

2019年07月16日

北上资金的择时能力如何？

期权小课堂第3期

联系信息

陶勤英

分析师

SAC 证书编号: S0160517100002

taoqy@ctsec.com

熊晓湛

联系人

xiongxx@ctsec.com

相关报告

- 1 《隐含波动率计算方法比较——期权小课堂第2期》
- 2 《期权定价中的行权概率该如何理解？——期权小课堂第1期》
- 3 《期权，让指数产品更丰富——期权组合策略指数大集合》
- 4 《场外期权专题之三——期权对冲方案设计》
- 5 《场外期权专题之二——二元期权》
- 6 《场外期权专题之一——国内外场外期权市场概况》

投资要点：

- **A股国际化程度提高，北上资金影响力与日俱增**
 - 随着A股纳入MSCI指数、陆股通等渠道的开通，海外个人投资者逐渐获得A股投资权限，投资便利性的增加使得A股市场投资者结构发生巨大变化。
 - 北上资金在A股的活跃度不断提升。目前北上资金虽然占比只有A股流通总市值的2%，但沪股通、深股通成交金额占上证成交金额的比例分别维持在10%以上、8%以上。
- **北上资金择时能力较强，尤其在上证50指数上的表现抢眼**
 - 财通金工分别测试了自沪港通开通以来北上资金在上证综指，上证50指数和几个外资偏好股票上的多空择时表现。结果发现多空策略在大部分标的上都有不错表现，而且在近一年择时效果尤其出色。
 - ◆ 结论1：北上资金和沪深两市当日涨跌幅相关性总体呈上升趋势，但是上证显著的比深证更好。
 - ◆ 结论2：相对上证综指的4%的年化收益率及高达50%的最大回撤，北上资金的择时策略的年化收益率大于20%，最大回撤在20%左右。
 - ◆ 结论3：多空组合择时策略的年化收益为39.90%，最大回撤率为13.53%，上涨预测胜率达57%。
 - ◆ 结论4：北上资金净流入在个股上的择时效果有所不同。在部分标的中表现非常好，比如恒瑞医药（600276.SH），多空择时策略收益显著跑赢直接持有恒瑞医药。
- **风险提示：**本文所提供的策略均基于历史数据，在未来有失效可能。

内容目录

1、北上资金介绍	4
1.1 陆股通发展历程	4
1.2 沪/深股通累计资金流向	5
1.3 北上资金每日成交金额	6
2、北上资金和沪、深两市涨跌的相关性	7
2.1 沪股通净和沪市涨跌的相关性	8
2.2 深股通净流入和深市涨跌的相关性	9
3、北上资金的择时效果	10
3.1 沪股通净流入对上证综指的择时效果	10
分组讨论和回归结果	10
择时策略回测结果	11
择时策略年化收益率、最大回撤率和胜率	13
3.2 北上资金净流入对上证 50 的择时效果	14
分组讨论	14
回测结果	15
3.3 北上资金净流入对大票的择时效果	16
北上资金偏爱的股票	16
恒瑞医药（600276.SH）择时效果	16
贵州茅台（600519.SH）择时效果	17
中国平安（601318.SH）择时效果	18
个股标的选择小结	19

图表目录

图 1：陆港通机制具体构成	4
图 2：累计资金流向	5
图 3：沪股通累计资金占沪市流通总市值的比例	6
图 4：沪股通成交金额/上证成交金额	6
图 5：深股通成交金额/深证成交金额	7
图 6：沪股通净流入与上证综指当日涨跌幅的拟合优度	8
图 7：沪股通净流入与上证综指当日涨跌幅的 T 值	8
图 8：深股通净流入与深证成指当日涨跌幅的拟合优度	9
图 9：深股通净流入与深证成指当日涨跌幅的 T 值	9
图 10：北上资金情绪对上证综指未来收益的预测能力	10
图 11：沪股通净流入对上证综指未来一天收益率的回归结果	10
图 12：北上资金择时策略（开盘价计算）	12
图 13：北上资金择时策略（收盘价计算）	12
图 14：北上资金情绪对上证 50 股指期货未来收益的预测能力	14
图 15：北上资金在上证 50 股指期货上的择时策略效果	15
图 16：北上资金情绪对恒瑞医药未来收益的预测能力	16
图 17：北上资金在恒瑞医药上的择时效果	17
图 18：北上资金在贵州茅台上的择时效果	17
图 19：北上资金在贵州茅台上的择时策略	18
图 20：北上资金在中国平安上的择时效果	18
图 21：北上资金在中国平安上的择时策略	19

表 1：择时策略胜率和年化收益率	13
表 2：开盘价计算择时策略胜率	13
表 3：收盘价计算择时策略胜率	13
表 4：各个策略盈亏比	14
表 5：择时策略在上证 50 股指期货上的胜率	15
表 6：陆股通前 10 重仓股 (2019.07.02)	16

1、北上资金介绍

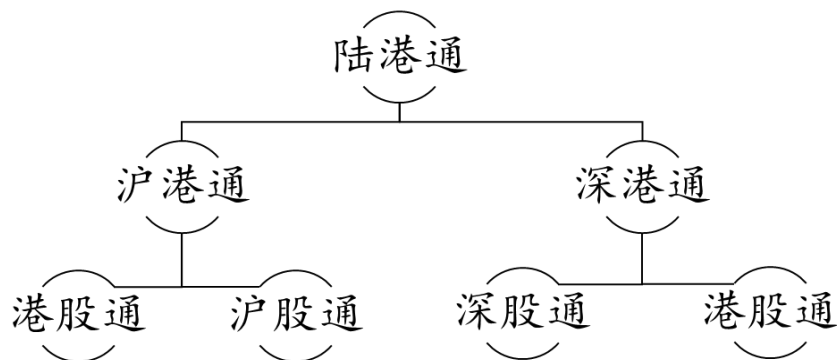
外资作为中国资本市场上的神秘力量，有诸多别称，“smart money”、聪明钱、洋韭菜等，随着 A 股纳入 MSCI 指数、陆股通等渠道的开通，海外个人投资者逐渐获得 A 股投资权限，投资便利性的增加使得 A 股市场投资者结构发生巨大变化。

通常而言的“北上资金”和“南下资金”分别代指进入 A 股的香港国际资本（即陆股通）和进入港股的中国内地资本（通过港股通流入港股的资金）。本文将介绍北上资金进入中国的渠道和发展历程，并分析北上资金对沪市和深市当日涨跌情况的影响力，最后分析北上资金对沪市和深市未来收益率的预测作用，给出比较好的择时策略。

1.1 陆股通发展历程

陆港通包含沪港通和深港通两大板块。沪/深港通，即沪/深港股票市场交易互联互通机制，指两地投资者委托上交所会员或者联交所参与者，通过上/深交所或者联交所在对方所在地设立的证券交易服务公司，买卖规定范围内的对方交易所上市股票。具体而言，沪/深港通包括沪/深股通和港股通两部分。沪/深股通，是指投资者委托联交所参与者，通过联交所证券交易服务公司，向上/深交所进行申报，买卖规定范围内的上交所上市股票，沪股通和深股通又合称“陆股通”。港股通则是指投资者委托上/深交所会员，通过上/深交所证券交易服务公司，向联交所进行申报，买卖规定范围内的联交所上市股票，具体释义如图 1 所示。

图1：陆港通机制具体构成



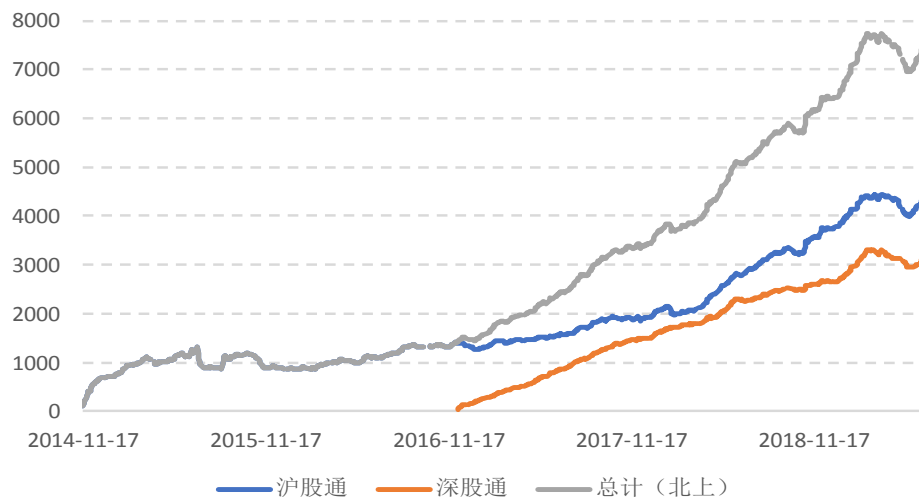
数据来源：财通证券研究所

2014 年 4 月 10 日，中国证监会和香港证监会发布《中国证券监督管理委员会香港证券及期货事务监察委员会联合公告》，决定原则批准上交所、联交所、中国结算、香港结算开展沪港股票市场交易互联互通机制试点，2014 年 11 月 17 日起，沪港通正式启动；2016 年 12 月 5 日，中国证监会与香港证监会发布联合

公告正式启动深港通。开通之初至今，陆股通公布每日净买入额，同时，从2017年3月17日开始公布每日的持股标的、数量。自2018年5月1日起，陆港通每日额度大幅提升，沪股通及深股通每日额度从130亿元调整为520亿元，港股通每日额度从105亿元调整为420亿元。

1.2 沪/深股通累计资金流向

图2：累计资金流向

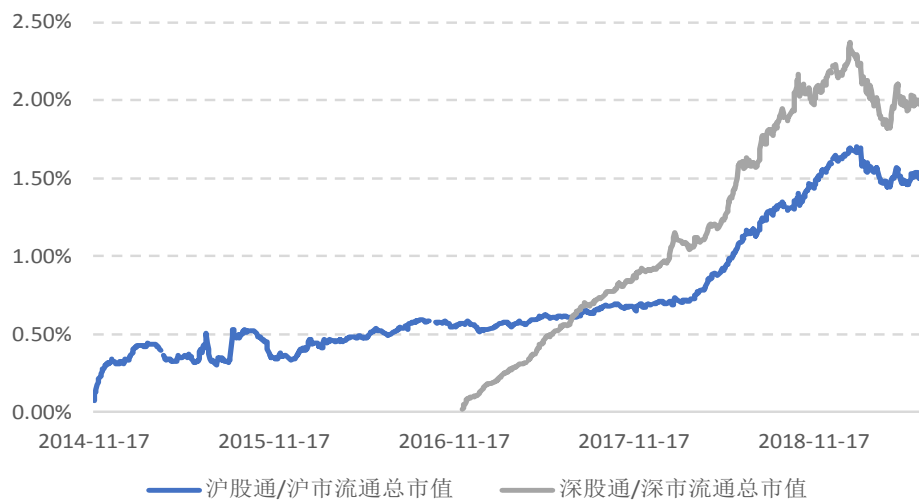


数据来源：财通证券研究所

自2014年11月17日沪港通正式启动开始，从沪股通流入的外资总体呈上升趋势。深港通从2016年12月5日开始开启，累计流入外资也是逐年增长。目前，北上资金累计总流入已经超过7000亿。

从绝对数值上看，北上资金呈上升趋势，但是近五年来，沪深两市规模也在不断扩大，所以北上资金对沪深两市的影响变动情况仍是未知的。接下来，我们看一看北上资金分别占沪、深两市流通总市值的比例。

图3：沪股通累计资金占沪市流通总市值的比例

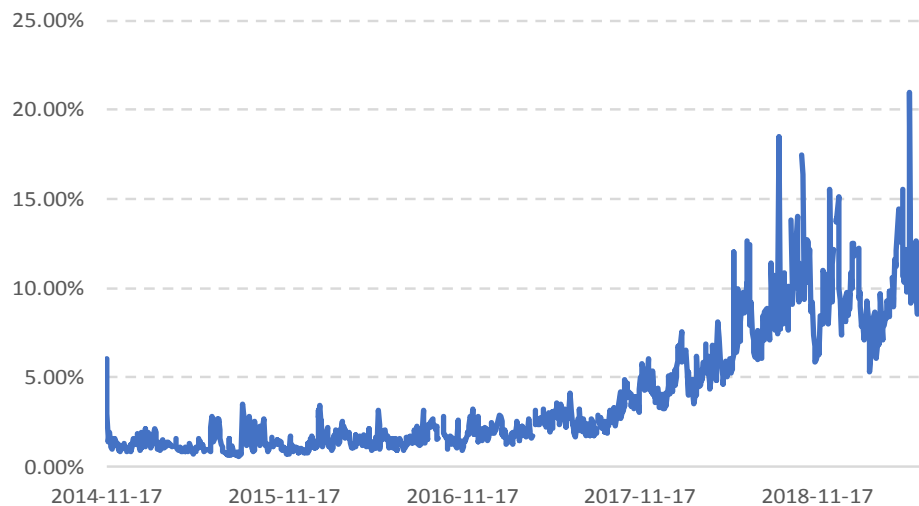


数据来源：财通证券研究所

北上资金占沪深两市流通总市值的比重也是总体呈现上升趋势，并且深股通占深市流通总市值的比重大于沪股通，但是在近期两者都出现回落。

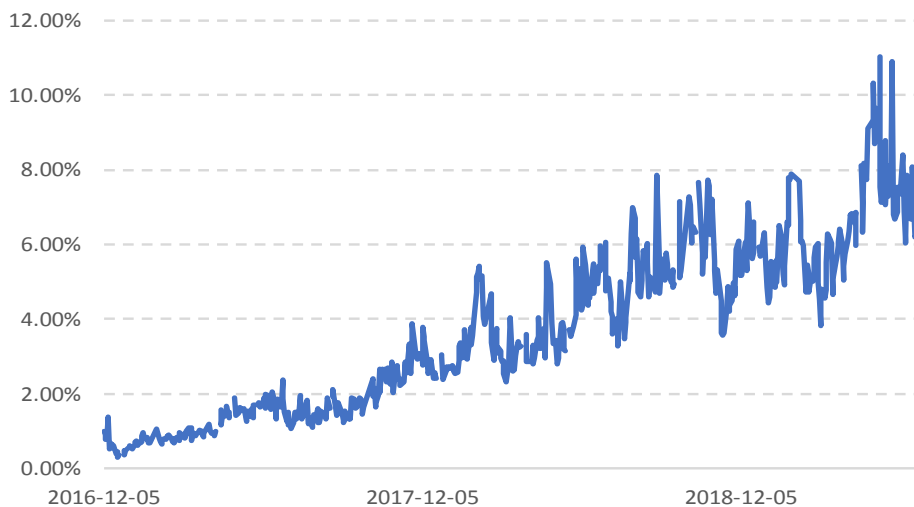
1.3 北上资金每日成交金额

图4：沪股通成交金额/上证成交金额



数据来源：财通证券研究所

图5：深股通成交金额/深证成交金额



数据来源：财通证券研究所

从图4和图5可以看出，北上资金在A股的活跃度不断提升，到目前为止，沪股通成交金额占上证成交金额的比例基本维持10%以上，深股通成交金额占深证成交金额的比例基本维持在8%以上。

从图形上看，沪股通开通以来沪股通成交金额占上证成交金额的比例大致可以分为两个阶段，第一阶段为2015年至2017年下半年，其比重约在0.8%-3.5%之间上下波动；第二阶段为2017年下半年之后，其比重开始表现出比较明显的上升趋势，峰值甚至达到20%。深股通自开通以来其成交金额占比一直表现出稳定上升趋势。

总的来说，北上资金虽然占比只有A股流通总市值的2%，但是其活跃程度不容小觑，当前北上资金成交金额占比大约为A股总成交金额的10%。北上资金在A股的舞台上扮演着越来越重要的角色。

2、北上资金和沪、深两市涨跌的相关性

本文中以当日沪/深股通净流入为自变量，以当日上证综指/深证成指收盘价涨跌幅为因变量进行回归，回归的时间选择为离开始日期不足一年（246天）的选择全部过去数据，离开始日期超过一年的，以过去一年的数据进行回归。原因在于北上资金的行为受政策、汇率等因素影响较大，在不同时间点，北上资金和沪深两市的相关性可能表现出不同特点，所以本文中取一年为时间窗口进行回归。

回归结果能反应北上资金净流入和对上证综指涨跌的相关关系。拟合优度越大，T值越显著，说明相关性越高。

2.1 沪股通净和沪市涨跌的相关性

图6：沪股通净流入与上证综指当日涨跌幅的拟合优度



数据来源：财通证券研究所

图7：沪股通净流入与上证综指当日涨跌幅的T值

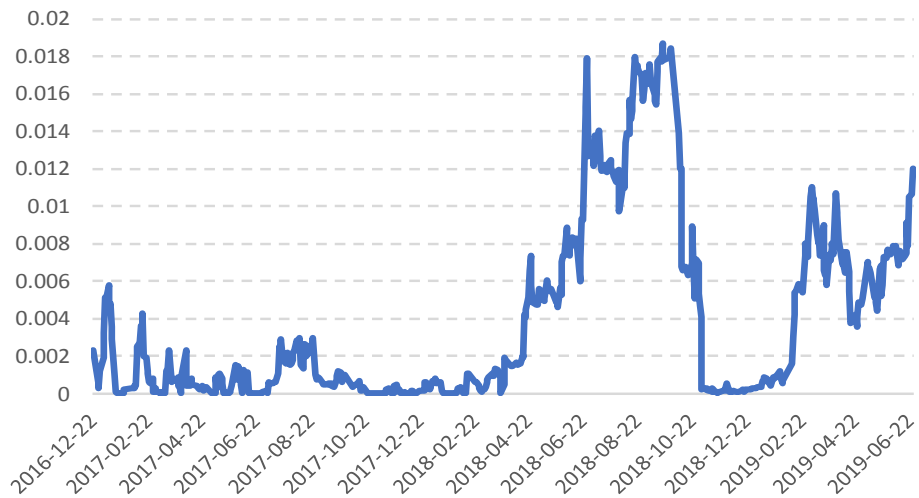


数据来源：财通证券研究所

从图6和图7中可以看出，沪股通净流入对上证综指当日涨跌幅的解释度总体呈上升趋势，从T值来看，从2016年12月18号开始，该指标一直为显著($t > 1.96$)。总的来说，沪股通净流入与上证综指当日涨跌相关性明显，且逐年上升。

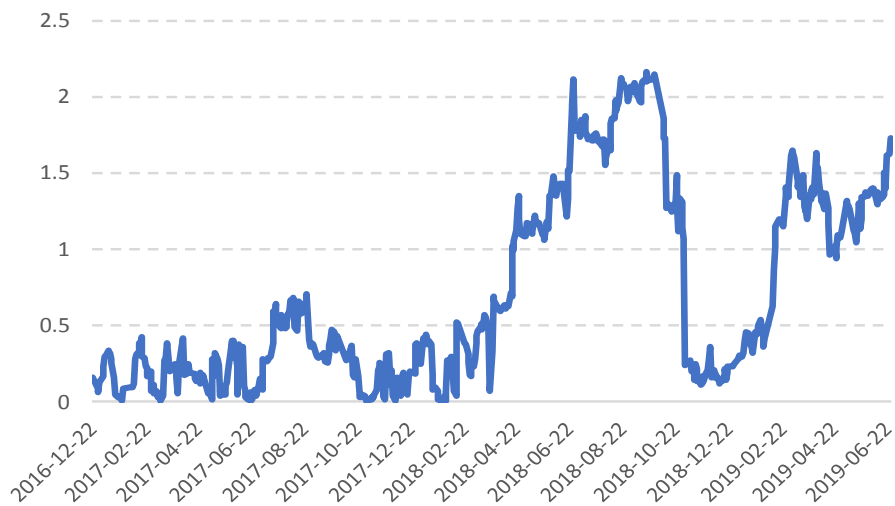
2.2 深股通净流入和深市涨跌的相关性

图8：深股通净流入与深证成指当日涨跌幅的拟合优度



数据来源：财通证券研究所

图9：深股通净流入与深证成指当日涨跌幅的T值



数据来源：财通证券研究所

从图8和图9中可以看出，深股通净流入对深证成指收盘价当日涨跌幅的解释度总体呈上升趋势，但是相比起上证指数，其拟合优度和T值都要小很多，深股通净流入和深证成指涨跌幅相关性较小。

总的来说，北上资金和沪深两市当日涨跌幅相关性总体呈上升趋势，但是上证显著的比深证更好，所以，在后面的择时分析中，本文以上证为主进行分析。

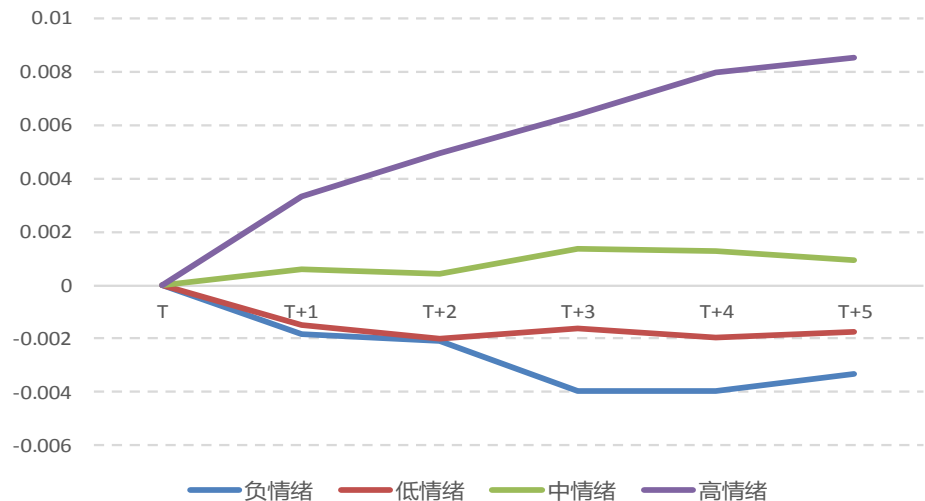
3、北上资金的择时效果

3.1 沪股通净流入对上证综指的择时效果

分组讨论和回归结果

本文中根据沪股通每日净流入数值的 1/4 分位数将其分为四组，分别记为负情绪、低情绪、中情绪、高情绪，分别统计出四种情绪之后未来 1-5 天收益率的平均值，结果见图 10。

图10：北上资金情绪对上证综指未来收益的预测能力



数据来源：财通证券研究所

从分组统计的结果可以看出，北上资金的择时能力很不错，基本上符合情绪越高，未来的预期收益越高，情绪越低，未来的预期收益越低。交易日的分组统计是对择时能力的初级检验，接下来，本文用沪股通当日净流入为自变量，上证综指未来一天的收益率为因变量进行回归。

图11：沪股通净流入对上证综指未来一天收益率的回归结果

```
Call:
lm(formula = indexSH$return_1 ~ indexSH$成交净买入)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.088325 -0.005369  0.000735  0.006474  0.063805

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  -2.713e-04  4.820e-04  -0.563    0.574
indexSH$成交净买入  1.132e-04  2.707e-05   4.180 3.14e-05 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.01579 on 1122 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.01533,    Adjusted R-squared:  0.01446
F-statistic: 17.47 on 1 and 1122 DF,  p-value: 3.142e-05
```

数据来源：财通证券研究所

从回归结果来看，沪股通当日净流入对上证综指未来一天收益率确实存在一定影响（t 值在 99.9%置信水平上显著）。

择时策略回测结果

本节中给出两个不同的回测方案：

- 1、在中、高情绪日之后，持仓上证综指一日（次日开盘价买入，后日开盘价卖出）；在负、低情绪日之后，做空上证综指一日。不考虑交易成本。
- 2、在中、高情绪日之后，持仓上证综指一日（当日收盘价买入，明日收盘价卖出）；在负、低情绪日之后，做空上证综指一日。不考虑交易成本。

本节中的情绪分组采用观测日之前过去日期沪股通净流入的数据进行分组，避免使用未来数据。多头组合指在负、低情绪日之后不对上证综指做空，选择空仓的组合。

图12：北上资金择时策略（开盘价计算）



数据来源：财通证券研究所

图13：北上资金择时策略（收盘价计算）



数据来源：财通证券研究所

从图12和图13可以看出，运用北上资金作为择时信号较好的跑赢上证综指，从2018年后半年开始，策略的表现非常突出。而且用当日收盘价买入能获得比次日开盘价买入更高的收益，原因在于北上资金净流入的指示效应部分体现在集合竞价阶段，前一日北上资金大量流入，次日往往出现高开，导致用开盘价买入收益相对降低。

择时策略年化收益率、最大回撤率和胜率

表1：择时策略年化收益率和最大回撤率

	上证综指 收盘价	上证综指 开盘价	多空(收盘 价计算)	多头(收盘 价计算)	多空(开盘 价计算)	多头(开盘 价计算)
最大回撤率	52.30%	52.73%	20.30%	19.21%	22.89%	19.42%
年化收益率	4.10%	3.70%	46.04%	23.39%	30.22%	16.39%

数据来源：财通证券研究所

上证综指的年化收益率大约为 4%，而择时策略的年化收益率基本都大于 20%，上证总资的最大回撤率高达 50%，而择时策略的最大回撤率在 20%左右。总的来说，不管是多空还是多头，不管是用开盘价买入还是收盘价买入，择时策略的年化收益率远大于上证综指的年化收益率，而且择时策略的最大回撤率远小于上证综指。

表2：开盘价计算择时策略胜率

	实际上涨	实际下跌	预测正确率
预测上涨	306	248	55.2%
预测下跌	292	277	48.6%
预测正确占实际比例	51.2%	52.8%	

数据来源：财通证券研究所

表3：收盘价计算择时策略胜率

	实际上涨	实际下跌	预测正确率
预测上涨	321	233	57.9%
预测下跌	293	276	48.5%
预测正确占实际比例	52.3%	54.2%	

数据来源：财通证券研究所

从表 2 和表 3 可以看出，预测上涨胜率较高，在 55%以上，预测下跌胜率较低，但是也都在 48%以上，这是由于样本中上涨和下跌并不是均匀分布，在样本中上涨的频数比下跌大。从另一个角度看，预测正确的数值在实际数值中的比例均大于 50%。

如果考虑多头组合，那么参考表 2 和表 3 中预测上涨部分即可，结论和上面相同。

胜率是择时策略一个很重要的指标，但是另外一个更重要的指标是盈亏比，即使胜率相对较低，但是盈亏比高，正确时候的收益能够覆盖错误时的亏损，那么这依然是一个优秀的策略。本文中每次平均盈利和每次平均亏损计算盈亏比。

表4：各个策略盈亏比

	多空（收盘价 计算）	多头（收盘价 计算）	多空（开盘价 计算）	多头（开盘价 计算）
盈亏比	1.23	1.11	1.17	1.10

数据来源：财通证券研究所

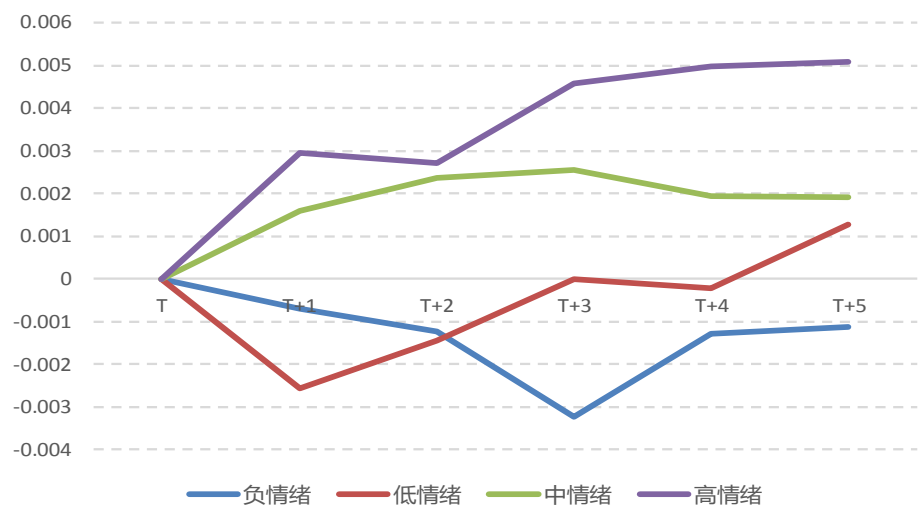
从表4可以看出，各大策略的盈亏比均大于1，预测正确时的平均盈利要比预测错误时的平均损失大不少，所以，只要胜率和盈亏比是稳定的，那么长期来看策略是能赚钱的。

3.2 北上资金净流入对上证50的择时效果

在本节中，我们分析北上资金对上证50的择时效果，用上证50做标的进行分析有两个好处。一是北上资金偏爱大市值股票，在上证50中有更高的占比，其影响可能更大。二是上证50股指期货允许卖空操作，前文中的上证综指的多空组合只是理论分析，很难用在实际投资中，而用上证50可以在实际投资中构造多空组合。本节中以上证50股指期货为标的。

分组讨论

图14：北上资金情绪对上证50股指期货未来收益的预测能力



数据来源：财通证券研究所

总体来看，北上资金对上证50股指期货的择时效果还是不错的，只有负情绪和低情绪在T+1的时间点出现混乱。

回测结果

接下来，我们构造一个择时策略：在中、高情绪日之后，持仓上证 50 股指期货一日（次日开盘价买入，后日开盘价卖出）；在负、低情绪日之后，做空上证 50 股指期货一日。不考虑交易成本。

图15：北上资金在上证50股指期货上的择时策略效果



数据来源：财通证券研究所

多空组合择时策略的年化收益为 39.90%，最大回撤率为 13.53%，多头择时策略的年化收益为 24.05%，最大回撤率为 16.03%，作为对照，长期持有上证 50 股指期货的年化收益为 8.75%，最大回撤率为 29.38%。以北上资金净流入为观测指标时，对上证 50 股指期货采用多空策略是最好的，年化收益率高，最大回撤率低。从年化收益率和最大回撤率看，北上资金在上证 50 股指期货上的表现比在上证综指上更好。

接下来计算择时策略在上证 50 股指期货上的择时胜率。

表5：择时策略在上证50股指期货上的胜率

	实际上涨	实际下跌	预测正确率
预测上涨	179	153	53.92%
预测下跌	136	148	52.11%
预测正确占实际比例	56.83%	49.17%	

数据来源：财通证券研究所

从表 5 可以看出，北上资金对上证 50 股指期货预测胜率较高，预测上涨和预测下跌的胜率都在 52%以上。从择时胜率上看，北上资金在上证 50 股指期货上的表现比在上证综指上更好。

接下来看一看多空策略盈亏比，多空策略的盈亏比为 1.25，在盈亏比方面，北上资金在上证 50 股指期货上略优于上证综指。

总的来说，北上资金在上证 50 股指期货上的择时策略表现优于在上证综指

上的表现。原因可能在于北上资金更偏爱大票，在上证 50 流通股中的占比大于在上证综指中的，北上资金对上证 50 的影响更大，同时，我们把北上资金当作一种“聪明钱”，其对上证 50 的操作更多，指示效果更强，所以北上资金净流入流动对上证 50 的预测效果更好。

3.3 北上资金净流入对大票的择时效果

北上资金偏爱的股票

表6：陆股通前10重仓股（2019.07.02）

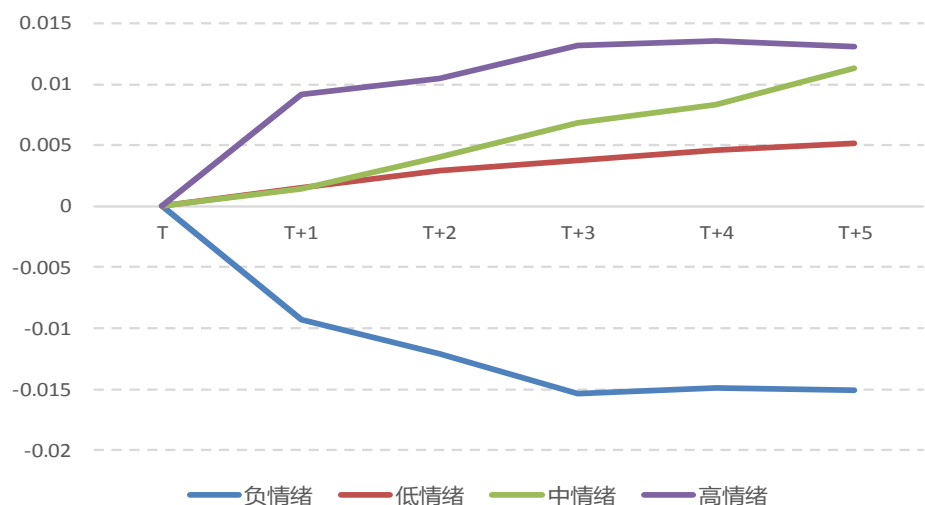
	证券代码	证券简称	陆股通持股 市值(亿元)	占流通市值 比例	所属行业
1	600519.SH	贵州茅台	1044.55	8.11%	食品饮料
2	601318.SH	中国平安	725.41	7.35%	非银行金融
3	000333.SZ	美的集团	524.70	13.81%	家电
4	600276.SH	恒瑞医药	367.05	11.82%	医药
5	000651.SZ	格力电器	362.73	10.29%	家电
6	000858.SZ	五粮液	340.72	6.86%	食品饮料
7	600036.SH	招商银行	303.89	4.03%	银行
8	600887.SH	伊利股份	267.03	12.71%	食品饮料
9	600009.SH	上海机场	231.96	14.26%	交通运输
10	600900.SH	长江电力	218.30	5.56%	电力及公用事业

数据来源：财通证券研究所

表 5 列示了陆股通在最近时点持仓量最大的前 10 位股票，其中上海机场（600009.SH）北上资金占流通总市值的比例最高，达到 14.26%，贵州茅台（600519.SH）吸纳了最多资金，高达 1044.55 亿元。在后文中，我们分析北上资金对这十家企业的择时效果。

恒瑞医药（600276.SH）择时效果

图16：北上资金情绪对恒瑞医药未来收益的预测能力



数据来源：财通证券研究所

可以看出，北上资金净流入在恒瑞医药有较好的择时效果。接下俩构建一个简单的回测：在中、高情绪日之后，持仓恒瑞医药一日（次日开盘价买入，后日开盘价卖出）；在低情绪日之后，空仓一日；在负情绪日之后，做空恒瑞医药一日。不考虑交易成本。

图17：北上资金在恒瑞医药上的择时效果

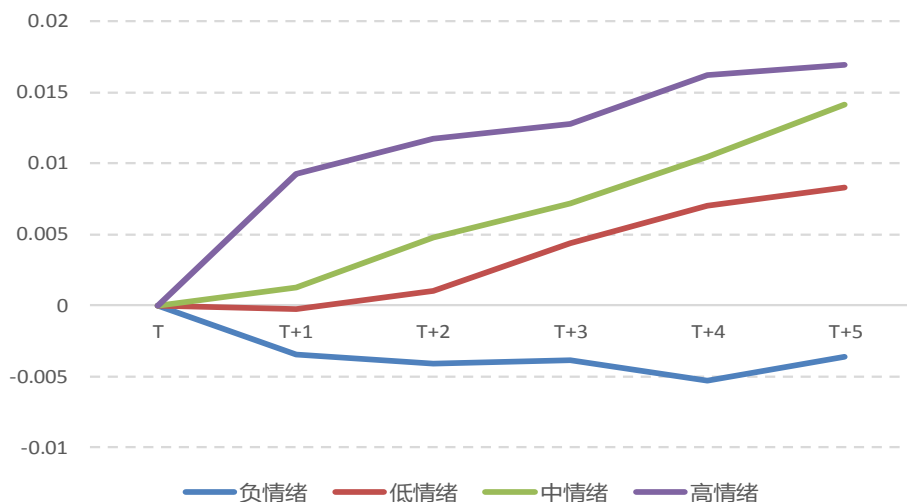


数据来源：财通证券研究所

多空组合择时策略的年化收益为 82.97%，最大回撤率为 22.60%，多头择时策略的年化收益为 49.38%，最大回撤率为 16.79%，作为对照，长期持有恒瑞医药的年化收益为 18.04%，最大回撤率为 50.53%。总的来说，选择择时策略不仅有更高的年化收益率，而且最大回撤率也相对较小。

贵州茅台（600519.SH）择时效果

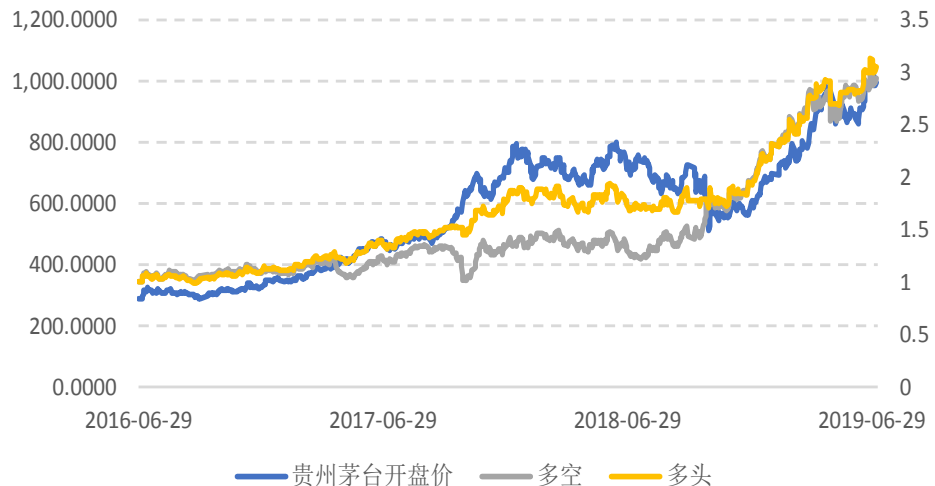
图18：北上资金在贵州茅台上的择时效果



数据来源：财通证券研究所

可以看出，北上资金净流入在贵州茅台有较好的择时效果。接下俩构建一个简单的回测：在低、中、高情绪日之后，持仓贵州茅台一日（次日开盘价买入，后日开盘价卖出）；在负情绪日之后，做空贵州茅台一日。不考虑交易成本。

图19：北上资金在贵州茅台上的择时策略

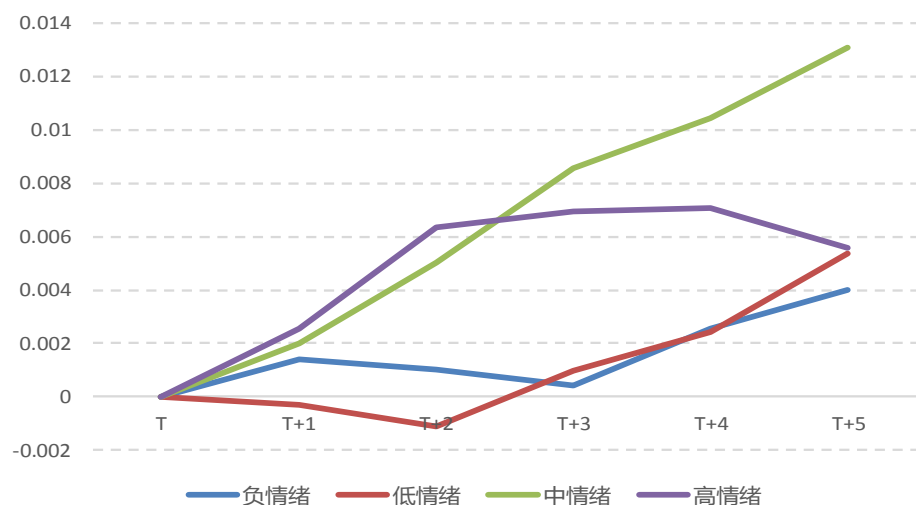


数据来源：财通证券研究所

多空组合择时策略的年化收益为 42.92%，最大回撤率为 25.07%，多头择时策略的年化收益为 44.67%，最大回撤率为 13.91%，作为对照，长期持有贵州茅台的年化收益为 50.93%，最大回撤率为 34.43%。对贵州茅台而言，选择多头策略比多空策略更好，不仅有更高的年化收益率，而且最大回撤率更小。但是，选择策略的年化收益率还比不上长期持有贵州茅台，在最大回撤率方面有所下降。总的来说，北上资金择时策略在贵州茅台上表现一般。

中国平安（601318.SH）择时效果

图20：北上资金在中国平安上的择时效果

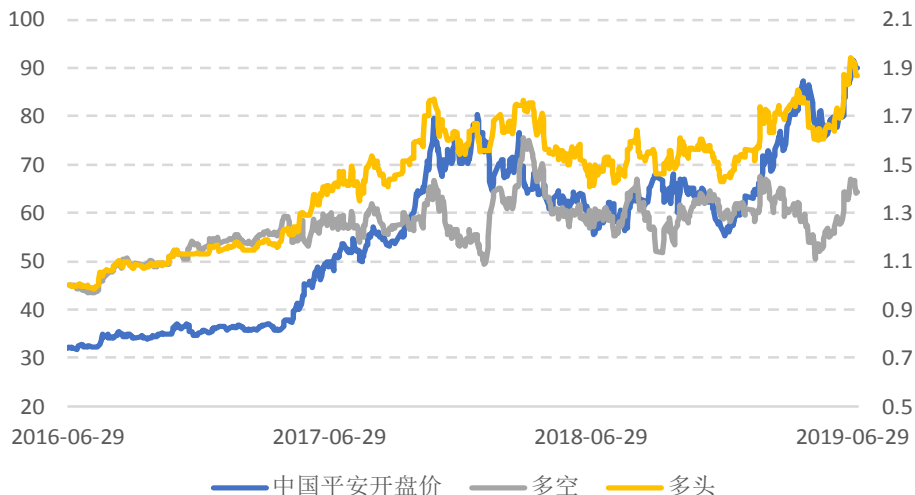


数据来源：财通证券研究所

可以看出，北上资金净流入在中国平安上的择时效果一般。接下俩构建一个

简单的回测：在中、高情绪日之后，持仓中国平安一日（次日开盘价买入，后日开盘价卖出）；在低情绪日之后，空仓一日；在负情绪日之后，做空中国平安一日。不考虑交易成本。

图21：北上资金在中国平安上的择时策略



数据来源：财通证券研究所

多空组合择时策略的年化收益为 11.52%，最大回撤率为 31.16%，多头择时策略的年化收益为 23.03%，最大回撤率为 20.53%，作为对照，长期持有中国平安的年化收益为 40.97%，最大回撤率为 29.94%。对中国平安而言，选择多头策略比多空策略更好，不仅有更高的年化收益率，而且最大回撤率更小。但是，北上资金择时策略的收益率远远比不上长期持有中国平安，在最大回撤率上也没有明显优势，所以，北上资金择时策略对中国平安而言是一个比较糟糕的策略。

个股标的选择小结

北上资金净流入作为择时指标，具有一定的择时能力，不过在不同标的上它的择时效果有所不同。在部分标的中表现非常好，比如恒瑞医药（600276.SH），多空择时策略收益显著跑赢标的；而在另一些标的中表现稍弱，比如贵州茅台（600519.SH），多空择时策略收益只与标的收益基本持平；在有的标的中，比如中国平安（601318.SH），多空择时策略收益跑输标的。不过择时策略收益在这三个标的上都有正的收益。

所以我们在选择标的时候，首先要考虑分组统计的结果，应尽量选择那些分组统计分化明显的标的作为目标。同时，不同的标的对应的择时策略可能不尽相同，在构造择时策略时，不仅要考虑买空和卖空的阈值，也要考虑选择多空策略还是多头策略。

（附注：浙江大学硕士生傅俊豪全程参与本项目，对本课题有重要贡献）

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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并进行证券或期权交易，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。