

金融工程

证券研究报告

2022 年 12 月 02 日

哪些行业景气度在上行？

——细分行业景气度跟踪-20221202

行业历史盈利跟踪

在每周末计算各中信二级行业的 ROETTM 及当前值在过去一年内、十年内所处的分位数。

目前，通信设备、新能源动力系统、石油开采 II 的 ROETTM 处于过去一年的高点，半导体、生物医药 II、国防军工的 ROETTM 处于过去一年的低点。新能源动力系统、煤炭开采洗选、稀有金属的 ROETTM 处于过去十年的高点，生物医药 II、房地产开发和运营、发电及电网的 ROETTM 处于过去十年的低点。

行业景气度跟踪

在每周末计算各中信行业的预期 ROE 增速、预期营业收入增速，通过比较其与上季度的预期增速的差别，衡量行业景气度的变化。

目前，从预期 ROE 增速来看，畜牧业、旅游及休闲、新能源动力系统行业的景气度较高，石油开采 II、煤炭开采洗选、电信运营 II 行业的景气度较低。从相对历史增速来看，新能源动力系统、旅游及休闲、纺织服装行业处于较高水平，房地产开发和运营、建材、银行行业处于较低水平。

从预期营业收入增速来看，旅游及休闲、新能源动力系统、专用机械行业的景气度较高，煤炭开采洗选、石油开采 II、发电及电网行业的景气度较低。从相对历史增速来看，电气设备、旅游及休闲、电源设备行业处于较高水平，房地产开发和运营、石油开采 II、保险 II 行业处于较低水平。

风险提示：本报告为市场情况监控，不构成投资建议。

作者

吴先兴 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120001
wuxianxing@tfzq.com

何青青 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080008
heqingqing@tfzq.com

相关报告

- 1 《金融工程：金融工程-板块配置月报：现金流下行，折现率上行，12 月建议配置周期下游、消费板块》 2022-12-01
- 2 《金融工程：基金研究-FOF 组合推荐周报：上周多维度因子 FOF 组合超额收益为 2.34%》 2022-11-28
- 3 《金融工程：金融工程-行业流动性跟踪周报：近期行业流动性变化情况》 2022-11-28

内容目录

1. 行业历史盈利跟踪	3
2. 行业景气度跟踪	5
2.1. 行业预期 ROE 增速	5
2.2. 行业预期营业收入增速	8

图表目录

图 1：行业 ROETTM 一年内趋势	3
图 2：行业 ROETTM 十年内趋势	4
图 3：行业预期 ROE 增速	5
图 4：行业预期营业收入增速	8
表 1：行业预期 ROE 增速及变化	6
表 2：行业当前预期 ROE 增速所处分位数	7
表 3：行业预期营业收入增速及变化	9
表 4：行业当前预期营业收入增速所处分位数	10

根据行业总市值及相对市值，从中信一级及二级行业中，选取具有代表性的行业，跟踪其景气度变化。

1. 行业历史盈利跟踪

对于各中信行业，计算行业 ROETTM，即

$$ROETTM_j = \frac{\sum_i E_{i,t}}{\sum_i (BV_{i,t-1} + BV_{i,t})/2}$$

其中， $ROETTM_j$ 为行业 j 的 ROETTM， $E_{i,t}$ 为行业 j 内公司 i 在 t 报告期的归属于母公司的净利润(TTM)， $BV_{i,t}$ 为公司 i 在 t 报告期的归属于母公司的股东权益。在计算归属于母公司的净利润 (TTM) 时，对各公司均取能够获得的最新的定期报告、业绩预告及快报。

在每周末计算各中信行业的 ROETTM 及当前值在过去一年内所处的分位数。下图展示了各行业最新的 ROETTM 数值 (图标下方数值) 及其在过去一年内所处的分位数 (图中横坐标值)。通过将历史的 ROETTM 抽样平滑，得到各行业过去一年内 ROETTM 的趋势，如右侧图所示。

目前，通信设备、新能源动力系统、石油开采 II 的 ROETTM 处于过去一年的高点，半导体、生物医药 II、国防军工的 ROETTM 处于过去一年的低点。

图 1：行业 ROETTM 一年内趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

在每周末计算各中信行业的 ROETTM 及当前值在过去十年内所处的分位数。下图展示了各行业最新的 ROETTM 数值 (图标下方数值) 及其在过去十年内所处的分位数 (图中横坐标值)。通过将历史的 ROETTM 抽样平滑，得到各行业过去十年内 ROETTM 的趋势，如右侧图所示。

目前，新能源动力系统、煤炭开采洗选、稀有金属的 ROETTM 处于过去十年的高点，生物医药 II、房地产开发和运营、发电及电网的 ROETTM 处于过去十年的低点。

图 2：行业 ROETTM 十年内趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业景气度跟踪

在每周末计算各中信行业的预期 ROE 增速、预期营业收入增速，通过比较其与上季度的预期增速的差别，衡量行业景气度的变化。

2.1. 行业预期 ROE 增速

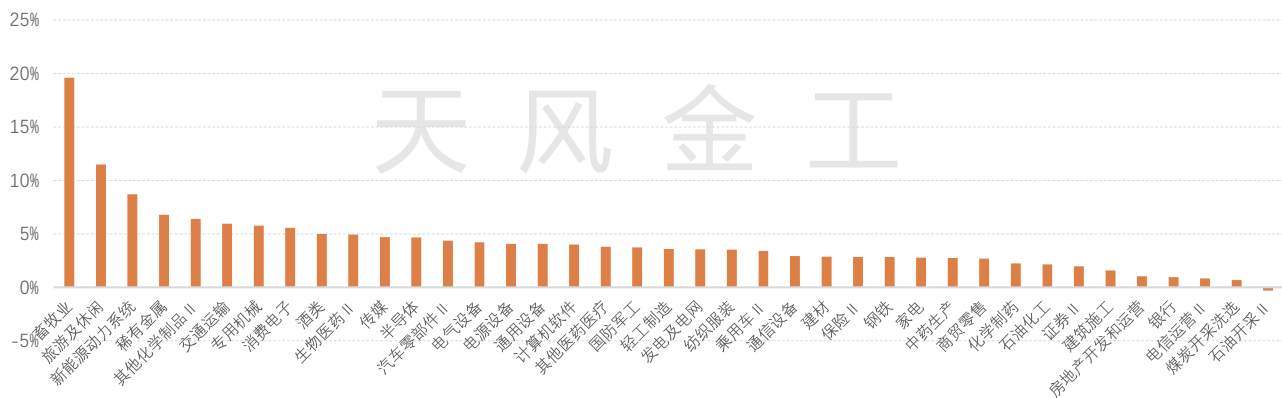
通过分析师对个股的预期盈利，计算当前行业预期 ROE 增速：

$$FROEgrowth_{j,T} = \frac{\sum_i FNP_{i,T} - \sum_i NP_{i,T-1}}{abs(\sum_i BV_{i,latest})}$$

其中， $FROEgrowth_{j,T}$ 为 T 年度行业 j 的预期 ROE 增速， $FNP_{i,T}$ 为行业 j 中公司 i 的 T 年度的预期归母净利润， $NP_{i,T-1}$ 为行业 j 中公司 i 在 T-1 年度的归母净利润。 $BV_{i,latest}$ 为公司 i 在最新报告期的归属于母公司的股东权益。预期归属于母公司的净利润为每季度各机构对该公司 T 年度的最新盈利预测的平均值。在每年 10 月 31 日之前，T 年为当年；此后，T 年为下一年（下同）。

下图为当前行业预期 ROE 增速。目前，从预期 ROE 增速来看，畜牧业、旅游及休闲、新能源动力系统行业的景气度较高，石油开采 II、煤炭开采洗选、电信运营 II 行业的景气度较低。

图 3：行业预期 ROE 增速



资料来源：Wind，朝阳永续，天风证券研究所

下图为当前行业预期 ROE 增速及相对于上季度的变化。

表 1：行业预期 ROE 增速及变化

行业	当前预期增速	当前预期增速排序	上季度预期增速	上季度预期增速排序	排序变化	预期增速变化
旅游及休闲	11.50%	2	10.26%	2	—	1.24%
发电及电网	3.56%	21	2.43%	29	↑	1.13%
交通运输	5.96%	6	5.35%	8	↑	0.61%
钢铁	2.83%	27	2.41%	30	↑	0.42%
传媒	4.70%	11	4.35%	13	↑	0.35%
商贸零售	2.68%	30	2.37%	31	↑	0.31%
汽车零部件 II	4.36%	13	4.07%	15	↑	0.29%
计算机软件	3.99%	17	3.75%	18	↑	0.24%
石油化工	2.13%	32	1.93%	32	—	0.19%
乘用车 II	3.40%	23	3.22%	22	↓	0.18%
石油开采 II	-0.33%	39	-0.49%	39	—	0.17%
电气设备	4.21%	14	4.06%	16	↑	0.15%
稀有金属	6.79%	4	6.64%	4	—	0.15%
专用机械	5.76%	7	5.62%	6	↓	0.14%
保险 II	2.84%	26	2.72%	27	↑	0.12%
国防军工	3.73%	19	3.66%	20	↑	0.07%
消费电子	5.55%	8	5.49%	7	↓	0.06%
建筑施工	1.59%	34	1.53%	34	—	0.05%
轻工制造	3.58%	20	3.53%	21	↑	0.05%
证券 II	1.97%	33	1.92%	33	—	0.05%
通信设备	2.93%	24	2.90%	25	↑	0.04%
生物医药 II	4.93%	10	4.90%	11	↑	0.03%
中药生产	2.76%	29	2.74%	26	↓	0.02%
其他化学制品 II	6.39%	5	6.38%	5	—	0.01%
电源设备	4.06%	15	4.10%	14	↓	-0.05%
电信运营 II	0.84%	37	0.89%	37	—	-0.05%
银行	0.94%	36	1.00%	36	—	-0.06%
房地产开发和运营	1.02%	35	1.13%	35	—	-0.11%
煤炭开采洗选	0.66%	38	0.78%	38	—	-0.12%
新能源动力系统	8.70%	3	8.85%	3	—	-0.15%
纺织服装	3.53%	22	3.68%	19	↓	-0.16%
其他医药医疗	3.79%	18	3.95%	17	↓	-0.16%
酒类	4.98%	9	5.14%	10	↑	-0.16%
建材	2.87%	25	3.07%	24	↓	-0.20%
化学制药	2.24%	31	2.48%	28	↓	-0.24%
家电	2.78%	28	3.07%	23	↓	-0.29%
通用设备	4.05%	16	4.38%	12	↓	-0.34%
半导体	4.66%	12	5.27%	9	↓	-0.61%
畜牧业	19.61%	1	22.32%	1	—	-2.71%

资料来源：Wind，朝阳永续，天风证券研究所

下表展示了各行业 2010 年以来各年度的 ROE 相对于上一年 ROE 的增速，并且统计了行业当前预期 ROE 增速在历史增速中所处的分位数。新能源动力系统、旅游及休闲、纺织服装行业处于较高水平，房地产开发和运营、建材、银行行业处于较低水平。

表 2：行业当前预期 ROE 增速所处分位数

行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	分位数
新能源动力系统	3%	0%	0%	3%	1%	1%	1%	0%	-7%	4%	2%	7%	6%	9%	100%
旅游及休闲	4%	3%	2%	1%	1%	3%	1%	3%	2%	-2%	-9%	9%	-3%	12%	100%
纺织服装	2%	1%	-3%	2%	2%	1%	1%	-1%	0%	-1%	-1%	1%	0%	4%	100%
传媒	2%	2%	1%	2%	4%	3%	3%	-2%	-9%	-1%	3%	5%	0%	5%	100%
计算机软件	3%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	-1%	-5%	-4%	2%	0%	1%	4%	100%
国防军工	1%	3%	-1%	0%	0%	-2%	2%	0%	-1%	1%	2%	0%	3%	4%	100%
轻工制造	0%	-2%	-1%	0%	1%	2%	2%	4%	-1%	1%	-1%	1%	1%	4%	93%
电气设备	0%	-1%	0%	0%	4%	1%	2%	0%	-2%	0%	3%	2%	4%	4%	93%
汽车零部件 II	7%	2%	-2%	1%	3%	1%	2%	2%	-2%	-5%	0%	3%	4%	4%	93%
通用设备	-1%	0%	-3%	1%	0%	-3%	0%	3%	-6%	0%	5%	2%	3%	4%	93%
专用机械	1%	2%	-4%	-1%	-4%	2%	-4%	6%	-6%	2%	0%	3%	4%	6%	93%
其他化学制品 II	6%	3%	-3%	0%	4%	1%	4%	5%	2%	-3%	-1%	8%	4%	6%	93%
化学制药	1%	0%	1%	0%	1%	1%	2%	3%	-2%	0%	2%	0%	2%	2%	93%
畜牧业	6%	10%	-6%	-2%	2%	4%	11%	-6%	-7%	19%	8%	-39%	21%	20%	93%
生物医药 II	3%	2%	0%	1%	3%	1%	4%	2%	-5%	6%	4%	6%	-1%	5%	86%
半导体	6%	0%	-3%	1%	-1%	2%	-2%	0%	-4%	4%	5%	7%	1%	5%	86%
其他医药医疗	1%	2%	0%	1%	1%	3%	3%	2%	2%	-1%	9%	3%	4%	4%	86%
交通运输	11%	-5%	-1%	-1%	4%	0%	0%	4%	-2%	0%	-7%	9%	-1%	6%	86%
商贸零售	3%	3%	-2%	0%	-1%	0%	2%	2%	-1%	-1%	-4%	-5%	1%	3%	86%
乘用车 II	13%	0%	-1%	5%	2%	3%	2%	-1%	-1%	-3%	-1%	2%	2%	3%	86%
消费电子	6%	1%	-1%	3%	2%	0%	3%	3%	-6%	0%	6%	0%	2%	6%	86%
发电及电网	1%	-1%	4%	4%	2%	2%	-2%	-3%	1%	1%	2%	-7%	5%	4%	79%
电源设备	5%	-3%	-7%	-2%	8%	-1%	1%	2%	-2%	1%	3%	0%	8%	4%	79%
石油化工	2%	0%	-3%	1%	-4%	-1%	3%	1%	1%	0%	-2%	5%	-3%	2%	79%
通信设备	3%	-2%	-5%	5%	4%	1%	-3%	0%	-2%	-2%	3%	0%	4%	3%	71%
电信运营 II	-3%	0%	1%	2%	1%	0%	-4%	0%	1%	-4%	5%	1%	1%	1%	71%
建筑施工	2%	2%	-1%	3%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	0%	1%	1%	2%	71%
中药生产	3%	3%	3%	3%	3%	1%	2%	0%	-1%	-4%	-7%	13%	1%	3%	64%
稀有金属	5%	10%	-7%	-2%	0%	-10%	8%	4%	0%	-9%	7%	14%	15%	7%	64%
酒类	6%	8%	10%	-3%	-3%	1%	1%	6%	5%	4%	2%	4%	4%	5%	64%
证券 II	1%	-2%	-4%	2%	5%	12%	-7%	0%	-3%	3%	2%	2%	-2%	2%	64%
保险 II	1%	-3%	-2%	5%	3%	3%	-2%	5%	0%	8%	-2%	-2%	-1%	3%	64%
煤炭开采洗选	5%	3%	-1%	-4%	-4%	-6%	5%	8%	0%	0%	0%	7%	10%	1%	57%
钢铁	5%	-3%	-5%	3%	0%	-13%	13%	12%	4%	-6%	0%	7%	-6%	3%	57%
石油开采 II	4%	-1%	-2%	1%	-2%	-6%	-2%	1%	3%	-1%	-2%	6%	7%	0%	57%
银行	5%	5%	3%	2%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	57%
家电	6%	3%	2%	5%	5%	-1%	5%	5%	-2%	3%	1%	1%	2%	3%	57%
建材	6%	6%	-7%	4%	1%	-5%	4%	6%	7%	1%	5%	1%	-6%	3%	50%
房地产开发和运营	4%	2%	2%	2%	1%	0%	4%	3%	1%	2%	-2%	-9%	0%	1%	43%

资料来源：Wind，朝阳永续，天风证券研究所

2.2. 行业预期营业收入增速

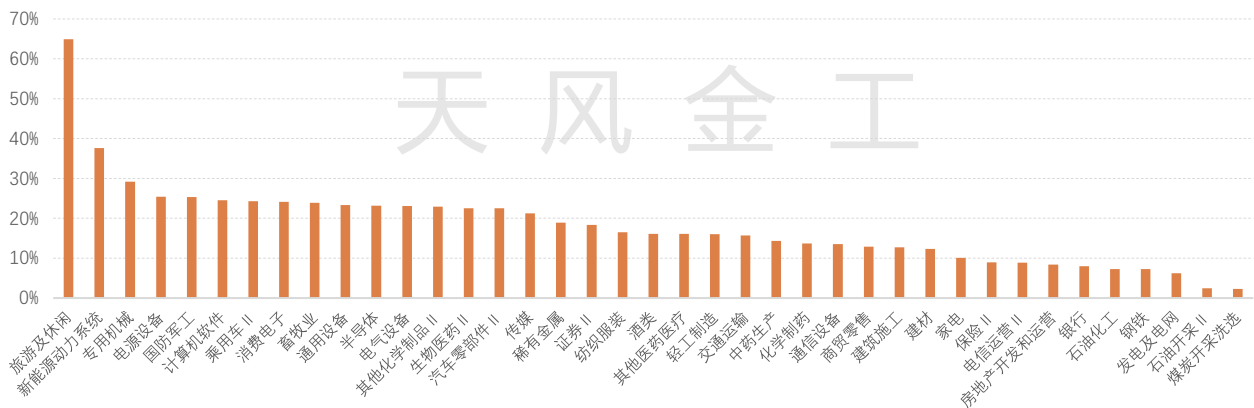
通过分析师对个股的预期营业收入，计算当前行业预期营业收入增速：

$$FORgrowth_{j,T} = \frac{\sum_i FOR_{i,T} - \sum_i OR_{i,T-1}}{abs(\sum_i OR_{i,T-1})}$$

其中， $FORgrowth_{j,T}$ 为T年度行业j的预期营业收入增速， $FOR_{i,T}$ 为行业j中公司i的T年度的预期营业收入， $OR_{i,T-1}$ 为行业j中公司i在T-1年度的营业收入。预期营业收入为本季度各机构对该公司T年度的最新营业收入预测的平均值。

下表为当前行业预期营业收入增速。目前，从预期营业收入增速来看，旅游及休闲、新能源动力系统、专用机械行业的景气度较高，煤炭开采洗选、石油开采Ⅱ、发电及电网行业的景气度较低。

图 4：行业预期营业收入增速



资料来源：Wind，朝阳永续，天风证券研究所

下表为当前行业预期营业收入增速及相对于上季度的变化。

表 3：行业预期营业收入增速及变化

行业	当前预期增速	当前预期增速排序	上季度预期增速	上季度预期增速排序	排序变化	预期增速变化
旅游及休闲	64.94%	1	51.73%	1	—	13.20%
汽车零部件 II	22.52%	15	19.66%	16	↑	2.86%
电源设备	25.41%	4	22.63%	10	↑	2.78%
电气设备	23.05%	12	20.81%	14	↑	2.24%
乘用车 II	24.29%	7	22.08%	12	↑	2.20%
稀有金属	18.88%	17	16.79%	19	↑	2.09%
新能源动力系统	37.65%	2	36.30%	2	—	1.35%
石油开采 II	2.43%	38	1.20%	39	↑	1.23%
传媒	21.21%	16	20.13%	15	↓	1.08%
其他化学制品 II	22.90%	13	21.89%	13	—	1.01%
国防军工	25.35%	5	24.44%	6	↑	0.90%
专用机械	29.19%	3	28.43%	3	—	0.76%
石油化工	7.29%	35	6.57%	36	↑	0.71%
消费电子	24.12%	8	23.77%	8	—	0.36%
证券 II	18.32%	18	17.99%	17	↓	0.33%
保险 II	8.97%	31	8.72%	32	↑	0.25%
电信运营 II	8.86%	32	8.64%	33	↑	0.22%
建材	12.32%	29	12.18%	29	—	0.14%
计算机软件	24.55%	6	24.43%	7	↑	0.13%
建筑施工	12.72%	28	12.65%	28	—	0.07%
通用设备	23.34%	10	23.35%	9	↓	-0.01%
生物医药 II	22.55%	14	22.62%	11	↓	-0.07%
中药生产	14.33%	24	14.48%	24	—	-0.15%
发电及电网	6.25%	37	6.43%	37	—	-0.18%
通信设备	13.50%	26	13.68%	26	—	-0.18%
化学制药	13.71%	25	13.95%	25	—	-0.24%
交通运输	15.72%	23	16.08%	23	—	-0.36%
钢铁	7.27%	36	7.63%	35	↓	-0.36%
银行	7.99%	34	8.37%	34	—	-0.38%
轻工制造	16.04%	22	16.55%	22	—	-0.51%
酒类	16.13%	20	16.75%	21	↑	-0.62%
商贸零售	12.90%	27	13.53%	27	—	-0.63%
其他医药医疗	16.09%	21	16.79%	20	↓	-0.70%
煤炭开采洗选	2.25%	39	3.11%	38	↓	-0.86%
纺织服装	16.53%	19	17.42%	18	↓	-0.89%
家电	10.06%	30	10.97%	30	—	-0.91%
房地产开发和运营	8.40%	33	9.45%	31	↓	-1.06%
畜牧业	23.85%	9	25.17%	5	↓	-1.32%
半导体	23.14%	11	26.13%	4	↓	-2.99%

资料来源：Wind，朝阳永续，天风证券研究所

下表展示了各行业 2010 年以来各年度的营业收入相对于上一年营业收入的增速，并且统计了行业当前预期营业收入增速在历史增速中所处的分位数。电气设备、旅游及休闲、电源设备行业处于较高水平，房地产开发和运营、石油开采 II、保险 II 行业处于较低水平。

表 4：行业当前预期营业收入增速所处分位数

行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	分位数
电气设备	22%	17%	7%	20%	9%	6%	21%	14%	11%	5%	9%	22%	22%	23%	100%
旅游及休闲	27%	37%	20%	1%	16%	25%	19%	20%	28%	2%	-32%	23%	-13%	65%	100%
电源设备	22%	7%	-1%	7%	8%	20%	11%	12%	9%	24%	19%	23%	50%	25%	93%
通用设备	5%	13%	-3%	12%	4%	-6%	11%	26%	19%	-3%	7%	20%	18%	23%	93%
乘用车 II	112%	12%	7%	19%	13%	10%	17%	13%	3%	1%	-2%	12%	19%	24%	93%
计算机软件	24%	17%	15%	26%	14%	16%	20%	23%	12%	12%	3%	14%	17%	25%	93%
国防军工	26%	58%	8%	13%	19%	8%	6%	8%	7%	4%	4%	13%	19%	25%	86%
新能源动力系统	27%	12%	9%	33%	15%	19%	37%	28%	16%	11%	5%	65%	74%	38%	86%
汽车零部件 II	52%	17%	9%	16%	12%	13%	31%	25%	12%	0%	0%	14%	18%	23%	79%
专用机械	19%	40%	0%	0%	-1%	-10%	-4%	41%	24%	8%	6%	25%	33%	29%	79%
轻工制造	26%	11%	6%	8%	3%	5%	14%	25%	15%	6%	6%	26%	11%	16%	79%
生物医药 II	12%	2%	19%	13%	20%	14%	18%	22%	27%	21%	23%	42%	16%	23%	79%
纺织服装	31%	19%	3%	7%	0%	4%	10%	17%	7%	0%	-12%	10%	7%	17%	79%
畜牧业	157%	37%	11%	7%	8%	4%	14%	10%	12%	16%	33%	17%	24%	24%	79%
交通运输	52%	13%	9%	6%	10%	9%	16%	29%	14%	9%	-2%	38%	10%	16%	71%
商贸零售	30%	29%	12%	12%	0%	15%	6%	20%	8%	3%	-2%	12%	13%	13%	71%
传媒	26%	18%	17%	14%	33%	27%	29%	10%	9%	1%	-4%	8%	0%	21%	71%
消费电子	54%	16%	10%	17%	38%	26%	22%	35%	19%	16%	34%	21%	22%	24%	64%
其他化学制品 II	40%	29%	5%	20%	12%	4%	19%	33%	14%	-2%	6%	50%	41%	23%	64%
钢铁	33%	19%	-11%	4%	-9%	-26%	4%	44%	13%	6%	5%	41%	-3%	7%	64%
酒类	21%	31%	24%	-1%	-6%	4%	7%	20%	19%	15%	4%	17%	16%	16%	57%
电信运营 II	11%	22%	19%	20%	-5%	-4%	-1%	0%	5%	-1%	4%	10%	10%	9%	57%
建筑施工	35%	10%	8%	15%	9%	6%	7%	9%	10%	18%	15%	16%	13%	13%	57%
中药生产	20%	22%	29%	21%	14%	11%	17%	11%	19%	8%	-7%	5%	8%	14%	57%
化学制药	22%	23%	16%	13%	11%	9%	16%	14%	23%	13%	1%	12%	12%	14%	57%
证券 II	18%	-13%	-12%	22%	56%	105%	-36%	6%	-10%	36%	25%	21%	-9%	18%	57%
通信设备	17%	24%	6%	3%	15%	21%	18%	15%	10%	3%	5%	12%	13%	14%	57%
半导体	53%	46%	-6%	16%	16%	26%	44%	39%	8%	23%	18%	38%	21%	23%	57%
石油化工	44%	33%	10%	4%	-2%	-26%	-3%	27%	23%	3%	-23%	32%	24%	7%	50%
建材	33%	29%	1%	18%	9%	-7%	11%	37%	30%	13%	38%	11%	-11%	12%	50%
家电	41%	21%	0%	15%	11%	-6%	16%	32%	14%	5%	2%	15%	7%	10%	43%
其他医药医疗	15%	20%	19%	15%	16%	27%	24%	23%	16%	16%	20%	16%	19%	16%	43%
发电及电网	35%	21%	7%	6%	0%	-4%	0%	24%	13%	12%	2%	17%	14%	6%	43%
稀有金属	38%	57%	-6%	21%	6%	-1%	7%	42%	16%	23%	22%	49%	46%	19%	43%
银行	26%	27%	16%	12%	14%	9%	1%	3%	8%	10%	5%	8%	5%	8%	43%
石油开采 II	44%	37%	9%	3%	1%	-24%	-6%	25%	18%	6%	-23%	35%	33%	2%	36%
煤炭开采洗选	39%	43%	9%	-1%	-15%	-25%	11%	44%	9%	8%	2%	31%	14%	2%	36%
保险 II	21%	10%	10%	12%	15%	22%	11%	21%	4%	15%	7%	1%	1%	9%	36%
房地产开发和运营	36%	15%	27%	28%	51%	8%	30%	6%	21%	20%	11%	9%	4%	8%	29%

资料来源：Wind，朝阳永续，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com