行业观点

● **策略**

中美经济的错配，和双方潜在的监管思路——当前大类资产配置建议和潜在的风险

中美经济的错配依然非常明显

从 2018 年开始，中国经济周期与美国经济周期开始了背离，这种背离除了在经济指标，波动率指标，市场情绪指标上有所体现之外。它背后的逻辑是中美两国货币政策和监管思路的背离。如果说 2016 年秋季-2017 年秋季人民银行还在和联储一起实行较为紧缩的货币政策，在 2018 年春季贸易战影响逐渐扩大之后，中国人民银行的思路和联储开始出现分歧，人民银行在 2018 年春季开始宽松货币政策，尝试开启从宽货币向宽信用的传导，而联储在 2018 年冬天才开始宽松货币政策。

国内市场在宽货币向宽信用转变，风险点在于经济基本面存疑

人民银行当前在支持实体经济和防范金融风险中寻找平衡，在短期流动性充足和长期偿付性危机风险中寻找平衡。

当前人民银行的思路应该是，经济数据环比改善的环境下，M2-GDP 的差值将不会继续扩大，如果发生黑天鹅事件，则保证短期流动性充足，而对于长期的债务持有比较谨慎的态度。

国外市场正在积累经济后周期的偿付性风险，利好之处在于负利率政策和 MMT 的超预期的可能

与人民银行类似，联储当前也在两难抉择中，冠状病毒的冲击让联储重新使用 QE 工具，但当前联储在放缓购债和应对不确定性中摇摆。YCC（Yield Curve Control）的设想更像是一个权宜之计，可以预见不久后联储依然要直面缩表还是扩表的抉择。

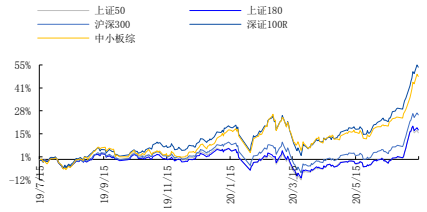
而一旦下半年经济预期开始转弱，联储可能会以 YCC 的尝试开始，而一旦无法逆转颓势，我们认为联储依然会推行激进的 QE 政策。

低市净率股票，资源类股票，贵金属股票可能成为公约数

我们认为当前对于经济的悲观看法是有依据的，但忽视了货币当局对于资产价格的呵护诉求，以联储为首的美日欧央行实际上已经放弃了曾经的货币政策纪律，MMT 理论于其说是一种创新，更像是一种总结。有鉴于此我们一方面认为波动率放大的可能性依然存在，一方面对于资产价格并不悲观，正如 1996 年当格林斯潘说出非理性繁荣时，7 年之后纳斯达克指数印证了他当时的真知灼见，但换个角度理解，不合理的资产价格和经济基本面可以背离七年之久。

综合风险和长期估值水平，我们认为当前低市净率股票有望修复长期的折价，另一方面，低市净率的资源股尤其是贵金属股票有望在低通胀低波动率市场中持续受益于高波动率预期和高通胀预期。

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
恒誉环保	156.93	533.04	0.00	0.00
国盾量子	430.90	23.43	0.00	-29.85
中国电研	29.56	21.85	32.62	54.12
展鹏科技	9.32	20.10	32.20	55.22
中文在线	10.64	20.09	29.44	162.07

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
华盛昌	72.91	-19.78	7.60	198.57
神雾环保	0.26	-18.75	-18.75	-84.34
盛运环保	0.26	-18.75	-18.75	-80.74
退市银鸽	0.61	-18.67	-33.70	-76.98
凯撒旅业	19.70	-17.92	7.42	118.16

风险提示：货币政策纪律恢复，短端利率上行。经济波动的程度超过货币当局所能承受的限度。

分析师：房倩倩（执业证书：S0020520040001）、联系人：陈大鹏

- **通信**

移远通信(603236)首次覆盖报告：物联网模组龙头，开启 5G 新征程

十年磨一剑，飞速发展终成行业第一

公司成立于 2010 年 10 月。伴随蜂窝通信技术的快速迭代，物联网行业不断涌现出新的应用场景，公司抓住机会发展壮大，收入从 2014 年的 1.79 亿增长至 2019 年的 41.30 亿，CAGR 高达 87.33%；净利润由 2014 年 0.13 亿增长至 2019 年的 1.48 亿，CAGR 高达 62.65%。2019 年公司累计出货模组超过 7500 万片，占据全球第一位置，为全球 5500 多家客户提供产品和服务，销往欧洲、美洲、澳洲、东南亚等地 150 多个国家和地区。

技术升级/政策推动/场景渗透驱动行业高增长，国内厂商成为主力军

自 4G 以来，共享经济、移动支付等物联网应用场景快速发展，随着 5G 网络的逐渐完善，万物互联的时代逐渐来临。通信模组是物联网行业当前确定性最高、落地最早的产业链环节。技术升级（2G/3G 逐渐退网，驱动存量和增量设备向 NB-IoT/4G 迁移）、政策推动（工信部发文定调物联网为新基建组成部分，引导产业发展）、场景渗透（物联网渗透率逐渐提高，5G 时代应用场景极大丰富）推动模组行业快速发展。国内厂商凭借工程师红利，成本控制能力逐渐成为行业主力军，不断压缩海外厂商市场份额。

研发、产品、生产、市场多重优势造就模块龙头，5G 时代延续辉煌

模组产品整体毛利率不高，需要收入规模的快速提升带动利润释放。考虑到物联网场景呈现碎片化，不同应用场景对通信模组的要求不同，需要企业在研发上的大力投入来丰富自身产品种类。同时，遍布全球的销售网络则是实现市场扩张的必要手段。移远凭借强大的研发团队和投入、丰富的产品种类、规模化的生产优势、全球化的市场布局，不断强化公司行业领头羊的地位。面对 5G 万物互联带来的巨大机遇，公司持续高研发投入，保持行业领跑者的地位，有望在 5G 时代延续辉煌。

投资建议与盈利预测

公司是物联网模组龙头企业，快速扩张的背景下费用升高导致利润增长与收入增长出现脱节，随着行业竞争程度趋缓以及人员扩张放缓，费用率将得到改善，规模效应则将逐步体现，进而带动利润的释放。预计 2020-2022 年公司收入分别为 59.12 亿、81.93 亿、108.83 亿，净利润为 2.60 亿、4.07 亿、5.94 亿，对应当前股价的 PE 为 94.40、60.37、41.39，给予 2020 年 PS5.23 倍，目标价 289 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险、海外疫情控制不力的风险、汇率变动的风险

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001）

- **零售**

1、化妆品行业深度报告之四：从薇诺娜、玉泽和润百颜看功能性护肤品赛道

*消费群体变化+营销触达加速，促进功能性护肤品需求释放

近年来功能性护肤品市场快速崛起，其中细分的皮肤学级市场空间 2019 年达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率达到 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速。国产品牌中，以成分原料为主导的护肤品牌 HomefacialPro、华熙生物旗下润百颜、以及皮肤学级护肤品牌薇诺娜、玉泽等品牌均实现强势爆发。我们认为，功能性护肤品赛道快速爆发的主要原因有二：一方面，90 后为核心的年轻消费群体在化妆品消费领域增速最快，他们对于美妆消费的需求更加细分；另一方面，功能性护肤品的品牌故事（医研共创、成分故事）在 90 后消费群体中的认可度更高，同时内容营销与直播电商成为品牌 “放大器”，一批功能性护肤品牌快速成长。

*功能性护肤品信任背书强，自带自然流量，后续盈利提升空间大

功能性护肤品产品门槛较高，研发周期与研发投入通常高于大众护肤品，但对于消费者而言具备更强的信任背书，品牌自带自然流量，从欧莱雅集团各部门的营业利润率对比中可以看出，活性健康化妆品部平均比大众化妆品部高 3pct，同时国产化妆品公司中贝泰妮的盈利能力显著领先，长期看这一赛道品牌盈利空间大。此外，对标国际头部功能性护肤品牌雅漾、理肤泉 80-100 亿的规模，国内仅有薇诺娜收入规模接近 20 亿，其余规模均在 5 亿以下，目前仍处于高速成长期。

*投资建议与盈利预测

功能性护肤已成为当前美妆消费的风口之一，预计在消费者代际切换、美妆消费持续升级的情况下，行业仍将保持快速增长。同时因功能性护肤的医研背景或原料背景，天然具备强大背书，年轻群体认可度高；并且品牌本身具备强内容属性，在内容营销和直播电商的红利期下，销售额迅速被放大。建议关注：上海家化：国内日化用品龙头，具备多品牌多渠道矩阵，2019 年在自有电商团队运营下，推动功能性护肤品牌玉泽异军突起，2020 年管理层换帅有望为公司经营效率、盈利能力带来边际改善；华熙生物：全球透明质酸龙头，在原料、医疗终端、护肤品等板块全产业链布局，2018 年发力功能性护肤品板块后推出多个差异化定位的品牌，在强大原料优势下有望顺应行业趋势快速增长；贝泰妮：旗下主品牌薇诺娜为国内 TOP1 功能性护肤品牌，近年在电商渠道与线下医药渠道均有良好表现，当前 IPO 正式获深交所受理。

*风险提示

品牌市场竞争加剧，行业景气度下滑，新冠疫情影响具有不确定性。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：刘慧敏，杨柳，刘巧

2、潮流玩具行业深度报告：直击 Z 世代消费心理，盲盒出圈时

*国内潮玩市场：高潜力成长赛道，盲盒品类出圈

中国潮流玩具市场处于高速成长期，市场规模自 2015 年的 63 亿元增长至 2019 年的 207 亿，4 年复合增长率高达 34.6%，预计 2022 年翻倍至 478 亿。其中，盲盒品类由于强情感联结、低门槛叠加惊喜感和收集欲直击年轻消费群体，呈现爆发式增长。潮玩产业链由 IP 方、IP 运营方以及渠道商共同构成。其中 IP 是产业核心，IP 提供者如潮玩设计师、IP 授权方负责初始的 IP 培育和设计；IP 运营方负责 IP 的潮玩属性再设计以及产品化，一款成功的盲盒产品，不仅需要知名热门或小众吸睛的 IP 形象，也需要符合市场审美的产品化设计与制造。渠道方面，潮玩产品的渠道不断多元化，从线下零售店到无人零售机，再到线上商城、微信小程序、二手交易平台、展览会等，产品和渠道扩张推动潮玩从小众走向主流。竞争格局来

看，2019 年龙头泡泡玛特市占率 8.5%，市场份额持续提升，前 5 的公司市场份额达到 23%。

*泡泡玛特：国内潮玩龙头，持续高增长

泡泡玛特是国内最大潮流玩具公司，2019 年公司营收 16.8 亿，净利润 4.5 亿，毛利率和净利率分别达到 64.8%和 26.8%，平台化运营优势显著。强大的 IP 孵化运营能力以及渠道价值是公司核心竞争优势。公司目前共运营 85 个 IP，其中自有 IP 12 个（Molly、Dimoo 等）、独家 IP 22 个（PUCKY、the Monsters 等）、非独家 IP 51 个。2020 年，预计新增运营 30 多个 IP。泡泡玛特拥有全渠道销售网络，包括 114 家线下实体零售店、825 家机器人商店、线上商城（天猫、微信小程序以及自有社区 App）、分销商网络等。渠道优势凸出，2019 年公司全渠道均高增长，线下零售店收入占比最高，增长接近 2 倍，线上渠道增速超 4 倍。

*金运激光：收购无人零售店渠道商玩偶一号，定增加码 IP 运营业务

2020 年 6 月，公司公告拟收购无人零售渠道商玩偶一号，并定增募集 4.7 亿用于 IP 衍生品运营，IP 业务将主要聚焦盲盒。截至 5 月底，公司共引进开发 12 个 IP 盲盒系列，1 款原创。

投资建议：

国内潮玩市场迅速崛起，潮玩概念推广与渠道扩张正在使潮玩从小众走向大众，而潮流玩具的主要受众——热衷追求个性、展现自我的年轻一代成为消费主力，国内潮玩市场规模增长潜力大，其中盲盒玩具成为潮流玩具最热门品类。建议关注泡泡玛特、金运激光、奥飞娱乐。

风险提示：

潮玩行业规模增长不及预期，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

- **电子**

1、 半导体专题研究系列之一：晶圆代工行业密码

台积电制胜关键

（1）纯代工策略。在上世纪 80-90 年代，台积电和联电是全球晶圆代工双雄，台积电专注于晶圆代工模式，联电在早期兼做晶圆代工及自有芯片设计业务。在 90 年代，台积电一骑绝尘，逐步拉大相对联电的领先优势。摒弃向上游芯片设计延伸业务，专注于晶圆代工生产环节是台积电制胜关键。

（2）规模领先策略，在各个制程节点上率先获得规模效应。在单个制程节点率先实现规模效应，降低运营成本、设备材料成本、研发成本。

（3）创新驱动，新制程竞赛中保持领先优势。摩尔定律下，半导体制程节点每 18 个月向前演进一代。公司沿着摩尔定律曲线不断开发出新制程节点。

行业格局变迁

（1）在 10 纳米及以下，晶圆代工市场参与企业数量减少，目前仅有台积电、三星等参与。随着竞争强度减弱，10 纳米及以下的盈利格局有望得到改善。

（2）台积电在先进制程竞赛中逐渐显现出优势，在 5 纳米、3 纳米节点有望拉大对三星、英特尔等的领

先优势。

（3）随着摩尔定律演进到 14 纳米以后，单个制程节点的研发费用、建厂成本大幅上升。中芯国际是全球仍在持续投入先进制程领域的少数企业之一。

晶圆代工行业景气度如何

（1）晶圆代工行业处于高景气度。2020 年 6 月， 台积电单月收入达 287 亿元，同比增长 41%，环比增长 29%，晶圆代工产业处于高景气度。

（2）受益于晶圆代工转单趋势，中芯国际在 19Q4、20Q1 连续保持产能满载，产能利用率分别为 98.8%、98.5%。

中芯国际成长机遇

（1）摩尔定律放缓，中芯国际有望缩短半导体制程竞赛差距。在过去 20 年，台积电保持全球第一地位，核心原因在技术垄断、产能规模效应两方面的统治性优势。摩尔定律放缓，更有利于中芯等后来者追赶领导者。

（2）中芯国际加速产能扩张，规模优势逐步强化。先进制程的高研发成本、高建厂成本不会阻止中芯国际向科技前沿进军的决心。过去十年，中国大陆在电子终端系统领域获得了飞速的发展，在全球占据一定的市场份额，我们认为本土半导体产业将获得与下游终端相匹配的市场份额。

（3）产能持续满载，公司处于高景气度周期。中芯国际 20Q1 产能利用率达 98.5%，晶圆代工产业处于高景气度，有望持续保持产能满载。

投资建议：关注晶圆代工板块性投资机会

（1）中芯国际：中国大陆晶圆代工龙头企业。展望未来，AI、5G、IoT 提供增长新引擎，传统制程的需求持续扩张，同时中美贸易摩擦有望带来转单效应。14 纳米是晶圆代工产业分水岭，14 纳米制程的市场空间、竞争格局远远优于 28 纳米制程。在 14 纳米及以下制程节点，公司迎来价值扩张、格局改善共振机遇。

（2）华虹半导体：大陆最赚钱的特色工艺代工企业。在 IGBT、MOSFET、嵌入式存储领域，公司晶圆制造的技术实力、产能规模处于国内领先地位。过去五年公司始终保持高盈利能力，利润率达 15-20%，是中国大陆最赚钱的晶圆代工企业。

（3）华润微：功率、模拟工艺代工头部企业。公司是中国大陆第三大晶圆代工企业，在模拟、功率、MEMS 等晶圆代工领域处于国内领先地位。

（4）三安光电：化合物半导体代工龙头。公司全资子公司三安集成是中国大陆化合物半导体代工龙头企业。产品覆盖砷化镓、氮化镓晶圆代工。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

2、卓胜微(300782)：Q2 业绩超预期，滤波器业务稳步推进

事件：

公司发布半年业绩预告，公司 2020 年上半年净利润大幅增长，达到 3.44-3.59 亿元，同比增加 125.09%-

134.91%。

报告要点：

发挥优势把握机遇，公司业绩大幅增长

今年上半年疫情对行业、下游需求均产生较大影响，但公司仍实现了业绩大幅增长。主要原因在于：公司作为射频行业龙头公司，在当前国产替代大背景下不断推进与客户的深度合作，并且上半年 5G 手机渗透率显著提升，公司同时享受了市场规模扩大和市场份额提高的红利。根据中国信息通信研究院数据，今年二季度 5G 手机渗透率已经接近 50%，相对去年年底不足 20%，渗透率提升速度非常快。预计下半年 5G 手机销售占比将继续快速提升，公司业绩发展可期。

5G 手机迅速渗透，公司将优先受益

公司在射频开关领域内拥有明显的竞争优势，面对 5G 渗透率的不断提升，公司已经研发并推出一系列用于 5G 中 sub-6GHz 频段的射频低噪声放大器、射频开关、射频天线调谐开关系列产品，并在三星、华为、vivo、OPPO 等终端客户实现量产销售。为保持在射频领域的先进性，公司专注于研发，不断创新突破，已推出射频前端模组产品，是国内先行推出射频模组的企业之一，为公司的长期可持续发展注入新的动力。

滤波器业务开启第二成长曲线

除射频开关与低噪声放大器之外，公司还募资研发滤波器产品，公司目前多款 SAW 滤波器已经量产出货，并积极投入 BAW 滤波器的研发。据 Yole 估计，滤波器市场规模从 2017 年的约 80 亿美元增长至 2023 年的 225 亿美元，年均复合增长率达 19%。公司作为国内射频行业的龙头企业，面对百亿美元的市场，成长空间广阔，将开启第二成长曲线。

投资建议与盈利预测

考虑到卓胜微上半年在疫情影响下依然有超出预期的业绩表现，以及下半年将进入消费电子旺季，同时 5G 手机渗透率继续提升等因素，我们上调对公司的财务预测。预计 2020-2022 营收 23.32、31.58、40.98 亿元，归母净利润 8.28、11.16、14.47 亿元，当前市值对应 PE 分别为 97、72、55 倍。考虑国产替代下巨大的成长空间，公司作为国内射频器件的龙头公司，应给予充分的估值溢价，给予“买入”评级。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

- **计算机**

恒生电子(600570.SH)：全球领先，行稳致远

公司是中国唯一的全领域金融 IT 服务商，行业地位突出

公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商，致力于为证券、期货、公募、信托、保险、私募、银行与产业、交易所以及新兴行业等提供解决方案和服务，同时积极开拓中前台、数据、风险管理等方面的创新解决方案。公司以技术服务为核心，凭借多年建设经验和对互联网的深刻洞察，持续驱动金融机构创新发展。2010 年以来，公司呈现稳健发展态势，营业收入 CAGR 为 18.09%，扣非归母净利润 CAGR 为 19.28%。2015-2019 年，经营性净现金流持续高于扣非归母净利润，体现公司在产业链中较高的地位。

政策护航，金融 IT 行业迎来全新发展机遇

近年来，我国金融改革持续推进，一系列政策持续落地，带动金融 IT 行业快速发展。根据中商产业研究院的数据，金融 IT 解决方案行业的市场规模从 2014 年的 358 亿元增至 2019 年的 949 亿元，CAGR 为 21.53%，到 2023 年将达到 2010 亿元。2019 年 8 月，中国人民银行印发《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》，到 2021 年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，实现金融与科技深度融合、协调发展。在证券基金行业，资管新规、科创板、注册制、沪伦通、“T+0”等不断推出，IT 建设需求持续释放。

前瞻布局未来，坚定推进金融 IT 创新

展望未来，金融业务和科技加速融合，金融科技将成为核心竞争力。公司形成由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级架构。恒生研究院是公司前沿技术的先驱，负责 FinTech 前沿技术和创新应用的研究，覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、金融工程等前沿技术。研发中心聚焦技术平台和底层平台，重点推出 JRES3.0 技术平台，全面满足互联网云服务架构的新一代技术框架，满足金融领域全业务场景的需要。

投资建议与盈利预测

金融 IT 行业已经迎来高成长周期，公司有望充分受益。预计公司 2020-2022 年营业收入为 46.37、54.88、64.68 亿元，归母净利润为 12.04、14.11、17.09 亿元，EPS 为 1.15、1.35、1.64 元/股。公司研发投入较多且全部费用化，净利润率偏低，采用 PS 估值较为合理。过去五年，公司 PS 主要运行在 10-30 倍之间，行业将保持高景气，估值水平有望维持，给予公司 2020 年 28 倍的目标 PS，目标价为 124.35 元。首次推荐，给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响下游客户的 IT 投入；金融科技政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002）

重点报告

半导体材料投资地图

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

目前全球的半导体产业链正向中国大陆转移，中国晶圆厂扩产的步伐已逐渐加快。伴随着国内晶圆厂的投产，将产生更多半导体材料的需求，此市场的需求空间已被打开。在 2019 年下游需求不振、全球半导体材料需求下滑的背景下，中国的半导体材料市场仍实现正的增长，表明了中国市场需求的旺盛。除此之外，国产替代已经成为中国半导体行业的主要诉求，下游厂商有更强的意愿为半导体材料厂商提供市场，以实现“获取市场 → 改善产品 → 进一步获取市场”的良性循环。在当前背景下，国产半导体材料厂商将享受市场规模扩大与市场份额提升的双重红利。建议关注：

（1）硅片：沪硅产业 （2）靶材：江丰电子、有研新材

（3）CMP 抛光材料：安集科技、鼎龙股份 （4）光刻胶：上海新阳、雅克科技、晶瑞股份、飞凯材料

（5）化学品：晶瑞股份、上海新阳、飞凯材料 （6）特气：华特气体、雅克科技 （7）掩膜版：清溢光

电

风险提示：（1）晶圆厂项目进度不及预期；（2）新产品研发、客户导入不及预期；（3）外部冲击导致市场拓展不及预期等

半导体设备投资地图

我们坚定看好中国芯片产业崛起的机遇，在这一轮晶圆加工产业的扩张潮中，上游设备材料企业有望迎来历史性发展机遇。回顾日本半导体设备产业发展历史，在日本芯片制造产能扩张期，日本本土设备业者与芯片制造业者紧密合作，成就日本在全球半导体设备领域的地位。随着中国大陆芯片制造产能的扩张，上游半导体设备产业将进入长景气周期。

建议关注：

设备平台公司：中微公司、北方华创

清洗设备：芯源微、盛美半导体、至纯科技

量测设备：赛腾股份、华峰测控、精测电子、长川科技

离子注入设备：万业企业

重要新闻

- 随着 7 家企业开启申购，首批 32 家精选层企业认购工作宣告结束。分析称，首批精选层正式集中挂牌上市日期可能为 7 月 27 日或 28 日。股转公司副总经理李永春此前称，精选层设层交易相关准备工作已就绪，将于 7 月底正式组建。
- 大众汽车及其中国合资伙伴 上汽集团 计划投资 41.3 亿元改造其在上海的汽车工厂，以生产新的奥迪轿车。
- 英国有关部门宣布，2020 年 12 月 31 日以后禁止购买新的 华为 5G 设备；到 2027 年底，所有 华为 设备将从 5G 网络中删除。 华为 英国发言人 Edward Brewster 表示，这一决定令人失望，对英国所有手机用户来说都是一个坏消息。 华为 将仔细审视声明对未来英国业务影响，并与英国政府沟通。
- 文化和旅游部发布《关于推进旅游企业扩大复工复业有关事项的通知》，恢复跨省（区、市）团队旅游，出入境旅游业务暂不恢复。调整旅游景区限量措施，接待游客量由不得超过最大承载量的 30%调至 50%。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188