

2025 年 07 月 12 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

经济转型牛持续，军工和资源品有望成为三季度市场主线

报告摘要

核心观点：

- ◆ 美国关税政策方面，特朗普对多国关税政策计划陆续发布，部分国家再度升级，全球贸易不确定性加剧，但中美贸易领域在双方积极沟通下有望持续改善。因此本周 A 股市场风险偏好进一步提升，沪指站上 3500 点，结构上主要围绕国内“反内卷”等政策预期博弈以及稀土等产业持续改善的基本面交易。
- ◆ 险资长周期考核机制出台，有助于降低短期市场波动对于中长期资金的影响，改善长期资金的稳定性和积极性。而长期资金持续流入又有助于降低 A 股市场的波动性，进一步吸引国际中长期资金入市，形成良性循环，推动 A 股市场形成慢牛。
- ◆ 日历效应显示，三季度万得全 A 多呈现为震荡态势。其中，三季度表现最好的时间为 7 月中旬，其次为 8 月下旬，这两段期间万得全 A 的赔率、胜率较高，同时结构中收涨行业的占比也较高，具有较高的赚钱效应。7 月中旬市场迎来普涨，或由于经过较长政策真空期后，市场重新迎来重要政策时间窗口，7 月下旬召开的政治局会议往往将部署下半年经济工作，市场提前博弈政策预期。结构上看，周期板块表现亮眼，或因押注财政发力。
- ◆ 另一方面，三季度 A 股存在明显的结构性行情机会。第一条主线是军工板块，胜率和赔率数据显示，国防军工行业自 7 月上旬至 8 月上旬具有持续性行情，这或是市场提前对于八一建军节行情。另一条主线是资源品，数据来看，石油石化、煤炭、钢铁等行业的震荡式上涨行情贯穿整个三季度，且胜率多数时间高于 50%，这或是因为，夏季为全年用电高峰，同时叠加“金九银十”的传统基建施工高峰期，环比角度看资源品的景气度、需求明显改善。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《弱美元周期进程提速，经济转型牛主升浪渐进》

中航策略周报：《经济转型牛主升浪尝试破茧》

中航策略周报：《“高低切”下，把握好市场节奏》

中航策略周报：《外部动荡或将加剧，中国资产稳定性优势凸显》

中航策略周报：《“TACO 交易”或已过热，全球资金有望持续增配中国资产》

中航策略周报：《全球配置再平衡，港股估值重估正在路上》

股市有风险 入市需谨慎

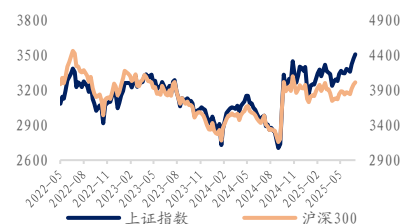
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- ◆ 展望今年三季度，军工具有军贸和“九三阅兵”的催化，资源品板块具有“反内卷”政策驱动，且两个板块近期均已出现明显异动。结合日历效应，今年三季度，军工和资源品板块均有望呈现较好市场表现。
- ◆ 当前 A 股进入中报季，根据日历效应，景气度有效性有望回升。我们通过“行业一致预测净利润变化”与“行业一致预测净利润上调个股数量占比”筛选，预计业绩有望超预期的行业大多属于金融、国补消费品、资源品、TMT 等板块。进一步结合基本面视角看，建议关注受益于资本市场较高活跃度的非银金融，受益于地缘政治冲突及关税摩擦的有色金属，受益于海外算力需求提升的通信和电子，以及受益于国补政策利好的家用电器和汽车。
- ◆ 中航证券军工组认为，随着军工板块业绩修复的预期不断被印证，叠加“九三阅兵”、地缘冲突事件等多重因素的催化，军工板块后市仍将是全市场关注的重点，存在结构性机会。但在板块关注度高涨，交易火热的同时也需要注意短期波动风险。“大军工”范畴再填新方向，“海洋经济”类比“低空经济”，相关军工企业有望得到市场重点关注。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 坚定看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛，市场进一步突破或需等待新的催化，如“十五五”规划逐步清晰的关键节点、美联储降息和年内增量增持加码等。当前哑铃策略部分行业拥挤度较高，市场短期或将延续“高低切”，建议关注人工智能、军工和资源品等板块的轮动机会。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（1.09%）、深证成指（1.78%）、沪深 300（0.82%）、科创 50（0.98%）、创业板指（2.36%）、中证 500（1.96%）、中证 1000（2.36%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 2.11%。分行业来看，申万一级行业中房地产、钢铁、非银金融表现较强，分别上涨 6.12%、4.41%、3.96%；煤炭、银行、汽车表现较弱，分别下跌 1.08%、1.00%、0.41%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 14961.49 亿元，较上周增加 547.75 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 20.21 倍，较上周上涨 1.32%。

正文：

美国关税政策方面，特朗普对多国关税政策计划陆续发布，部分国家再度升级，全球贸易不确定性加剧。本周特朗普延长对多国关税谈判截止日期至 8 月 1 日，但同时宣布对多国关税计划以施压，具体关税税率仍在变化更新。当地时间 7 月 10 日，特朗普表示对加拿大的关税计划从先前的 25%提高到 35%。此外，特朗普向美媒透露，并非所有国家都会收到通知函，没收到信的贸易伙伴或面临 15%或 20%的关税。信息发布后，外围市场股指期货集体跳水。

相较海外关税不确定性扰动加剧，中美贸易领域在双方积极沟通下有望持续改善。因此本周 A 股市场风险偏好进一步提升，沪指站上 3500 点，结构上主要围绕国内“反内卷”等政策预期博弈以及稀土等产业持续改善的基本面交易。周中商务部回应美商务部长称可能于 8 月初与中方谈判代表会面的言论，指出双方在多个层级就经贸领域各自关切保持密切沟通。当地时间 7 月 11 日，外交部长王毅会见美国国务卿鲁比奥，双方同意在管控分歧的同时，探索扩大合作领域。国内方面，在“反内卷”政策推进下，资源品板块本周持续活跃。同时，本周发布的 6 月经济数据显示，CPI 虽有回暖但 PPI 下行压力持续，下半年国内稳增长政策或将加力推进，市场对“反内卷”政策持续性预期较高。产业方面，包钢股份与北方稀土双双发布公告，宣布将 2025 年第三季度稀土精矿关联交易价格调整为不含税 19109 元/吨（干量，REO=50%），较二季度的 18825 元/吨上涨 1.5%。这是 2024 年四季度以来，稀土精矿日常关联交易价格连续四个季度环比上涨。

险资长周期考核机制出台，有助于降低短期市场波动对于中长期资金的影响，改善长期资金的稳定性和积极性。而长期资金持续流入又有助于降低 A 股市场的波动性，进一步吸引国际中长期资金入市，形成良性循环，推动 A 股市场形成慢牛。财政部 7 月 11 日印发《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险长周期考核的通知》（以下简称《通知》），明确国有商业保险公司全面建立三年以上长周期考核机制，同时，要求国有商业保险公司提高资产负债管理水平，注重稳健经营，增强投资管理能力。

复盘观察近十年 A 股大盘、主要风格、产业大类、31 个申万行业在三季度各月上中下旬的旬度中位数和胜率的表现，以寻找是否具有较为明显的日历效应。整体看，三季度万得全 A 多呈现为震荡态势。其中，三季度表现最好的时间为 7 月中旬，其次为 8 月下旬，这两段期间万得全 A 的赔率、胜率较高，同时结构中收涨行业的占比也较高，具有较高的赚钱效应。

7 月份开始 A 股逐渐迎来中报季，因此自 6 月下半月开始，市场关注点往往回归业绩基本面，风险偏好回落。7 月中旬市场迎来普涨，或由于经过较长政策真空期后，市场重新迎来重要政策时间窗口，7 月下旬召开的政治局会议往往将部署下半年经济工作，市场提前博弈政策预期。结构上看，周期板块表现亮眼，7 月中旬胜率高达 90%，涨幅中位数为 1.11%，或验证了市场对于政策博弈，押注财政发力，顺周期板块有望受益。申万一级行业中，基础化工、建筑装饰胜率 90%，建筑材料、机械设备、电力设备胜率 80%。而或因为中秋节假期和十一长假两个假期相距较近，且一般都在 9 月下半月或十月初，出于规避假期期间的不确定性，9 月中、下旬更多资金选择“落袋为安”。

另一方面，三季度 A 股存在明显的结构性行情机会。第一条主线是军工板块，胜率和赔率数据显示，国防军工行业自 7 月上旬至 8 月上旬具有持续性行情，这或是市场提前对于八一建军节行情。另一条主线是资源品，数据来看，石油石化、煤炭、钢铁等资源品行业的震荡式上涨行情贯穿整个三季度，且胜率多数时间高于 50%，这或是因为，夏季为全年用电高峰，同时叠加“金九银十”的传统基建施工高峰期，环比角度看资源品的景气度、需求明显改善。

表1:近十年 7-9 月主要指数区间收益率中位数（单位：%）

	7月上旬	7月中旬	7月下旬	8月上旬	8月中旬	8月下旬	9月上旬	9月中旬	9月下旬
万得全 A	-0.87	0.80	0.02	-0.22	-1.35	0.22	-0.05	-1.02	-0.56
大盘指数(申万)	-0.82	0.68	-0.81	-0.81	-0.52	0.18	-0.11	-0.73	-0.45
小盘指数(申万)	-1.01	0.76	0.02	0.39	-1.58	-0.26	0.25	-1.31	-1.30
国证价值	-0.94	0.46	-1.12	-1.21	0.21	-0.39	-0.08	-0.26	-1.44
国证成长	-0.93	0.55	-1.56	-0.37	-2.02	0.30	-0.19	-1.14	0.11
周期	0.60	1.11	-0.23	0.02	-0.62	-0.82	1.11	-0.55	-2.00
先进制造	0.32	0.14	1.07	-0.46	-2.46	0.52	-0.98	-1.62	-0.72
消费	-1.82	0.32	-1.32	-0.53	-1.24	0.41	-1.17	-0.76	0.38
医药医疗	-1.36	-0.16	-0.92	-0.48	-2.96	0.37	-0.37	-0.93	0.39
科技(TMT)	-0.75	0.37	-0.17	-0.29	-1.39	-0.47	-0.18	-1.37	-0.32
金融地产	-0.65	0.28	-1.22	-0.71	0.40	-1.17	0.11	-0.55	-1.21
中证红利	-0.80	0.78	-0.53	-0.90	0.45	-0.37	-0.06	-0.54	-0.75

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取 2015-2024 年 7-9 月的 1-10 日、11-20 日、21-30/31 日作为上、中、下旬划分，统计 2015-2024 年此 3 个月的上、中、下旬指数区间涨跌幅中位数）

表2: 近十年 7-9 月主要指数区间胜率情况（单位：%）

	7月上旬	7月中旬	7月下旬	8月上旬	8月中旬	8月下旬	9月上旬	9月中旬	9月下旬
万得全 A	30%	60%	50%	40%	40%	60%	50%	30%	50%
大盘指数(申万)	30%	70%	40%	40%	50%	50%	30%	40%	30%
小盘指数(申万)	40%	70%	50%	60%	40%	40%	60%	30%	60%
国证价值	40%	70%	30%	40%	60%	50%	50%	50%	50%
国证成长	20%	60%	40%	40%	40%	50%	40%	30%	40%
周期	50%	90%	50%	50%	40%	40%	60%	40%	60%
先进制造	50%	50%	70%	40%	40%	50%	40%	30%	40%
消费	40%	60%	40%	40%	50%	60%	40%	30%	40%
医药医疗	40%	50%	40%	40%	30%	60%	40%	40%	40%
科技(TMT)	20%	60%	40%	30%	40%	40%	50%	20%	50%
金融地产	40%	60%	30%	50%	70%	30%	50%	40%	50%
中证红利	30%	60%	40%	40%	60%	50%	40%	40%	40%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取 2015-2024 年 7-9 月的 1-10 日、11-20 日、21-30/31 日作为上、中、下旬划分，统计 2015-2024 年此 3 个月的上、中、下旬指数区间涨跌幅胜率）

表3: 近十年 7-9 月申万一级行业指数区间收益率中位数（单位：%）

	7月上旬	7月中旬	7月下旬	8月上旬	8月中旬	8月下旬	9月上旬	9月中旬	9月下旬
农林牧渔	1.31	1.28	0.00	0.16	-0.66	0.12	-1.09	-1.44	-1.99
基础化工	0.23	1.35	-0.45	0.01	-0.84	-0.10	1.56	-0.60	-0.97
钢铁	1.89	0.85	-0.84	-1.34	-0.39	-1.29	0.70	-1.84	-3.15
有色金属	2.03	0.55	0.22	0.74	-3.13	-0.95	-0.10	-0.74	-3.68
电子	0.30	0.03	-0.20	-1.43	-1.36	-0.13	0.71	-1.85	-0.33
家用电器	-2.84	0.53	0.19	-2.52	-1.92	0.75	-0.46	-0.54	-0.14
食品饮料	-2.08	0.66	-1.22	-0.67	-2.10	0.21	-2.04	-0.06	0.50
纺织服饰	-0.67	-1.01	-0.72	-0.49	-0.42	-0.02	0.45	-0.66	-1.40
轻工制造	-1.51	0.13	0.24	-1.08	-1.16	0.34	0.83	-1.29	-0.35
医药生物	-1.34	-0.20	-0.98	-0.55	-2.93	0.33	-0.36	-0.93	0.25
公用事业	0.73	0.69	-1.08	0.26	1.92	-1.23	0.12	-0.40	-1.49
交通运输	-1.40	0.26	-0.25	-0.17	1.26	0.10	-0.04	-0.95	-1.50
房地产	-0.76	0.18	-1.56	-0.70	0.42	-1.61	-0.93	0.18	-1.50
商贸零售	-0.38	0.12	-0.92	-1.93	-0.64	0.80	-0.52	-0.68	-0.56
社会服务	-1.34	0.00	0.92	-2.16	-4.22	1.79	0.07	0.39	-0.26
综合	0.15	0.61	-0.37	-0.66	1.09	-0.81	-0.40	-0.67	-1.62
建筑材料	-1.22	1.43	-1.17	0.46	-1.09	-0.10	0.44	-0.44	-1.39

建筑装饰	-0.35	0.95	-1.31	-0.34	-1.04	-1.23	-0.57	-1.16	-2.84
电力设备	0.20	0.56	1.11	-0.24	-3.53	0.25	-1.39	-1.54	0.18
国防军工	1.58	1.79	0.80	2.83	-1.62	-0.28	-0.62	-3.09	-0.15
计算机	-1.91	1.01	-0.41	1.34	-2.17	0.37	-0.36	-1.57	-0.79
传媒	-3.59	0.14	-1.06	-0.37	0.27	0.50	-0.64	-1.78	-1.84
通信	-0.10	0.71	-1.72	-0.35	1.28	-1.09	0.08	-2.67	0.04
银行	-0.46	-0.14	-1.04	-1.40	-0.08	-0.61	0.22	-0.36	-0.47
非银金融	-0.98	0.37	-2.17	-0.16	0.45	-0.82	0.50	-1.42	-1.18
汽车	0.77	-0.40	0.00	-2.41	-1.54	1.14	-0.11	-0.15	0.38
机械设备	-0.61	0.74	0.84	-0.10	-1.65	-0.59	0.99	-0.50	-1.21
煤炭	-3.11	-0.22	-0.84	0.70	-0.67	0.05	1.98	-1.55	-2.20
石油石化	-0.81	0.74	-0.61	1.16	-0.74	0.65	0.73	-0.74	-1.42
环保	-0.28	0.68	-0.52	-0.74	0.74	-1.19	-0.33	-0.51	-1.42
美容护理	-1.23	0.12	-0.66	-0.62	-3.02	-0.97	-1.87	-1.23	0.95

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取 2015-2024 年 7-9 月的 1-10 日、11-20 日、21-30/31 日作为上、中、下旬划分，统计 2015-2024 年此 3 个月的上、中、下旬指数区间涨跌幅中位数）

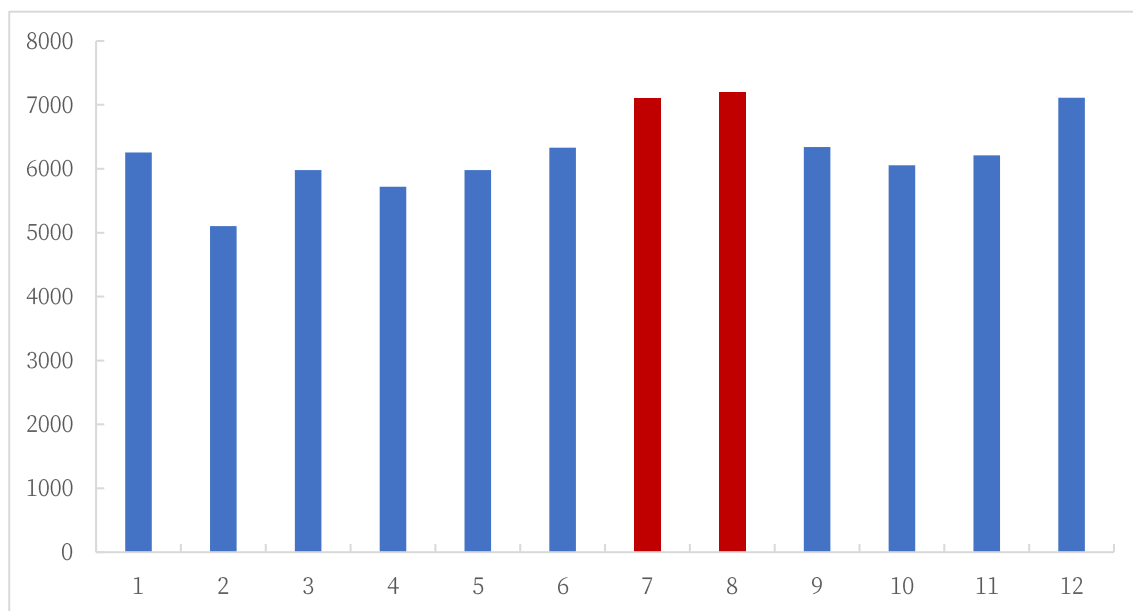
表4: 近十年 7-9 月申万一级行业指数区间胜率情况（单位：%）

	7月上旬	7月中旬	7月下旬	8月上旬	8月中旬	8月下旬	9月上旬	9月中旬	9月下旬
农林牧渔	60%	70%	50%	50%	50%	50%	30%	30%	30%
基础化工	50%	90%	40%	50%	40%	40%	60%	50%	60%
钢铁	70%	60%	40%	40%	40%	20%	70%	20%	70%
有色金属	70%	50%	50%	60%	40%	30%	50%	40%	50%
电子	70%	50%	50%	30%	40%	50%	60%	30%	60%
家用电器	30%	70%	50%	30%	40%	50%	50%	50%	50%
食品饮料	40%	60%	40%	40%	40%	60%	20%	50%	20%
纺织服饰	40%	40%	30%	50%	40%	50%	60%	30%	60%
轻工制造	30%	50%	60%	40%	40%	60%	60%	40%	60%
医药生物	40%	50%	40%	40%	30%	60%	40%	40%	40%
公用事业	60%	50%	30%	60%	60%	30%	60%	30%	60%
交通运输	40%	50%	50%	50%	60%	50%	50%	40%	50%
房地产	20%	60%	40%	50%	50%	30%	40%	60%	40%
商贸零售	50%	50%	40%	30%	50%	60%	50%	40%	50%
社会服务	30%	50%	60%	30%	40%	80%	50%	60%	50%
综合	60%	60%	50%	50%	60%	40%	50%	40%	50%
建筑材料	40%	80%	40%	50%	30%	30%	50%	40%	50%
建筑装饰	40%	90%	30%	50%	40%	20%	40%	40%	40%
电力设备	50%	80%	60%	50%	40%	50%	40%	30%	40%
国防军工	60%	60%	70%	60%	30%	40%	50%	30%	50%
计算机	20%	60%	50%	60%	30%	50%	40%	20%	40%
传媒	20%	50%	30%	30%	50%	60%	40%	10%	40%

通信	50%	50%	30%	50%	60%	30%	50%	40%	50%
银行	40%	50%	40%	40%	50%	50%	50%	30%	50%
非银金融	40%	60%	30%	50%	60%	40%	60%	30%	60%
汽车	70%	40%	50%	40%	30%	70%	40%	50%	40%
机械设备	50%	80%	80%	50%	40%	40%	60%	50%	60%
煤炭	40%	50%	40%	60%	40%	50%	60%	40%	60%
石油石化	40%	70%	40%	60%	40%	60%	60%	40%	60%
环保	50%	60%	50%	50%	60%	40%	50%	30%	50%
美容护理	20%	50%	40%	50%	30%	40%	30%	30%	30%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：取 2015-2024 年 7-9 月的 1-10 日、11-20 日、21-30/31 日作为上、中、下旬划分，统计 2015-2024 年此 3 个月的上、中、下旬指数区间涨跌幅胜率）

图1 夏季 7-8 月为全年用电高峰（单位：亿千瓦时）

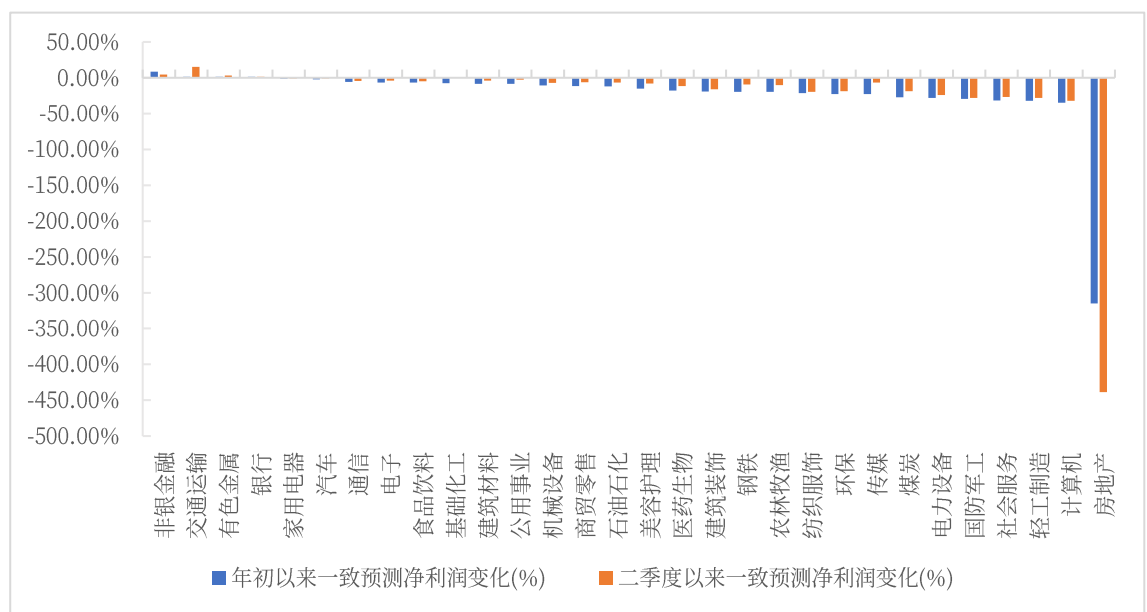


资料来源：Wind，中航证券研究所（注：统计 2015-2024 年中国全社会用电量当月值的均值）

展望今年，军工和资源品板块今年均存在较大催化，且近期均已出现明显异动。结合日历效应，今年三季度，军工和资源品板块均有望呈现较好市场表现。军工板块方面今年迎来多个重大催化。军贸角度而言，随着国际形势的演变，部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变等因素，我国军贸发展方兴未艾，短期内有望持续增长，我国军贸的能力和潜力将军工行业的天花板再次抬高。同时，9月3日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年大会和大阅兵，或将成为重要的情绪催化。资源品方面，近期中央财经工作会议强调依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。“反内卷”政策推进下，资源品供给收缩有望解决当前供给过剩问题，提升工业产能利用率和推动再通胀，资源品价格或有望得到支撑，业绩预期改善下，板块有望迎来上行机遇。

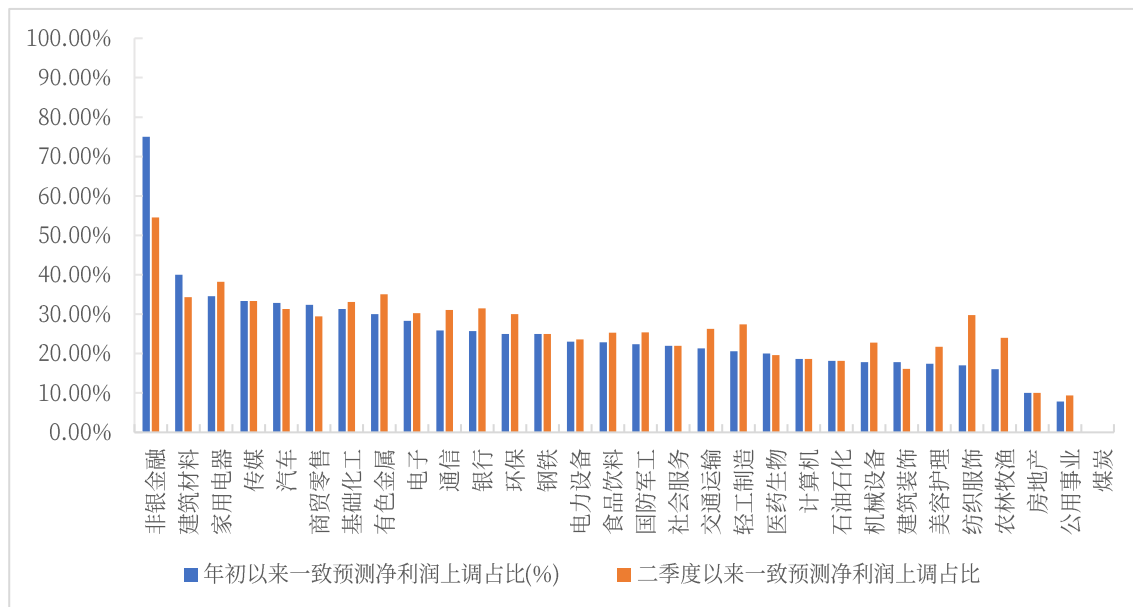
当前 A 股进入中报季，根据日历效应，景气度有效性有望回升。我们通过“行业一致预测净利润变化”与“行业一致预测净利润上调个股数量占比”筛选，预计业绩有望超预期的行业大多属于金融、国补消费品、资源品、TMT 等板块。截至 7 月 10 日，中报预告披露进程为去年的 9.13%，因此我们采用万得一致预测净利润变化前瞻上市企业业绩。年初以来行业一致预测净利润变化仅有非银金融、交通运输、有色金属、银行上修，二季度以来行业一致预测净利润变化仅有交通运输、非银金融、有色金属、银行、基础化工上修。观察行业一致预测净利润上调个股数量占比，年初以来和二季度以来上调占比过半的行业均只有非银金融。年初以来上调占比大于等于 30% 的行业共 8 个行业，为非银金融、建筑材料、家用电器、传媒、汽车、商贸零售、基础化工、有色金属。二季度以来上调占比大于等于 30% 的共 11 个行业，为非银金融、家用电器、有色金属、建筑材料、传媒、基础化工、银行、汽车、通信、电子、环保。进一步结合基本面视角看，建议关注受益于资本市场较高活跃度的非银金融，受益于地缘政治冲突及关税摩擦的有色金属，受益于海外算力需求提升的通信和电子，以及受益于国补政策利好的家用电器和汽车。

图2 行业一致预测净利润变化（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：因综合行业样本过少，故剔除）

图3 行业一致预测净利润上调个股占比（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：因综合行业样本过少，故剔除）

中航证券军工组认为，随着军工板块业绩修复的预期不断被印证，叠加“九三阅兵”、地缘冲突事件等多重因素的催化，军工板块后市仍将是全市场关注的重点，存在结构性机会。但在板块关注度高涨，交易火热的同时也需要注意短期波动风险。

近期习近平总书记主持召开的中央财经委员会第六次会议中，明确要求推动海洋经济高质量发展，并指出“向海图强”。要加强顶层设计，加大政策支持力度，鼓励引导社会资本积极参与发展海洋经济。“大军工”范畴再填新方向，我们认为“海洋经济”类比“低空经济”，在核心主机装备，如智能舰艇、深海装备等方面，以中船集团为代表的军工央企起到了“链主”的作用，同时一些深海传感器等配套器件设施方面，相关军工企业也是核心供应商。在“海洋经济”发展中，相关军工企业有望得到市场重点关注。

投资建议：

坚定看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛，市场进一步突破或需等待新的催化，如“十五五”规划逐步清晰的关键节点、美联储降息和年内增量增持加码等。当前哑铃策略部分行业拥挤度较高，市场短期或将延续“高低切”，建议关注人工智能、军工和资源品等板块的轮动机会。

风险提示：



- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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，再次申明，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637