



正确认识“再次探底”

2023 年 08 月 20 日

➤ **回到 6 月的起点，不一样的世界。**回顾 6 月市场底部至今宽基指数与行业板块的表现，可以发现 A 股市场出现以下**两个特点**：**(1) 和经济基本面相关的定价更具韧性；(2) 前期受损的风格与板块逐步走强，而前期强势风格与板块反而回撤较大。**自 6 月至今，与国内经济相关性更强的上证 50 已取得正收益，而前期强势的中证 1000 指数调整幅度较大；同时金融地产、消费等经济基本面强相关板块有所上行，而此前相对占优的科技板块回撤较大。**事实上**，自 2018 年至今，万得全 A 共出现 5 次“双底”行情，其中 4 次均出现了强弱切换的市场特征。“双底”行情中出现强弱切换现象有内在原因：在 A 股市场，由于对于主要投资者来说缺乏做空工具，因此这些投资者在进行空头的观点表达时，往往是选择做多一个与整体市场下行压力相关性较小的板块；在成熟市场，往往会出现多头转空头加速下跌的情况。那么，在市场进入底部区间后，成熟市场的特点更多是：空头平仓带来第一轮上涨；而 A 股的特点反而是，“空头平仓”带来的是前期强势板块的下跌以拖累大盘反弹，形成双底。从这个意义上看，投资者应该是更加乐观。

➤ **回购是一个起点，“融资为主”的 A 股开始关注二级股东回报的提升。**本周证监会在新闻发布会中一方面明确提出要支持上市公司开展股份回购，同时本周科创板有超过 30 家公司披露了股份回购方案。另一方面，新闻发布会中同样提到“合理把握 IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节”。当前已公告但未实施的回购项目规模实际上并不大。**但毫无疑问的是，科创板上上市公司开始关注对二级市场股东回报的现象显然是一个正向信号。A 股市场一大争议是融资功能占据主导，自科创板开板以来，科创板 IPO 占全部 A 股 IPO 的比重稳定在 40% 左右，科创板自由流通市值的增长幅度显著高于全 A 自由流通市值的增长幅度，使得科创板成为这 5 年来 A 股融资功能的最重要代表。本周科创板上市公司集中回购的行动，最主要的意义在于反映出监管机构、上市公司对二级市场股东回报的重视程度在提升，未来二级市场股东回报和上市公司发展之间的正向循环有望陆续建立。**

➤ **海外流动性扰动，“中国力量”在慢慢修复。**人民币在 6 月和 8 月先后出现两次阶段性走弱，A 股也相应下跌，但是驱动逻辑不同。6 月人民币贬值的驱动因素是投资者对中国经济基本面的担忧，A 股下跌，上证 50、茅指数调整较多。8 月人民币贬值的驱动因素是美国金融条件的收紧：由于美国国债的加速发行，当下美债收益率已经上升到 4.26%，创下 2008 年以来最高，利率敏感的纳斯达克指数同样下跌了 8%。当前美国流动性收紧主要受美国财政部开始大规模发行债券以补充 TGA 账户；反倒是与中国基本面相关的茅指数、上证 50 在本轮全球调整中保持韧性。7 月开始，美国财政因为融资成功开始启动了新的投放，货币脱虚入实过后更有可能带来需求的回升；另一方面，关注下周“杰克逊霍尔”会议上鲍威尔对“长期通胀基准线是否会更高”的相关讨论，这对大宗商品为代表的风险资产存在或有的上行风险。

➤ **市场上行在即，保持乐观。**当 A 股特有的“空头平仓”现象，和全球流动性上的冲击。“中国力量”正在纠结中缓慢修复。配置上，第一关注大宗商品，大宗商品相关资产（油、铜、铝、油运、煤炭、板材、贵金属）。第二，金融板块在基本面见底时期有明显超额收益，值得关注（银行、保险、券商）。房地产政策正在调整，城中村改造下的建筑、建材、房地产、家电等：布局制造业的时机已到，专业机械、工程机械、机械零部件；以及具备技术优势，正在快速渗透的新能源车（整车、锂电）、光伏。

➤ **风险提示：**宏观经济短暂企稳后加速下行；海外流动性紧缩超预期。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

研究助理 纪博文

执业证书：S0100122080001

邮箱：jibowen@mszq.com

相关研究

1. 行业信息跟踪 (2023.8.7-2023.8.13)：餐饮需求仍具韧性，家电内外需皆有回落-2023/08/15
2. 策略专题研究：资金跟踪系列之八十四：北上配置盘的“交易化”-2023/08/14
3. A 股策略周报 20230813：最是此刻-2023/08/13
4. 资本新秩序系列（五）：动荡时代：债务、流动性与二次通胀-2023/08/09
5. 行业信息跟踪 (2023.7.31-2023.8.6)：新能源汽车销量向好，房地产供需显著走弱-2023/08/08

免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

目录

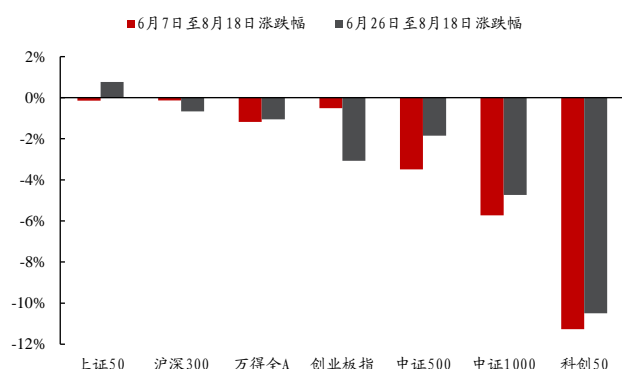
| | |
|--|----|
| 1 同样的底部，不一样的结构..... | 3 |
| 2 回购的背后：资本市场的“融资功能”和投资者利益未来将更加协调统一 | 5 |
| 3 全球流动性扰动是主导，要看到边际变化 | 7 |
| 4 不要放弃在黎明之前 | 9 |
| 5 风险提示 | 10 |
| 插图目录 | 11 |

1 同样的底部，不一样的结构

本周 A 股市场持续调整：上证综指在周五收跌后甚至已低于 6 月的底部区间，部分投资者对于市场的态度也在变得悲观。不过，如果仔细分析 6 月市场底部至今宽基指数与行业板块的表现，其实可以发现以下两个特点：**(1) 和经济基本面相关的定价更具韧性；(2) 前期受损的风格与板块逐步走强，而前期强势风格与板块反而回撤较大。**

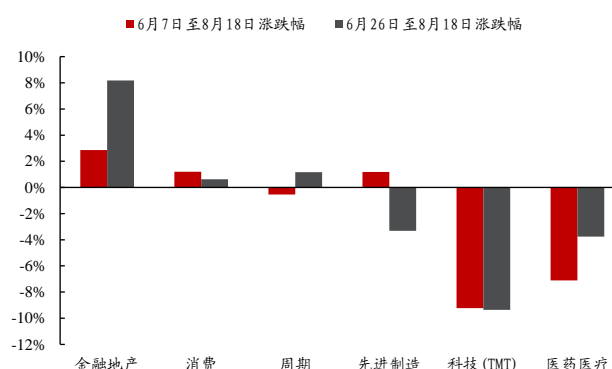
具体来说：从宽基指数层面来看，自 6 月至今，与国内经济相关性更强的上证 50 已取得正收益，而前期强势的中证 1000 指数调整幅度较大；从行业板块的角度来看，6 月以来金融地产、消费等经济基本面强相关板块有所上行，而此前相对占优的科技板块回撤较大。

图1：6月以来，与国内经济相关性更强的上证50已取得正收益，而前期强势的中证1000指数调整幅度较大



资料来源：wind，民生证券研究院。注：A 股市场在 6 月进入底部区间，分别在 6 月 7 日与 26 日形成阶段性低点；分别以这两个交易日为基础与当前进行市场比较。

图2：6月以来，金融地产、消费等经济基本面强相关板块有所上行，而此前相对占优的科技板块回撤较大



资料来源：wind，民生证券研究院。注：A 股市场在 6 月进入底部区间，分别在 6 月 7 日与 26 日形成阶段性低点；分别以这两个交易日为基础与当前进行市场比较。

值得注意的是，前期强势风格走弱、同时前期受损风格走强这一现象往往会在市场形成“双底”（市场先后两次调整至底部区间，在此之后开始向上反弹）特征时出现。自 2018 年至今，万得全 A 分别在 2008 年 10 月-12 月、2019 年 6 月-8 月、2020 年 2 月-3 月、2021 年 3 月和 2022 年 10 月-12 月共出现 5 次“双底”行情。在这 5 次市场先后筑底的过程中，除 2020 年疫情之初的“双底”行情之外，其余 4 次“双底”行情中均出现了前期强势风格走弱、同时受损风格走强的市场特征，主要体现为以上证 50 为代表的大盘股和以中证 1000 为代表的小盘股之间的强弱切换。

在 A 股市场，我们此前讨论过，由于对于主要投资者来说缺乏做空工具，因此这些投资者在进行空头的观点表达时，往往是选择做多一个与整体市场下行压力相关性较小的板块（底部形成前的强势板块）；在发达市场中，往往会出现多头转空头加速下跌的情况。那么，在市场进入底部区间后，发达市场的特点是：空头平仓带来第一轮上涨；而 A 股的特点反而是，“空头平仓”带来的是前期强势板块

的下跌以拖累大盘反弹，形成“双底”。

图3：A股市场在过去5次出现“双底”行情特征时，有4次出现前期强势风格走弱、同时前期受损风格走强的特征

| 2022年10月-12月“双底”行情 | | | | | | | | |
|--------------------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 时间区间 | 上证50 | 沪深300 | 万得全A | 创业板指 | 中证500 | 中证1000 | 科创50 | |
| 双底前上涨行情区间 | 2022/4/26-2022/7/4 | 13.8% | 18.8% | 24.7% | 31.8% | 24.6% | 34.4% | 26.2% |
| 双底行情区间 | 2022/10/31-2022/12/21 | 13.6% | 9.2% | 5.0% | 1.7% | 0.7% | -0.1% | -6.9% |
| 2021年3月“双底”行情 | | | | | | | | |
| 时间区间 | 上证50 | 沪深300 | 万得全A | 创业板指 | 中证500 | 中证1000 | 科创50 | |
| 双底前上涨行情区间 | 2020/12/11-2021/2/9 | 17.1% | 18.2% | 10.9% | 22.2% | 8.0% | 0.5% | 4.8% |
| 双底行情区间 | 2021/3/9-2021/3/25 | -1.3% | -0.9% | 0.1% | 0.9% | 0.8% | 1.1% | -0.8% |
| 2020年2月-3月“双底”行情 | | | | | | | | |
| 时间区间 | 上证50 | 沪深300 | 万得全A | 创业板指 | 中证500 | 中证1000 | 科创50 | |
| 双底前上涨行情区间 | 2019/11/15-2020/1/15 | 3.5% | 7.5% | 10.5% | 14.9% | 13.6% | 14.8% | |
| 双底行情区间 | 2020/2/3-2020/3/24 | -3.2% | -1.7% | 1.5% | 4.5% | 3.8% | 6.1% | 2.9% |
| 2019年6月-8月“双底”行情 | | | | | | | | |
| 时间区间 | 上证50 | 沪深300 | 万得全A | 创业板指 | 中证500 | 中证1000 | 科创50 | |
| 双底前上涨行情区间 | 2019/1/31-2019/4/22 | 19.6% | 25.7% | 32.6% | 38.2% | 37.0% | 42.2% | |
| 双底行情区间 | 2019/6/6-2019/8/7 | 1.5% | 1.6% | 0.9% | 5.9% | -1.1% | -2.9% | |
| 2018年末“双底”行情 | | | | | | | | |
| 时间区间 | 上证50 | 沪深300 | 万得全A | 创业板指 | 中证500 | 中证1000 | 科创50 | |
| 双底前上涨行情区间 | 2018/9/17-2018/9/28 | 8.6% | 7.3% | 5.5% | 4.6% | 4.3% | 3.2% | |
| 双底行情区间 | 2018/10/9-2019/1/4 | -5.4% | -3.2% | 0.6% | -0.4% | 2.0% | 6.1% | |

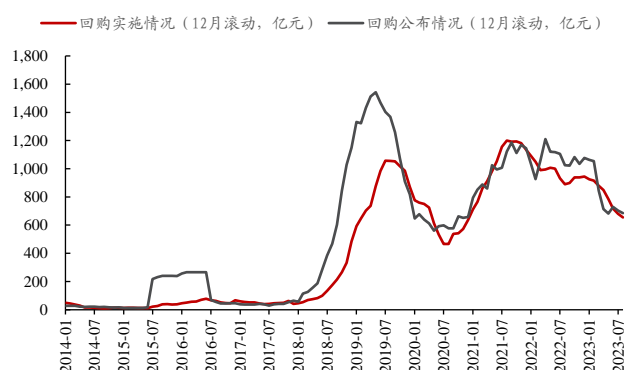
资料来源：wind，民生证券研究院。注：黄色虚线框内为前期优势、“双底”期间表现较差的指数；蓝色框内为前期表现弱势，“双底”期间表现较强的指数。

2 回购的背后：资本市场的“融资功能”和投资者利益未来将更加协调统一

在本周证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问活动中，明确指出要“提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者”，提出要修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购。而就在本周，科创板有超过 30 家公司披露了股份回购方案。

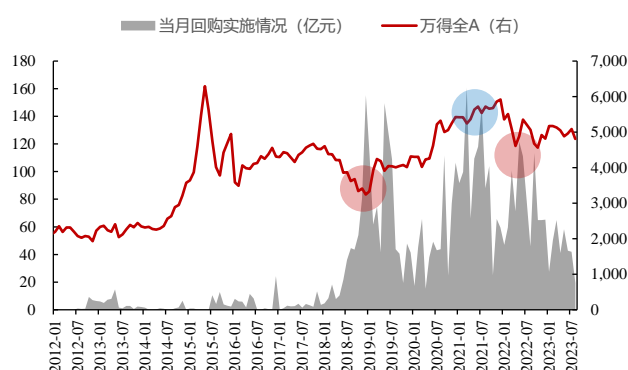
现实看，当前已公告但未实施的回购项目规模实际上并不大：上市公司的回购计划大多在 12 个月内执行，以过去 12 个月内上市公司股份回购方案中的回购上下限均值，和上市公司过去 12 个月的实际回购金额对比来看，当前两者之间的差异并不大。**此外，上市公司大幅实施回购并不意味着市场未来一定会上涨：**如 2021 年 7 月前后上市公司进行回购的规模很大，但此后不久 A 股市场便见顶回落。

图4：当前 A 股市场中已公告但未实施的回购项目规模可能并不大



资料来源：ifind，民生证券研究院

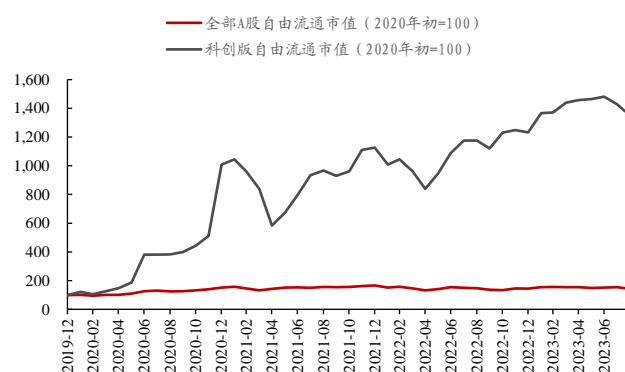
图5：上市公司回购金额大幅上升的时期并不一定对应市场底部



资料来源：ifind，民生证券研究院

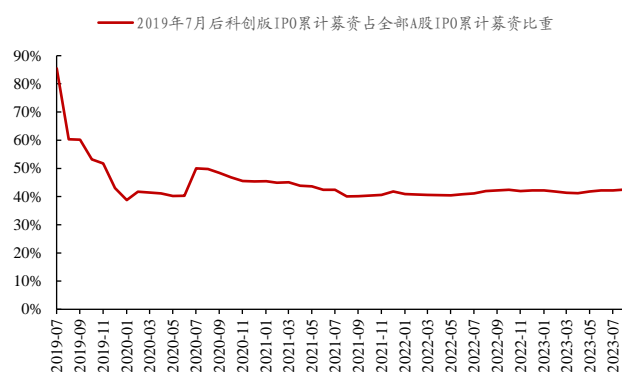
尽管回购的增加并不一定意味着市场的上行，但是市场开始关注对二级市场股东回报的现象毫无疑问是一个正向信号。长期以来，上市公司往往更注重 A 股的融资功能。自 2019 年 7 月第一批科创板股票上市发行以来，科创板成为 A 股市场中 IPO 融资规模最大的板块；自科创板开板以来，科创板 IPO 占全部 A 股 IPO 的比重稳定在 40% 左右。而随着科创板新上市公司数量的增加，科创板自由流通市值的增长幅度显著高于全部 A 股自由流通市值的增长幅度。本周科创板上上市公司集中回购的行动，作为发挥“融资功能”的桥头堡，科创板开始反映出上市公司对二级市场股东回报的重视程度在提升，结合周五证监会发布会对于融资的表述，未来二级市场股东回报有望与上市公司的股东回报形成协同和正向循环。

图6：2020 年以来，随着科创板上市公司的增加，科创板自由流通市值的增长幅度显著高于全部 A 股



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：自科创板开板以来，科创板 IPO 占全部 A 股 IPO 的比重稳定在 40%左右



资料来源：wind，民生证券研究院

3 全球流动性扰动是主导，要看到边际变化

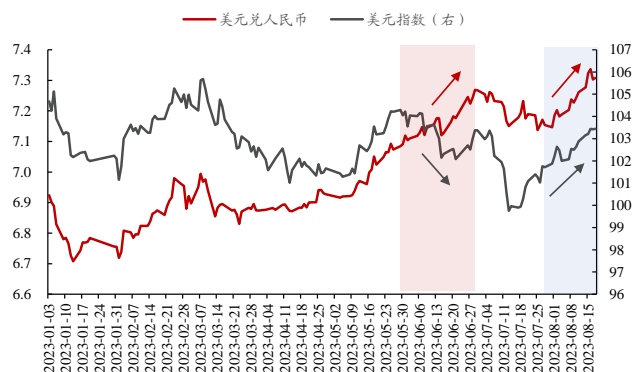
人民币兑美元汇率在 2023 年 6 月和 8 月先后出现两次阶段性贬值，不过值得注意的是，6 月人民币兑美元出现贬值时，美元同时也在走弱；而在 8 月人民币兑美元走弱时，美元则在走强。人民币在 6 月和 8 月两次走弱区间内，美元自身的走势也存在差异，**这一现象背后是人民币在 6 月和 8 月两次贬值过程中的驱动因素不同**：在 6 月份人民币贬值的过程中，主要驱动因素是投资者对中国经济基本面恶化的担忧；而在 8 月份人民币贬值的过程中，主要驱动因素是美国国内流动性收紧，带来美国国内利率的显著上行以及美元的走强。看似同样的人民币贬值和股票下跌，背后驱动的因素已经俨然不同，**“中国力量”是在加强而不是回到原点。**

对应到资本市场上来看：2023 年 6 月受投资者对中国经济基本面担忧的影响，A 股震荡调整同时美股持续修复；2023 年 8 月时，受美国流动性收紧的影响，A 股和美股开始同步下行。由于市场的驱动因素发生了变化，可以观察到 A 股中以茅指数为代表的与中国经济基本面相关性更强的资产近期相对于成长风格资产的表现更为强势。同样的，以美国纳斯达克为代表的成长股下跌了 8%。

当前美国资本市场流动性收紧的主要原因在于美国财政部开始大规模发行债券以补充 TGA 账户。从美国财政部开支的构成来看，美国财政投放最主要的方向是社保、医疗保障和教育领域。未来随着美国政府财政资金的投放，当前由美国金融领域抽取的流动性将会更有可能逐步进入实体相关领域。**在全球制造业触底的大背景下，如果未来美国在财政支出的过程中能够实现“脱虚入实”的话，那么至少对于需求敏感的价值风格、制造业来说是正向驱动。**

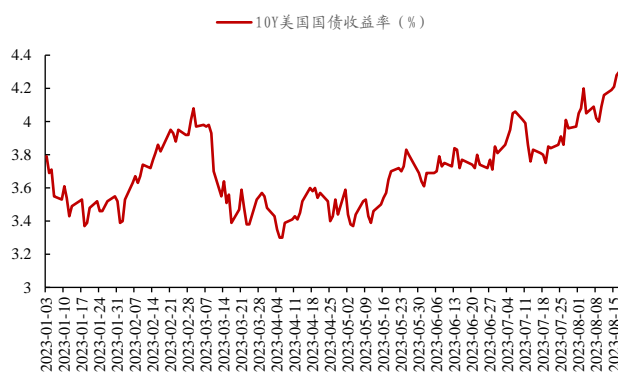
同时，货币政策上，关注下周“杰克逊霍尔”会议上鲍威尔是否对“长期通胀基准线是否会更高”的相关讨论，这对特别是大宗商品为代表的风险资产将有非常重要的“或有”正向驱动。

图8：6月人民币走弱时，美元也在走弱；8月人民币走弱时，美元则在走强

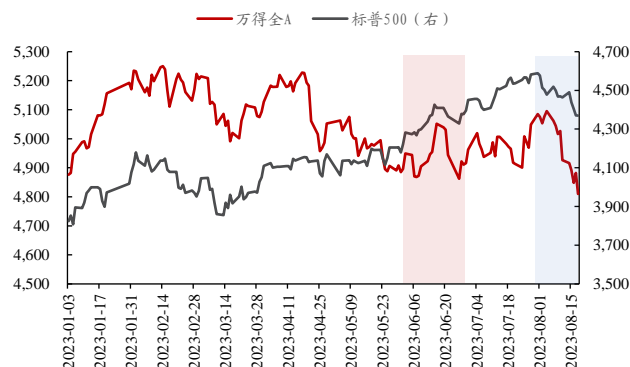


资料来源：wind，民生证券研究院

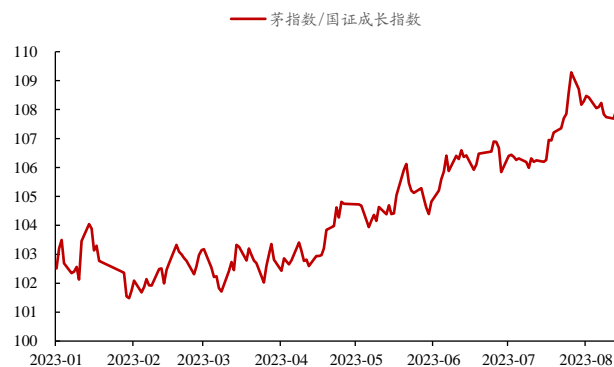
图9：8月以来美国 10Y 国债收益率显著上行



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：6月A股震荡下行、美股逐步走高；8月A股、美股同步下行


资料来源：wind，民生证券研究院

图11：最近一段时间茅指数相对成长风格指数表现更强


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：美国财政支出中，社保、教育、医疗相关领域支出占比较高，社会服务（以制造业补贴为主），7月开始投放已经加速

| 美国联邦政府支出占比 | 2023-07金额 (十亿美元) | 2023-07 | 2023-06 | 2023-05 | 2023-04 | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 |
|---------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国防 | 56.168 | 11.30% | 12.19% | 12.00% | 12.48% | 12.08% | 11.37% | 10.20% | 14.16% |
| 国际事务 | 4.611 | 0.93% | 0.81% | 1.57% | 1.07% | 0.87% | 1.52% | 0.36% | 0.77% |
| 一般科学、空间和技术 | 3.079 | 0.62% | 0.53% | 0.64% | 0.64% | 0.53% | 0.53% | 0.60% | 0.75% |
| 能源 | -0.05 | -0.01% | 0.18% | 0.00% | -0.03% | 0.11% | 0.08% | -0.05% | 0.13% |
| 自然资源和环境 | 4.423 | 0.89% | 0.65% | 0.77% | 0.54% | 0.53% | 0.64% | 0.59% | 0.76% |
| 农业 | 2.028 | 0.41% | 0.29% | 0.31% | 0.24% | 0.24% | 0.45% | 0.67% | 0.89% |
| 商业和住房信贷 | 1.3 | 0.26% | -0.52% | 2.28% | 1.82% | 3.73% | 0.54% | -0.01% | -0.17% |
| 交通运输 | 10.493 | 2.11% | 1.78% | 2.55% | 1.72% | 1.30% | 1.64% | 1.58% | 1.94% |
| 社区和区域发展 | 3.612 | 0.73% | 1.02% | 0.85% | 7.15% | 0.81% | 0.84% | 0.90% | 1.06% |
| 教育、培训、就业和社会服务 | 85.73 | 17.25% | 4.55% | 2.75% | 2.79% | 6.09% | 3.48% | 3.88% | 3.88% |
| 保健 | 67.485 | 13.58% | 12.10% | 14.80% | 13.73% | 12.50% | 13.37% | 14.21% | 14.49% |
| 医疗保险 | 21.278 | 4.28% | 21.26% | 13.17% | 4.61% | 16.66% | 12.97% | 14.69% | 11.45% |
| 收入保障 | 43.361 | 8.73% | 9.73% | 11.64% | 11.78% | 12.55% | 18.69% | 16.72% | 14.55% |
| 社保 | 115.581 | 23.26% | 18.76% | 21.09% | 24.88% | 16.59% | 21.73% | 23.35% | 19.31% |
| 退伍军人福利与服务 | 12.907 | 2.60% | 5.72% | 4.69% | 2.62% | 5.80% | 4.60% | 2.44% | 6.51% |
| 司法部门 | 5.834 | 1.17% | 0.96% | 1.47% | 1.87% | 0.97% | 1.20% | 1.24% | 1.18% |
| 一般预算 | 1.3 | 0.26% | 0.63% | 0.23% | 0.53% | 0.46% | 0.37% | 0.24% | -0.07% |
| 利息净额 | 67.032 | 13.49% | 10.82% | 11.06% | 13.51% | 9.62% | 7.74% | 10.25% | 10.00% |
| 未分配抵销收入 | -9.229 | -1.86% | -1.45% | -1.87% | -1.93% | -1.42% | -1.76% | -1.87% | -1.58% |

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

4 不要放弃在黎明之前

市场当下的纠结和反复，来源于两股力量的协同，A股特有的“空头平仓”现象，和全球流动性上的冲击。“中国力量”正在纠结中缓慢修复。市场“双底”时期“前期强势品种走弱、弱势品种走强”的特征也已经出现，不要在此刻放弃希望。从配置建议上来看，大宗商品相关资产（**油、铜、铝、钢铁、煤炭、油运、贵金属**）仍然是首要推荐。

第二，金融板块在基本面见底时期有明显超额收益，值得关注（**银行、保险、券商**）。房地产政策正在调整，城中村改造下的**建筑、建材、房地产、家电**等。

第三，全球制造业可能在3-4季度见底回升，提前抢跑可能带来收益：包括中国已经具备规模 and 市场份额优势的**专业机械、工程机械、机械零部件**；以及具备技术优势，正在快速渗透的**新能源车（整车、锂电）、光伏**。

红利资产近期也有所企稳，作为漫长季节里的绝对收益品种，中长期主线我们也依旧看好。

5 风险提示

1) 宏观经济在短暂企稳后加速下行。当下宏观景气度已然相对低迷，如果出现需求进一步走弱的迹象，市场可能会出现较大的波动，过往有关底部区间市场特征的论述可能也不再成立。

2) 海外流动性紧缩超预期。如果海外出现超预期的流动性风险，那么基于海外经济基本面的假设将不再成立。

插图目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 6 月以来, 与国内经济相关性更强的上证 50 已取得正收益, 而前期强势的中证 1000 指数调整幅度较大 | 3 |
| 图 2: 6 月以来, 金融地产、消费等经济基本面强相关板块有所上行, 而此前相对占优的科技板块回撤较大 | 3 |
| 图 3: A 股市场在过去 5 次出现“双底”行情特征时, 有 4 次出现前期强势风格走弱、同时前期受损风格走强的特征 | 4 |
| 图 4: 当前 A 股市场中已公告但未实施的回购项目规模可能并不大 | 5 |
| 图 5: 上市公司回购金额大幅上升的时期并不一定对应市场底部 | 5 |
| 图 6: 2020 年以来, 随着科创板上市公司的增加, 科创板自由流通市值的增长幅度显著高于全部 A 股 | 6 |
| 图 7: 自科创板开板以来, 科创板 IPO 占全部 A 股 IPO 的比重稳定在 40% 左右 | 6 |
| 图 8: 6 月人民币走弱时, 美元也在走弱; 8 月人民币走弱时, 美元则在走强 | 7 |
| 图 9: 8 月以来美国 10Y 国债收益率显著上行 | 7 |
| 图 10: 6 月 A 股震荡下行、美股逐步走高; 8 月 A 股、美股同步下行 | 8 |
| 图 11: 最近一段时间茅指数相对成长风格指数表现更强 | 8 |
| 图 12: 美国财政支出中, 社保、教育、医疗相关领域支出占比较高, 社会服务 (以制造业补贴为主), 7 月开始投放已经加速 | 8 |

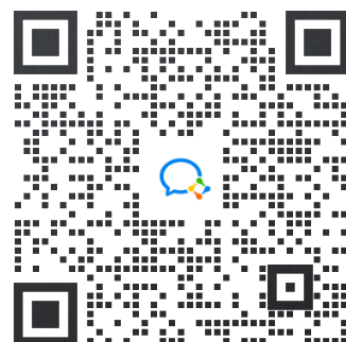
免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026