

从“美国主导”中走出

2025 年 02 月 04 日

➤ **当美国不再“例外”，美股的“完美叙事”也将迎来尾声。**过去美股的上涨存在两大核心驱动，一方面来自于前任拜登政府治下的全球地缘冲突频发，美股获得了大量避险资金的青睐，而预期特朗普政府上台后，其承诺所实行的美国优先政策、降通胀与降息、减税等措施，市场认为对盈利基本面带来利好；另一方面则来自于当下美国主导的 AI 产业浪潮中，美股市场上的大型科技股享受了高稀缺性、技术上独特性与垄断性的估值溢价，并由此向外映射了全球科技股的行情。这两大因素在近期开始出现拐点：**对于前者而言**，特朗普的政策之间的相互矛盾正在体现，而海外各国面对特朗普的关税政策时表态相对强硬，使得特朗普政府在未来下一步关税行动时不得不在出口、通胀等问题上进行更多的考虑与政治上的博弈。随着美国滞胀风险抬升，美股分母端向分子端驱动的切换过程不确定性增加；同时，美联储在通胀风险下，开始整体呈现了更强的独立性。**对于后者而言**，中国大模型 DeepSeek 依靠着更低的训练成本实现了不逊于 OpenAI 的模型性能表现，动摇了大模型的训练与领先优势的保持需要大规模的资本开支与算力投入的一致预期。一旦未来低成本、高性能的开源大模型普及，美股主导的 AI 产业链的垄断性叙事和商业逻辑将面对挑战，AI 平权下，其估值溢价也将收敛。过去美国金融化的进程也将迎来拐点，2023 年以来美股为代表的金融资产对实物资产的跑赢也临近尾声。

➤ **A 股：从被主导走向逐步以我为主。**美股 AI 产业浪潮对 A 股存在两大核心映射：产业链分工映射与自主可控链中海外本体映射，我们发现两大映射的核心龙头股赋予相同权重后合成后的股价走势与英伟达相当，涨幅接近；人工智能相关板块的相对市场的 PS 估值溢价已经仅次于移动互联网，高于了 A 股历史上其他任何产业浪潮。当板块稀缺性叙事被冲破，考虑到中国的 AI 相关资产并未被低估，也就并不存在重估空间，反而可能会受到全球 AI 资产调整的联动。然而对于整体 A 股，**尤其是以沪深 300 为代表的权重股而言**，过去长期受到中美贸易关系紧张的压制，而随着特朗普的关税政策针对全球，贸易的不确定风险由过去中国独享转向全球共担，在过去 2-3 年中一直跑输全球的沪深 300 反而更具韧性，相较于海外的折价可能会迎来收敛。与此同时，在过去拜登政府联合盟友对中国形成外贸上的“包围圈”，相关盟友国对华进出口政策上相对与美国保持一致；而当下特朗普政府的关税政策使得盟友关系发生松动，也为中国与非美国国家的贸易关系迎来转机。随着 2025 年 1 月欧洲英法德三国制造业 PMI 普遍反弹，一些非美出口的机遇可能也将出现。

➤ **当下中国基本面呈现底部有韧性企稳的特征，未来内部也有一些积极因素可以期待。**DeepSeek 的出现表明美国对中国的 AI 压制并非牢不可破，当然这并不意味着公司层面的差距可以马上拉平，更重要的是，当 AI 不再稀缺，那人工智能以外的变化可能反而会开始重要起来。值得一提的是，当下中国部分领域基本面上也一直在呈现出底部有韧性的特征，如汽车、家电、工程机械的产销量与出口表现始终具备韧性，以旧换新政策驱动下社零累计同比在 2024 年四季度连续三个月走平，而最新蛇年春节假期的出行、观影数据均创下同期新高等也表明着国内消费韧性仍在。与此同时，从最新业绩预告中也可以看到，部分细分环节的制造业龙头也在对外市场拓展与产能出清的过程中展现出优势。往后看国内基本面也同样有一些方向可以期待：节后的返工潮、“两新两重”政策的进一步丰富以及海外潜在的投资活动超预期，**市场新的聚焦都可能出现：中国顺周期制造业和实物工作量周期的资产有所表现。**

➤ **逐步从“美国主导”中走出，聚焦中国变化。**美国金融化的两大逻辑正在迎来拐点。对于 A 股来说，仍然需要接受“特朗普波动”对全球风险资产的影响，但是其相对韧性将会更多体现。同时，中国基本面在底部的韧性特征需要定价，以沪深 300 为代表的权重股可能得到重估，推荐：1、全球制造业活动边际修复，叠加金融与安全属性驱动下的实物资产有望迎来顺风时刻（**黄金、油、铜、铝、煤炭**）；2、低估值的红利资产**银行**；3、如果未来国内经济活动因国内的“两新两重”和海外投资活动而如期回升。前期定价相对偏低的国内部分顺周期领域同样将有所表现：**钢铁（特材）、设备（运输设备、工程机械）、农用化工、化学制品等**；4、消费领域：**白电、旅游**。

➤ **风险提示：**国内库存周期超预期波动；部分行业格局调整时间超预期。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 吴晓明

执业证书：S0100523080002

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

相关研究

- 1.策略专题研究：2024 年 A 股业绩预告解读：磨底-2025/02/01
- 2.资金跟踪系列之一百五十四：市场热度继续回升，北上与机构 ETF 是阶段主要买入力量-2025/01/27
- 3.策略专题研究：民生研究：2025 年 2 月金股推荐-2025/01/27
- 4.A 股策略周报 20250126：春节后的悬念-2025/01/26
- 5.市场温度计系列之十七：个人与机构形成阶段向上共振-2025/01/26

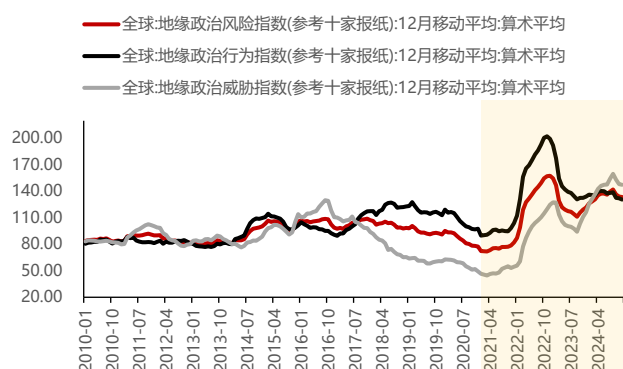
目录

1 当美国不再“例外”	3
1.1 从“拜登交易”到“特朗普交易”，分母端驱动向分子端驱动切换的过程的不确定性正在增加	4
1.2 美股 AI 的稀缺性叙事被“打破”	5
2 海外变化对中国的影响：中国 AI 未必重估，权重股可能受益	7
3 基本面起变化：中国内部也有积极因素可以期待	10
4 春节后布局的思考	13
5 风险提示	14
插图目录	15

1 当美国不再“例外”

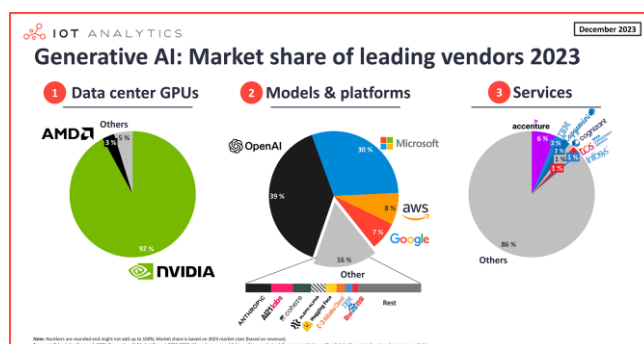
过去美股的上涨来自两大核心驱动，一方面来自于前任拜登政府治下的全球地缘冲突频发，美国凭借其能源的相对独立自主与金融上的全球主导地位，美元资产获得了大量避险资金的青睐，而特朗普政府上台后所实行的美国优先政策、降通胀与降息、减税等措施又能一定程度上对美股基本面带来利好。另一方面则来自于当下美国主导的 AI 产业浪潮中，美股市场上的大型科技股享受了高稀缺性、技术上独特性与垄断性的估值溢价，并由此向外映射了全球科技股的行情。然而目前两大核心驱动的长期叙事都迎来逆风，当基于“美国例外”的交易迎来逆转，全球大类资产表现也将发生变化。

图1：拜登政府治下的全球地缘冲突频发，美股市场一定程度上成为避风港



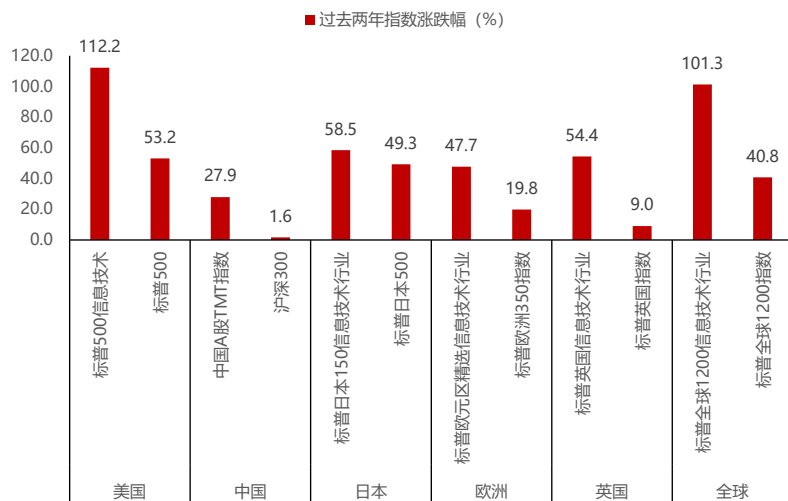
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：在过去生成式 AI 的叙事中，美国大型科技股在上游算力与数据中心、中游云计算平台与大模型占据主导地位



资料来源：iot-analytics，民生证券研究院

图3：在美股 AI 产业浪潮叙事的驱动下，过去两年全球科技股表现出色（涨跌幅区间为 2022 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：wind，民生证券研究院

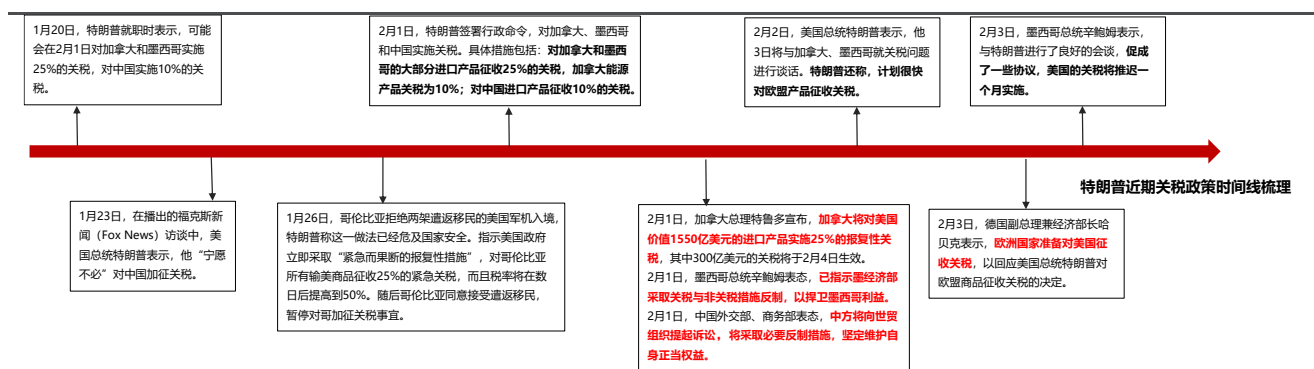
1.1 从“拜登交易”到“特朗普交易”，分母端驱动向分子端驱动切换的过程的不确定性正在增加

一方面，在 2025 年 1 月的议息会议上，美联储并没有因受到特朗普的降息威胁而贸然进行降息决策，选择维持利率水平不变的同时，重申通胀水平仍高，并删除了“通胀已经朝着委员会 2% 的目标取得进展”的表述，同时在随后的发布会上以强调“这是决定缩短关于通胀表述的语句，并不是为了发出信号”的方式对市场进行安抚。

而另一方面市场更为关注的是，特朗普关税政策于 2025 年 2 月 1 日正式落地，分别对加拿大、墨西哥两国加征 25% 的关税（其中对来自于加拿大的能源资源征收 10%），对中国加征 10% 的关税，并表示即将对欧盟采取关税行动。然而却得到了各国的强硬反制表态，这使得美国的下一步关税行动不得不在对外出口、国内通胀等问题上进行更多的考虑与博弈，尤其是其对加、墨两国依然存在着较高的能源依赖度，不断提高的关税与其降低国内能源价格的意愿相悖，美国滞胀风险抬升。事实上连特朗普本人也开始承认加征关税可能会使得美国人民面临“痛苦”。

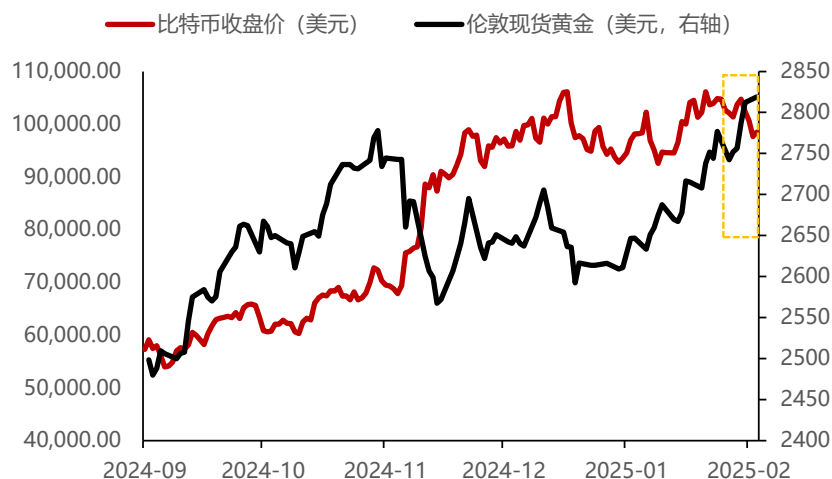
而从结果上看，美国滞胀风险的加大与美联储整体上还是偏鸽的态度使得以黄金为代表的实物资产连续上涨至创下新高，相较之下美国/特朗普信用的代表比特币则高位回落。

图4：特朗普近期关税政策表态与实际落地情况及各国表态梳理



资料来源：新华网，财联社，DW，新浪财经，金融界，民生证券研究院

图5：美国滞胀风险的加大与美联储整体上还是偏鸽的态度使得以黄金为代表的实物资产连续上涨至创下新高，相较之下美国/特朗普信用的代表比特币则高位回落

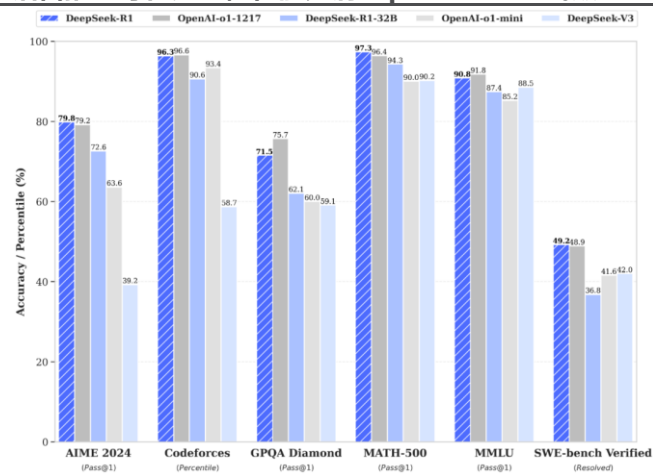


资料来源：wind，英为财经，民生证券研究院

1.2 美股 AI 的稀缺性叙事被“打破”

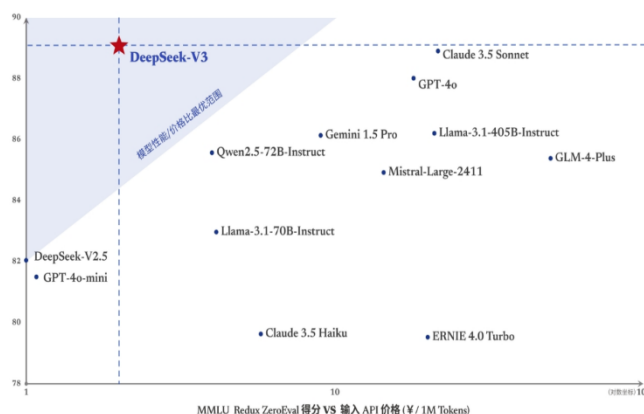
与此同时，近期中国大模型 DeepSeek 横空出世，依靠着更低的训练成本实现了不逊于 OpenAI 的模型性能表现，全球投资者对大模型的训练与领先优势的保持需要大规模的资本开支与算力投入的一致预期发生松动，一旦低成本、高性能的开源大模型得到普及，将较大程度推动以中国大型互联网公司为代表的 AI 应用端的发展，美股 AI 产业链上部分核心标的的稀缺性、垄断性与重要性叙事将被打破，过去所享受的估值溢价可能需要回吐。这同期可能也意味着，美股 AI 映射主导的全球资产都可能受到持续冲击

图6：国产大模型 DeepSeek R1 在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版



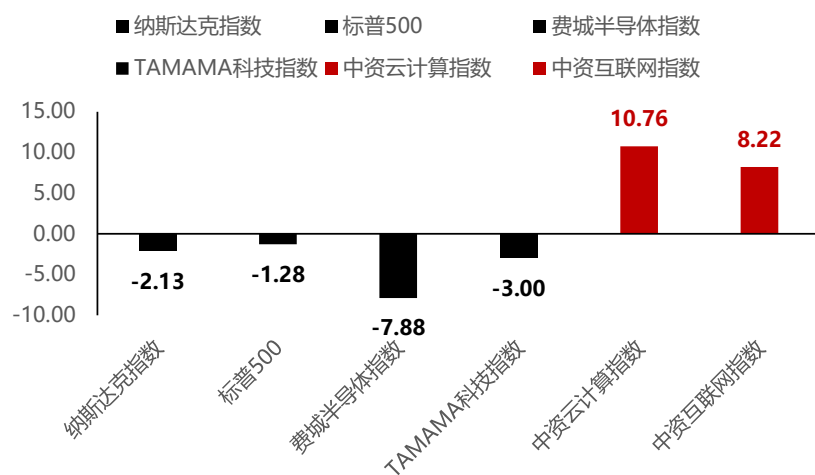
资料来源：DeepSeek API 文档，民生证券研究院

图7：国产大模型 DeepSeek 具备高性价比



资料来源：DeepSeek API 文档，民生证券研究院

图8：美股 AI 产业链上部分核心标的的稀缺性、垄断性与重要性叙事将被打破，美国科技股下跌，其中以算力端的费城半导体跌幅为甚（涨跌幅区间为 2025 年 01 月 23 日至 2025 年 1 月 31 日）

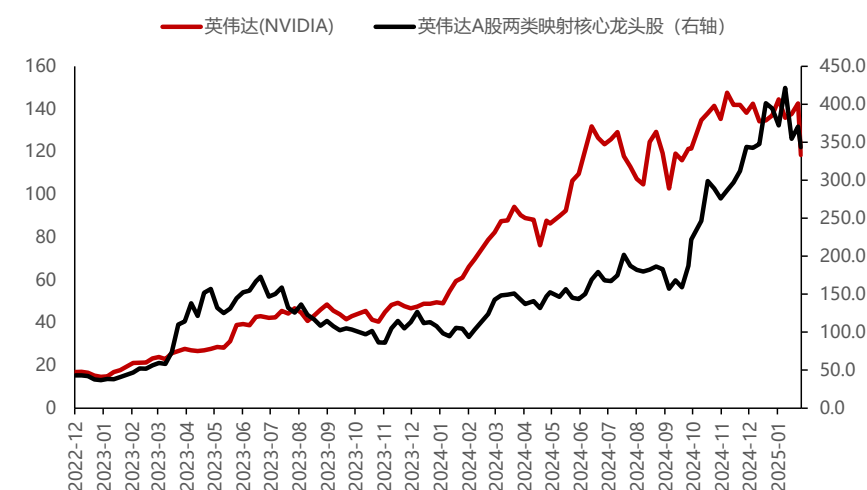


资料来源：wind，民生证券研究院

2 海外变化对中国的影响：中国 AI 未必重估，权重股可能受益

一方面，A 股市场过去跟随海外叙事的逻辑也将迎来变化，典型如海外本体的产业链分工映射，而自主可控链中部分海外本体的国内映射本质上也是产业浪潮下的“追赶”逻辑所驱动，事实上我们将两大映射的核心龙头股等权后合成的股价走势在 2022 年 12 月至今（2025 年 1 月 27 日）区间涨跌幅为 694%，与英伟达（600%，不考虑 1 月 27 日的下跌则为 743%）相当。中国 AI 相关板块并未因此前的落后而低估，自然也谈不上因此而重估。反而当板块稀缺性叙事同样被冲破，再加上本身可能也存在一定的预期过高风险，相关板块与个股的估值溢价也可能需要经历回归。

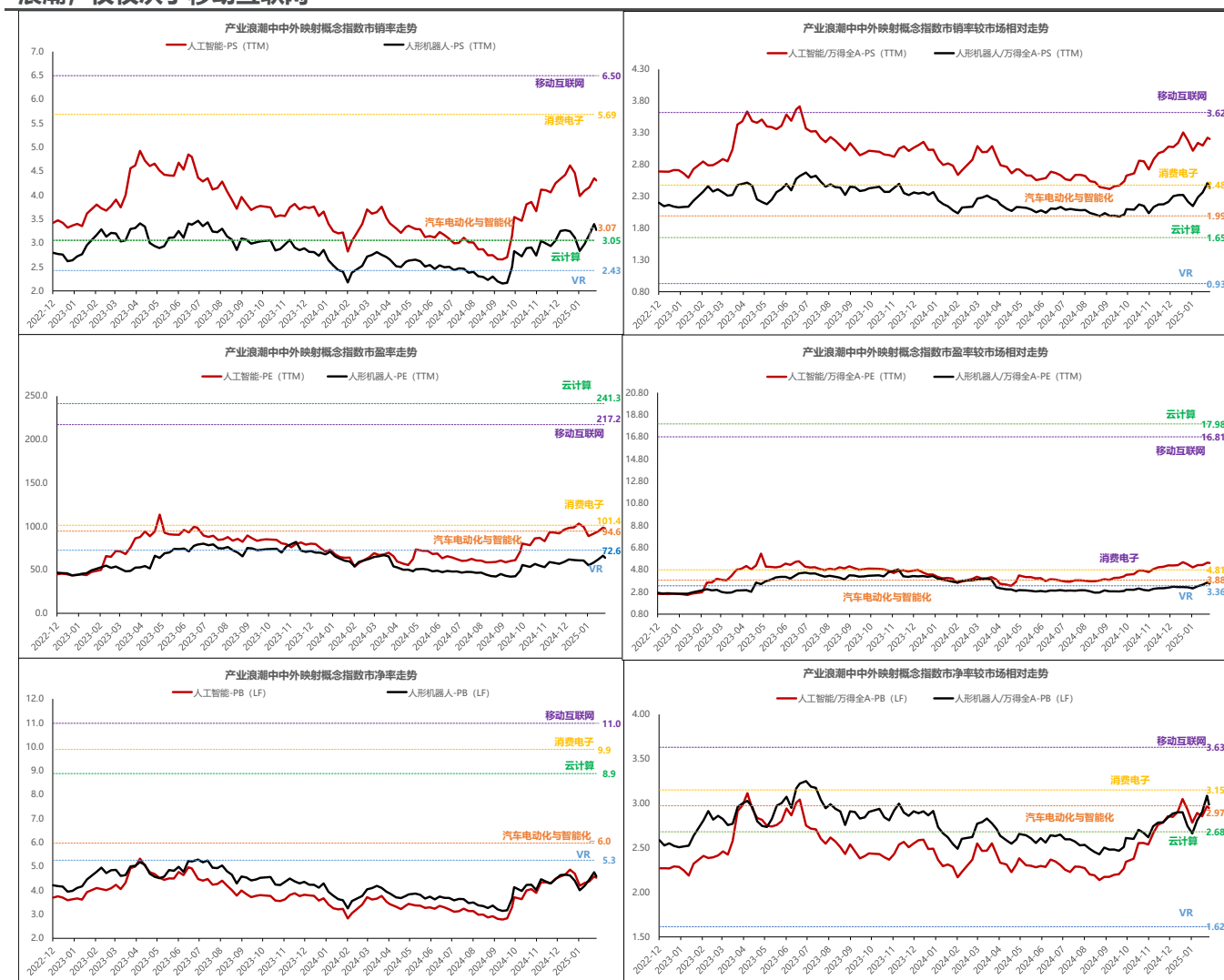
图9：我们将两大映射的核心龙头股等权后合成的股价走势在 2022 年 12 月至今（2025 年 1 月 27 日）区间涨跌幅为 694%，与英伟达相当



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：中国英伟达产业链分工映射标的龙头与中国英伟达本体映射稀缺性标的龙头。左轴为英伟达股价，单位美元/股，右轴为 A 股龙头股合成后的股价，单位元/股。

图10：与历史上历轮中外映射的产业周期相比，当前市场对本轮人工智能需求与收入扩张的乐观程度偏高，相较于净资产的定价则相对处于更低水平；而从相对于市场的溢价来看，AI 与人形机器人市销率均高于了历史其他浪潮，仅仅次于移动互联网

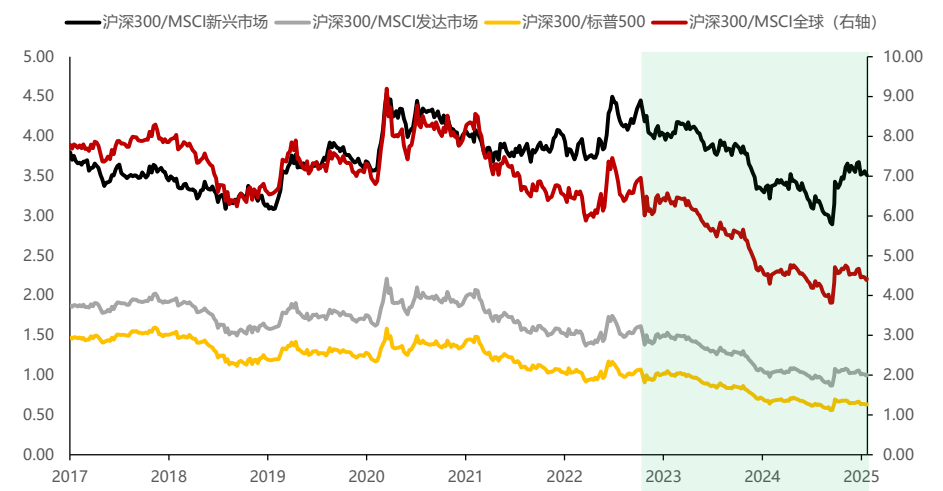


资料来源：wind，民生证券研究院

备注：历史上产业周期的估值指标均选自其产业浪潮期间的最高估值读数。

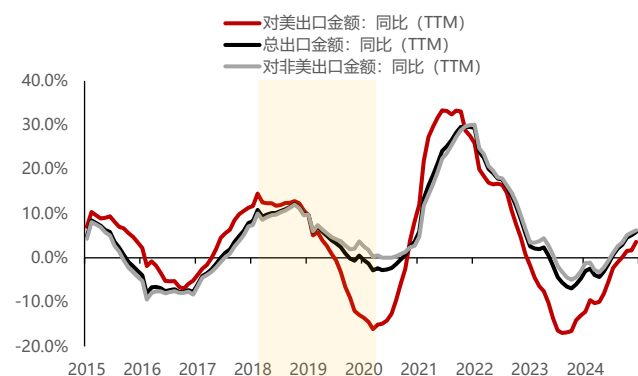
而另一方面，特朗普的关税政策针对全球贸易的不确定风险由过去中国独享转向全球共担，尽管国内产能出清的过程可能会因为出口的潜在下行而拉长，景气反转还需要时间，然而纯粹的劣势得到阶段性缓解，并且由于中国股票资产在过去已经持续因此受到压制与定价，反而在未来的贸易风险扩散过程中可能会表现的更有韧性，中国资产相较于海外的折价可能会迎来收敛，事实上港股在特朗普关税政策落地后的第一个交易日实现低开高走，表现相较日韩等国明显更具韧性。与此同时，在过去拜登政府联合盟友对中国形成外贸上的“包围圈”，相关盟友对华进出口政策上相对与美国保持一致；而当下特朗普政府的关税政策使得盟友关系发生松动，也为中国与其贸易关系迎来转机，尤其是 2025 年 1 月欧洲英法德三国制造业 PMI 普遍反弹，一些非美出口的机遇可能也将出现。

图11：2023 年开始，美国主导的产业链分工和人工智能产业浪潮让中国资产开始趋势性跑输



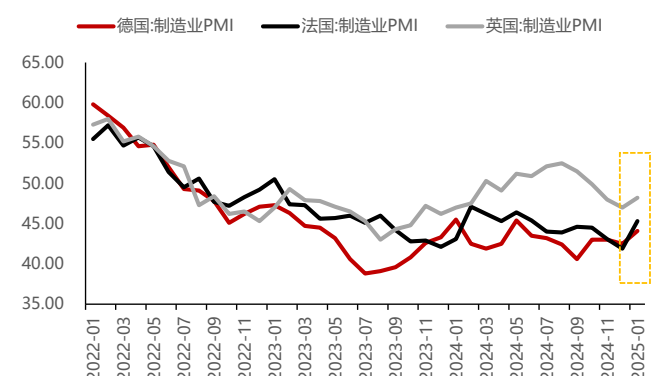
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：特朗普第一任期的中美贸易冲突期间，中国对非美国家的出口维持较大韧性



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2025 年 1 月欧洲英法德三国制造业 PMI 普遍反弹，非美出口的机遇正在出现



资料来源：wind，民生证券研究院

3 基本面起变化：中国内部也有积极因素可以期待

DeepSeek 的出现表明美国对中国的 AI 压制并非牢不可破，这并不是说公司层面的差距可以马上拉平，而是“人工智能”技术的可得性大大增加，AI 的稀缺性大幅下降，因此获得的高估值也有可能收敛。当然，我们不排除 AI 平权叙事下的部分 AI+ 应用的中国互联网与云计算公司的机会。但是，市场更有可能转而去关注其他领域的变化。我们可以开始关注中国基本面开始呈现出底部有韧性的特征，如汽车、家电、工程机械的产销量与出口表现始终具备韧性，以旧换新政策驱动下社零累计同比增速在 2024 年四季度连续三个月走平，春节假期的出行、观影数据创下同期新高等。

图14：2024 年全年中国汽车出口依然在 20%以上增速，且内销在以旧换新政策带动下实现边际企稳回升 (%)



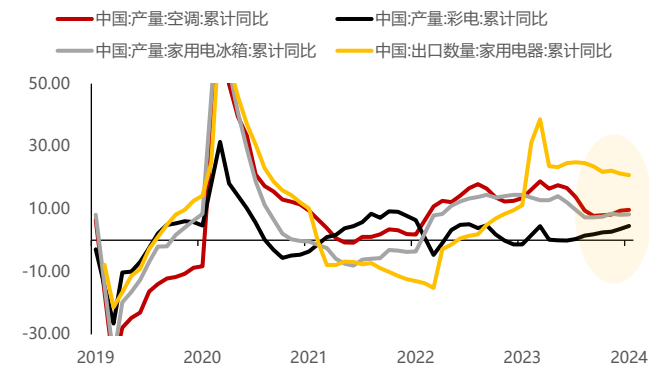
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：中国挖掘机销量与出口均底部回升 (%)



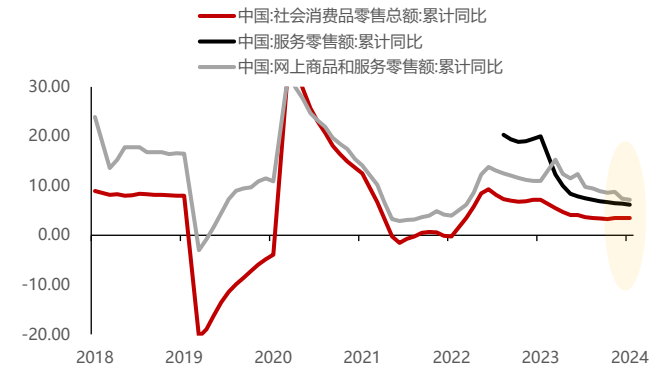
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：中国家电产量与出口景气度依然较高 (%)



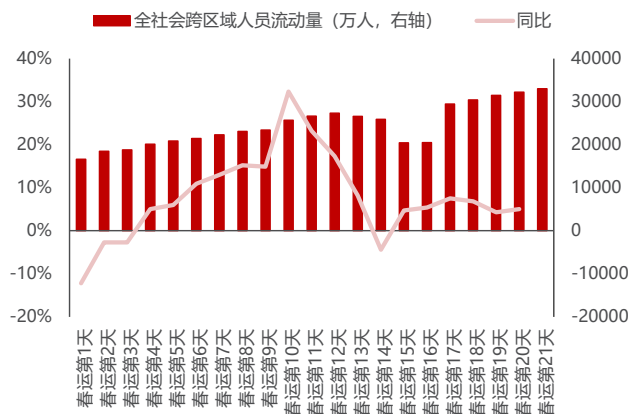
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：在政策带动下，社零底部企稳，累计同比增速在 2024 年四季度连续三个月走平 (%)



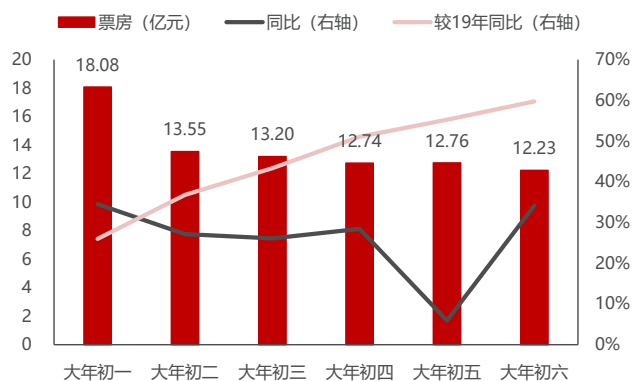
资料来源：wind，民生证券研究院

图18：据交通运输部统计，2025年1月14日春运首日至2月2日，全社会跨区域人员流动量预计达到48亿人次，与去年同期相比增长7.2%，创历史同期新高(%)



资料来源：交通运输部，民生证券研究院

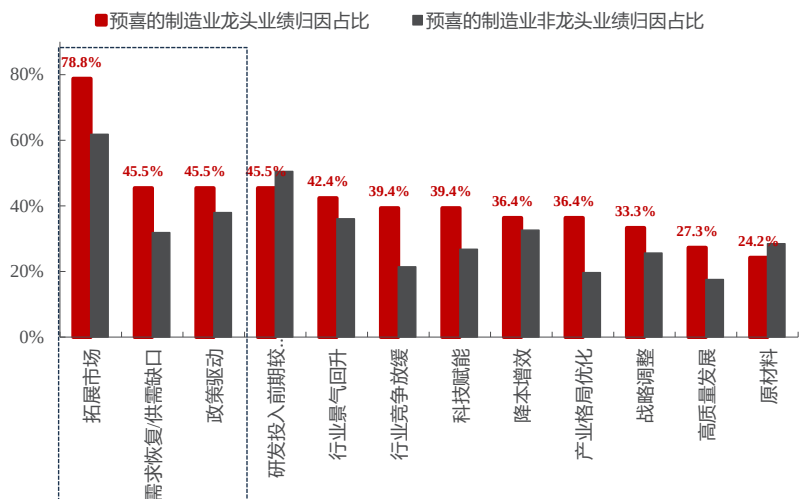
图19：截至2月3日，2025年中国内地春节档电影票房超80亿元，创下这一黄金档期电影票房历史新高



资料来源：wind，民生证券研究院

与此同时，一些制造业龙头也在对外市场拓展与产能出清的过程中展现出优势。而往后看，节后的返工潮、“两新两重”政策的进一步丰富以及海外潜在的投资活动超预期，都有可能使得中国顺周期制造业和实物工作量周期的资产有所表现。

图20：相比于披露的制造业非龙头企业的预喜个股来说，制造业龙头企业表现出更明显的需求恢复/产能出清以及政策扶持的特征



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：一方面，制造业龙头对外市场拓展后打开需求空间，市占率得到进一步抬升；另一方面，在对内“反内卷”与产能出清周期中获得了更多的政策支持，部分细分行业的龙头企业也开始逐渐在行业格局边际改善，产能开始出清后获益，如面板、氟化工、改性塑料、小家电等

股票代码	股票简称	一级行业	二级行业	三级行业	拓展市场	需求恢复/ 产能出清	政策驱动	行业景气 回升	战略调整	行业竞争 放缓	降本增效
300750.SZ	宁德时代	电力设备	电池	锂电池	1					1	
688041.SH	海光信息	电子	半导体	数字芯片设计	1						
002475.SZ	立讯精密	电子	消费电子	消费电子零部件及组装	1		1		1		
002371.SZ	北方华创	电子	半导体	半导体设备	1	1		1		1	1
000725.SZ	京东方A	电子	光学光电子	面板	1	1	1		1	1	1
600150.SH	中国船舶	国防军工	航海装备II	航海装备III	1						1
601600.SH	中国铝业	有色金属	工业金属	铝	1				1		1
300308.SZ	中际旭创	通信	通信设备	通信网络设备及器件	1		1	1			
603501.SH	韦尔股份	电子	半导体	数字芯片设计	1	1	1				
601727.SH	上海电气	电力设备	其他电源设备II	综合电力设备商			1				
601689.SH	拓普集团	汽车	汽车零部件	底盘与发动机系统	1	1		1	1	1	1
002241.SZ	歌尔股份	电子	消费电子	消费电子零部件及组装	1	1	1				
603986.SH	兆易创新	电子	半导体	数字芯片设计	1	1				1	
002311.SZ	海大集团	农林牧渔	饲料	水产饲料	1				1	1	
688506.SH	百利天恒-U	医药生物	化学制药	化学制剂							
600183.SH	生益科技	电子	元件	印制电路板	1	1	1	1			
000768.SZ	中航西飞	国防军工	航空装备II	航空装备III						1	1
600160.SH	巨化股份	基础化工	化学制品	氟化工	1	1	1		1	1	1
002001.SZ	新和成	基础化工	化学制品	食品及饲料添加剂	1			1	1		
600066.SH	宇通客车	汽车	商用车	商用载客车		1	1	1		1	
600482.SH	中国动力	电力设备	其他电源设备II	其他电源设备III	1		1	1			
300628.SZ	亿联网络	通信	通信设备	通信终端及配件	1			1		1	
000039.SZ	中集集团	机械设备	通用设备	金属制品		1					
002156.SZ	通富微电	电子	半导体	集成电路封测	1	1	1		1		
002032.SZ	苏泊尔	家用电器	小家电	厨房小家电	1	1		1		1	1
002444.SZ	巨星科技	机械设备	通用设备	其他通用设备	1	1		1		1	
603129.SH	春风动力	汽车	摩托车及其他	摩托车	1		1	1	1		1
600060.SH	海信视像	家用电器	黑色家电	彩电	1	1	1	1	1		1
601233.SH	桐昆股份	石油石化	炼化及贸易	其他石化		1	1				1
002008.SZ	大族激光	机械设备	自动化设备	激光设备		1					
600143.SH	金发科技	基础化工	塑料	改性塑料	1	1			1	1	1
000830.SZ	鲁西化工	基础化工	化学原料	煤化工	1			1			
603737.SH	三棵树	建筑材料	装修建材	涂料	1	1	1	1			

资料来源：wind，民生证券研究院

备注：表格中1代表个股在业绩变动原因中提及该因素，空白则无。

4 春节后布局的思考

特朗普上台后的波动加上中国在人工智能上的突破，真正扭转的是美国主导的资产定价趋势。对于 A 股来说，仍然需要接受“特朗普波动”对全球风险资产的影响，但是其相对韧性将会更多体现。同时，中国基本面在底部的韧性特征需要定价，以沪深 300 为代表的权重股可能得到重估。推荐：

1、金融与安全属性驱动下的实物资产（**黄金、铜、铝、油、煤炭**）；

2、低估值的红利资产**银行**可能重新占优；

3、如果未来国内经济活动因国内的“两新两重”和海外投资活动而如期回升。前期定价相对偏低的国内部分顺周期领域同样将有所表现，如**中游钢铁（特材）、中下游的设备（运输设备、工程机械）、农用化工、化学制品等**

4、消费领域：**白电、旅游**。

5 风险提示

- 1) **国内库存周期超预期波动。**库存周期往往基于历史数据对外进行判断，如果未来波动超出预期，尤其是企业补库行为就未发生，这将对实物资产与顺周期制造业景气度形成打击。
- 2) **部分行业格局调整时间超预期。**如果部分行业的产业格局加速下行或出清时间超出预期，那么中期问题将在短期内提前暴露，进而一定程度上压制市场情绪。

插图目录

图 1：拜登政府治下的全球地缘冲突频发，美股市场一定程度上成为避风港.....	3
图 2：在过去生成式 AI 的叙事中，美国大型科技股在上游算力与数据中心、中游云计算平台与大模型占据主导地位	3
图 3：在美股 AI 产业浪潮叙事的驱动下，过去两年全球科技股表现出色（涨跌幅区间为 2022 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 31 日）	3
图 4：特朗普近期关税政策表态与实际落地情况及各国表态梳理.....	4
图 5：美国滞胀风险的加大与美联储整体上还是偏鸽的态度使得以黄金为代表的实物资产连续上涨至创下新高，相较之下美国/特朗普信用的代表比特币则高位回落.....	5
图 6：国产大模型 DeepSeek R1 在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版	5
图 7：国产大模型 DeepSeek 具备高性价比.....	5
图 8：美股 AI 产业链上部分核心标的的稀缺性、垄断性与重要性叙事将被打破，美国科技股下跌，其中以算力端的费城半导体跌幅为甚（涨跌幅区间为 2025 年 01 月 23 日至 2025 年 1 月 31 日）	6
图 9：我们将两大映射的核心龙头股等权后合成的股价走势在 2022 年 12 月至今（2025 年 1 月 27 日）区间涨跌幅为 694%，与英伟达相当.....	7
图 10：与历史上历轮中外映射的产业周期相比，当前市场对本轮人工智能需求与收入扩张的乐观程度偏高，相较下对净资产的定价则相对处于更低水平；而从相对于市场的溢价来看，AI 与人形机器人市销率均高于了历史其他浪潮，仅仅次于移动互联网.....	8
图 11：2023 年开始，美国主导的产业链分工和人工智能产业浪潮让中国资产开始趋势性跑输.....	9
图 12：特朗普第一任期的中美贸易冲突期间，中国对非美国国家的出口维持较大韧性.....	9
图 13：2025 年 1 月欧洲英法德三国制造业 PMI 普遍反弹，非美出口的机遇正在出现	9
图 14：2024 年全年中国汽车出口依然在 20%以上增速，且内销在以旧换新政策带动下实现边际企稳回升（%）	10
图 15：中国挖掘机销量与出口均底部回升（%）	10
图 16：中国家电产量与出口景气度依然较高（%）	10
图 17：在政策带动下，社零底部企稳，累计同比增速在 2024 年四季度连续三个月走平（%）	10
图 18：据交通运输部统计，2025 年 1 月 14 日春运首日至 2 月 2 日，全社会跨区域人员流动量预计达到 48 亿人次，与去年同期相比增长 7.2%，创历史同期新高（%）	11
图 19：截至 2 月 3 日，2025 年中国内地春节档电影票房超 80 亿元，创下这一黄金档期电影票房历史新高	11
图 20：相比于披露的制造业非龙头企业的预喜个股来说，制造业龙头企业表现出更明显的需求恢复/产能出清以及政策扶持的特征.....	11
图 21：一方面，制造业龙头对外市场拓展后打开需求空间，市占率得到进一步抬升；另一方面，在对内“反内卷”与产能出清周期中获得了更多的政策支持，部分细分行业的龙头企业也开始逐渐在行业格局边际改善，产能开始出清后获益，如面板、氟化工、改性塑料、小家电等.....	12

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048