

如何把握汽车行业的投资节奏？

报告日期：2025-05-18

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

主要观点

- 中美关税谈判取得积极进展，但当前位置上市场进一步上行仍需基本面改善给予更强支撑，但4月经济数据上体现出一定下行压力，因此短期内市场继续维持高位震荡。配置上，强化业绩比较基准对投资的指引，银行、保险的战略投资价值进一步提升。此外，深调后的成长科技具备一定布局价值，可逐步增加关注。
- 市场观点：关税风险缓释不改震荡格局，市场主要矛盾在于经济预期

关税风险缓释后延续高位震荡，关注基本面改善信号。中美关税谈判取得积极进展，但这并非是当前市场的核心矛盾，若期待市场上涨还需基本面改善给予更强支撑。然而从目前已披露的出口、通胀、金融和高频数据看，4月经济基本面走弱风险正在逐步显现，外需预期走弱、内需有待提振。因此，在政策进一步加码或基本面出现明显持续改善之前，预计市场仍将延续高位震荡。

市场热点1：如何展望4月宏观经济数据？5月19日将公布4月宏观经济数据。从目前已披露的出口、通胀、金融数据和高频数据看，4月经济基本面走弱风险正在逐步显现。考虑到关税对出口和产业链的冲击需要一段时间传导，4月下行幅度有限，但内需有待提振的问题依然较为突出。随着关税风险缓释，后续市场仍关注基本面改善信号。

市场热点2：如何看待美国4月通胀及关税冲突缓和后的美联储货币政策预期？4月美国通胀继续降温，理论上有利于美联储降息。但考虑到近期中美关税风险缓释，短期内大幅加征关税对美国通胀和经济基本面的担忧缓释，使得美联储降息必要性减弱。5月12至16日当周，尽管市场对美联储年内降息押注2次25BP的预期，但“重启”降息时点从6月推迟至9月，带动美债收益率快速走高，对全球风险偏好形成小幅抑制。

- 行业配置：银行保险的配置价值进一步提升

5月第3周市场小幅上涨、整体震荡，行业层面多数上涨，其中带有明显低配特征的行业如非银、银行、交运、建筑等领涨，部分消费品如美妆、汽车、商贸等涨幅居前，而成长科技板块如计算机、传媒、电子等有超配特征的行业及前期涨势强势的军工则领跌。后市展望上，市场仍将延续高位震荡态势，继续推荐金融-成长式的两端平衡型配置，配置方向当前略相对偏向于银行保险端。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：如何看待汽车行业的投资节奏？工信部发布新规征求意见稿，要求所有乘用车强制安装自动紧急制动系统，受此影响，汽车零部件、乘用车等板块上涨并在本周涨幅居前。展望汽车指数运行格局，预计后续将呈现上有顶制约和下有底支撑的区间格局。核心在于汽车板块基本面呈现内需强、外需弱的特点同时A股处于震荡行情中。具体而言，上有顶制约来自于基本面难以持续强劲上行，下有底支撑来自于景气基本面又整体不强，始终维持“强而不强、弱而不弱”范围内，因此市场不出现系统性机会或风险情况下，汽车指数有望维持区间内运行。当前已经处于区间上

相关报告

1. 策略周报《如何看待军工行情的持续性？—第19周》2025-05-11
2. 策略周报《如何看待银行股大跌及配置价值？—第18周》2025-05-05
3. 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
4. 策略周报《消费行业轮动，行至何阶段？—第16周》2025-04-20

沿，整体配置价值不高。

配置热点 2：公募新规对业绩基准的硬约束可能会对市场造成哪些影响？

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，这可能会产生三方面的影响：①大类配置上，债市配比显著低于其基准综合权重 18.4 个百分点，股市配比高于其基准综合权重 11.0 个百分点；②H 股南向资金方面，H 股现有配置比例高于其业绩基准综合权重 2 个百分点左右；③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、公用事业、交运、建装明显低配，而电子、传媒、汽车、商贸、社服、家电则明显超配。

● **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：关税风险缓释不改震荡格局，市场主要矛盾在于经济预期	4
1.1 市场热点 1：如何展望 4 月宏观经济数据？	4
1.2 市场热点 2：如何看待美国 4 月通胀及关税冲突缓和后的美联储货币政策预期？	5
2 行业配置：银行保险的配置价值进一步提升	6
2.1 配置热点 1：如何看待汽车行业的投资节奏？	6
2.2 配置热点 2：公募新规对业绩基准的硬约束可能会对市场造成哪些影响？	7
2.3 银行保险的配置价值进一步提升	11
风险提示：	11

图表目录

图表 1 4 月社融主要依靠政府债冲量	5
图表 2 居民部门信贷走弱	5
图表 3 汽车整体、新能源车销量维持较高水平	7
图表 4 汽车出口增速处低位	7
图表 5 截至 2025Q1，公募主动权益基金业绩比较基准的综合权重	8
图表 6 截至 2025Q1，基金业绩比较基准的主要大类	9
图表 7 2025Q1 剔除行业基金后公募主动权益基金行业持仓占比与主要宽基其指数行业权重对比	10

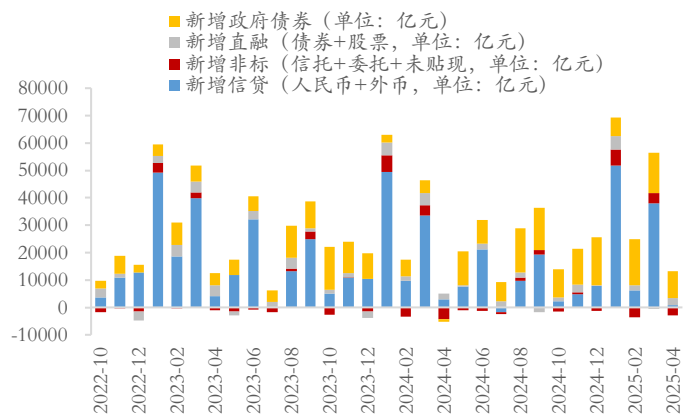
1 市场观点：关税风险缓释不改震荡格局，市场主要矛盾在于经济预期

1.1 市场热点 1：如何展望 4 月宏观经济数据？

我们的观点：5 月 19 日将公布 4 月宏观经济数据。从目前已披露的出口、通胀、金融数据和高频数据看，4 月经济基本面走弱风险正在逐步显现。考虑到关税对出口和产业链的冲击需要一段时间传导，4 月下行幅度有限，但内需有待提振的问题依然较为突出。随着关税风险缓释，后续市场仍关注基本面改善信号。

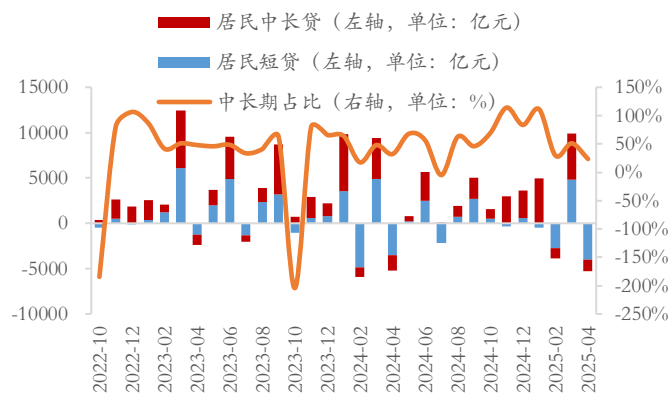
低基数下 4 月社融数据回暖，但结构性矛盾依然突出，居民部门信贷偏弱显示内需有待提振。4 月我国新增社融 1.16 万亿，较去年同期多增 1.2 万亿；新增人民币贷款 754 亿（社融口径），较去年同期少增 2285 亿。因去年基数较低（罕见负增），4 月社融存量同比回升至 8.7%，但结构性矛盾依然突出。其中，①居民端信贷延续弱势，4 月居民贷款负增 5216 亿元，中长期贷款负增 1231 亿元。短期贷款负增 4019 亿元，为 2007 年以来最低值，可能与外需不确定下个体工商户、小微企业等经营贷收缩，以及 4 月消费贷利率上调至不低于 3% 有关。②企业端信贷有所放缓，4 月新增企业贷款 0.61 万亿元，同比少增 2500 亿元。新增中长期贷款 0.25 万亿元，同比少增 1600 亿元。在外需不确定情况下，企业信贷需求有所走弱，资金往相对高流动性、低风险的票据冲量。③政府债券发行继续支撑社融，4 月新增政府债融资 9729 亿，同比多增超 1 万亿，年内财政政策发力节奏有望提前。M1 同比微降至 1.5%，资金需求并未延续改善。M2 同比增长 8%，较上月明显回升，表明货币政策持续呵护流动性充裕。4 月社融数据回暖既有低基数的原因，也有政府债券发力的支撑，但居民部门和企业部门信贷走弱、内需依然有待提振。5 月 7 日三部委宣布一揽子逆周期调节政策，中美关税冲突有所缓解，有望带动社融和基本面数据改善，但还需密切跟踪。

图表 1 4 月社融主要依靠政府债冲量



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 2 居民部门信贷走弱



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

1.2 市场热点 2: 如何看待美国 4 月通胀及关税冲突缓和后的 美联储货政路径预期?

我们的观点: 4 月美国通胀继续降温, 理论上有利于美联储降息。但考虑到近期中美关税风险缓释, 短期内大幅加征关税对美国通胀和经济基本面的担忧缓释, 使得美联储降息必要性减弱。5 月 12 至 16 日当周, 尽管市场对美联储年内降息押注 2 次 25BP 的预期, 但“重启”降息时点从 6 月推迟至 9 月, 带动美债收益率快速走高, 对全球风险偏好形成小幅抑制。

关税冲突缓和后的美联储货币政策路径可能持续收紧, 对市场风险偏好形成小幅抑制。4 月美国通胀数据延续回落态势, 且回落幅度好于市场预期。其中, CPI 同比降至 2.3%, 低于前值和预期值 2.4%, 环比 0.2% 低于预期 0.3%; 核心 CPI 同比 2.8% 与前值和预期值 2.8% 持平, 环比 0.2% 低于预期值 0.3%。尽管在关税影响下, 家电、家具、电脑等价格有所反弹, 但电视、户外设备、玩具价格等同样依赖于进口的商品价格环比仍在下降。考虑到关税实施前, 美国存在较大的补库需求, 因而 4 月关税冲击的影响并不显著, 且伴随中美联合声明降低关税税率, 后续对通胀的冲击预期也有所减弱。需要注意的是, 关税冲突缓和后的美联储货币政策路径可能持续收紧, 对市场风险偏好形成小幅抑制。通胀数据走弱有利于美联储降息, 数据公布后, 特朗普再次喊话美联储降息。但考虑到近期中美关税风险缓释, 短期内大幅加征关税对美国通胀和经济基本面的担忧缓释, 使得美联储降息必要性减弱。与此同时, 美联储正在研究新的货币政策框架, 年内降息还存在变数。5 月 12 日至 5 月 16 日当周, 尽管市场对美联储年内降息预期押注仍为 2 次 25BP 左右, 但“重启”降息时点从 6 月推迟至 9 月, 带动美债收益率快速走高, 对全球风险偏好形成小幅抑制。

2 行业配置：银行保险的配置价值进一步提升

2.1 配置热点 1：如何看待汽车行业的投资节奏？

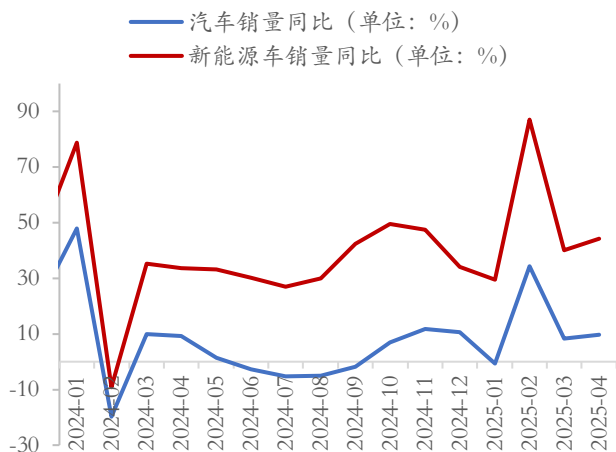
我们的观点：工信部发布新规征求意见稿，要求所有乘用车强制安装自动紧急自动系统，受此影响，汽车零部件、乘用车等板块上涨并在本周涨幅居前。展望汽车指数运行格局，预计后续将呈现上有顶制约和下有底支撑的区间格局。核心在于汽车板块基本面呈现内需强、外需弱的特点同时 A 股处于震荡行情中。具体而言，上有顶制约来自于基本面难以持续强劲上行，下有底支撑来自于景气基本面又整体不弱，始终维持“强而不强、弱而不弱”范围内，因此市场不出现系统性机会或风险情况下，汽车指数有望维持区间内运行。当前已经处于区间上沿，整体配置价值不高。

本周（5 月 12 日-5 月 16 日）汽车板块涨幅靠前，以 2.4% 涨幅位居申万一级行业第三位，细分子行业中，乘用车、汽车零部件、汽车服务收涨，分别上涨 4.4%、2.2%、0.6%，摩托车、商用车收跌，分别下跌 0.2%、1.7%。

工信部发布新规（征求意见稿），要求未来所有乘用车强制安装自动紧急自动系统（AEBS），汽车零部件、乘用车等关联性板块迎上涨。5 月 16 日据财联社报道，近日工信部发布《轻型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》（征求意见稿），并进入公开征求意见阶段，征求意见截止日期为 2025 年 6 月 30 日，征求意见稿中明确要求 M1 类乘用车和 N1 类轻型货车必须安装 AEBS（自动紧急制动系统），该标准将现行推荐性国标升级为强制性，且适用范围有所扩大，即从 M1 类乘用车扩展至 N1 类载货汽车，新标准还增加了对行人目标、自行车目标、踏板式两轮摩托车目标等弱势交通参与者的识别能力考核，并新增仿真测试项目，技术要求对标国际法规 UN-R152 全面加严。新规落地之后，不符合标准、无法完成考核的车辆将无法上市销售，这意味着未来所有的乘用车必须安装 AEBS。受相关政策催化影响下，AEBS 的全面普及预期升温，5 月 16 日汽车各细分子行业全线上涨，其中和新规关联性最高的乘用车、汽车零部件板块领涨，单日分别上涨 2.3%、2.0%。

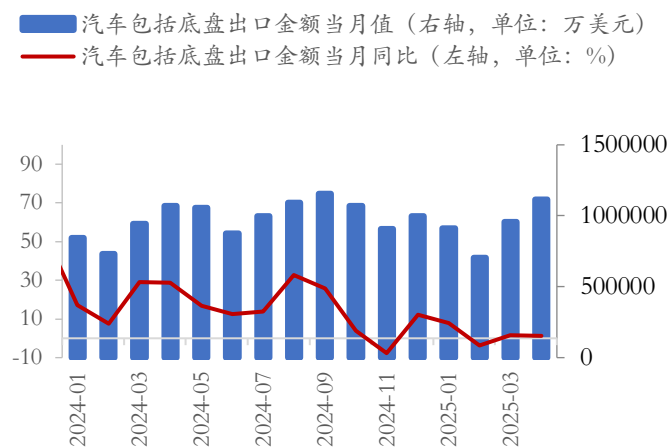
新能源车销量维持高增，汽车出口增速仍处于偏低水平。截至 2025 年 4 月，汽车销量同比增速为 9.78%，新能源车销量同比增速为 44.25%，均较 2024 年处于较高增速水平，消费品以旧换新政策对汽车的支撑性仍在显现。但从出口端来看，2025 年 3 月、4 月汽车出口增速分别为 1.60%、1.16%，较 2024 年中旬 32.60% 的增速高点已经出现明显下滑，现阶段汽车呈内需强、外需弱的格局，内销、出口对冲情形下，汽车板块或呈现强而不强、弱而不弱的基本面格局。

图表3 汽车整体、新能源车销量维持较高水平



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表4 汽车出口增速处低位



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

汽车板块有望再次进入上顶下底运行区间格局, 本轮上行已接近区间上沿位置, 配置价值有所下降。参照历史情形, 2022 年 10 月至 2023 年 12 月期间, 申万汽车行业指数在 5200-6000 点范围多次折返运行, 稳定呈现出上有顶制约和下有底支撑的格局。具体而言, 上有顶的制约来自于景气基本面难以持续强劲上行, 而下有底的支撑可能来自于景气基本面又整体不弱, 基本面始终维持在“强而不强、弱而不弱”的范围内运行, 因此市场不出现系统性机会或者风险的情况下, 汽车行业指数区间内运行的态势显著。在以旧换新政策托底情形下, 内销维持较高增速, 但在海外政策风险等影响因素下海外出口处于较低景气位置, 与前期出口强和内销弱的格局发生转换, 但对汽车整体的景气对冲格局影响未变, 仍是强而不强、弱而不弱, 因此我们预计后续汽车指数仍是呈震荡波动态势, 汽车上有顶、下有底的区间运行格局预计仍然稳固, 在 A 股整体高位震荡的态势下, 震荡区间也会相应抬高。截至 5 月 16 日, 汽车行业指数已上行至 7179.8 点, 处于运行区间的上沿附近位置, 配置价值将随着继续接近 3 月份高点而逐步下降, 汽车板块出现回落时可入场, 届时胜率将相对较高。

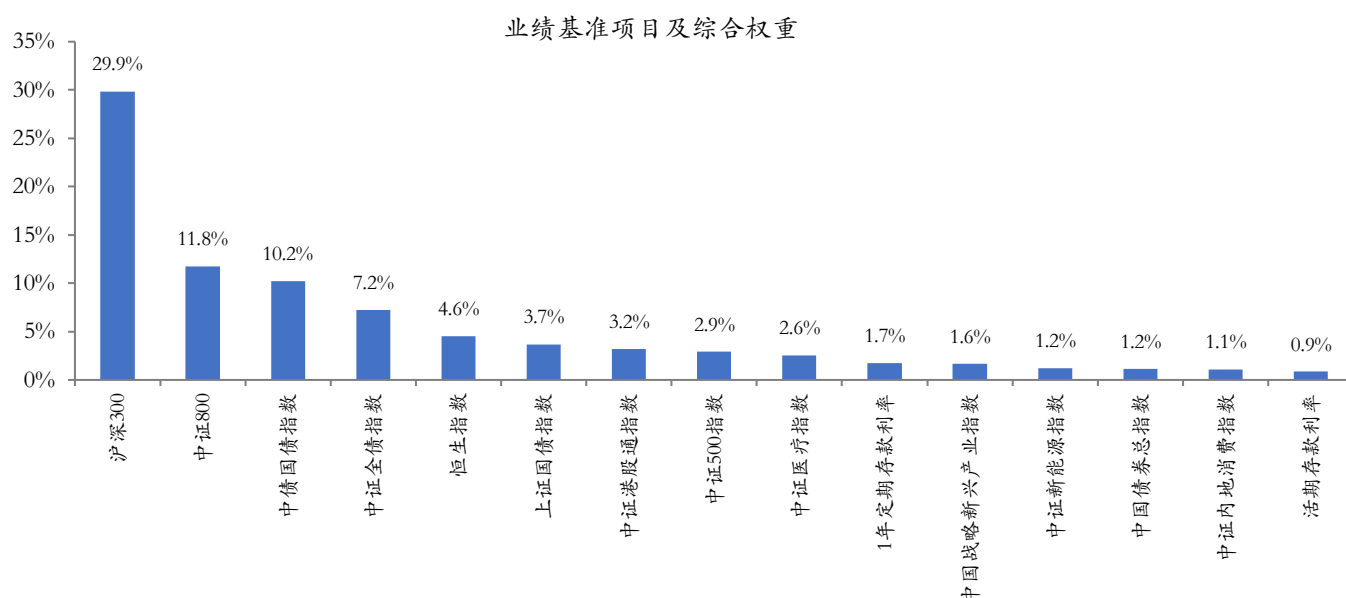
2.2 配置热点 2: 公募新规对业绩基准的硬约束可能会对市场造成哪些影响?

我们的观点: 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, 这可能会产生三方面的影响: ①大类配置上, 债市配比显著低于其基准综合权重 18.4 个百分点, 股市配比高于其基准综合权重 11.0 个百分点; ② H 股南向资金方面, H 股现有配置比例高于其业绩基准综合权重 2 个百分点左右; ③

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、公用事业、交运、建装明显低配，而电子、传媒、汽车、商贸、社服、家电则明显超配。

公募主动权益基金业绩比较基准综合权重主要集中在沪深 300、中证 800、国债及港股。我们将 2025 年一季度 4000 多只三大主动型公募权益基金进行业绩比较基准拆分合并后，计算得出整体上集中率很高，其中前 15 大业绩比较基准的综合权重合计 83.7%，具备良好的代表性，其中综合权重排名前二的指数为沪深 300 和中证 800，沪深 300 指数收益率的综合权重为 29.9%，中证 800 指数收益率权重为 11.8%。整体来看，公募主动权益基金的业绩比较基准综合权重主要集中在沪深 300、中证 800、国债、港股等指数。

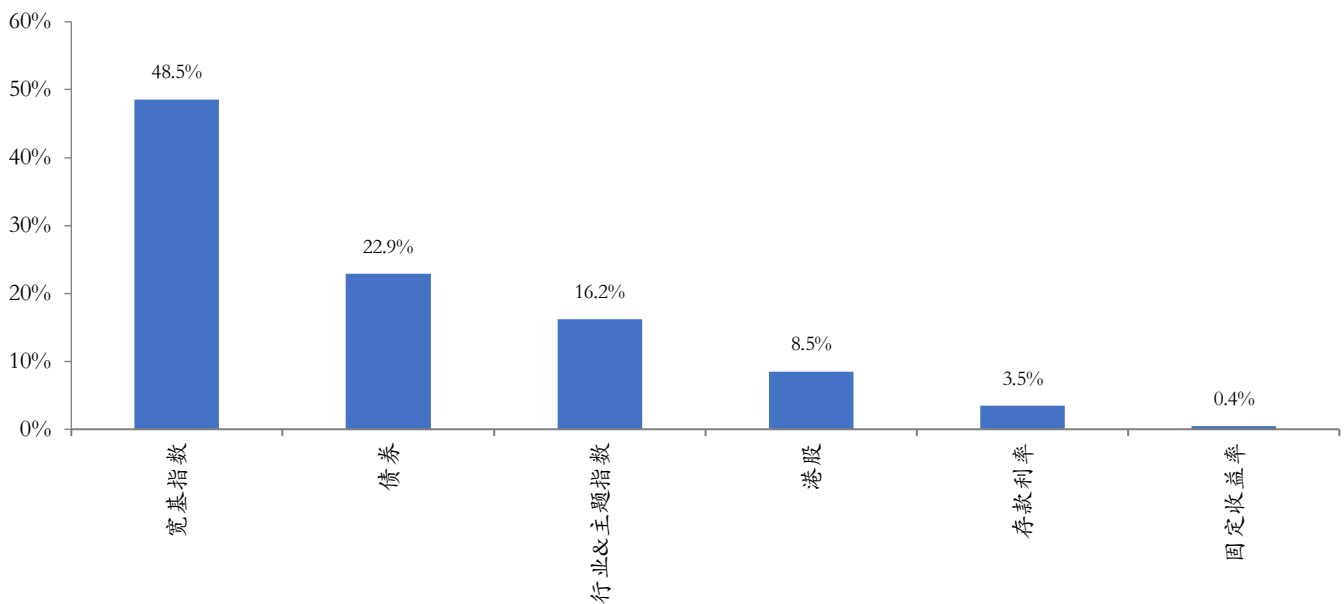
图表 5 截至 2025Q1，公募主动权益基金业绩比较基准的综合权重



数据来源：Wind，华安证券研究所。注：已将同类业绩比较基准合并。摘自专题报告《强化业绩比较基准指引对投资行为有何影响？》20250515

进一步进行更加宽泛归类，公募主动权益基金的业绩比较基准大致分为六大类资产，分别是：A股宽基指数综合权重 48.5%（如包括沪深 300、中证 800、中证 700 等），债综合权重 22.9%（如包括中债国债指数、中证全债指数、上证国债指数等），行业和主题指数综合权重 16.2%（如包括申万医药指数、中证军工指数、中证全指半导体产品与设备指数等），港股综合权重 8.5%（如包括恒生指数、中证港股通指数、中证香港 300 消费指数等），存款利率综合权重 3.5%（如包括 1 年期存款利率、3 年定期存款利率等），固定收益率综合权重 0.4%（如明确了年化收益率在 2.5-10% 不等）。

图表 6 截至 2025Q1，基金业绩比较基准的主要大类



数据来源：Wind，华安证券研究所。摘自专题报告《强化业绩比较基准指引对投资行为有何影响？》20250515

比较基准综合权重下，股债及 AH 股配置比例有望再平衡。截至到 2025Q1，公募主动权益基金在股债上的实际配比，相比其业绩比较基准的综合权重而言，股市上超配了 3820 亿左右，而债市上则低配了 6389 亿左右。截至 2025Q1 公募主动权益基金持仓 H 股市值占比已经大于其业绩基准的综合权重 2 个百分点左右。按 2025Q1 公募主动权益基金总规模 34725 亿，按 2.0 个百分点差距测算，在新规指引下公募主动权益基金的 H 股资金可能将有 695 亿左右资金流出。（测算方式详见专题报告《强化业绩比较基准指引对投资行为有何影响？》20250515）

银行、非银、公用事业、交运、建装明显低配。在公募主动权益基金的业绩比较基准综合权重的拆解合并过程中，难以做到申万一级行业层面的划分，因此并不能直接比较行业持仓占比与对应业绩基准综合权重的超低配情况，因此不能直观的认识这二者之间的行业配置差距。但可以通过对行业持仓与主要宽基指数中行业市值权重的对比，来观察不同申万一级行业的超低配状态和程度。**截至 2025Q1，剔除行业基金后，超配情况最多的是电子行业。电子行业持仓占比高达 18.8%，相比沪深 300、中证 800 中其市值权重分别超配了 8.5、7.9 个百分点。此外相对超配较多的行业还有传媒、汽车、商贸零售、社服和家电。**

低配最多的行业则是银行。银行业持仓占比仅为 3.8%，相比沪深 300、中证 800 中其市值权重分别低配了 9.7、6.7 个百分点。此外低配较多的行业还有非银金融、公用事业、交通运输和建筑装饰。

图表 7 2025Q1 剔除行业基金后公募主动权益基金行业持仓占比与主要宽基其指数行业权重对比

一级行业	剔除行业基金后 公募主动持仓	沪深300权重		中证800		全部A股	
		权重	超配程度	权重	超配程度	权重	超配程度
电子	18.8%	10.2%	8.5%	10.8%	7.9%	11.4%	7.4%
传媒	6.1%	0.7%	5.4%	1.4%	4.7%	2.1%	4.0%
汽车	7.9%	4.8%	3.1%	4.6%	3.3%	4.9%	3.0%
商贸零售	2.9%	0.5%	2.4%	0.6%	2.4%	1.1%	1.8%
社会服务	1.4%	0.0%	1.4%	0.3%	1.1%	0.6%	0.8%
机械设备	4.0%	2.6%	1.4%	3.1%	0.8%	5.6%	-1.7%
轻工制造	1.3%	0.1%	1.2%	0.3%	1.0%	0.9%	0.4%
家用电器	4.7%	3.9%	0.8%	3.3%	1.4%	2.7%	2.0%
电力设备	8.3%	7.6%	0.7%	7.7%	0.5%	7.7%	0.6%
基础化工	2.6%	2.0%	0.6%	2.8%	-0.2%	4.2%	-1.6%
纺织服饰	0.6%	0.0%	0.5%	0.2%	0.4%	0.6%	0.0%
通信	3.7%	3.3%	0.5%	2.8%	0.9%	3.1%	0.7%
有色金属	4.6%	4.2%	0.5%	4.4%	0.3%	4.0%	0.7%
国防军工	2.1%	1.6%	0.4%	2.8%	-0.7%	2.8%	-0.7%
环保	0.4%	0.0%	0.4%	0.3%	0.1%	0.9%	-0.5%
美容护理	0.5%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
房地产	1.1%	0.8%	0.3%	1.0%	0.2%	1.3%	-0.1%
钢铁	0.5%	0.6%	-0.1%	0.9%	-0.4%	0.8%	-0.3%
建筑材料	0.6%	0.7%	-0.1%	0.7%	-0.2%	0.8%	-0.2%
农林牧渔	0.9%	1.4%	-0.4%	1.2%	-0.3%	1.4%	-0.5%
石油石化	1.1%	1.6%	-0.5%	1.5%	-0.4%	1.2%	-0.2%
医药生物	5.4%	5.9%	-0.5%	7.0%	-1.7%	7.5%	-2.2%
计算机	3.1%	3.9%	-0.8%	4.7%	-1.5%	6.2%	-3.0%
煤炭	0.5%	1.4%	-0.9%	1.5%	-1.0%	1.1%	-0.6%
食品饮料	8.3%	9.3%	-1.1%	7.4%	0.8%	5.3%	2.9%
建筑装饰	0.6%	1.8%	-1.3%	1.6%	-1.0%	1.8%	-1.2%
交通运输	1.8%	3.4%	-1.6%	3.0%	-1.2%	2.7%	-0.9%
公用事业	1.0%	3.5%	-2.5%	3.3%	-2.2%	2.9%	-1.8%
非银金融	1.3%	10.7%	-9.5%	9.8%	-8.6%	6.6%	-5.3%
银行	3.8%	13.5%	-9.7%	10.5%	-6.7%	7.3%	-3.5%

数据来源：Wind，华安证券研究所整理。摘自专题报告《强化业绩比较基准指引对投资行为有何影响？》20250515

基金产品对业绩比较基准进行变更将会更普遍。2024年初至2025年5月期间，公募主动权益基金中有87只基金产品对业绩比较基准进行了调整。后续进行业绩比较基准变更的情形会更加广泛。基金将在现有投资策略和业绩比较基准之间进行平

衡，实现双向奔赴。将 87 只调整业绩比较基准的基金在调整前与调整后进行对比，我们发现部分基金将业绩比较基准调整成了和现有持仓策略相匹配的模式，即业绩比较基准主动与现有投资风格相适应。

2.3 银行保险的配置价值进一步提升

5 月第 3 周市场小幅上涨、整体震荡，行业层面多数上涨，其中带有明显低配特征的行业如非银、银行、交运、建筑等领涨，部分消费品如美护、汽车、商贸等涨幅居前，而成长科技板块如计算机、传媒、电子等有超配特征的行业及前期涨势强势的军工则领跌。后市展望上，市场仍将延续高位震荡态势，继续推荐金融-成长式的两端平衡型配置，配置方向当前略相对偏向于银行保险端。

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。而近日出现催化剂，如政治局会议集体学习人工智能等。深跌+催化为成长科技板块带来一定的布局契机。

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。