

如何看待银行板块跳水及细分领域性价比？

报告日期：2025-05-25

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

● 关税影响逐步显现，经济数据边际放缓但整体尚可，叠加5月宽货币已落地，短期内政策再加码概率下降，市场继续维持震荡。配置上，银行保险的短中长期配置价值仍然突出。此外持续深调后的成长科技具备一定布局价值，可逐步增加关注度

● 市场观点：经济数据尚可、政策加码概率下降，继续维持震荡

经济数据尚可、政策加码概率下降，不改市场震荡态势。4月经济数据较3月有所放缓，关税影响逐步显现，但总体表现不差，其中消费在政策支撑下维持韧性。中美谈判取得进展后经济数据并未显示政策加码紧迫性。此外5月央行已宽货币并进行一揽子政策支持，短期政策再加力的概率下降。因此，在政策明确再加力或基本面出现持续性明显改善之前，预计市场仍将维持震荡态势。

市场热点1：如何看待4月经济数据和后续政策落地？4月数据较3月有所放缓，关税影响逐步显现，但总体表现不差，其中消费在政策支撑下维持韧性。中美谈判取得进展后经济数据并未显示政策加码紧迫性，当前政策重心在于存量政策落地执行，叠加5月上旬央行一揽子政策落地，5月LPR报价下调10个基点，流动性边际充裕，短期内政策再次加码的概率下降。

市场热点2：如何看待近期美债收益率快速走高？受穆迪下调美国主权评级和特朗普减税法案对美政府债务上限的担忧，美债利率持续上升，对全球风险资产价格形成一定抑制。但全球投资者除黄金外缺乏美债替代品，美国政府债务问题历史上均得到较处理好。因而，短期内可能继续成为外部风险掣肘，但中长期影响较为有限。

● 行业配置：不因跳水而改变银行保险的短中长期配置价值

5月第4周市场小幅下跌、整体震荡之势不改。行业层面呈现明显分化，其中有事件催化的细分领域上涨，如医药、黄金、珠宝首饰、整车等，此外具备高股息稳定避险叠加低配的行业上涨，如银行、煤炭、环保、公用事业等，而此前涨势较好的部分消费品下跌，成长科技板块继续领跌。后市展望上，尽管周五尾盘银行股出现跳水，但其短中长期的配置逻辑未变，随着成长科技进一步调整其性价比有所提升但目前仍缺乏有力度的催化事件或市场β，因此建议继续进行两端化配置，当前时点略偏向于银行保险端。1) 短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性投资价值的银行、保险。2) 深度回调后的成长科技具备一定的布局价值，逐步增加对电子、计算机、传媒、通信、机器人等板块的关注。

配置热点1：如何看待银行行情及细分领域投资性价比？本周五银行尾盘跳水，主要因为沪深300ETF等主要宽基指数放量卖出，银行作为权重最大板块相应调整。但短期和中长期来看，银行股在兼具稳定性（震荡市中稳市和避险高股息属性突出）以及在鼓励中长期资金入市配置倾向、强化业绩比较基准引导下资金有望中长期向低配行业流入等提升中长期战略性投资价值的整体环境下，仍然具有良好的短中长期配置价值。截至目前，若动态考虑银行细分领域的估值、股息率以及市值弹性等综合考量下，股份制银行可能具备更好的短期配置性价比。

相关报告

1. 策略周报《如何把握汽车行业的投资节奏？—第20周》2025-05-18
2. 策略周报《如何看待军工行情的持续性？—第19周》2025-05-11
3. 策略周报《如何看待银行股大跌及配置价值？—第18周》2025-05-05
4. 策略月报《持盈保泰—2025年5月A股市场研判及配置机会》2025-04-27

配置热点 2：如何看待医药板块持续性？在较多事件催化下，本周医药行业迎来领先上涨，一是三生制药出海交易获得 12.5 亿美元首付款，医药出海预期提升。二是恒瑞医药港股上市，医药行业 IPO 预期再升温。三是 2025 年美国临床肿瘤学会即将召开，多项中国研究将在会议上公布。然而从基本面上看，当前医药行业基本面仍然较弱，机会主要还是来自于事件主题催化带来的阶段性估值修复机会。近两年来医药板块上涨通常依赖于两种情形：一是市场上涨带动各行业普涨，医药跟涨但缺乏超额收益；二是行业内出现重大事件催化，带动板块阶段性估值修复。但当前出现重磅研究进展的催化概率较低，本周事件催化力度也较为有限，因此认为医药行情持续性也较有限。

● 风险提示

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；中美贸易谈判进展不顺利；美国对华政策出现新的超预期风险等。

正文目录

1 市场观点：经济数据尚可、政策加码概率下降，继续维持震荡	4
1.1 市场热点 1：如何看待 4 月经济数据和后续政策落地？	4
1.2 市场热点 2：如何看待近期美债收益率快速走高？	6
2 行业配置：不因跳水而改变银行保险的短中长期配置价值	7
2.1 配置热点 1：如何看待银行行情及细分领域投资性价比？	7
2.2 配置热点 2：如何看待医药板块持续性？	9
2.3 不因跳水而改变银行保险的短中长期配置价值	11
风险提示：	11

图表目录

图表 1 地产链条消费增速维持高增速	4
图表 2 文化办公用品类、金银珠宝类同比提升	4
图表 3 基建投资增速持平前值	5
图表 4 地产分项数据回落	5
图表 5 工业增加值环比与制造业 PMI 均回落，关税影响显现	6
图表 6 建筑类商品产量分化，水泥增速有所改善	6
图表 7 周五沪深 300ETF 卖出量有所放大	7
图表 8 自 4 月 8 日底部反弹以来银行板块内部出现分化	9
图表 9 国有大行估值相对其余细分版块持续处偏高水平	9
图表 10 国有大行股息率仍然相对靠前	9
图表 11 银行细分行业中市值较小的方向弹性较高	9

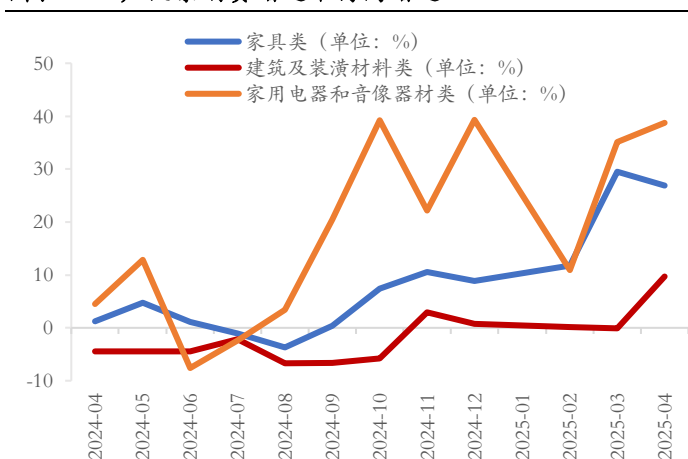
1 市场观点：经济数据尚可、政策加码概率下降，继续维持震荡

1.1 市场热点 1：如何看待 4 月经济数据和后续政策落地？

我们的观点：4 月数据较 3 月有所放缓，关税影响逐步显现，但总体表现不差，其中消费在政策支撑下维持韧性。中美谈判取得进展后经济数据并未显示政策加码紧迫性，当前政策重心在于存量政策落地执行，叠加 5 月上旬央行一揽子政策落地，5 月 LPR 报价下调 10 个基点，流动性边际充裕，短期内政策再次加码的概率下降。

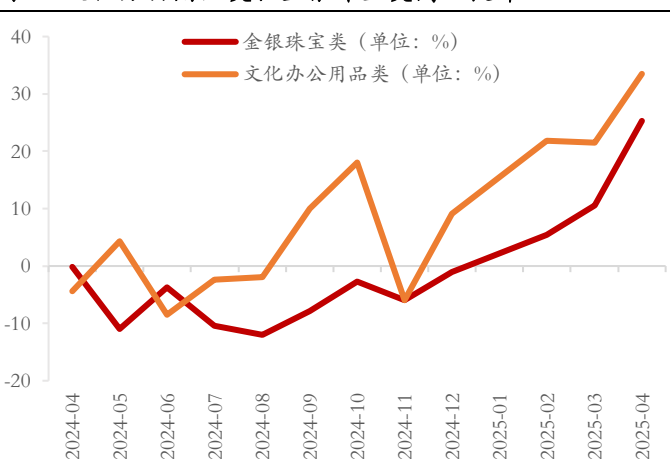
消费韧性符合预期，政策发力影响延续。4 月社会消费品零售总额约 3.72 万亿元，同比上涨 5.1%，季调后环比增长 0.2%，虽然弱于 3 月数据，但整体韧性强于预期。我们认为，政策发力支撑下，商品零售消费有望维持较高增速。从各类商品消费情况看：①“以旧换新”政策支持下的品类消费增速同比依然较高，其中家用电器和音响器材类（38.8%）、文化办公用品类（33.5%）、通讯器材类（19.9%）；②受汽车“价格战”的降价拖累影响，汽车零售额增速（0.7%）大幅回落；③服务业生产指数由 3 月的 6.3%回落至 4 月的 6.0%，延续边际放缓态势；④金价不断上涨下，金银珠宝类（25.3%）同比增速偏高；⑤二手房成交回暖叠加海外出口带动下，家具类（26.9%）、建筑及装潢材料类（9.7%）同比增速相对较高。此外，国际油价下跌影响石油及制品（-5.7%）回落较多。我们认为，参照去年消费“以旧换新”资金使用提前发力的节奏和力度，今年上半年政策支撑下商品消费有望维持相对较高的增速。

图表 1 地产链条消费增速维持高增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 2 文化办公用品类、金银珠宝类同比提升

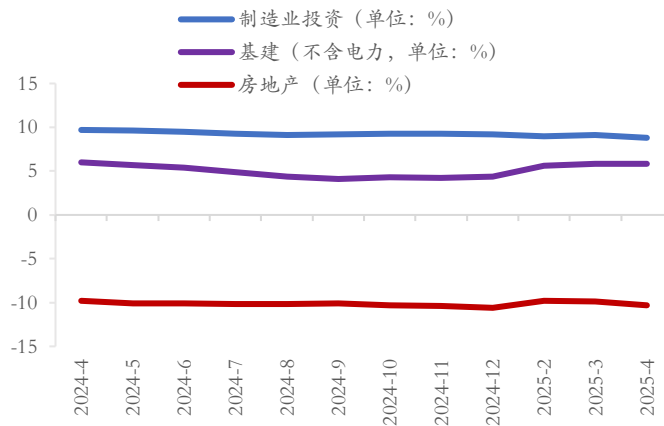


资料来源：Wind，华安证券研究所。

固投增速均有回落，略低于市场预期。4 月固定资产投资累计同比 4.0%，较 3 月的 4.2%下降 0.2 个百分点。其中，制造业投资增速 4 月同比为 8.8%，略低于 3 月

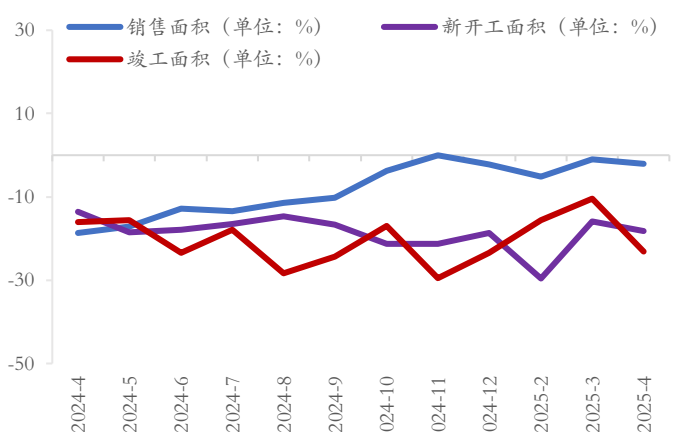
的 9.1%但相对增速依然较高，主要源于设备更新政策下设备工器具购置延续前期涨势；基建投资同比持平于 3 月的 5.8%，传统基建投资保持一定强度；房地产投资同比下降 10.3%，较 3 月的-9.9%降幅有所扩大，房地产市场修复速度慢于经济修复。我们认为，随着存量的财政政策持续落地，固投增速仍有望改善，基建投资较高增速仍有持续概率。

图表 3 基建投资增速持平前值



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 上图为累计同比。

图表 4 地产分项数据回落

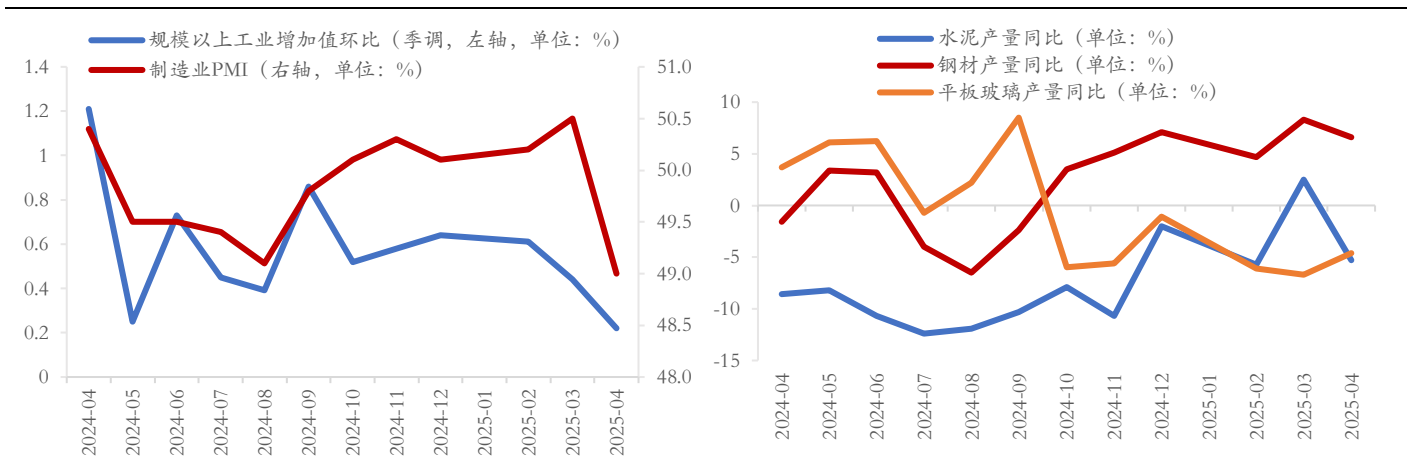


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

地产链维持下降态势，市场企稳仍需时日。4月房地产投资同比下降 10.3%，较 3 月的-9.9%继续走弱。投资、销售额、竣工均低于前值。其中，商品房销售额和销售面积同比分别下降 3.2%和 2.8%；新开工面积同比降幅 23.8%，较 3 月的-24.4%有所收窄；施工面积同比下降 9.7%，较 3 月降幅 9.5%继续扩大；竣工面积同比下降 16.9%，或表明房地产企业当下现金流压力依然较大。分项中仅有新开工面积和销售面积同比跌幅有所收窄。**我们认为，地产基本面企稳仍需时间。**5月上旬央行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”既降政策利率又降公积金贷款利率，当前地产需求端调控政策延续边际放松，但需求端表现仍难言起色，房价低迷下保持观望的购房者越来越多。4 月份，一线城市二手房住宅销售价格环比由 3 月的上涨 0.2%转为下降 0.2%，二线城市的新房价格指数依然维持 0.0%、持平与前值。

关税影响显现，生产端回落。4 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，较 3 月的 7.7%下降。季调后，4 月环比增长 0.2%。从三大门类来看，其中采矿业的同比下滑最为明显，由 9.3%下滑至 5.7%，制造业则由 7.9%下降至 6.6%，电力、电热则由 3.5%下降至 2.1%。而主要行业增加值中基本所有分项同比均下滑，仅电气机械和器材制造业一项的行业增加值同比上升。**主要工业品方面：①建筑类工业品产量增速回落。**4 月粗钢、钢材产量同比分别为 0.0%和 6.6%。水泥产量同比下降至-5.3%。**②汽车产量保持高增速并略增。**汽车产量同比由 3 月的 8.4%上涨至 4 月的 8.5%。**③工业生产景气有所下降，**发电量同比由 3 月的 1.8%回落至 4 月的 0.9%。原煤产量同比则由 3 月的 9.6%下滑至 4 月的 3.8%。

图表 5 工业增加值环比与制造业 PMI 均回落，关税影响显现
 图表 6 建筑类商品产量分化，水泥增速有所改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

资料来源: Wind, 华安证券研究所。

1.2 市场热点 2：如何看待近期美债收益率快速走高？

我们的观点：受穆迪下调美国主权信用评级和特朗普减税法案对美政府债务上限的担忧，美债利率持续上升，对全球风险资产价格形成一定抑制。但全球投资者除黄金外缺乏美债替代品，美国政府债务问题历史上均得到较好处理。因而，短期内可能继续成为外部风险掣肘，但中长期影响较为有限。

美债利率持续上升，短期内可能继续成为外部风险掣肘，但中长期影响可能逐步消除。近期美债收益率快速走高，10 年期美国国债收益率由 5 月 16 日的 4.43% 快速上升至 5 月 21 日的 4.58%、短短几天内上升 15 个基点。导火索源自于 5 月 16 日收盘后，穆迪将美国主权信用评级从 Aaa 下调至 Aa1，同时将美国主权信用评级展望从“负面”调整为“稳定”。本次评级下调给出的理由是美国联邦债务与利息支出在 GDP 中的占比明显高于其他同级主权国家。此前，标普和惠誉分别在 2011 年和 2023 年将美国主权信用评级调至 Aaa 以下。而本次穆迪下调后，美国已失去所有三大评级机构的最高信用评级。而近期美债收益率快速上升更深层次的原因则是特朗普正在推行减税法案，该法案计划在未来 10 年内减税逾 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出。但这将大幅推高联邦债务，据无党派组织 Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) 估计，该立法将使美国的公共债务到 2034 年底增加至少 3.3 万亿美元，这将进一步推升美国财政赤字率。美东时间 5 月 21 日晚，美国总统特朗普签署的税收法案在众议院以微弱优势通过，后续该法案将提交参议院等待表决投票。虽然短期内美债不确定性风险增加，但回顾来看，美国政府债务问题在历史上均得到较好处理。叠加当前全球投资者除黄金外，仍没有美债资产的更好替代。预计中长期美债收益率逐步回归概率较大。因而，短期内可能继续成为外部风险掣肘，但中长期影响可能逐步消除。

2 行业配置：不因跳水而改变银行保险的短中长期配置价值

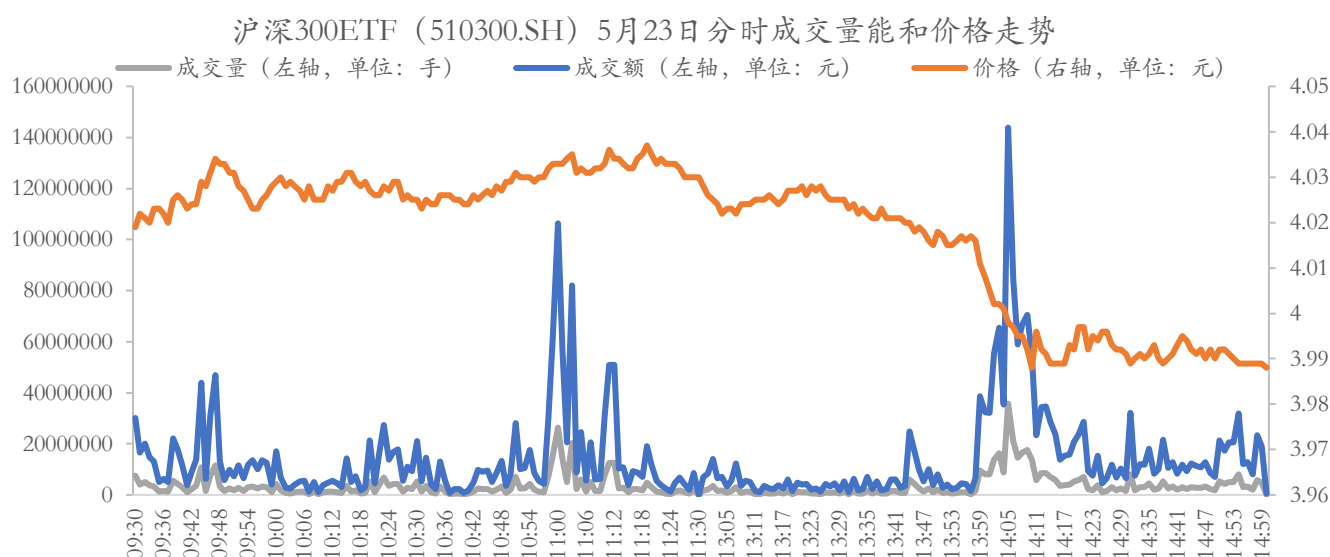
2.1 配置热点 1：如何看待银行行情及细分领域投资性价比？

我们的观点：本周五银行尾盘跳水，主要因为沪深 300ETF 等主要宽基指数放量卖出，银行作为权重最大板块相应调整。但短期和中长期来看，银行股在兼具稳定性（震荡市中稳市和避险高股息属性突出）以及在鼓励中长期资金入市配置倾向、强化业绩比较基准引导下资金有望中长期向低配行业流入等提升中长期战略性投资价值的整体环境下，仍然具有良好的短中长期配置价值。截至目前，若动态考虑银行细分领域的估值、股息率以及市值弹性等综合考量下，股份制银行可能具备更好的短期配置性价比。

本周（5 月 19 日-5 月 23 日）银行板块涨幅靠前，周涨幅 0.6%，排名申万行业第 8 位，二级子行业中，农商行、城商行、股份制银行分别上涨 2.8%、1.7%、0.4%，仅国有大行下跌 0.5%，排名整体靠前。

周五银行尾盘跳水，主要源于沪深 300ETF 等主要宽基 ETF 放量卖出。成交量能上看，从下午两点开始，沪深 300ETF 量能快速扩大，指数价格相应下跌，从当天净流入率来看，沪深 300ETF（510300.SH）、沪深 300ETF 易方达（510310.SH）两只规模最大的沪深 300ETF 基金 5 月 23 日主力净流入率分别为-0.37%、-3.14%，均为净流出，而银行作为沪深 300 中权重最大的板块相应跟随进行了一定调整。

图表 7 周五沪深 300ETF 卖出量有所放大



资料来源：Wind，华安证券研究所。

短期和中长期来看，银行股在兼具稳定（震荡市中熨平波动属性突出）以及属于典型的中长期资金偏好方向、业绩比较基准修改指引下引导向价值和红利配置方向靠拢等属性下，仍具有较好配置价值。

一是短期市场预计将维持高位震荡行情，短期银行股波动不改资金避险配置需求。从我们对短期市场整体的判断来看，由于4月经济数据表现维持一定韧性，刺激政策加码的概率有所降低，在政策继续发力或经济数据好转之前，市场将继续呈高位震荡态势，震荡市中资金仍有较高的避险需求。而我们在专题报告《市场流动性对小盘股弹性的影响和变化指引》20250422中提示到，大盘的弹性系数，即波动性明显小于中小盘和上证指数，在市场下跌行情中，配置顺序应为大盘>中盘>小盘，银行作为传统的大盘权重板块，熨平市场波动的属性则会更加明显，显然能较好的契合震荡市中资金的避险需求。

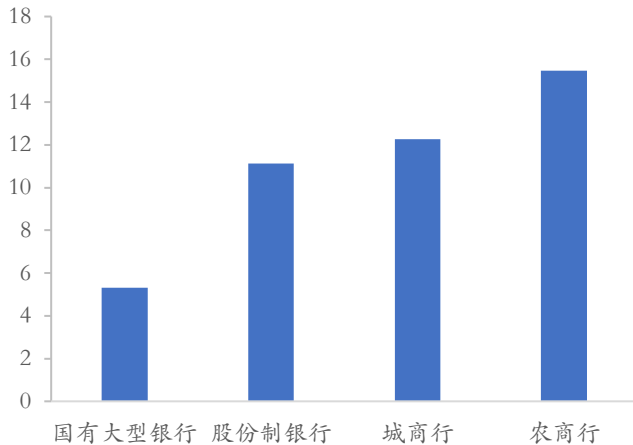
二是政策积极引导中长期入市提升了银行、保险等板块的中长期投资价值。2025年1月22日中央金融办、证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，其中诸多举措都有力的提升了银行保险的中长期投资价值，包括公募基金未来3年流通市值每年至少增加10%，这意味着对权重股的依赖性将有所加强；保险资金的30%新增保费、保险资金长期股票投资试点（5月7日国新办发布会上，金融监管局表示进一步扩大保险资金长期投资试点，拟再批复600亿元，随后于5月13日批复同意新华保险参与第三批保险资金长期投资改革试点）、注入社保基金的财政投入等投入A股，同时基于稳健要求，银行成为优选；监管层加大中低波动型产品创新力度以及鼓励上市公司增加分红派息等都将加强银行股的投资优势。

三是公募新规对业绩基准的硬约束仍会引导基金向A股低配行业进行一定配置。公募新规更加强化业绩比较基准对投资行为的约束，尤其是对公募主动权益基金，从行业超低配程度上，以沪深300、中证800等主要业绩比较基准参考的指数为指引，银行、非银属于被大幅低配板块，在基金业绩基准和管理费率、基金经理薪酬挂钩后，虽然短期内部分基金可能会修改业绩基准以匹配投资策略，但沪深300作为业绩基准中权重最大的指数，仍会引导部分基金向金融等低配方向进行配置。

动态考虑银行细分领域的估值、股息率以及弹性，当前股份行性价比较高。自对等关税推出后市场阶段底部反弹以来，银行板块内部也出现了较为明显的分化现象。4月8日至5月23日期间，银行细分子板块中，国有大行、股份行、城商行、农商行分别上涨5.3%、11.1%、12.3%、15.5%。从估值上看，截至5月23日，城商行的市净率已经超过国有大行，而相对偏低的为股份行和城商行；从分红上看，国有大行7.3%的股息率明显超过其余三个板块（5.5%左右）；从市值上看，国有大行>股份行>城商行>农商行，仍能很好的对应大小盘弹性的结论，即上涨行情下小盘（相较

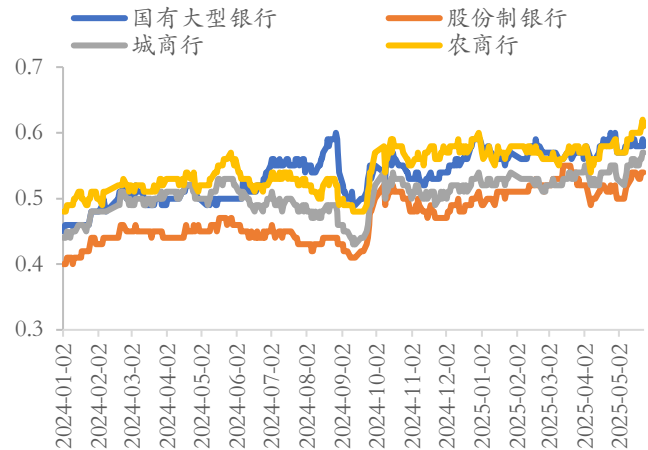
而言)的涨幅最大。就股息率来看,即便是财政部注资对国有行的分红会造成一定影响,但国有行的整体分红率仍然较高,但当前估值已经偏高,农商行在小市值属性下弹性较大,但在震荡市中波动较大,配置性价比有所下降且估值也相对较高,城商行的估值也基本与国有行相近,综合而言股份行则具备相对优势性价比。

图表 8 自 4 月 8 日底部反弹以来银行板块内部出现分化



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 4 月 8 日至 5 月 23 日期间涨幅, 单位: %

图表 9 国有大行估值相对其余细分版块持续处偏高水平



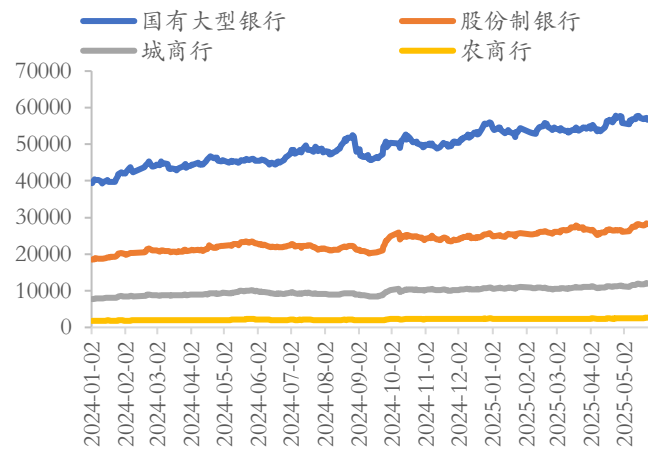
资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 所示为各板块 PB(LF) 近一年走势, 单位: 倍

图表 10 国有大行股息率仍然相对靠前



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 所示为各板块股息率(近 12 个月)近一年变化, 单位: %

图表 11 银行细分行业中市值较小的方向弹性较高



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 所示为各板块总市值(总市值 2) 近一年变化, 单位: 亿元

2.2 配置热点 2: 如何看待医药板块持续性?

我们的观点: 在较多事件催化下, 本周医药行业迎来领先上涨, 一是三生制药出海交易获得 12.5 亿美元首付款, 医药出海预期提升。二是恒瑞医药港股上市, 医

药行业 IPO 预期再升温。三是 2025 年美国临床肿瘤学会即将召开，多项中国研究将在会议上公布。然而从基本面上看，当前医药行业基本面仍然较弱，机会主要还是来自于事件主题催化带来的阶段性估值修复机会。近两年来医药板块上涨通常依赖于两种情形：一是市场上涨带动各行业普涨，医药跟涨但缺乏超额收益；二是行业内出现重大事件催化，带动板块阶段性估值修复。但当前出现重磅研究进展的催化概率较低，本周事件催化力度也较为有限，因此认为医药行情持续性也较有限。

本周（5 月 19 日-5 月 23 日）医药生物板块涨幅位居首位，周涨幅 1.8%，二级子行业中，化学制药、生物制品、医疗服务、医药商业、医疗器械、中药分别上涨 3.6%、1.7%、1.4%、1.2%、0.5%、0.2%。

医药行业本周迎来较多事件催化。一是创新药出海再迎重要进展。5 月 20 日早间，三生制药宣布，公司及附属子公司沈阳三生、三生国健与辉瑞签署协议，将向辉瑞独家授予公司自主研发的 PD-1（程序性细胞死亡蛋白-1）/VEGF（血管内皮生长因子）双特异性抗体 SSGJ-707 在全球（不包括中国内地）的开发、生产、商业化权利。根据协议，三生制药将获得 12.5 亿美元首付款，以及最高可达 48 亿美元的开发、监管批准和销售里程碑付款，此次交易的潜在总金额高达 60.5 亿美元。同时，三生制药此次出海交易获得的 12.5 亿美元首付款，刷新了国产创新药 License-out 首付款最高额度。二是恒瑞医药港股上市，医药行业 IPO 再升温。5 月 24 日，恒瑞医药在香港联交所上市，募资总额为 98.9 亿港元（不行使超额配售权及发售量调整权情形下），成为近五年港股医药板块最大 IPO。同时结合港股药企新规，即 2018 年港交所在《主板上市规则》中新增了 18A，其中提到允许未有收入、未有利润的生物科技公司在港股 IPO 上市融资，市场对于药企赴港上市的预期再度升温。三是中国创新药多项成果即将亮相，催化医药板块行情。2025 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会将于 5 月 30 日-6 月 3 日在美国芝加哥召开，多项中国研究将在会议上公布。

医药生物行业基本面仍然较弱，机会多数来自于事件型的主题催化行情，持续性较为有限。医药生物板块 2025Q1、2024Q4 归母净利增速分别为-125.4%、-12.0%，2025 年一季度业绩出现改善但增速仍为负值，医药生物业绩仍处于见底的过程中，基本面支撑仍然相对有限。此外医药生物行业的盈利质量实际上在连续下滑。当前医药市行业于国内仍受集采等事件影响，利润改善存在一定阻滞，创新药出海成为新线索。但需要注意的是，美国监管政策的不确定仍然较高，对行业技术进步或基本面前景产生了一定干扰。此外，从基金持仓角度观察，截至 2025Q1，内资公募主动权益型医药持仓占比 9.08%，北上资金持仓占比 6.68%，绝对仓位均属于偏底部位置，并且北向仓位还在继续下滑，创下新低。当前医药板块的机会可能来自于重要事件催化下的主题阶段性机会。

近两年来，医药板块上涨通常依赖于两种情形：一是市场上涨带动各行业普涨，这种情况下医药行情以跟涨为主。通常缺乏超额收益；二是行业内出现重大催化事件

件，可能带动板块的阶段性估值修复机会，如长寿药、减肥药等主题。未来短期内市场预计仍将缺乏系统性 β 上涨对医药行业的带涨；二是短期内创新药出海以及研发进展产生持续性催化的概率仍然偏低。

2.3 不因跳水而改变银行保险的短中长期配置价值

5月第4周市场小幅下跌、整体震荡之势不改。行业层面呈现明显分化，其中有事件催化的细分领域上涨，如医药、黄金、珠宝首饰、整车等，此外具备高股息稳定避险叠加低配的行业上涨，如银行、煤炭、环保、公用事业等，而此前涨势较好的部分消费品下跌，成长科技板块继续领跌。后市展望上，尽管周五尾盘银行股出现跳水，但其短中长期的配置逻辑未变，随着成长科技进一步调整其性价比有所提升但目前仍缺乏有力度的催化事件或市场 β ，因此建议继续进行两端化配置，当前时点略偏向于银行保险端。

第一条主线是短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性投资价值的银行保险。一方面，5月市场震荡态势延续，银行保险等权重股具备稳健型配置价值和稳市特性。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。三方面证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，其中重视业绩基准对投资行为的约束，此举有利于低配行业的资金回归，而银行保险是典型的低配行业。

第二条主线是深度回调后的成长科技具备逐渐布局的价值，关注电子、计算机、传媒、通信、机器人等方向。2月底以来成长科技板块，尤其是AI、机器人方向深度回调，指数最大调整幅度普遍在25%以上。而近期成长科技板块继续领跌，但考虑到其跌幅已深，因此具备一定逐渐布局价值，等待催化剂出现，成长科技将体现出显著的弹性。

风险提示：

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；中美贸易谈判进展不顺利；美国对华政策出现新的超预期风险等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。