

策略周报

中美“缓和小周期”，新能源车链“再出发”

——策略周末谈（7月第1期）

方正证券研究所

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《本周A股估值总体收敛，资源类小幅回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2023. 07. 07

《本周A股估值小幅抬升，中上游估值迎来扩张——A股TTM&全动态估值全景扫描》2023. 07. 01

《国际地缘会影响国内政策吗？——策略周末谈（6月第1期）》2023. 06. 25

本周值得关注的变化：1、6月我国外汇储备 3.19 万亿美元，同比增长 3.96%，高于5月的48.80%。2、5月美国个人消费支出折年数(季调) 18.27 万亿美元，同比增长 6.01%。3、6月美国新增非农就业人数 20.90 万人，同比下降 43.51%。4、截至7月7日，石油价格达到 78.17 美元/桶，较上周有所上涨，有色价格略有下降，钢铁价格有所上行，下游30个大中城市商品房成交面积 390.79 万平方米，同比下降 23.99%。

近期市场的焦点无疑是布林肯和耶伦相继访华，对此，投资者关心的问题集中在：（1）如何判断中美关系后续走势？（2）如果中美阶段性缓和，对“调结构-大安全”主线有何影响？（3）配置哪些行业？

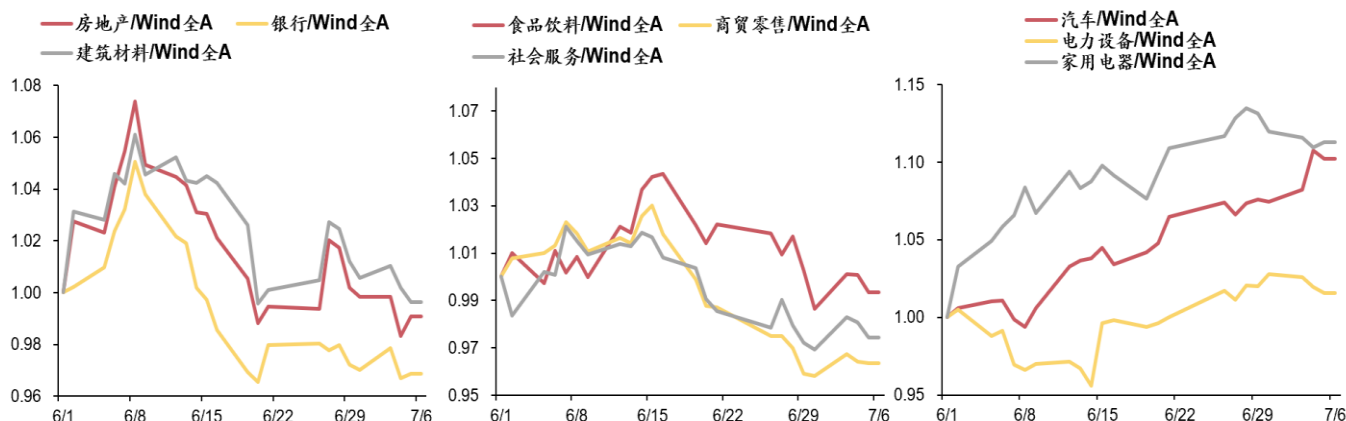
就此问题，我们的基本看法如下：

1、6月初以来出口链（汽车/电力设备/家电）顺周期持续获得超额收益，市场正在交易中“缓和小周期”。我们可以将6月初以来的顺周期反弹行情分成3类，其中，出口链的行情持续韧劲至今——（1）地产链（地产/银行/建材等）顺周期：行情在6月第二周结束，投资者对地产链“稳增长”的政策预期较弱；（2）内需消费（食品饮料/商贸零售/社会服务等）顺周期：6月第三周的周末，未见到消费刺激相关政策落地，行情结束；（3）出口链（汽车/电力设备/家电）顺周期：行情持续至今，投资者在交易中“缓和小周期”。我们一直强调，A股投资需要把握市场的核心驱动因子：除了“调结构-大安全”主线外，中美关系“缓和小周期”也将成为23H2的市场主线。（“调结构-大安全”详见6.17《大安全当立：AI涌现和央企盐铁》）

（余下内容接下页）

- **核心假设风险：**策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

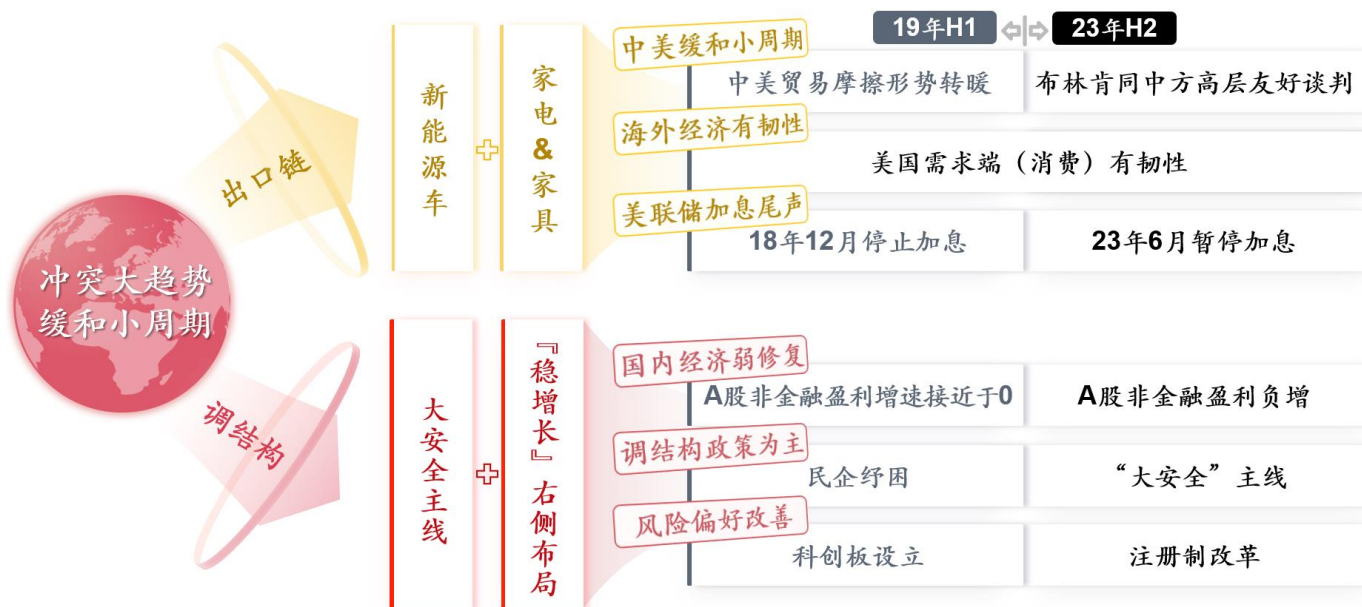
图表1:6月初以来,三类顺周期(地产链+内需消费链+出口链)的相对走势(6月初标准化为1)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2、类似 19 年: 23H2 中美关系将迎来阶段性“缓和小周期”, 国内政策仍将以“调结构-大安全”为主。借鉴 18 年中期选举经验: 当时共和党(特朗普)执政, 美国的蓝领工人(红脖子)是主要票仓, 中期选举前(18 年)美国对中国“极限施压”, 但中期选举后(19 年)中美关系阶段性缓和; 展望 24 年美国大选: 当前民主党执政, 跨国资本是主要票仓, 正在驱动 23H2 的中美“缓和小周期”, 可能大选后重回“极限施压”。同时, 我们在 7.2 中期策略《顺风, 转舵》中提示, 23H2 和 19 年在很多方面有相似点: 中美缓和小周期、海外经济有韧劲、美联储加息周期尾声、国内经济弱修复、政策以调结构为主, 等等。7.6 经济形势专家座谈会, 李强总理指出“我国经济呈现回升向好态势”“把握转型的窗口期, 围绕高质量发展”。我们判断: 23H2 “调结构-大安全”仍将是政策主线。

图表2:23H2 类似于 19H1: 全球“冲突大趋势”下的中美“缓和小周期”

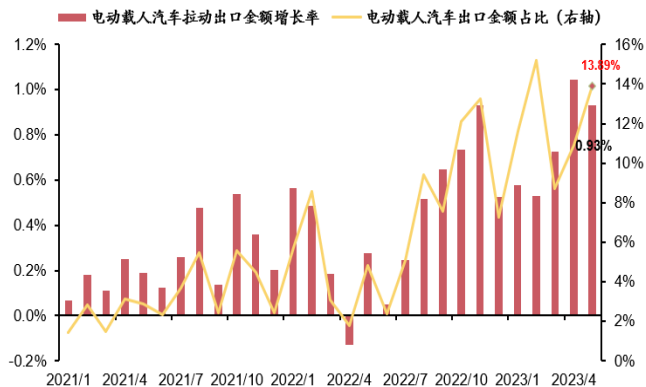


资料来源: 方正证券研究所

3、中美“缓和小周期”有助于重塑新能源车链“全球渗透率提升”预期。新能源车链是中美双方的共同关切, 有望成为 23H2 中美“缓和小周期”双方磋商的重要方向——(1) 中国政府充分重视新能源车的出海战略: 6.20 李强总理访问德国, 德国总理朔尔茨表示“德方支持双向投资”, 同时, 国家发展改革委与德国车企签署合作意向书。(2) 新能源车“不脱钩”也是美国政府的关切: 新能源车有很强的规模经济特征, 美国是全球新能源车链的

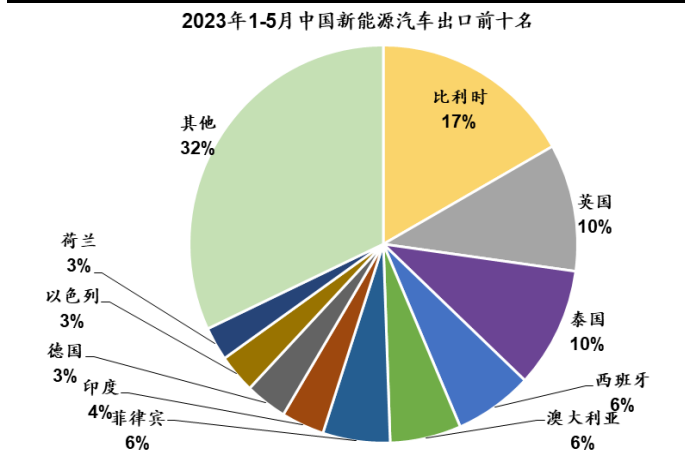
主导者之一，难以和中国市场完全“脱钩”。美国新能源车（特斯拉）畅销中国，但中国新能源车对美出口受阻，这不是双边贸易的正常状态，中美“缓和小周期”有助于缓和/改善这个状态——22年美国的《2022年通胀削减法案》要求：补贴的新能源汽车必须在北美组装、电池产自其它国家的新能源车无法获得补贴。这约束了中国新能源车链的出海战略：今年上半年新能源车是中国出口链的主要支撑，但对美出口则排在了前十名开外。

图表3:新能源车出口占比及对出口的拉动攀升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4:23年中国新能源车出口结构



资料来源: Wind, 方正证券研究所

4、新能源整车是“诗和远方”，零部件（包括动力电池）将迎来估值底部修复。我们有个新兴产业的独特视角：凡是“中国人刚开始卷外国人”的行业，一般会有大贝塔的投资机会，而当这个行业“中国人开始卷中国人”的时候，则只剩下阿尔法的投资机会了。以动力电池为例：20年中国动力电池的全球占有率在30%左右，“中国人刚开始卷外国人”的时候，宁德时代PE（TTM）一度大涨到180多倍；而当前中国动力电池的全球占有率接近70%，“中国人开始卷中国人”的时候，宁德时代的估值又回落到了20多倍。我们判断：中美“缓和小周期”将改善新能源车“全球渗透率提升”的逻辑，中国的新能源车整车有望中长期拔估值。同时，包括动力电池在内的汽车零部件的赔率（估值和基金超配低位）已非常合适，胜率逻辑边际改善也能够带来至少是中等级别的反弹行情。

图表5:新能源车链的估值和基金持仓多处低位（赔率），中上游盈利能力相对韧劲（胜率）

产业链位置	板块/行业	赔率				胜率			
		PE (TTM)	PE(TTM) 分位数	动态PE	基金超配比例	ROE (TTM)	毛利率 (TTM)	资产周转率 (TTM)	预期净利润增速 (23年)
上游	矿产资源	10.0	10.5%	10.0	-0.1%	26.9%	29.7%	72.0%	-12.4%
中游	动力电池	31.8	18.5%	23.9	2.7%	14.5%	18.5%	66.1%	60.2%
	隔膜	26.2	11.1%	17.7	0.2%	15.5%	43.3%	31.9%	39.5%
	负极材料	26.2	12.3%	19.1	0.2%	16.7%	29.0%	44.7%	29.5%
	电解液	19.0	8.7%	19.1	0.4%	26.4%	29.1%	79.5%	-17.2%
	正极材料	21.0	5.6%	14.2	-0.1%	10.7%	13.3%	86.3%	8.1%
	电机	50.3	69.8%	40.8	-0.1%	6.7%	22.8%	65.3%	34.3%
下游	车联网技术	44.1	30.7%	26.2	-2.0%	5.9%	19.1%	74.3%	57.0%
	汽车芯片	69.3	37.3%	34.7	-1.7%	10.1%	29.7%	50.1%	33.7%
	无人驾驶	40.9	13.7%	22.2	-3.4%	6.3%	16.1%	72.8%	27.8%
	电池回收	17.8	21.8%	15.1	-3.0%	13.4%	17.1%	65.4%	6.7%
	充电桩	33.8	22.8%	25.6	-0.7%	7.9%	23.6%	68.3%	28.8%
	整车	19.1	69.1%	13.0	-0.1%	5.2%	11.1%	47.3%	24.5%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

5、很多人担心中国会重蹈日本 90 年代资产负债表衰退的覆辙，但我们一直强调：以新能源车链和 AI 等为代表的中国高端制造转型升级，有望开启 A 股新一轮“扩表”周期！日本失去的三十年，是 90 年代股市和楼市相继崩盘，直接摧毁了企业和居民部门的资产负债表。背后原因是：日本没有汇率自主权（广场协议）和产业自主权（半导体），只能“梭哈”货币政策（大宽松+大紧缩），导致股市和楼市的巨大泡沫及泡沫破裂，最后赌国运失败。

我们判断：中国和日本不一样！中国有完整的金融和产业自主权，中国人信仰“王侯将相宁有种乎”，高端制造转型升级路线是不会屈服于外部压力的。同时，中国从 2012 年以来的 3 轮盈利回升周期中，持续出清资产负债表，现在已经站在新一轮“扩表”周期的起点，以新能源车和 AI 为代表的中国高端制造转型升级，将开启新一轮中国式现代化之路！

23H2 中美“缓和小周期”以及海外经济有韧劲，将进一步打开国内“调结构-大安全”的政策空间。因此行业配置建议继续以“调结构-大安全”为主线——（1）“中特估-央国企重估”的泛公用事业（电力/通信/交运/建筑等）；（2）中美关系“缓和小周期”的出口链（家电/汽车）。（3）数字经济 AI 的“算力基建”（通信基建/算力半导体）。

6 本周市场全景扫描

6.1 市场回顾

本周 A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

本周万得全 A 较上周下跌 0.49%，上证指数较上周下跌 0.17%，沪深 300 较上周下跌 0.44%，中证 500 较上周下跌 0.62%，创业板指较上周下跌 2.07%，科创 50 较上周下跌 1.32%。

各类市场风格中，大盘价值下跌 0.03%，大盘成长下跌 1.00%，小盘价值下跌 0.45%，小盘成长下跌 1.40%。

大类行业中，资源类与可选消费本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 2.35%、0.90%，中游制造与 TMT 本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-1.93%、-1.39%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为汽车、石油石化、交通运输，涨跌幅分别为 2.69%、2.18%、2.02%；涨跌幅后三行业为传媒、电力设备、国防军工，涨跌幅分别为-5.21%、-3.01%、-2.42%。

本周海外市场普遍下跌，其中标普 500 下跌 1.16%、恒生指数下跌 2.91%。

大宗商品能源上涨，工业金属下跌，其中布油上涨 4.86%、COMEX 黄金上涨 0.25%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 2.64%，较上周上升 0.52BP。

图表6: 本周市场回顾

本周市场回顾									
A股市场					海外市场与其他大类资产				
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	海外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅		
万得全A	0.36%	-0.49%	2.55%	0.00%	标普500	2.35%	-1.16%		
上证指数	0.13%	-0.17%	3.47%	0.93%	道琼斯工业指数	2.02%	-1.96%		
沪深300	-0.56%	-0.44%	-1.19%	-3.74%	恒生指数	0.14%	-2.91%		
中证500	0.13%	-0.62%	1.66%	-0.89%	英国富时100	0.93%	-3.65%		
创业板指	0.14%	-2.07%	-7.57%	-10.11%	德国DAX	2.01%	-3.37%		
科创50	-1.48%	-1.32%	3.33%	0.78%	日经225	1.24%	-2.41%		
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化		
大盘价值	-0.15%	-0.03%	5.79%	3.24%	美元指数	102.23	-1.15		
大盘成长	-0.13%	-1.00%	-8.24%	-10.79%	美元兑人民币	7.23	-0.03		
小盘价值	1.27%	-0.45%	2.96%	0.41%	港元兑人民币	0.92	0.00		
小盘成长	0.84%	-1.40%	-0.68%	-3.23%	英镑兑人民币	9.22	0.04		
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.88	-0.03		
周期类	2.00%	-0.17%	8.78%	6.23%	100日元兑人民币	5.05	0.03		
资源类	1.43%	2.35%	27.07%	24.52%	主要利率	最新值	周度环比变化		
中游材料	2.16%	-0.48%	-4.57%	-7.12%	中国十年期国债收益率	2.64%	0.52BP		
中游制造	2.68%	-1.93%	8.23%	5.68%	中国一年期国债收益率	1.83%	-4.44BP		
大消费	-0.07%	-0.17%	-2.84%	-5.39%	期限利差 (10Y-1Y)	0.81%	4.96BP		
可选消费	0.94%	0.90%	2.34%	0.21%	R007	1.88%	-124.32BP		
必需消费	-0.59%	-0.73%	-5.38%	-7.93%	DR007	1.76%	-41.84BP		
金融服务	-0.30%	0.01%	5.77%	3.22%	MLF利率: 1年	2.65%	-10BP (月度)		
服务业	-0.77%	-0.10%	15.48%	12.93%	美国十年期国债收益率	4.06%	25.00BP		
TMT	-2.52%	-1.39%	58.28%	55.73%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅		
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	-2.24%	4.86%		
汽车	1.31%	2.69%	8.73%	6.18%	WTI原油	-3.65%	6.80%		
石油石化	1.67%	2.18%	9.61%	7.06%	COMEX黄金	-1.85%	0.25%		
交通运输	-1.00%	2.02%	-6.01%	-8.56%	COMEX白银	-2.92%	-0.42%		
传媒	-4.79%	-5.21%	35.32%	32.77%	LME铜	-0.83%	-2.25%		
电力设备	3.15%	-3.01%	-6.40%	-8.95%	LME铝	-4.14%	-2.18%		
国防军工	2.88%	-2.42%	4.17%	1.62%	上期所螺纹钢	-0.45%	-0.67%		

资料来源: Wind, 方正证券研究所

从静态估值的角度看本周 A 股估值水平: 本周 A 股总体 PE (TTM) 较上周从 17.54 倍降至 17.47 倍, PB (LF) 维持在 1.61 倍; A 股整体剔除金融服务业 PE (TTM) 较上周从 27.48 降至 27.35 倍, PB (LF) 从 2.24 倍降至 2.23 倍; 创业板 PE (TTM) 较上周从 50.48 倍降至 49.63 倍, PB (LF) 从 3.73 降至 3.67 倍; 科创板 PE (TTM) 较上周从 60.79 倍降至 59.99 倍, PB (LF) 从 4.25 倍降至 4.20 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 4.32 降至 4.26; 相对 PB (LF) 从 2.80 降至 2.76; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 5.20 降至 5.15; 相对 PB (LF) 从 3.19 降至 3.16; 本周 A 股非金融 ERP 较上周从 1.00% 升至 1.02%, 股债收益差较上周从 -0.82% 升至 -0.81%。

从动态估值的角度看本周 A 股估值水平: 本周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上周从 11.85 倍降至 11.80 倍; A 股

重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上周从 16.19 倍降至 16.09 倍；创业板重点公司全动态 PE 较上周从 26.09 倍降至 25.46 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上周从 35.99 倍降至 35.51 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 2.50 降至 2.45；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 3.46 降至 3.42；本周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 3.54% 升至 3.58%。

本周资金面变化：A 股总体重要股东二级市场交易净减持 126.01 亿元，减持最多的行业为电子（-27.60 亿元），增持最多的行业为交通运输（3.91 亿元）。本周偏股型基金新发行 10.67 亿，而上周为 62.67 亿。本周北向资金净流出 91.60 亿元，而上周净流出 84.81 亿元。截至本周收盘，融资余额为 15025 亿元，周环比上涨 0.47%，同比下跌-1.37%，融券余额为 951 亿元，周环比上涨 2.24%，同比下跌-2.19%。

6.2 最新行业比较得分

最新行业比较打分结果显示：

传媒、商贸零售、社会服务等行业得分较高。传媒市场预期与财务得分较高，总分 77.55 在所有一级行业中排首位。商贸零售赔率、景气指数和财务维度得分均较高，总分 70.90 排名第二，社会服务财务得分较高，总分 69.07 排名第三。

基础化工、汽车、建筑材料总分排在后三位。基础化工景气指数、市场预期、财务得分均较低，总分为 34.78 分，汽车赔率得分、景气指数得分较低，总分为 44.53 分，建材景气指数得分较低，总分 44.60 分。

与上次打分结果相比，打分变动前三的行业为计算机、汽车、电子。计算机上升了 19 分，原因是市场预期提高，汽车下降了 13 分，原因是汽车整体销量下降导致的景气指数下降以及市场预期的下降，电子上升了 11 分，原因是景气指数与市场预期的提高。（仅为客观打分，不代表主观行业推荐）

图表7: 行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
传媒	77.55	65	-	97	75
商贸零售	70.90	69.5	66	-	83
社会服务	69.07	54	-	-	92
医药生物	68.91	77.5	-	76	50
通信	65.69	64	-	67	67
综合	63.57	61.5	-	-	67
煤炭	63.09	68	52	-	75
轻工制造	62.86	65	49	94	50
美容护理	60.97	60	-	57	67
交通运输	59.45	57	58	-	67
非银金融	58.99	75.5	18	64	92
银行	58.31	77	48	-	42
纺织服饰	57.03	61.5	17	100	67
家用电器	56.04	70	37	-	67
钢铁	55.53	59	65	58	33
环保	54.30	75	-	31	50
国防军工	54.08	57	-	63	42
石油石化	53.96	66.5	45	45	58
食品饮料	52.78	61.5	17	63	83
农林牧渔	52.69	63.5	49	53	42
公用事业	51.51	56	31	-	83
建筑装饰	51.33	69	14	81	50
电子	50.75	57.5	52	73	17
计算机	50.05	50.5	-	74	25
房地产	49.17	65	29	47	58
机械设备	48.08	61	43	-	33
电力设备	47.34	66.5	38	38	42
有色金属	45.85	63.5	55	26	25
建筑材料	44.60	71	26	43	33
汽车	44.53	44.5	38	40	58
基础化工	34.78	68.5	27	6	25

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序

6.3 本周重要经济数据

本周美国公布 ISM 制造业 PMI 及非农就业数据, 略低于市场预期。6 月我国外汇储备 3.19 万亿美元, 同比增长 3.96%, 高于 5 月的 1.56%; 一季度美国 GDP 环比折年率 2.00%, 低于四季度的 2.60%; 5 月美国个人消费支出折年数(季调)18.27 万亿美元, 同比增长 6.01%, 低于 4 月的 6.61%; 5 月美国人均可支配收入折年数(季调)5.93 万美元, 同比增长 7.44%, 低于 4 月的 7.49%; 6 月美国失业率(季调)3.60%, 低于 5 月的 3.70%; 6 月美国新增非农就业人数 20.90 万人, 同比下降 43.51%, 相比 5 月的-15.93%多减; 6 月美国 ISM 制造业 PMI46.00%, 低于 5 月的 46.90%; 上周美国初申请失业金人数 24.80 万人, 高于前一周的 23.60 万人; 上周 EIA 商业原油库存环比增减-1.51 百万桶, 高于前一周的-9.60 百万桶; 6 月德国 IFO 商业景气指数(季调)88.50%, 低于 5 月的 91.50%; 一季度英国 GDP 同比(季调)0.23%, 低于去年四季度的 0.57%。

上游资源品: 本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)1925.60 美元/盎司, 高于上周的 1909.90 美元/盎司; 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)67.61 元/千克, 高于上周的 67.30 元/千克; 本周铝期货收盘价(活跃合约)17.84 元/千

克，低于上周的 18.01 元/千克；本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)93.70 美元/千吨，高于上周的 92.00 美元/千吨；本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)9.37 美分/磅，高于上周的 9.20 美分/磅；本周 LME 铜库存 6.30 万吨，低于上周的 7.30 万吨；本周 LME 铝库存 53.51 万吨，低于上周的 54.31 万吨；5 月煤炭销量当月同比 2.86%，高于 4 月的 2.00%；本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 78.17 美元/桶，高于上周的 75.23 美元/桶；本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 73.86 美元/桶，高于上周的 70.64 美元/桶。

中游材料：本周尿素(小颗粒)出厂价 2240.00 元/吨，高于上周的 2150.00 元/吨；上周华东地区 PTA 市场均价 5568.80 元/吨，低于前一周的 5646.50 元/吨；本周高炉开工率 84.48%，高于上周的 84.09%；本周主要钢厂开工率 47.87%，高于上周的 46.56%；6 月中旬社会钢材库存 9.56 百万吨，低于 6 月上旬的 9.89 百万吨；6 月下旬重点企业钢材库存 14.78 百万吨，低于 6 月中旬的 16.22 百万吨；上周螺纹钢现货价 3940.00 元/吨，低于前一周的 3958.00 元/吨；本周铁矿石综合价格指数 932.44 元/吨，高于上周的 931.32 元/吨；本周华东地区水泥平均价 431.00 元/吨，低于上周的 437.00 元/吨；本周南华玻璃指数 1963.00 点，高于上周的 1867.01 点。

必需消费：6 月下旬豆粕市场价 3971.70 元/吨，高于 6 月中旬的 3849.90 元/吨；6 月下旬生猪市场价 13.80 元/千克，低于 6 月中旬的 14.30 元/千克；上周生猪饲料平均价 3.48 元/千克，高于前一周的 3.46 元/千克。

可选消费：上周十大城市:商品房成交面积 227.99 万平方米，高于前一周的 174.32 万平方米；上周 30 大中城市:商品房成交面积 390.79 万平方米，高于前一周的 270.00 万平方米；6 月百城住宅价格指数:同比-0.16%，低于 5 月的-0.11%；上周 100 大中城市成交土地溢价率 5.83%，高于前一周的 2.67%。

服务业：6 月中国物流业景气指数(LPI):业务总量(季调)51.70%，高于 5 月的 51.50%；6 月中国物流业景气指数(LPI):新订单(季调)50.40%，高于 5 月的 49.70%；二季度贷款需求指数 62.20 点，低于一季度的 78.40 点；6 月下旬液化天然气市场价 4182.00 元/吨，高于 6 月中旬的 4009.80 元/吨。

TMT：6 月电影票房收入 41.31 亿元，同比增长 115.27%，低于 5 月的 375.45%；6 月液晶电视面板价格 62.00 美元/片，高于 5 月的 60.00 美元/片；6 月液晶显示器面板价格 36.60 美元/片，高于 5 月的 36.20 美元/片；

6.4 下周重点关注：

7 月 10 日中国公布 6 月 CPI 与 PPI；

7 月 11 日德国公布 6 月 CPI 与 ZEW 经济景气指数；

7 月 12 日中国公布 6 月货币供应量与社融数据；美国公布 6 月 CPI 与核心 CPI；

7 月 13 日中国公布 6 月进出口数据；美国公布 6 月 PPI 与核心 PPI。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com