



宏观研究

【粤开宏观】2025 开局之变：中国经济新叙事与资产重估

2025 年 03 月 02 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】贸易摩擦如何影响资本市场？——“特朗普 1.0 时期”的 A 股走势复盘及启示》2025-02-23

《【粤开宏观】2024 年中国区域经济版图：西部领跑、东部遇阻》2025-02-16

《【粤开宏观】1949-2024 年中国各省份财政收入排名变迁》2025-02-11

《【粤开宏观】美国制造业回流：效果和展望》2025-02-09

《【粤开宏观】2025 年地方政府怎么干？目标与抓手》2025-02-04

导读

2025 年伊始，中国经济经历了深刻叙事转向与资产价值重估的双重变局。本文从“中国叙事”的大幅扭转、内外挑战的交织博弈及资产重估的逻辑演进三条主线展开：

其一，中国宏观叙事否极泰来，政策发力与微观活力共振。自上而下的政策优化（如激活资本市场、稳定楼市、地方化债、民营经济座谈会激发企业家活力）与自下而上的科技文化突围（如 DeepSeek、哪吒 2）形成合力，推动经济企稳回升，扭转市场低迷预期。

其二，乐观叙事面临国际秩序重塑和中国经济仍需继续巩固的双重考验，要推动更大力度的改革开放、保持政策的连续性稳定性，实现内部的经济增长和社会稳定。从外部看，特朗普 2.0 冲击全球政治经济秩序，全球贸易摩擦愈演愈烈，全球化时期的规则体系转向“丛林法则”的态势明显；从内部看，国内经济延续恢复态势，有望实现“开门红”，但房地产风险、地方财政紧平衡、美对华加征关税等对经济仍存拖累。破局关键在于短期要继续延续 926 政治局会议以来的宏观政策，中长期统筹安全与发展，以科技自立、制度创新夯实增长韧性，放开服务业市场准入激发市场活力，提振消费促进供需平衡。

在外部环境不确定性上升的背景下，短期内有必要加大财政货币逆周期调节力度，积极扩大内需，对冲外需可能的下滑，延续中国经济乐观叙事。（具体建议详见正文）

其三，中国资产重估的结构性牛市能否持续且扩散？科技突破催生资产重估浪潮，AI 产业范式变革与企业家韧性重塑市场信心。但全面牛市仍需三大条件：科技股业绩兑现估值、传统行业加速出清、资本市场改革深化。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、“中国叙事”否极泰来：宏观经济与微观预期“二段跳”	3
二、“乐观叙事”的双重考验：国际政治经济秩序重塑与中国经济恢复基础仍需巩固	3
（一）特朗普 2.0 动摇国际现有秩序，加剧全球政经风险	3
（二）中国经济延续回升向好态势，但恢复基础仍需巩固	5
（三）如何延续中国经济乐观叙事？	6
三、中国资产重估：结构性牛市能否扩散为全面牛市？	7
（一）DeepSeek 为代表的科技突破改变宏观叙事逻辑，引发资产重估，带来结构性牛市	7
（二）科技股年内仍有上涨空间，能否扩散为普涨行情取决于三个条件	10

图表目录

图表 1：“中国叙事”变化与资本市场表现	3
图表 2：黄金价格与美国实际利率持续背离，背后是各国央行增持黄金，美元地位下滑	4
图表 3：一线城市房价止跌回稳	5
图表 4：春节后至 2 月底，中国资产领跑全球，港股强势上涨	7
图表 5：A 股计算机、电子等行业涨幅居前，煤炭、石化等周期性行业表现不佳	8
图表 6：中美科技企业的股价表现差距逐渐收窄	9
图表 7：恒生指数风险溢价仍然较高，具备投资价值	10



一、“中国叙事”否极泰来：宏观经济与微观预期“二段跳”

在不到半年的时间里，中国经济社会经历了两次重大变化：首先是自上而下，去年926政治局会议以来，宏观政策加力提效，经济企稳回升，全年经济呈现出“U型”走势，去年四季度成为全年经济增速高点。增量政策的核心逻辑是激发微观主体的积极性，其中，以活跃资本市场为契机，修复居民和企业资产负债表，激发居民和企业的积极性；以化债为契机，激发地方政府发展经济的能力和积极性。其次是自下而上，今年春节以来，以人工智能 DeepSeek 为代表的科技突破和国产电影《哪吒2》为代表的文化突围，极大地提振了社会和市场的低迷预期，从情绪和预期层面对冲了美国对华加征关税的负面冲击，并带动资本市场交易量和指数回升。同时，“杭州六小龙”的崛起也激励各地政府进一步改善营商环境，促进科技创新、产业升级和经济发展。

国际对华舆论也发生了重大转变：一是外资机构对于中国资产的“ABC叙事”两极反转，从“Anything but China”（除了中国以外都能买）变为“AI BABA China”（人工智能、阿里巴巴、中国）。二是外媒 BBC 于2月7日发布视频，认为《中国制造2025》取得巨大成功，并称赞中国政府的远大目标、雄厚资金和足够耐心。对华鹰派的美国国务卿鲁比奥，也曾于去年9月发布报告称，《中国制造2025》的十大关键产业中，有四个产业已处世界领先地位（电动汽车、能源与发电、高铁、造船），有五个产业接近目标（航空航天、生物技术、新材料、机器人和机床、半导体），仅农业机械未达预期。

图表1：“中国叙事”变化与资本市场表现



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、“乐观叙事”的双重考验：国际政治经济秩序重塑与中国经济恢复基础仍需巩固

（一）特朗普 2.0 动摇国际现有秩序，加剧全球政经风险

二战结束后，美国凭借强大的军事、经济实力，构建了以美国为主导的国际秩序。在政治领域，建立了以联合国为核心的国际机构体系，通过构建多边主义框架，建立起国际争端解决机制，维护战后和平，同时推广西方民主、自由、人权等价值观念；在经



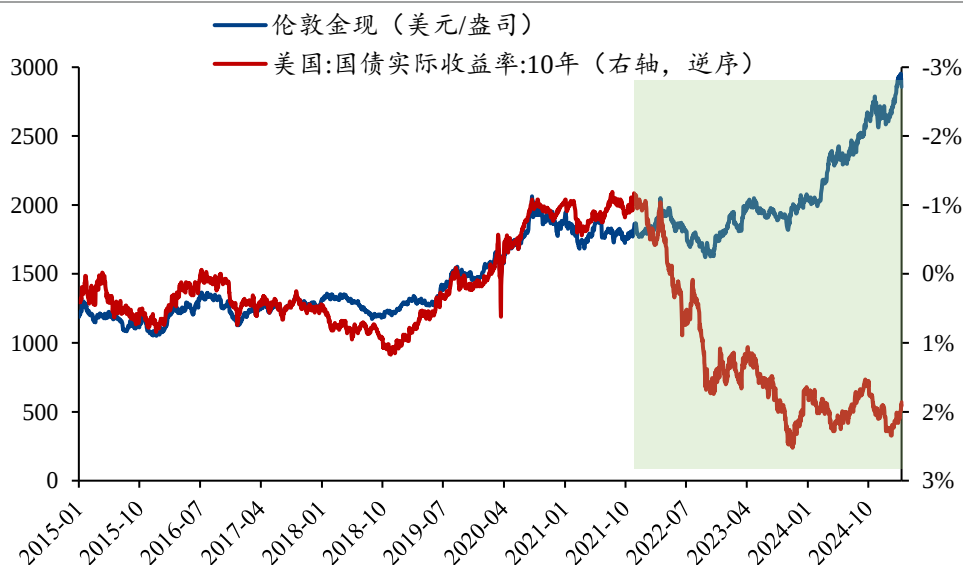
济金融领域，布雷顿森林体系确立美元的国际储备货币地位，关贸总协定（GATT）及后续的世界贸易组织（WTO）推动贸易自由化和经济全球化，世界银行、国际货币基金组织（IMF）则为全球金融体系提供制度保障，建立起统一的国际经济秩序；在军事安全领域，美国通过北约等军事同盟体系，在全球战略要地部署军事基地，为盟国提供安全保护，扮演“世界警察”角色，维护西方阵营利益。

然而，随着美国国力相对衰退、国内社会矛盾积累、新兴大国崛起带来的竞争压力，美国越来越难以负担为盟国提供安全保护、维持全球军事存在、援助发展中国家、承担国际组织大量支出等成本，美国从国际秩序的维护者逐渐转变为破坏者。特朗普 1.0 和 2.0 时期，打着“美国优先”的旗号，在国际治理方面，频频退出国际组织和条约，如联合国人权理事会、世界卫生组织、巴黎气候协定等，并拖欠联合国会费；在军事同盟方面，指责北约盟国“搭便车”，对其进行“安全讹诈”，要求盟国增加军费开支；在经济领域，对外加征关税，制造贸易摩擦，阻碍 WTO 上诉机构运作，滥用美元霸权实施单边制裁等。这些行为严重违背了战后国际秩序的多边主义、自由贸易、国际合作等基本原则，对全球政治经济带来巨大风险。

特朗普自 1 月 20 日上任以来，频繁挥舞关税大棒：2 月 4 日起对中国加征 10% 关税，3 月 4 日起对加拿大和墨西哥加征 25% 关税，3 月 12 日起对所有钢铁和铝制品加征 25% 关税，并宣称 3 月 4 日起对中国进一步再次加征 10% 关税，4 月起对贸易伙伴征收对等关税。**中国出口和经济将受到负面冲击，**一是美国对华加征关税，直接影响中国对美出口；二是全球贸易活动收缩和全球经济下行风险上升，影响中国对非美经济体的出口。

当前的国际形势虽然充满不确定性，但正如《权力的游戏》中所说的“混乱是阶梯”，变局中往往蕴含新的发展机遇。例如，特朗普试图通过贸易保护主义来缩减贸易赤字，但这会削弱美元的国际储备货币地位，因为美国需要通过贸易赤字来向全球输送美元，而当美元流动性紧张，其他经济体就会寻求替代品。此外，此前美国巨额贸易赤字形成的美元流动性，最终通过投资美国国债等方式回流美国，压低了美债利率；美国推行贸易保护主义，可能引发“其他经济体外汇储备减少—抛售美债—美债收益率上升—美国政府债务成本上升”的链条。中国可抓住机遇，加快人民币国际化，提升对跨境支付体系的话语权和大宗商品定价的影响力，增强人民币资产的国际吸引力。

图表2：黄金价格与美国实际利率持续背离，背后是各国央行增持黄金，美元地位下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



（二）中国经济延续回升向好态势，但恢复基础仍需巩固

今年以来，中国经济总体延续去年 926 政治局会议以来的回升向好态势，有望实现“开门红”。2 月制造业、服务业和建筑业 PMI 分别为 50.2%、50.0%和 52.7%，均处于扩张区间。

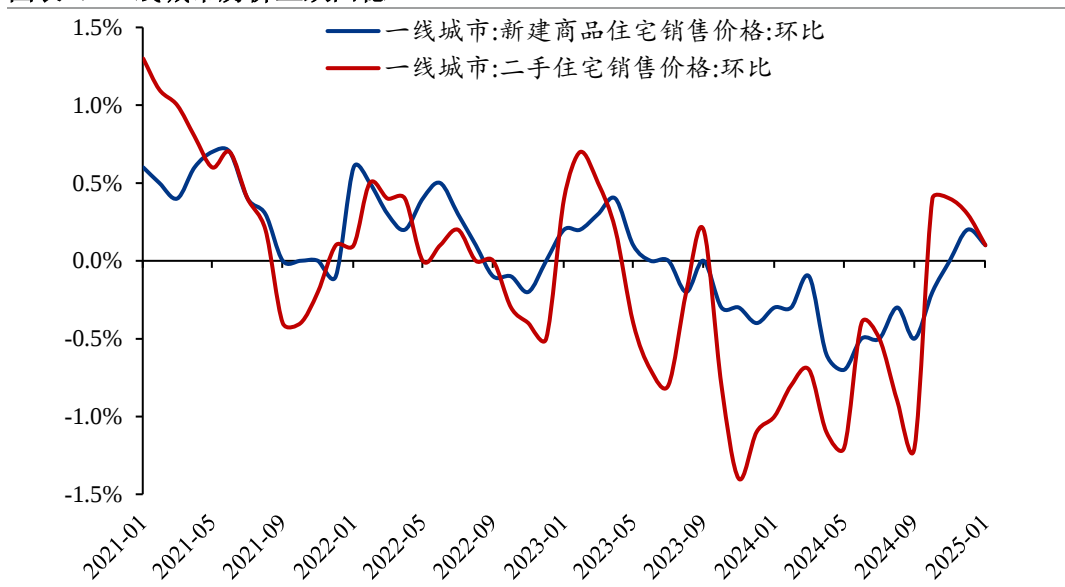
其一，消费品以旧换新政策加力扩围，春节假期优化调整，《哪吒 2》引发观影热潮，商品消费和服务消费均受提振。文旅部数据显示，春节假期全国国内旅游人次和旅游收入同比分别增长 5.9%和 7.0%；国家税务总局增值税发票数据显示，春节假期全国消费相关行业日均销售收入同比增长 10.8%，其中，商品消费和服务消费同比分别增长 9.9%和 12.3%。

其二，房地产市场出现结构性回暖信号。一线城市房价止跌回稳，截至 1 月，二手房价连续 4 个月环比为正，新房价格连续 2 个月环比为正，1-2 月一线城市商品房成交面积同比增长 16%。地方政府积极推出位于核心区域、配套成熟的优质地块，增强了房企拿地积极性。中指研究院数据显示，1-2 月 TOP100 企业拿地总额同比增长 26.7%。

其三，受美国对华加征关税影响，中国企业“抢出口”。2 月制造业 PMI 新出口订单指数为 48.6%，高于 1 月和去年 12 月的 46.4%和 48.3%。2 月 28 日，亚特兰大联储银行预测一季度美国实际 GDP 环比折年率降至-1.5%，主要源于美国“抢进口”导致净出口大幅下滑，相应地，短期内将拉动中国出口。

然而，经济恢复基础仍有待进一步巩固增强。一是服务消费在春节后有所回落，消费品以旧换新政策短期提振了商品消费，但是否存在透支效应有待观察，2008-2009 年家电下乡政策短期刺激了耐用消费品但其后汽车销售大幅下行；提振居民消费，根本上要依靠提高居民收入、完善社会保障、增加优质供给。二是全国房地产“止跌回稳”以及从房价传导至房地产投资的稳定仍然任重道远，房地产企业的信用风险仍未有效化解。三是“抢出口”难以持续，美国对华加征关税的负面冲击或于二季度显现。

图表3：一线城市房价止跌回稳



资料来源：Wind、粤开证券研究院



（三）如何延续中国经济乐观叙事？

既要看到短期中国经济面临多重挑战，更要看到变局中的积极因素和重要机遇，抓住机遇，采取有效措施提振市场信心，推动经济稳定恢复。挑战方面，房地产市场调整带来的信用风险需要谨慎应对，地方政府债务和城投平台付息压力不容忽视，这些都可能影响金融体系稳定。同时，美国对华关税政策持续影响外贸发展，给经济带来一定下行压力。机遇方面，全球产业链供应链重构为中国产业升级提供新机遇，“一带一路”建设和 RCEP 等区域经济合作深化带来新的发展空间。国内超大规模市场优势明显，消费升级趋势延续，新型城镇化继续推进，这些都是经济增长的重要动力。中国完整的工业体系、不断提升的创新能力、充足的人力资本，都是支撑经济长期向好的基础条件。在外部环境不确定性上升的背景下，有必要加大财政货币逆周期调节力度，积极扩大内需，对冲外需可能的下滑。

财政政策方面，在提高赤字率、专项债和超长期国债的基础上根据形势变化动态追加预算，确保财政支出增速持平或略高于经济增速；推动财政政策从注重收入端减税降费转向支出政策为主、推动减税降费政策从规模数量型转向效率效果型；推动支出政策从投资为主转向投资与消费并重，更好支持消费；进一步优化化债方案，研究将三年内 6 万亿、五年内 4 万亿化债额度根据各地化债需要靠前使用；考虑到房地产调整转型导致债务率等指标被动上升，有必要上调“红橙黄绿”等债务风险分档指标，避免地方政府有新增债务额度但不敢发行和使用的情形；完善债务风险衡量的技术指标，考虑从负债率、债务率转变为付息率、资产负债率等更能反映风险的指标。

货币政策方面，用好总量和结构性政策工具，该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求；加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持；更好支持房地产止跌回稳，防范房地产企业的信用风险。

房地产政策方面，一是加快解除非必要的限制性措施，让商品房回归市场化配置，主要是北京和上海；二是中央层面成立房地产稳定基金，加快推进保交房、收储存量房、收购房企存量土地等工作，保障民生、缓解房企流动性压力；三是引导鼓励高品质住宅产品开发，以优质供给满足居民合理需求。

长期来看，中国的根本立足点在于做好自己的事情，国内经济持续增长和社会稳定是应对各种内外部挑战的基础，只有不断增强综合国力，才能在国际秩序重构过程中掌握主动。要进一步推动结构性改革提高经济潜在增速，以内部改革的确定性应对外部的不确定性。

一是进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、提高社保民生水平、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。

二是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。

三是从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重，以高质量供给创造并满足需求。

四是放宽旅游、文化、医疗、养老、家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管，释放服务消费的需求。

五是加快推进产业转型升级及高水平科技自立自强，加强知识产权保护、构建全国统一大市场、强化中央支持科技创新的事权和支出责任、提高金融服务科技创新能力等。



三、中国资产重估：结构性牛市能否扩散为全面牛市？

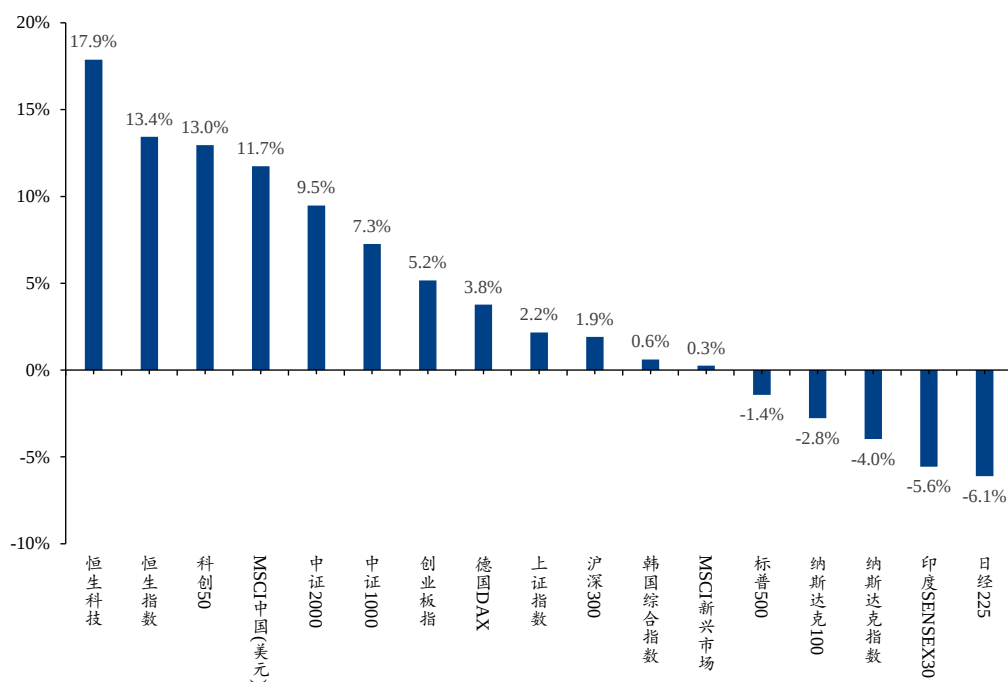
（一）DeepSeek 为代表的科技突破改变宏观叙事逻辑，引发资产重估，带来结构性牛市

1、今年春节前后，DeepSeek 横空出世、宇树机器人春晚亮相、6 代战机划破天际，一个个可观可感的产品、一桩桩代表科技突破的事件，几乎在同一时刻集中涌现。不仅打破了中国经济前期悲观的叙事逻辑，更重塑了世界对中国科技的认知，也直接引发了市场对科技股乃至中国资产的重估热潮。春节后至 2 月底（港股为 2 月 3 日至 28 日，A 股为 2 月 5 日至 28 日），中国资产领跑全球，港股强势上涨。恒生指数累计上涨 13.4%，恒生科技指数涨 17.9%，均超过去年 10 月高点；科创 50、创业板指、上证指数分别涨 13.0%、5.2%和 2.2%。

与此同时（2 月 3 日至 28 日），去年强势的美股、日股、印度股市均表现疲软，标普 500 指数累计下跌 1.4%，纳斯达克 100 指数跌 2.8%，印度 SENSEX30 指数和日经 225 指数均跌超 5%。

2、短期看，本轮行情更多表现为科技股重估带来的结构性牛市。其一，上涨主要是情绪驱动下估值抬升所致。2 月 3 日至 28 日，恒生指数涨 13.4%，滚动市盈率上涨 9.1%；上证指数涨 2.2%，滚动市盈率上涨 1.9%。其二，成交额显著放量，杠杆资金活跃。A 股全市场成交额从 2 月 5 日的 1.3 万亿左右一度增长至 2 月 21 日的 2.2 万亿左右，后稳定在 1.9 万亿左右；两融交易额占 A 股成交额的比例从春节前的 8%上升至当前的 10%左右。其三，板块分化较为显著。恒生指数 83 只成分股中，20 只个股涨幅超过指数，占比 24.1%，且主要集中在科技消费领域；涨幅前五的个股为阿里巴巴、中芯国际、阿里健康、比亚迪股份和小米集团。A 股计算机、电子等行业涨幅居前，分别涨 16.3%、和 8.3%；煤炭、石化等周期性行业表现不佳，煤炭行业跌 7.6%。

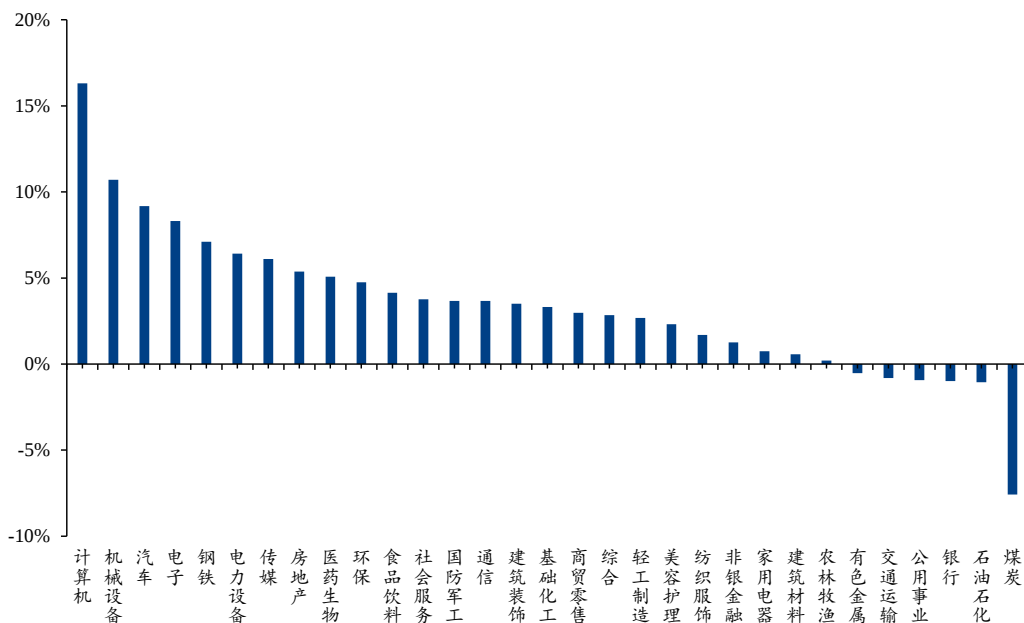
图表4：春节后至 2 月底，中国资产领跑全球，港股强势上涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：A 股计算机、电子等行业涨幅居前，煤炭、石化等周期性行业表现不佳



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、长期看，科技股重估背后是宏观叙事逻辑的转变，市场逐渐形成了关于中国经济前景的三个新认知。

一是国内外市场机构充分认识到中国新质生产力的无限发展潜力。过去，以 AI 技术为引领的新一轮科技革命在全球范围内如火如荼地展开，美国依靠较强的基础科研实力和较完善的资本市场生态，垄断了 AI 大模型，获得了先发优势，并通过“小院高墙”的战略对中国科技崛起进行遏制。而中国由于美国芯片的出口管制，加之国内房地产市场调整，陷入所谓“资产负债表衰退”的悲观论调中，科技领域更被认为落后几个身位。正是在这种中美科技差距的认知罅隙中，DeepSeek 悄然崛起，并以其高效率、低成本的优势颠覆了美国芯片出口管制制约我国人工智能发展的悲观叙事，更引发了产业发展的“新格局”。

首先，DeepSeek 推动 AI 产业从“发展算力”转向“关注能效”，弱化了中国高端芯片不足的劣势。DeepSeek 通过算法优化等方式，以较低训练成本实现了较强的推理能力，打破了发展 AI 需要堆砌算力的逻辑。

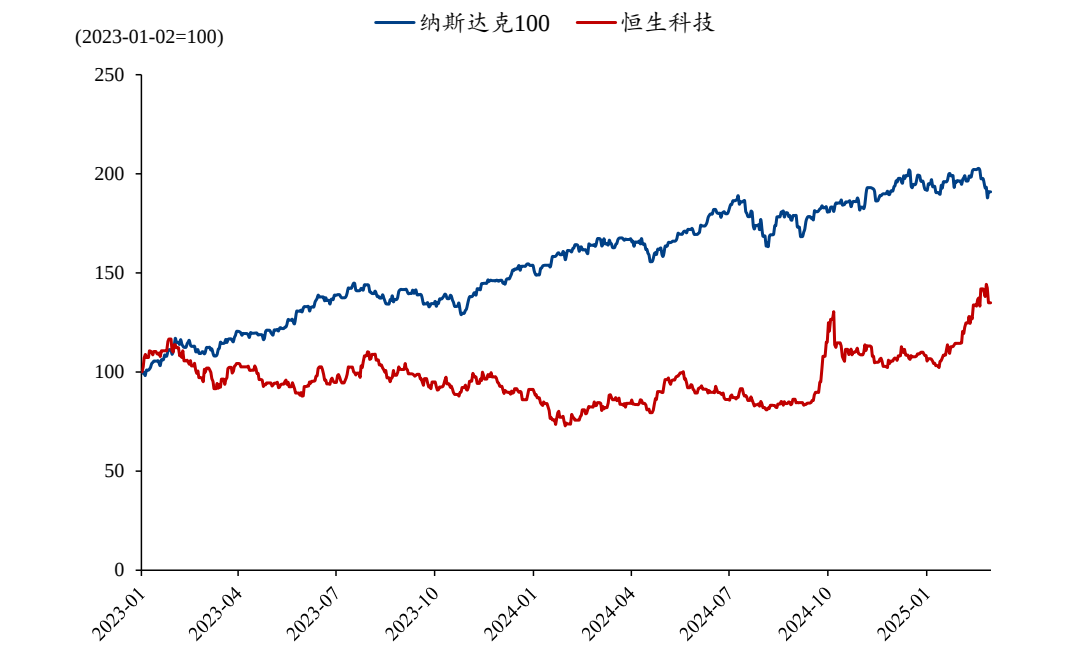
其次，DeepSeek 采取开源模式，促使 AI 产业加速进入垂直化应用阶段，中国在商业化应用领域的绝对优势被成倍放大。开源模式下，初创企业可以利用 DeepSeek 现有的模型“蒸馏”出各种小模型，发展各类应用。“AI 赋能百业”成为现实，从 AI 医疗、AI 教育到智能驾驶，中国庞大的工程师资源、超大规模市场、完善的电商生态系统等优势将得到充分释放，中国也将构建起更完善的 AI 生态系统，涌现出更多与美国科技巨头比肩的企业。

最后，产业格局重塑下，中美科技企业的差距逐渐被弥合，中国企业的资本开支意愿增强。从资产价格表现来看，2023 年以来，美国纳斯达克 100 指数和恒生科技指数的表现差距曾一度高达 102 个百分点，目前收窄至 50 个百分点左右。新格局下，互联网大



厂的资本开支意愿率先恢复，阿里巴巴的资本开支从去年第三季度的 175 亿元跳升至四季度的 318 亿元，环比增长 81.7%，且未来三年 AI 投入将超越过去十年总和。未来也会有越来越多的汽车、手机厂商增加资本开支，加速 AI 应用落地，进而通过广泛的固定资产投资拉动经济企稳向好。

图表6：中美科技企业的股价表现差距逐渐收窄



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二是国内外市场参与者认识到中国企业家的韧性，民营经济的创新活力再一次被验证。从 5G 技术领域的华为，到新能源汽车领域的比亚迪、宁德时代，再到如今人工智能领域的 DeepSeek，民营企业通过更加灵活的经营策略、更加高效的管理模式和更具开拓性的创新思维，在新兴产业的国际竞争中取得了领先地位。美国的科技封锁非但没有遏制我国科技发展的势头，反而激发出民营企业面临有限资源时的无限韧性，激发出民营企业家在创新方面的锐气和活力，加速中国科技在诸多前沿领域实现弯道超车。

2 月 7 日，民营企业座谈会时隔 7 年再度召开，中央敏锐观察到民营企业、企业家在中美科技竞争前沿的优势，也意识到民营企业面临的困境。会议提出：“民营经济发展前景广阔大有可为，民营企业和民营企业家大显身手正当其时”，并强调要“扎扎实实促进民营经济发展的政策措施”，提振了信心，凝聚了共识。

三是国内外市场参与者充分认识到中国政府的治理模式同样可以孕育出世界一流创新企业，“有效市场+有为政府”的顶层规划从纸面照进现实。杭州六小龙（宇树科技、深度求索，游戏科学、强脑科技、群核科技、云深处科技）的“出圈”，让越来越多人意识到有为政府对于产业发展的支撑作用。事实上，从合肥模式到杭州模式，中国地方政府治理模式始终在探索 and 实践中不断优化。当前已逐步摆脱过度依赖行政干预、僵化执行产业规划的治理思路，从比拼优惠政策搞“政策洼地”向比拼营商环境创“改革高地”转变，愈发尊重市场、尊重规律，专注于提供耐心的资本、完善的基础设施（电力等）、便捷的行政审批、价格低廉的创业空间等。



（二）科技股年内仍有上涨空间，能否扩散为普涨行情取决于三个条件

本轮科技股重估引领的结构性行情，虽然短期内已累积较大涨幅，可能出现阶段性回调，但从股权风险溢价（ERP）来看，A 股与港股相较美股仍具投资性价比，科技股年内仍有上涨空间。股权风险溢价是投资股票市场相对于无风险利率（国债利率）的额外收益，ERP 越高，投资股票隐含的超额收益越高。截至 1 月 29 日（春节前），上证指数、恒生指数的 ERP 分别为 5.5% 和 9.2%，处于 2015 年以来 90.8% 和 90.6% 分位数，显著高于美国标普 500 指数的 -1.1%，反映出投资者对中国风险资产定价的过度悲观。而经历本轮上涨后，截至 2 月 28 日，上证指数、恒生指数的 ERP 分别为 5.3% 和 8.2%，仍高于美国标普指数的 -0.6%，具备较高的投资价值。

更进一步，科技股行情能否扩散为普涨行情，开启长期牛市，取决于是否具备以下三个条件。

一是科技行业能够通过业绩的高增长逐步消化估值，通过预期的不断兑现强化市场对科技股的信心。

二是周期性较强的传统行业，如钢铁、有色等行业能够快速出清，走出供需失衡格局。这有赖于政策持续发力，特别是财政政策加大力度，同时还需要综合整治“内卷式”竞争，解决部分行业同质化竞争、结构性供需失衡的问题。

三是资本市场改革需要保持定力，稳步推进。当前 AI 产业相关的优质资产或还未上市，或集中在港股，A 股高质量的科技公司仍相对不足。未来需要尽快明确优质科技企业上市的绿色通道机制，大力落实退市制度，发挥市场去芜存菁、优胜劣汰的功能；同时优化融券机制、涨跌停机制，加快发展双向价格发现工具，提高市场定价效率。

图表7：恒生指数风险溢价仍然较高，具备投资价值



资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：股权风险溢价（ERP）= 1/市盈率 - 中证 10 年期国债收益率



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com