



投资策略研究

【粤开策略】中国特色估值主题策略
(三)：政策梳理及行情展望

2023 年 06 月 29 日

投资要点

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-83755576

邮箱：lixing@y kzq.com

近期报告

《【粤开策略周观点】积极因素有望逐步积聚，关注强者恒强、底部改善、预期差三个方向》2023-05-21

《【粤开策略周观点】筑底期性价比凸显，展望六月保持乐观》2023-06-04

《【粤开策略周观点】政策预期升温，市场有望筑底回升》2023-06-11

《【粤开策略周观点】风险偏好回升，市场震荡上行》2023-06-18

《【粤开策略】中国特色估值主题策略（一）：国企改革的复盘和多视角对比》2023-06-18

导读

“二十大”提出新时代新征程和中国式现代化，建设中国特色现代资本市场是其中重要组成部分。监管层多次强调要走好中国特色金融发展之路，建立具有中国特色的估值体系，有利于更好发挥市场资源配置功能，促进金融更好服务实体经济高质量发展。本文是《中国特色估值主题策略》系列的第三篇，主要探讨以下三个问题：一是中国特色估值体系的核心是什么？二是国企改革如何助力中特估？三是中特估行情未来如何演绎？

中国特色估值体系的核心是什么？

“二十大”提出新时代新征程和中国式现代化，要健全资本市场功能，提高直接融资比重。证监会提出努力建设中国特色现代资本市场，进一步发挥好资本市场功能，服务经济高质量发展。中国特色估值体系是中国式现代化和中国特色现代资本市场的具体体现。

与中国特色估值体系对应的是传统估值体系，传统估值体系主要有三大特点：一是从利益导向出发，以股东价值为核心；二是基于财务数据和市场数据进行估值；三是基于有效市场假设，假设投资者是理性的。

传统估值体系对 A 股并非完全适用：一是对我国的产业发展特征、体制机制特色和上市公司可持续发展能力等因素把握不够深刻；二是 A 股上市公司受宏观经济和产业政策影响较大，需要配合国家发展导向同时注重社会效益；三是 A 股投资者中散户占比相对较高，受行为金融学中非理性因素影响相对较大。这也使得 A 股估值长期处于低位，同时内部出现结构分化。

中国特色估值体系的核心是在传统估值体系基础上，结合我国产业发展特征、体制机制特色和投资者结构变化等因素，探索适应不同类型的估值定价逻辑，提升 A 股整体估值水平；目标是更好发挥资本市场的资源配置功能，提高直接融资比重，更好服务实体经济高质量发展。

国企改革如何助力中特估？

实现中特估需要企业“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力。而近年实施的一系列央国企改革措施成效显著，企业盈利能力明显改善，有望助力央国企价值重估，助推中国特色估值体系建立。

政策层面高度重视央国企改革，提升企业核心竞争力。二十大报告和 2023 年政府工作报告从顶层设计的角度强调要推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力，完善中国特色国有企业现代公司治理。2023 年 1 月召开的中央企业负责人会议，将中央企业主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出“一增一稳四提升”的年度经营目标，通过优化考核指标，从具体指标方面推动中央企业提高核心竞争力。

国企改革成效显著，企业盈利能力改善。国企改革三年行动实施以来，取得



了显著效果，主要有以下三个方面。一是国有经济布局结构实现整体性优化；二是国有企业科技创新体制机制不断完善；三是国企盈利能力显著提升，无论是横向比较还是纵向比较，国有上市公司过去三年净资产收益率均有提升。

央国企改革助力企业核心竞争力增强，盈利能力提升，企业估值也随之改善。截至 6 月 20 日，中证国企估值为 12.02 倍市盈率，较年初提升 8%；中证央企估值为 10.23 倍市盈率，较年初提升 14%。

中特估行情未来如何演绎？

在政策和基本面双重驱动下，今年以来中特估行情表现亮眼，万得中特估指数年内上涨超过 20%，远超同期大盘指数涨幅。但近期中特估行情有所分化，部分板块迎来调整，主要受到经济数据偏弱和前期涨幅较高等因素影响。

长期来看我们认为中特估行情有望持续演绎，主要有以下五方面原因：一是国有企业具备较强稳定性，二是国有企业分红比例相对较高，三是国有企业整体估值仍处低位，四是央企 ETF 发行带来增量资金入场，五是国企改革政策持续推动国企估值向上。

总体来看，我们认为中特估将是长期行情，后续有望迎来政策加码和业绩增长的戴维斯双击，行情走势将从当前热门行业向其他低估值方向扩散，进而带动 A 股整体估值提升和指数上行。

具体可以关注估值折价幅度较大且有持续政策支持的行业，包括稳增长政策发力、安全发展、自主可控领域相关国企的长期投资机会，同时也要注意前期涨幅较高以及 AH 股溢价较大个股回调风险。

风险提示

政策推进不及预期、经济复苏不及预期、市场情绪波动风险



目 录

| | |
|-------------------------|----|
| 一、中国特色估值体系的核心是什么？ | 4 |
| 二、国企改革如何助力中特估？ | 6 |
| 三、中特估行情未来如何演绎？ | 11 |
| 四、风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1： 中国特色估值体系是中国式现代化和中国特色现代资本市场的具体体现..... | 4 |
| 图表 2： 传统估值方法 | 5 |
| 图表 3： A 股估值长期处于低位（市盈率 TTM） | 5 |
| 图表 4： A 股央国企市盈率长期低于民企（市盈率 TTM） | 6 |
| 图表 5： 央国企改革相关政策事件汇总..... | 7 |
| 图表 6： 中央企业“一利五率”经营指标体系 | 8 |
| 图表 7： 近年央企资产负债率整体下行..... | 8 |
| 图表 8： 各行业央企资产负债率情况（%） | 9 |
| 图表 9： 过去三年 A 股央国企平均研发费用不断增长（亿元） | 9 |
| 图表 10： 国有上市公司盈利能力与 A 股整体对比（净资产收益率 ROE， %） | 10 |
| 图表 11： 国有上市估值提升（市盈率 PE， TTM） | 11 |
| 图表 12： 国有上市公司市值占比情况..... | 11 |
| 图表 13： 国有上市公司 2022 净利润占比情况 | 11 |
| 图表 14： 申万一级行业央国企占比情况..... | 12 |
| 图表 15： 过去三年不同类型上市公司平均被调研次数..... | 12 |
| 图表 16： 今年以来中特估行情表现亮眼..... | 13 |



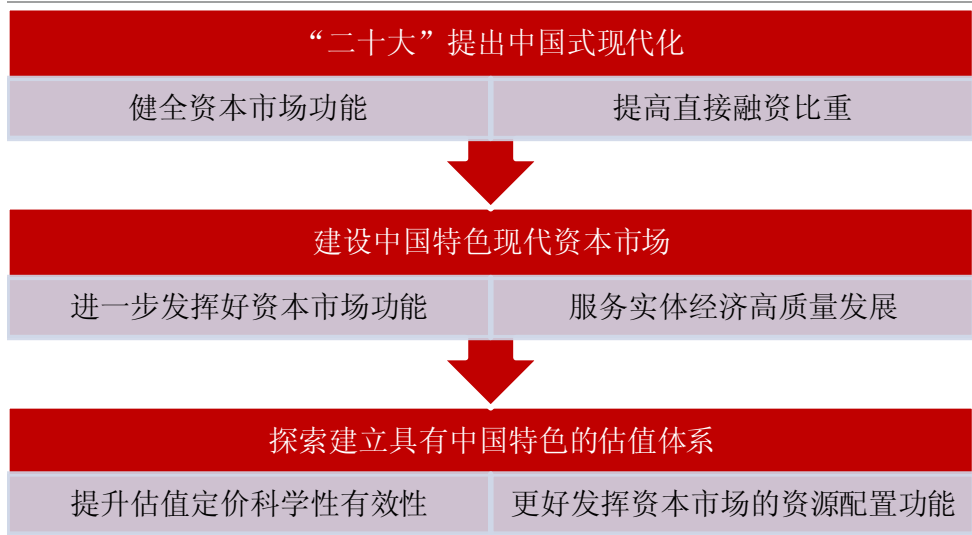
一、中国特色估值体系的核心是什么？

“二十大”提出新时代新征程和中国式现代化，要健全资本市场功能，提高直接融资比重。证监会提出努力建设中国特色现代资本市场，进一步发挥好资本市场功能，服务经济高质量发展。中国特色估值体系是中国式现代化和中国特色现代资本市场的具体体现。

2022 年 11 月，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”，另外特别强调“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要练好内功，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值”。

2023 年 2 月，中国证监会召开 2023 年系统工作会议，再次提及中国特色估值体系。会议提出建设中国特色现代资本市场的五条举措，其中第四条就是“要推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能”。

图表1：中国特色估值体系是中国式现代化和中国特色现代资本市场的具体体现



资料来源：中国政府网、证监会官网、粤开证券研究院

与中国特色估值体系对应的是传统估值体系。我国资本市场现行的估值体系主要借鉴于海外成熟资本市场的传统估值体系，一般分为**相对估值**和**绝对估值**两类。

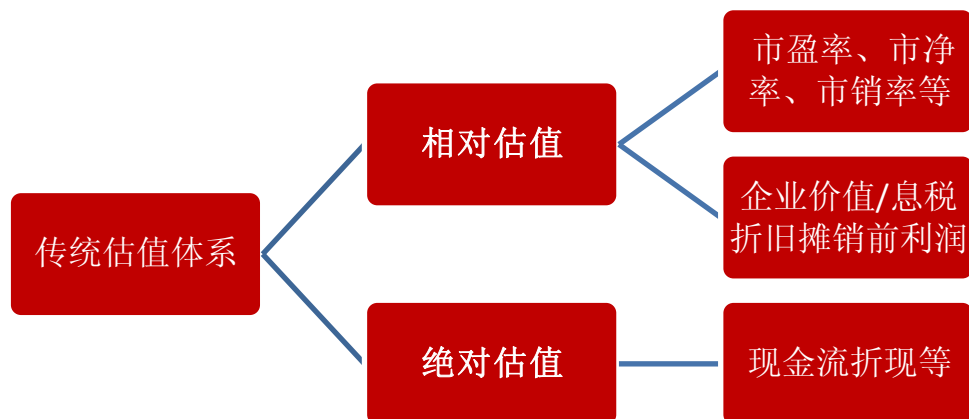
其中相对估值法主要根据被估值对象的特点，收集市场上与其类似资产的股票信息及财务指标，从而得到相关的价值乘数，如市盈率、市净率、企业价值/息税折旧摊销前利润等，利用二级市场的相关指标及估值倍数对其定价进行分析。相对估值法基于有效市场假设，假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

绝对估值法利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测，然后针对相关公司的特点，选取合理的折现率对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。绝对估值法从整体角度考察业务，受市场短



期变化和非经济因素影响少。其缺点在于财务模型中变量较多、假设较多，具体参数取值难以获得非常充分的依据。

图表2：传统估值方法



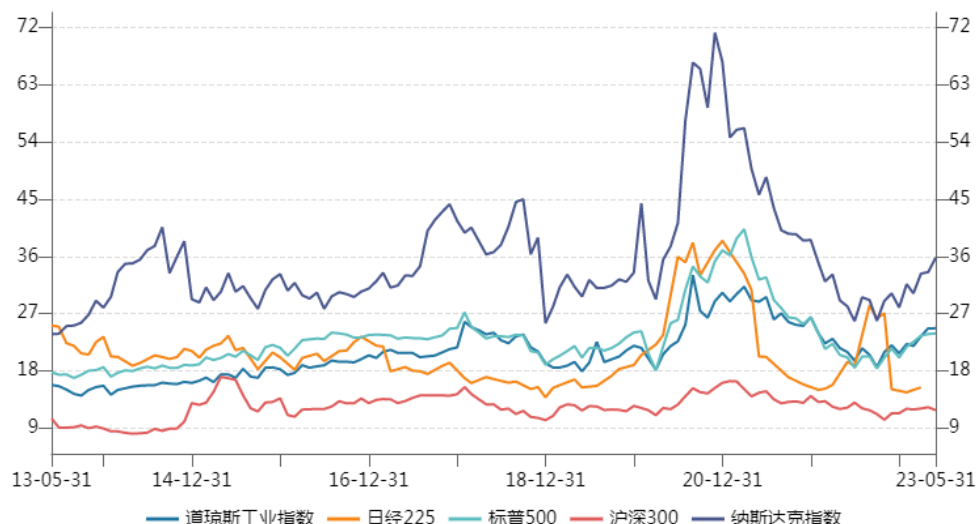
资料来源: 粤开证券研究院整理

传统估值体系主要有三个特点：一是从利益导向出发，以股东价值为核心；二是基于财务数据和市场数据进行估值；三是基于有效市场假设，假设投资者是理性的。

传统估值体系对 A 股并非完全适用：一是对我国的产业发展特征、体制机制特色和上市公司可持续发展能力等因素把握不够深刻；二是 A 股上市公司受宏观经济和产业政策影响较大，需要配合国家发展导向同时注重社会效益；三是 A 股投资者中散户占比相对较高，受行为金融学中非理性因素影响相对较大。这也使得 A 股估值长期处于低位，同时内部出现结构分化。

横向对比来看，沪深 300 指数市盈率长期低于美日主要股指。截至 2023 年 5 月 31 日，沪深 300 指数市盈率为 11.80 倍，处于近十年估值 31.72%分位点；标普 500 指数市盈率为 23.89 倍，处于近十年估值 73.81%分位点；日经 225 指数市盈率为 19 倍，处于近十年估值 44.45%分位点。

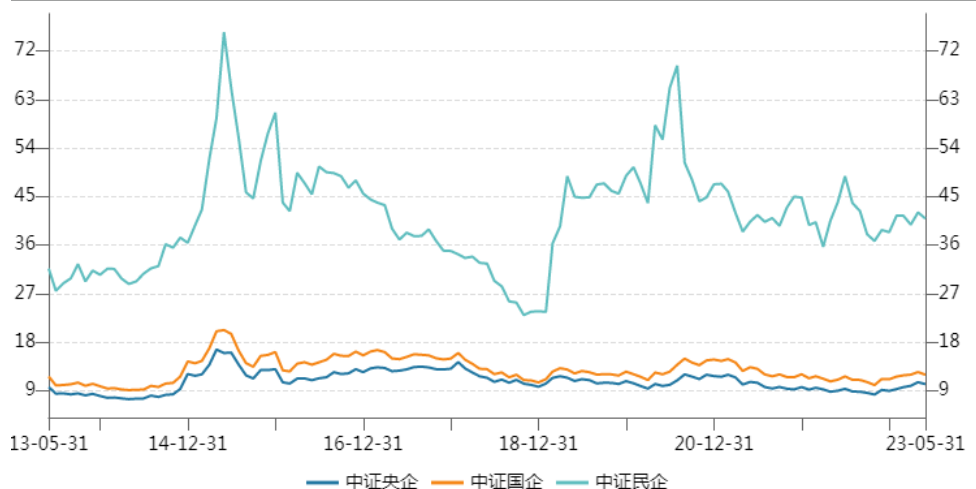
图表3：A 股估值长期处于低位（市盈率 TTM）



资料来源:wind、粤开证券研究院

纵向对比来看，央国企市盈率长期低于民企。截至 2023 年 5 月 31 日，中证央企指数市盈率为 10.23 倍，处于近十年估值 39.19%分位点；中证国企指数市盈率为 11.97 倍，处于近十年估值 37.8%分位点；中证民企指数市盈率为 40.94 倍，处于近十年估值 48.71%分位点。

图表4：A 股央国企市盈率长期低于民企（市盈率 TTM）



资料来源:wind、粤开证券研究院

中国特色估值体系的核心是在传统估值体系基础上，结合我国产业发展特征、体制机制特色和投资者结构变化等因素，探索适应不同类型的估值定价逻辑，提升 A 股整体估值水平；目标是更好发挥资本市场的资源配置功能，提高直接融资比重，服务实体经济高质量发展。

二、国企改革如何助力中特估？

实现中特估需要企业“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力。而近年实施的一系列央国企改革措施成效显著，企业盈利能力明显改善，有望助力中特估顺利进行。



（一）政策高度重视央国企改革，提升企业核心竞争力

近期政策层面高度重视央国企改革，以 2022 年 5 月国资委推出《提高央企控股上市公司质量工作方案》为主线，提出打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，培育一批专业优势明显、质量品牌突出的专业化领航上市公司，为提升中央企业可持续发展能力和整体实力，做强做优做大国有资本和国有企业。

2022 年的二十大报告和 2023 年的政府工作报告更是从顶层设计的角度强调要推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力，完善中国特色国有企业现代公司治理。

图表5：央国企改革相关政策事件汇总

| 时间 | 政策事件 | 主要内容 |
|-------------|------------------------------|--|
| 2022 年 5 月 | 《提高央企控股上市公司质量工作方案》 | 推动上市平台布局优化和功能发挥，促进上市公司完善治理和规范运作， 强化上市公司内生增长和创新发展 ，增进上市公司市场认同和价值实现，2024 年央企控股上市公司科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司平均水平 |
| 2022 年 10 月 | 二十大报告 | 深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整， 推动国有资本和国有企业做强做优做大 ，提升企业核心竞争力 |
| 2022 年 11 月 | 金融街论坛年会 | 把握好不同类型上市公司的估值逻辑， 探索建立具有中国特色的估值体系 ，促进市场资源配置功能更好发挥 |
| 2023 年 1 月 | 中央企业负责人会议 | 将中央企业 2023 年主要经营指示由原来的“两利四率” 调整为“一利五率” ，提出“一增一稳四提升”的年度经营目标，推动中央企业提高核心竞争力 |
| 2023 年 3 月 | 《国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动》 | 牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展， 加快建成世界一流企业 |
| 2023 年 3 月 | 两会政府工作报告 | 深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系， 完善中国特色国有企业现代公司治理。 |
| 2023 年 3 月 | 关于印发创建世界一流示范企业和专精特新示范企业名单的通知 | 努力打造一批产品卓越、品牌卓著、创新领先、治理现代的世界一流企业 and 专业突出、创新驱动、管理精益、特色明显的世界一流专精特新企业，7 家地方国企入选创建世界一流示范企业，200 家央地国企入选创建世界一流专精特新示范企业 |
| 2023 年 6 月 | 国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会 | 中央企业要把握新定位、扛起新使命，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能 |

资料来源：国资委官网、证监会官网、wind、粤开证券研究院

2023 年 1 月召开的中央企业负责人会议，将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出“一增一稳四提升”的年度经营目标。通过优化考核指标，从具体指标方面推动中央企业提高核心竞争力。

本次调整主要有两点变化：一是用净资产收益率替换净利润指标，体现了对盈利能力的重视程度要高于盈利规模，同时避免了部分央企通过盲目并购做大净利润规模的粉饰



操作；二是用营业现金比率替换营业收入利润率，增加了净资产收益率后，利润率就没有保留的必要，而且净资产收益率与利润率相比更能体现注重股东投资回报的理念，另外原“两利四率”指标缺少对现金流指标的考核，营业现金比例指标可以很好解决这一问题。

对于“一增一稳四提升”的年度经营目标，是指利润总额增速要高于国民经济增速，资产负债率稳定在 65%左右，同时净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升，这几个指标都是增强核心竞争力和培育世界一流企业的关键所在，需要持续改善提升。

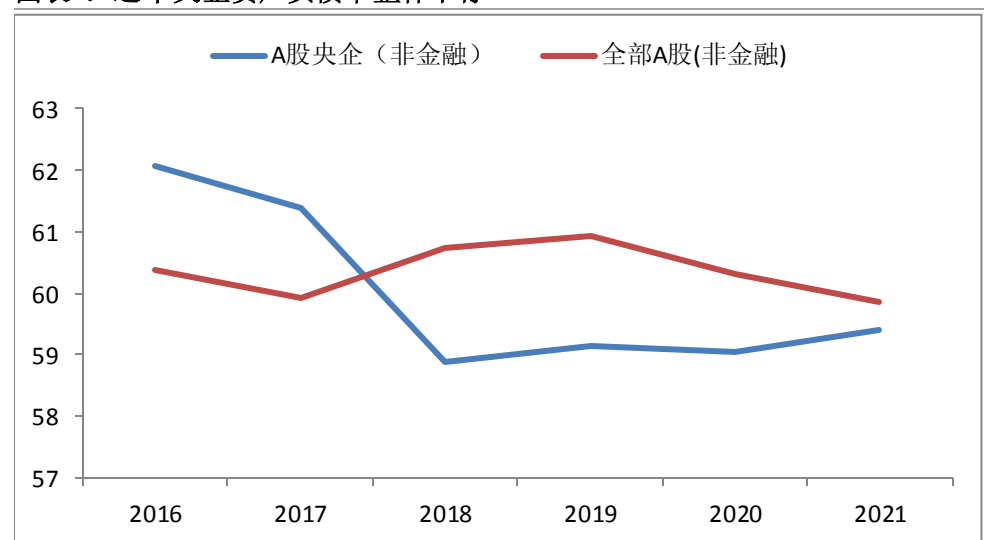
图表6：中央企业“一利五率”经营指标体系

| (调整前)两利四率 | (调整后)一利五率 | 目标：一增一稳四提升 |
|--------------------------|------------------------------------|---|
| 利润总额、净利润 | 利润总额 | “一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速，“一稳”是指资产负债率稳定在 65%左右 |
| 利润率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率 | 净资产收益率、营业现金比率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率 | “四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升 |

资料来源：国资委、粤开证券研究院

“一稳”是指资产负债率稳定在 65%左右。将“资产负债率控制在 65%以下”调整为“稳定在 65%左右”，表明监管态度适当放松，主要考虑当前既要保持中央企业稳健的财务结构，又要支持企业在经济复苏中加快结构调整，加大战略性投资力度，为转型发展提供必要的融资支持。在近几年的降杠杆政策推动下，央企资产负债率整体下行，目前央企 A 股上市公司（剔除金融行业）资产负债率多年处于 60%以下，低于 65%的指标，也低于 A 股整体（剔除金融行业），预计未来央企杠杆率还有一定上升空间。尤其对处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业，可以允许负债率适度合理上升。

图表7：近年央企资产负债率整体下行



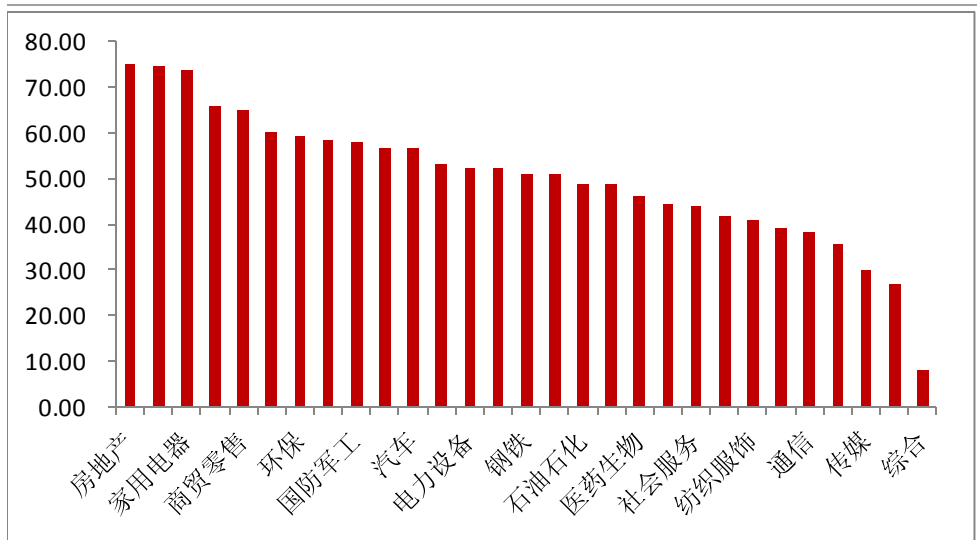
资料来源：wind、粤开证券研究院

从各行业央企资产负债率情况来看，目前资产负债率较低的行业有计算机、医药生



物、社会服务、农林牧渔、通信、食品饮料、传媒等，以上行业资产负债率均在 50%以下，未来提升空间较大。

图表8：各行业央企资产负债率情况（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

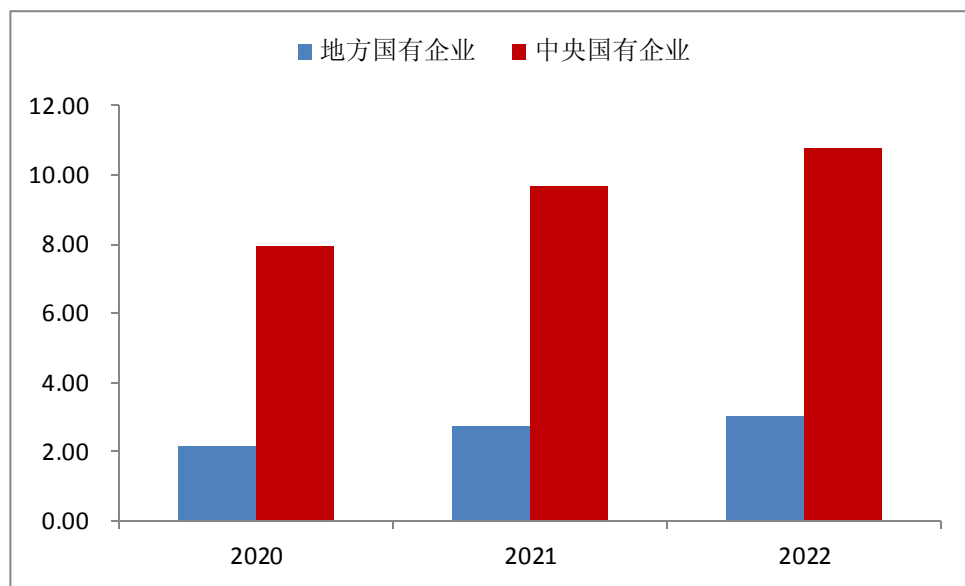
（二）央企国企改革成效显著，助力企业价值重估

2020 年 6 月 30 日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》。国企改革三年行动横跨“十三五”收官与“十四五”开局前三年，把党的十九大对国资国企改革的要求进一步具体化，将“1+N”改革政策进一步落实，明确时间表、路线图，将“十项改革试点”“双百行动”等改革试点示范工程的经验在国企改革过程中推广。要求国企聚焦主责主业，健全市场化经营机制，提高核心竞争力。国企改革三年行动实施以来，取得了显著效果，主要有以下三个方面。

一是国有经济布局结构实现整体性优化。国企改革围绕服务构建新发展格局、推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，优化调整国有资本布局结构。一批重大战略性重组和专业化整合成功实施，中国电科与中国普天、中化集团与中国化工、鞍钢与本钢等中央企业战略性重组先后完成，推动电力、检验检测、医疗等领域 30 余个中央企业专业化整合项目。

二是国有企业科技创新体制机制不断完善。国企改革三年行动推动国有企业完善科技创新体系，增强创新能力，激发创新活力，加快壮大国家战略科技力量。中央企业研发投入强度进一步加大，2022 年研发投入经费超 1 万亿元，工业企业研发投入强度超过 3%，重点企业研发投入强度超过 5.6%。过去三年 A 股央国企平均研发费用不断增长，且均高于民营企业。

图表9：过去三年 A 股央国企平均研发费用不断增长（亿元）

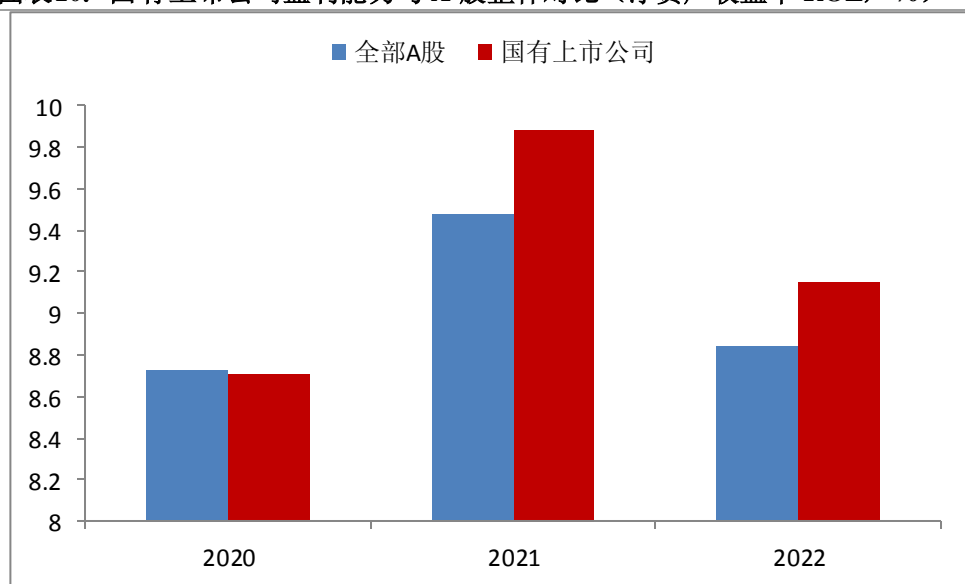


资料来源:wind、粤开证券研究院

三是国有企业盈利能力明显改善。国企改革三年行动坚持以增强企业活力、提高效率为中心，深入推进三项制度改革，转换内部经营机制，2022 年国务院国资委监管的中央企业年化全员劳动生产率较三年行动之初增长 32.5%。

具体到国有上市公司层面，国企改革三年行动实施以来，国有上市公司盈利能力显著改善。横向比较来看，国有上市公司 2020 年净资产收益率（TTM，整体法）还略微低于 A 股整体，但 2021-2022 年均高于 A 股整体。纵向比较来看，国有上市公司过去三年净资产收益率整体提升，由 2020 年的 8.17% 上升至 2022 年的 9.15%。

图表10：国有上市公司盈利能力与 A 股整体对比（净资产收益率 ROE，%）



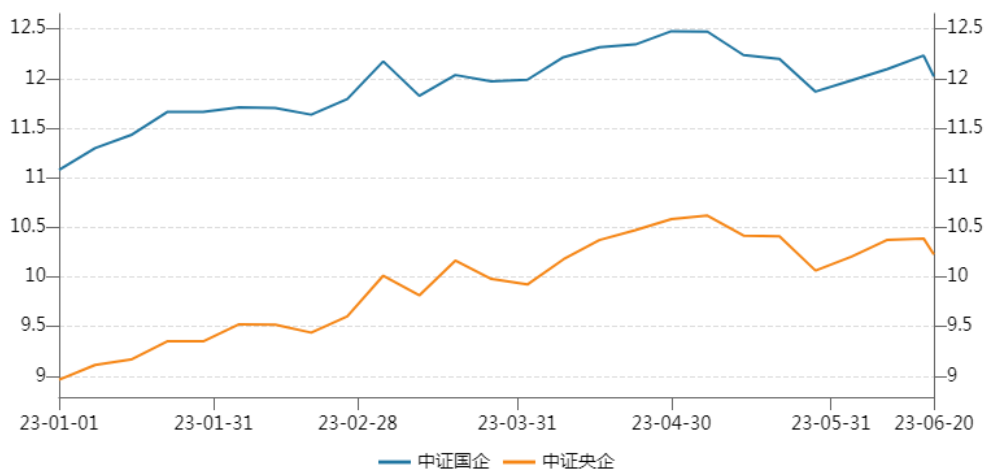
资料来源:wind、粤开证券研究院

央国企改革助力企业盈利能力提升，核心竞争力得到增强，企业估值也随之改善。截至 6 月 20 日，中证国企估值为 12.02 倍市盈率，较年初提升 8%；中证央企估值为 10.23



倍市盈率，较年初提升 14%。

图表11：国有上市估值提升（市盈率 PE，TTM）



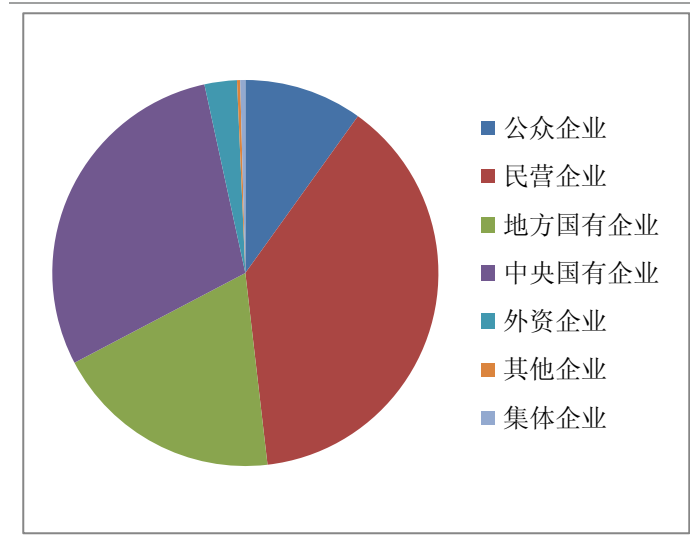
资料来源:wind、粤开证券研究院

三、中特估行情未来如何演绎？

（一）国有上市公司是 A 股重要组成部分

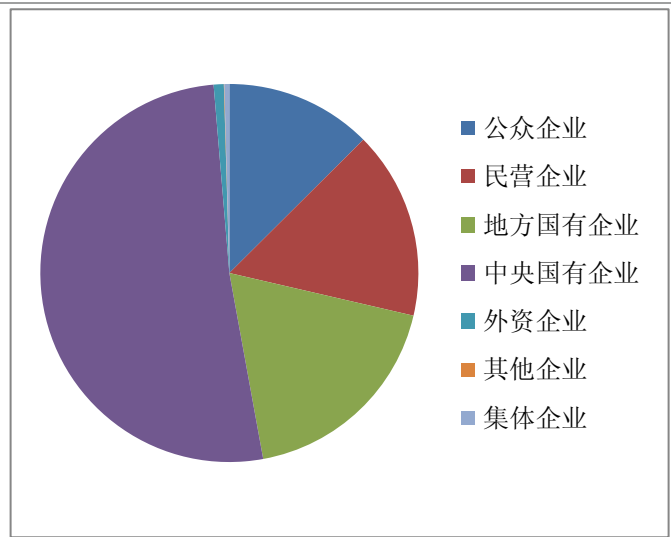
对于资本市场而言，国有上市公司是 A 股不可或缺的重要组成部分。截至 5 月 31 日，国有上市公司数量占全部 A 股比重为 26%，市值占比 48%，净利润（2022 年报数据）占比更是达到 70%。

图表12：国有上市公司市值占比情况



资料来源: Wind、粤开证券研究院（截至 5 月 31 日）

图表13：国有上市公司 2022 净利润占比情况



资料来源: Wind、粤开证券研究院（截至 5 月 31 日）

一方面，国有企业依托资本市场开展混改，优化激励机制，增强企业活力，并利用资本市场的融资功能、资本配置功能推动业务转型。另一方面，国企是资本市场的定盘

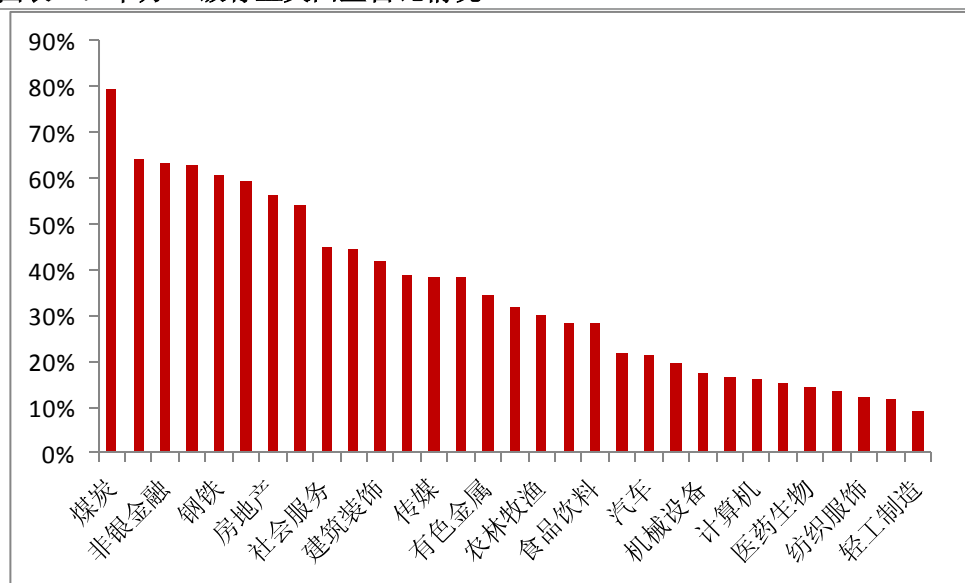


星，国有控股上市公司的质量直接影响着上市公司的整体质量水平，也影响着资本市场大致走势。

对于各大央企来说，建立具有中国特色的估值体系有助于上市央企价值发现，提高估值便于再融资。市值提升有利于企业通过资本市场进行增发等一系列融资行为，通过资本助力企业快速发展。

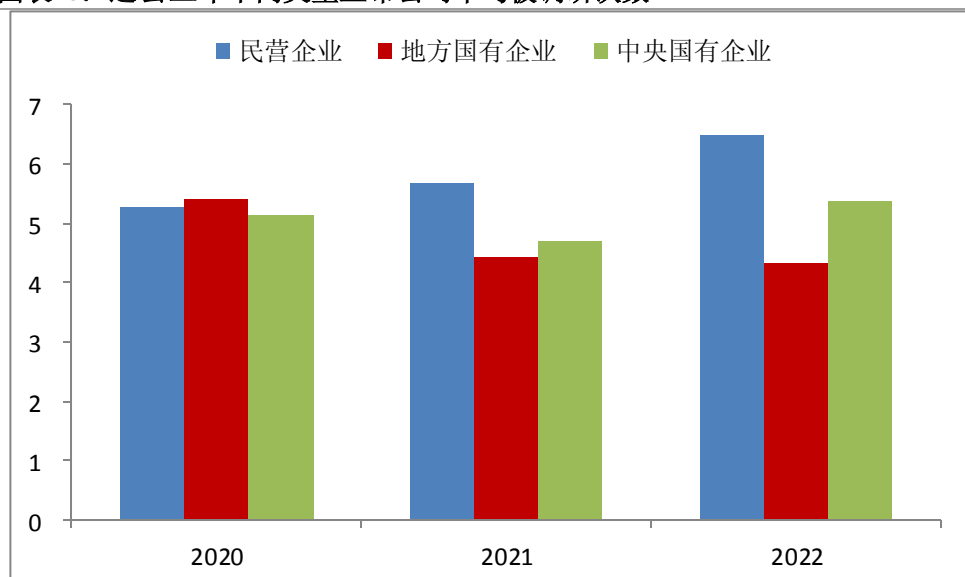
当前影响央企估值的因素主要有三方面，一是传统行业企业占比较高，央国企占比较高的行业主要分布在煤炭、钢铁和房地产等传统行业，业务创新性和未来成长性相对较低；二是部分央企组织结构较为复杂，导致经营效率偏低；三是宣传力度相对较低，机构调研央国企上市公司频率明显低于民营企业，2022 年民营上市公司平均被调研次数为 6.5，而同期中央国有和地方国有上市公司平均被调研次数仅为 5.4 和 4.3。

图表14：申万一级行业央国企占比情况



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表15：过去三年不同类型上市公司平均被调研次数





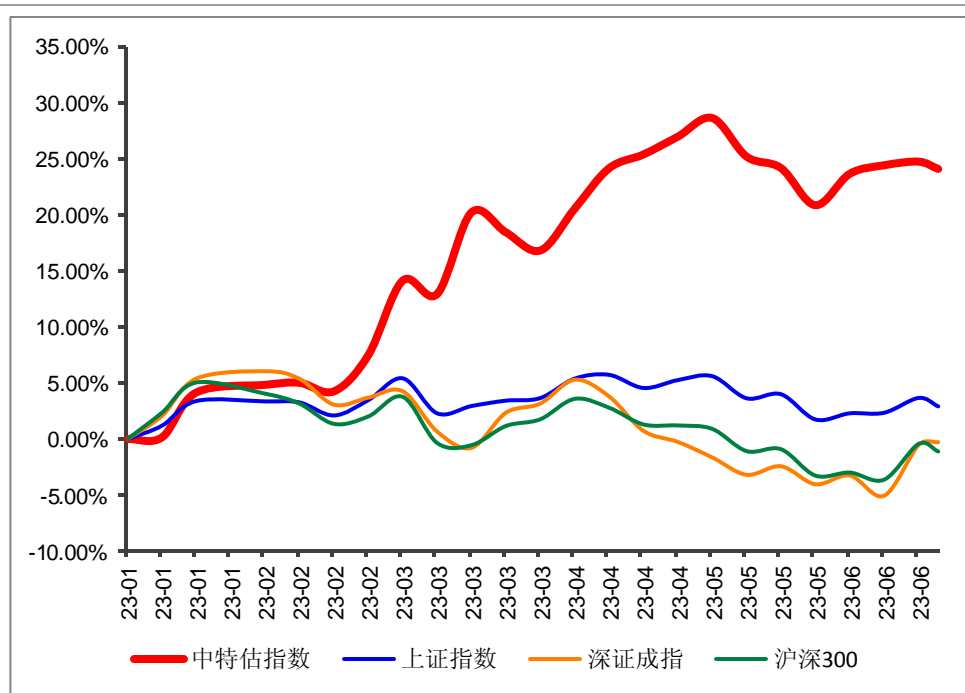
资料来源:wind、粤开证券研究院

建立具有中国特色的估值体系有望对 A 股上市国企进行价值重估，后续行情将从当前热门行业向其他低估值方向扩散，进而带动 A 股整体估值提升和指数上行，有利于提升资本市场流动性和价值发现效率。

（二）长期来看中特估行情有望持续演绎

长期来看我们认为中特估行情有望持续演绎。从资本市场角度来看，今年以来中特估行情表现亮眼，万得中特估指数年内上涨超过 20%，远超同期大盘指数涨幅。

图表16：今年以来中特估行情表现亮眼



资料来源:wind、粤开证券研究院

但近期中特估行情有所分化，部分板块迎来调整，主要受到经济数据偏弱和前期涨幅较高等因素影响。长期来看我们认为中特估行情有望持续演绎，主要有以下五方面原因。

一是国有企业具备较强稳定性。国有企业是我国国民经济发展的支柱，在保障民生、国家安全相关的关键行业占据主导地位，这些特点使国有企业具备较强稳定性，大幅度调整概率较低。

二是国有企业分红比例相对较高。央企上市公司分红水平显著高于 A 股整体，国新央企综指 2022 年股息率超过 3%，相对于同期中证全指高出 1 个百分点。在当前经济复苏分化背景下，国有企业较高的分红率将为投资者带来更强的投资确定性。

三是国有企业整体估值仍处低位。虽然今年以来中特估指数大幅上涨，远超同期大盘指数涨幅。但国有企业整体估值仍处低位，截至 5 月 31 日，国有上市公司整体估值为 12.61 倍市盈率，远低于 A 股整体 17.71 倍市盈率，未来国企估值还有较大上升空间。



四是央企 ETF 发行带来增量资金入场。近期首批央企股东回报 ETF 发行，其一为相关板块带来增量资金，有望推动央企板块估值提升；其二 ETF 更有利于投资者的参与，对指数内标将会起到价格支撑作用；其三有助于提升中特估板块的市场影响力，增强板块流动性。

五是国企改革政策持续推动国企估值向上。2023 年初监管层将中央企业主要经营考核指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，主要增加了净资产收益率和营业现金比率，体现了监管层对于国有企业盈利能力和现金流重视程度提升。叠加政策推动国企分红比例提升，优化股东回报，有望进一步推动国企估值向上。

总体来看，我们认为中特估将是长期行情，后续有望迎来政策加码和业绩增长的戴维斯双击，行情走势将从当前热门行业向其他低估值方向扩散，进而带动 A 股整体估值提升和指数上行。

具体可以关注估值折价幅度较大且有持续政策支持的行业，包括稳增长政策发力、安全发展、自主可控领域相关国企的长期投资机会，同时也要注意前期涨幅较高以及 AH 股溢价较大个股回调风险。

四、风险提示

政策推进不及预期、经济复苏不及预期、市场情绪波动风险



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席市场分析师，证书编号：S0300518100001。

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

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“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com