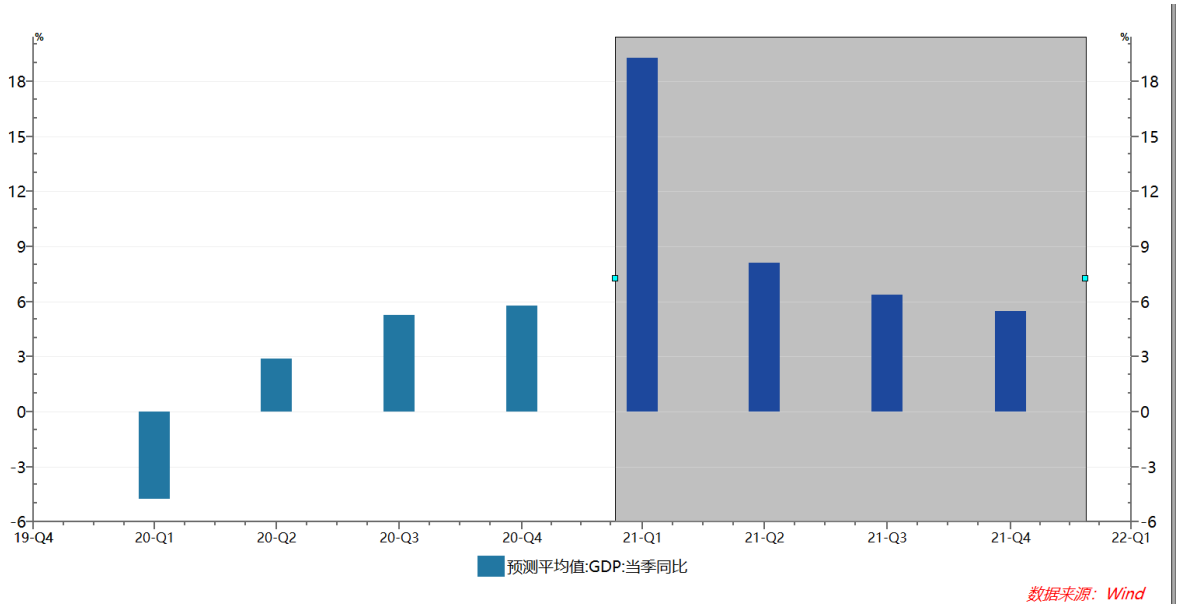
根据 WIND 宏观一致预测，2021 年国内 GDP 增速各季度分别是 19.25%，8.10%，6.36%，5.44%，1 季度由于低基数的原因达到年内高点后逐季下行。

债市的角度看，2005 年以来十年期国债收益率分别经历了 06 年 1 季度至 08 年 2 季度（9 个季度），08 年 4 季度至 11 年 1 季度（9 个季度），12 年 2 季度至 13 年 4 季度（6 个季度），16 年 3 季度至 17 年 4 季度（5 个季度）等 4 轮上行周期。从经济（盈利）拐点领先于利率拐点以及历史利率周期持续时间的角度分析，根据目前宏观一致预期 2021 年 1 季度出现经济（盈利）拐点加之前文分析的今年 1 季度出现利率上行拐点判断，至少到明年 2 季度利率或仍处于上行周期中，此阶段债市或仍难有大的机会。

A 股市场的角度看，经济（盈利）向好的背景下，至明年 1 季度 A 股市场或仍处于相对有利的基本面环境中。从历史实证表现看，处于经济（盈利）上行，利率上行背景下的 A 股市场均表现相对较好。此外，前文分析的自 2440 点底部市场反弹以来，与历史数据比较，A 股市场的风险溢价水平，股债收益率，估值，成交量（换手率），

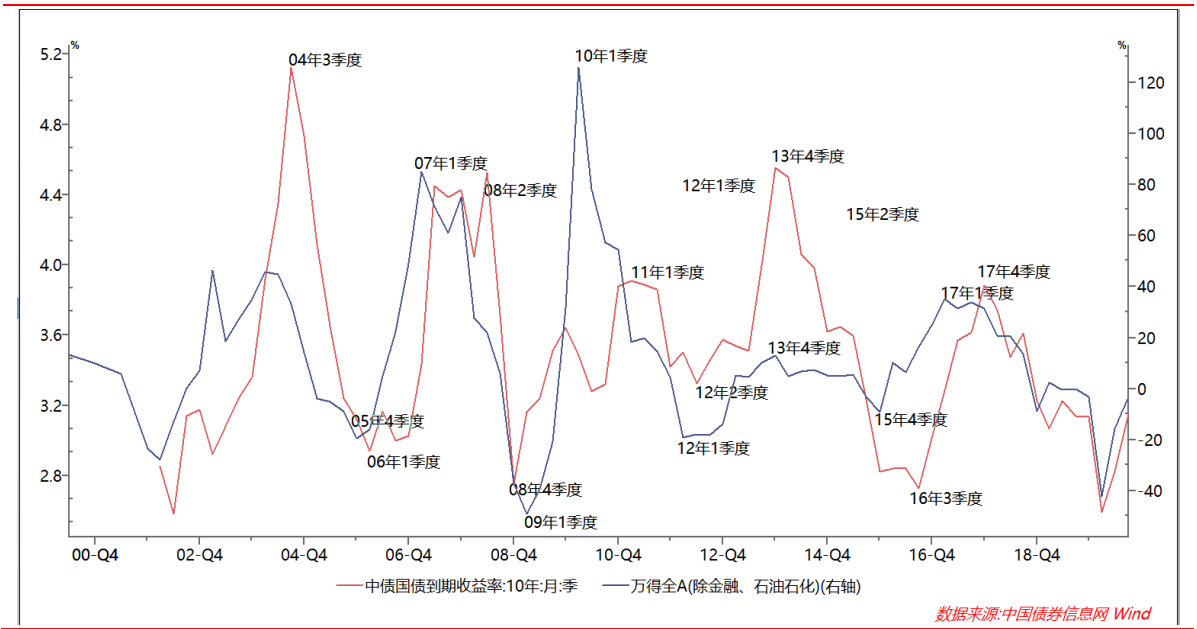
杠杆水平均还有一定的提升空间，这也进一步增加了 A 股市场向好的基础。

图 25　WIND 宏观预测



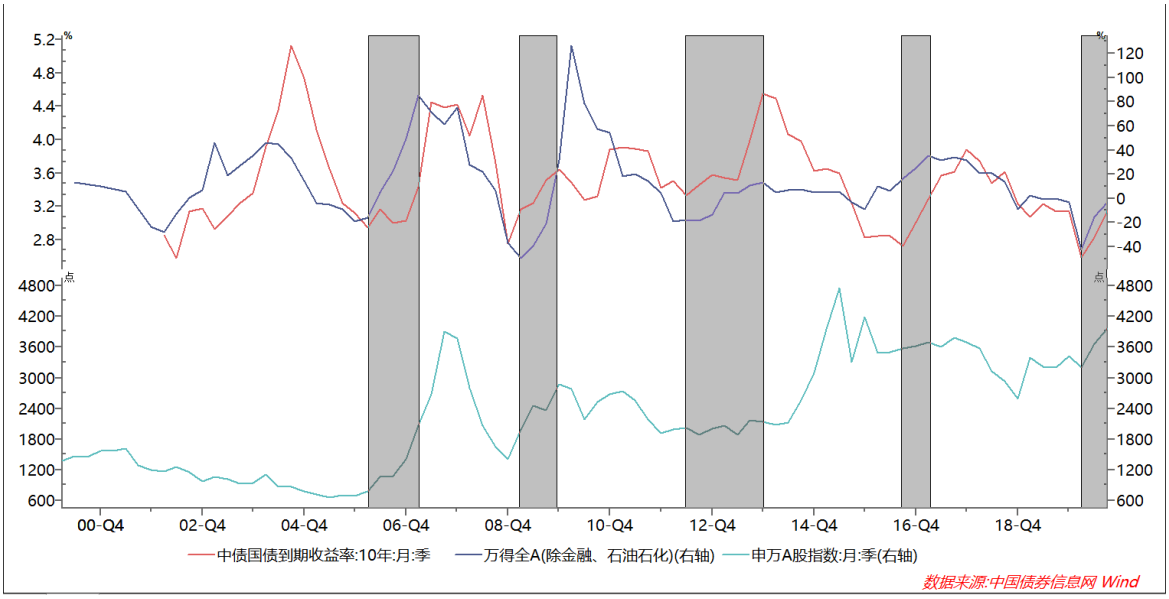
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 26　盈利周期领先利率周期



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 27　经济（盈利）上行，利率上行（阴影部分）背景下的 A 股市场均表现相对较好

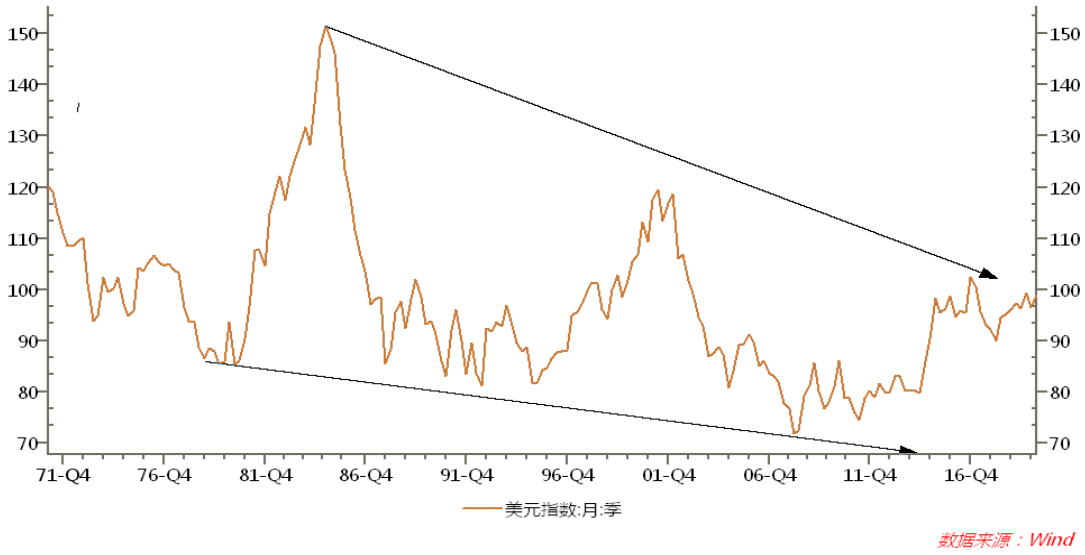


（二）美元趋势性下行背景下商品（黄金）受益

首先,美国经济占世界经济比重呈现明显的周期性并决定美元的长期走势。布林顿森林体系瓦解以后世界金融市场对美元的认可度下降，加之美国经济总量占全球比重趋势性的下滑，美元指数 70 年代以来读数的高点，低点均有所下移。从美元周期高点看，前两轮的高点分别出现在 1985 年 2 月的 160.41 点（美国经济占比 33.93%）和 2002 年 1 月的 120.24 点（美国经济占比 31.69%），此后随着美国经济占比的下滑美元指数均出现趋势性的下行态势。2011 年起美元开启新一轮上涨周期，此轮美国经济占比持续上升至 2016 年的 24.56%，2017 年美国经济占比开始出现下滑步入新一轮下行周期。结合历史美国经济占比与美元的表现，美元自 2017 年以来呈现高位震荡的态势或是本轮美元周期高点的区间所在。此外，美国经济受疫情影响大幅衰退以及美联储无限量宽松的货币政策也均对美元形成拖累。从时间的角度看，70 年代以来美元经历三轮下跌周期以及三轮上涨周期。美元 2008 年 3 月的低点开始上涨至 2020 年 3 月的高点，时间超过历史上美元周期的任何一次时间长度，美元继续上涨的时间动能也已衰竭。我们认为 2020 年 3 月美元再度试探 2017 年初创下的 103 点的高点无果，技术上或已经形成双头，长期的角度美元或步入下行趋势。从历史数据看，美元与商品价格保持稳定的负相关走势，美元走弱将对商品价格形成明显支撑。此外，我们认为黄金中长期值得持续关注。首先，黄金作为重要的商品组成部分同样受益于美元的下行，其次，为了应对疫情，在美联储无

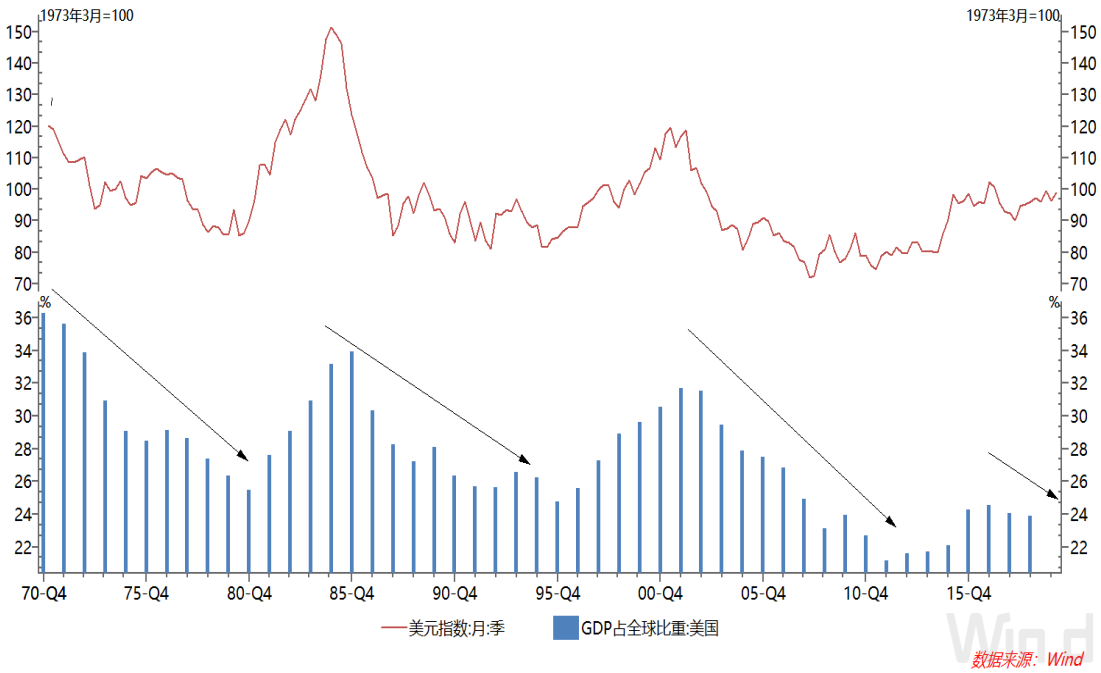
限量宽松货币政策的带动下全球主要央行均实施了超宽松的货币政策。美联储资产总额从年初的 42213 亿美元大幅扩张至 11 月中旬的 72241 亿美元，相应的美国 M2 增速 10 月 24.17%，读数处于上世纪 60 年代以来的历史高位，全球通胀预期明显升温进一步提升黄金投资价值。

图 28 70 年代以来美元呈现重心下移的态势



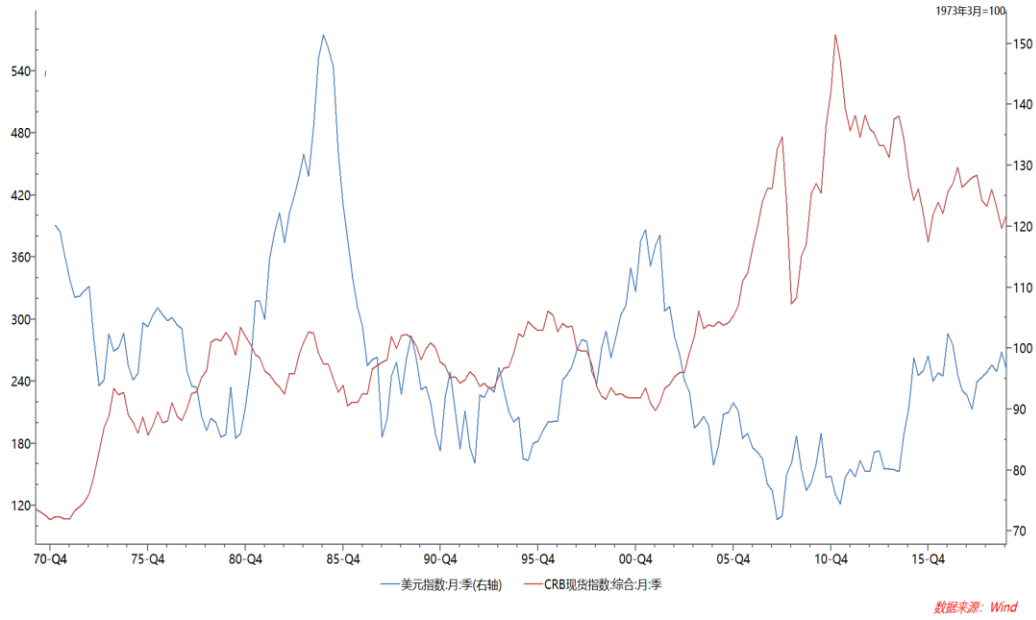
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 29 美国经济占全球比重与美元走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 30　美元与大宗商品之间保持长期稳定的负相关关系



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（三）A 股市场或将转为业绩驱动，顺周期板行情延续

利率上行的背景下压制市场估值抬升，高估值板块或受冲击，A 股市场或将转为业绩驱动，顺周期板行情或将延续成为后期市场的投资主线。第一，美元趋势性走弱商品价格走强有利于周期板块。第二，内外部经济的回升对顺周期板块业绩向好形成支撑。中国出口产业链的韧性将进一步提升顺周期行业的需求。第三，顺周期板块的估值和机构持仓均处于历史相对较低的水平，随着经济的转好也将有估值修复的动力。

图 31　A 股周期板块相对走势与大宗商品价格



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 1 重要指数估值

行业	PE(TTM)2020 年 10 月末	2005 年以来所处分位数
上证 50	11.37	52%
沪深 300	14.35	64%
上证指数	14.87	46%
申万 A 股	20.39	52%
中证 500	30.29	48%
中小板指	33.64	65%
万得全 A(除金融、石油石化)	36.13	70%
创业板指	63.23	87%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

表 2　申万一级行业估值与基金持仓占比

行业	PE(TTM)2020 年 10 月末	2005 年以来所处分位数	2020 年三季度基金重仓股持仓占比	2010 年以来所处分位数
农林牧渔	17.13	0.00%	1.58%	1.42%
房地产	8.89	2.00%	2.89%	2.42%
建筑装饰	9.84	7.00%	0.64%	0.58%
建筑材料	14.79	15.00%	1.02%	1.08%
公用事业	19.99	25.00%	0.66%	0.58%
采掘	14.66	27.00%	0.24%	0.20%
传媒	39.89	30.00%	4.65%	2.71%

轻工制造	26.59	33.00%	0.72%	0.96%
银行	6.69	33.00%	4.24%	4.11%
钢铁	14.48	36.00%	0.21%	0.15%
综合	40.37	38.00%	0.38%	0.34%
非银金融	18.43	38.00%	4.95%	6.40%
商业贸易	24.26	41.00%	1.07%	0.49%
通信	38.73	44.00%	1.31%	0.91%
机械设备	29.75	51.00%	2.46%	2.75%
电子	51.98	55.00%	13.72%	12.43%
有色金属	42.35	56.00%	1.51%	1.62%
交通运输	22.75	63.00%	1.52%	2.00%
国防军工	70.59	63.00%	0.93%	1.79%
化工	30.58	64.00%	2.72%	3.01%
电气设备	43.91	68.00%	4.65%	7.63%
纺织服装	36.18	73.00%	0.14%	0.10%
家用电器	25.01	80.00%	3.87%	3.65%
食品饮料	46.15	85.00%	13.48%	15.88%
汽车	31.96	86.00%	1.27%	1.84%
医药生物	49.94	87.00%	17.24%	13.38%
计算机	71.71	89.00%	6.04%	3.84%
休闲服务	145.05	99.00%	1.70%	2.15%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

分析师声明

刘骐豪

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。