

【宏观专题】

中国中游：选股思辨

——战略看多中游制造系列七

❖ 前言：基于供需两端的积极变化，我们持续看好中国中游板块。在前期系列宏观层面的研究的基础上，我们思考如何落地到微观的选股。

1、首先，大的选股思路上，我们希望基于以下三个前提。第一，是多维度的，可以降低误判的概率。第二，任一维度的思考，有宏观的映射。宏观的映射更重逻辑，反映宏观层面正在发生的变化，微观的映射更重财务指标，反映对企业的真实影响。第三，基于多维度共同完成的选股，有相对超额收益。

2、其次，需要强调的是：第一，本文并非标准的量化选股文。涉及交易层面的停牌等问题未予以考虑，并不符合标准的量化选股流程，我们更多以量化的语言表达宏观自上而下的选股逻辑。第二，方便起见，我们系列报告对中国中游制造的定义始终与统计局的装备制造业定义保持一致。但，看多中游制造的主要逻辑可以适当扩围至更多行业。若其他行业或个股有类似的逻辑，也应予以重视。第三，限于数据可得性，宏观逻辑落地微观选股时面临行业分类偏粗、逻辑适用的定量数据偏少、需要等待所有个股财务数据全部披露因而时效性偏低等问题，进一步结合自下而上的前瞻判断有望取得更好的表现。

3、再次，我们的具体思考是：基于四大看多中国中游的宏观逻辑（供给稀缺性上升、海外安全需求上升、供需格局好转、技术持续进步），我们落地到微观的财务指标上，构建 HALO 指数、外需敞口指数、供需格局改善指数、技术进步指数，基于四大指数，我们构建中国中游 100 指数。从过去两年的表现来看，中国中游 100 指数相比沪深 300、中证 500、中证 1000 等主要宽基指数有明显的超额收益，或能反映中国中游的看多逻辑逐渐被市场所认可。我们建议自下而上的选股可以结合这些宏观维度的变化。

4、最后，主要宽基指数的中游含量看，创业板指中游占比高，或能较好的反映中游的盈利、股价走势。且从主要宽基指数的盈利分位数与估值分位数来看，创业板的估值相比其盈利分位数属于偏低水平。因而，建议可以将创业板指看作中国中游的替代观察指标。

❖ 一、维度 1：供给能力溢价

宏观层面的思考是，两大变革下（AI 变革、全球治理的规则变革）带来实物资产的稀缺性上升。微观层面构建 HALO 指数：即， $(\text{固定资产} + \text{在建工程}) / \text{总资产} * \ln(\text{人均固定资产：万元})$ 。2025 年以来，HALO 指数的重要性在上升，无论是对于去全 A 非金融还是中游制造。

❖ 二、维度 2：安全需求爆发

宏观层面的思考是，随着全球面临更多的军事冲突、贸易冲突。各国普遍面临安全焦虑，包括能源安全、国防安全、科技安全、关键矿产安全、供应链安全等需求将会持续涌现。微观层面构建外需敞口指数，外需敞口较大的个股或占据先发优势。近三年的情况来看，外需敞口更大的个股，表现更好。

❖ 三、维度 3：供需格局好转

宏观层面的思考是，反内卷、高油价、出口分散度上升等因素在助力供需格局改善。微观层面的思考是构建供需格局改善指数：毛利/固定资产。需要强调的是，财务指标滞后反映宏观格局变化，前瞻的微观判断或更为重要。例如，以全球出口 TOP10 占比衡量供给集中度、中国出口 TOP10 占比衡量需求集中度，当前中游多数商品的供需格局好于整体出口，这些供需格局趋好的商品是否可能带来财务指标改善值得予以持续关注。基于 2025 年三次季报数据，选择供需格局指数更好的中游制造，相对偏弱的那一部分，超额收益较高。

❖ 四、维度 4：技术进步红利

宏观层面的思考是，中国制造在持续的创新投入下技术进步显著。微观层面的思考是构建技术进步指数，包括研发投入与合同负债两个指标。此处的考虑是，技术突破的必要条件是研发投入增加。同时，一旦技术有所突破，短期必然供不应求，订单增加，合同负债会增长较快。基于 2025 年三次季报数据，选择

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

邮箱：luyinbo@hcyjs.com

执业编号：S0360519100003

相关研究报告

《【华创宏观】从二战美国看：变局下的“中游”突围——战略看多中游制造系列六》

2026-04-13

《【华创宏观】美国历史上如何化解债务？》

2026-04-08

《【华创宏观】通胀的六个判断》

2026-04-02

《【华创宏观】全球加息交易启动，信用溢价走阔——全球货币转向跟踪第 12 期》

2026-03-27

《【华创宏观】透视中国宽基指数的“中游制造”成色——战略看多中游制造系列五》

2026-03-26

技术进步指数更好的中游制造，相对偏弱的那一部分，超额收益较高。

❖ **五、总结：构建中国中游 100 指数**

编制过程如下：在 4 月底、8 月底、10 月底财报数据披露完毕后，更新四大指数：即 HALO 指数、外需敞口指数、供需格局改善指数、技术进步指数，选择四大指数均在前 60%分位数同时市值靠前的 100 个个股。

近两年来看，截至 4 月 14 日，中国中游累计收益率为 118%，好于主要宽基指数。沪深 300、中证 500、中证 1000 同期收益率分别为 30.4%、48.7%、48.2%。创业板指、科创 50 同期分别为 91.5%、83.1%。

值得注意的是，与主要宽基指数对比来看，创业板走势与中国中游 100 较为相近。从创业板的构成来看，市值、利润的中游含量均超过 70%，同时创业板的估值分位数相对于其盈利增长分位数处于偏低水平。因而，我们建议可以将创业板指看作中国中游的替代观察指标。

❖ **风险提示：**

选股模型不构成投资建议，历史回溯不代表未来走势。

投资主题

报告亮点

以定量的语言回答中国中游看多的逻辑如何落地。基于四大看多中国中游的宏观逻辑（供给稀缺性上升、海外安全需求爆发、供需格局好转、技术持续进步），我们落地到微观的财务指标上，构建 HALO 指数、外需敞口指数、供需格局改善指数、技术进步指数，基于四大指数，我们构建中国中游 100 指数。从过去两年的表现来看，中国中游指数相比沪深 300、中证 500、中证 1000 等主要宽基指数有明显的超额收益，或能反映中国中游的看多逻辑逐渐被市场所认可。我们建议自下而上的选股可以结合这些宏观维度的变化。

投资逻辑

主要包括五个章节。其中章节一至四分别阐述中国中游看多的宏观逻辑以及可以落地的微观财务指标。章节五完整应用四大看多逻辑进行历史回溯，构建中国中游 100 指数。在过去两年相对主要宽基指数有较高的超额收益。



目 录

一、维度 1：供给能力溢价	6
（一）宏观逻辑：两大变革带来供给稀缺性	6
（二）微观指标：构建 HALO 指数	6
二、维度 2：安全需求爆发	7
（一）宏观逻辑：秩序重构下安全投入增加	7
（二）微观指标：构建外需敞口指数	8
三、维度 3：供需格局好转	8
（一）宏观逻辑：供需格局好转的两大迹象	8
（二）微观指标：构建供需改善指数	9
四、维度 4：技术进步红利	11
（一）宏观逻辑：持续取得突破的中国制造	11
（二）微观指标：构建技术进步指数	11
五、总结：构建中国中游 100 等权指数	12

图表目录

图表 1	美股“七巨头”资本开支预期仍然高增	6
图表 2	全球央行:增持黄金，减持美债	6
图表 3	HALO 指数与中信行业涨跌幅相关系数	7
图表 4	HALO 指数与中游制造涨跌幅	7
图表 5	全球军事冲突数量持续增加	7
图表 6	全球贸易冲突数量持续增加	7
图表 7	外需敞口与中游制造	8
图表 8	中游需求投资增速差持续上升	9
图表 9	中国出口的国别分散度	9
图表 10	供给集中度与需求集中度对比	10
图表 11	供需格局改善幅度更大的中游制造个股 2025 年以来相对收益较高	10
图表 12	中美科技差距在持续收窄	11
图表 13	CIP：中国得分与第一名的差距持续收窄	11
图表 14	中游出口：中美日德比较优势	12
图表 15	中游细分品类：比较优势	12
图表 16	技术突破指数更高的中游制造个股 2025 年以来相对收益较高	12
图表 17	中国中游 100 等权指数与主要宽基指数走势对比	13
图表 18	创业板的中游利润占比与市值占比较高	13
图表 19	估值分位数与盈利增长分位数	13

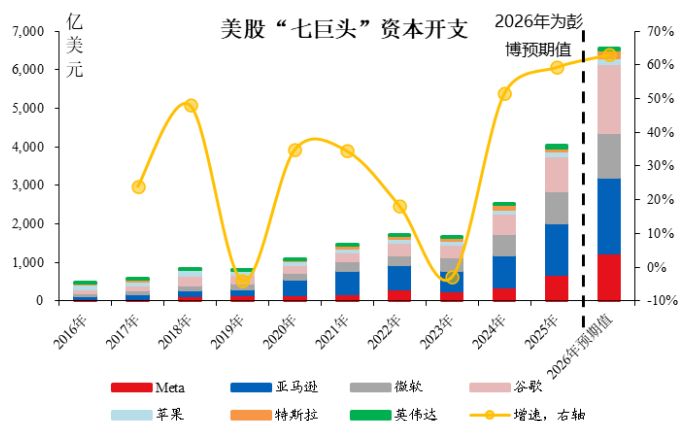
一、维度 1：供给能力溢价

（一）宏观逻辑：两大变革带来供给稀缺性

一是科技变革。AI 的持续突破对于很多商业模式、软件生态等带来挑战。难以被 AI 替代的“硬资产”稀缺性价值上升。

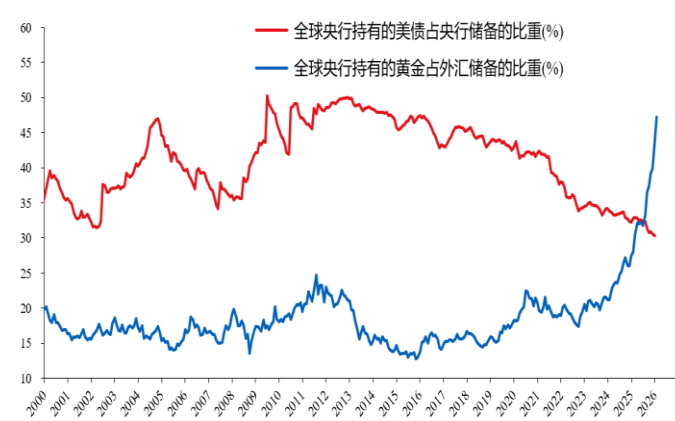
二是规则变革。以 WTO、联合国等系列多边机构主导的全球贸易、经济、金融体系面临巨大挑战，新的规则尚未完全建立。旧的规则下，美元是一切交易的媒介。这一规则面临挑战的情形下，实物资产的媒介价值上升。

图表 1 美股“七巨头”资本开支预期仍然高增



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 2 全球央行：增持黄金，减持美债



资料来源：Wind，华创证券

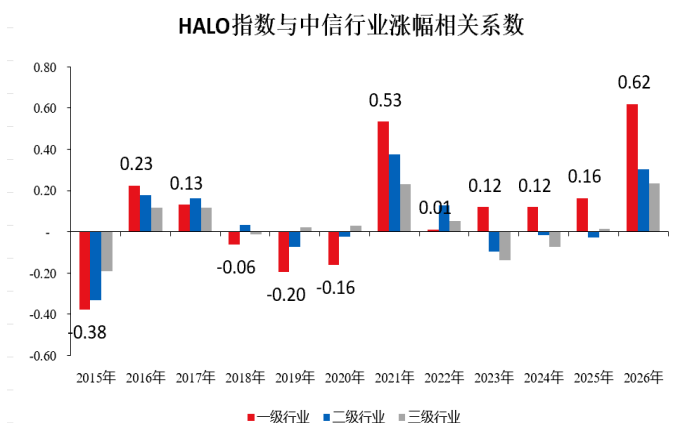
（二）微观指标：构建 HALO 指数

HALO 指数 = (固定资产+在建工程)/总资产*ln(人均固定资产：万元)。 此处的考虑是，对应重资产部分，观察企业的资产结构。对于低淘汰率部分，观察人均资产。此处，淘汰率的备选指标是折旧年限，但考虑到资产的折旧快慢与商业模式的易淘汰与否存在显著差异（典型的是半导体设备制造），以及折旧年限的会计处理有其灵活性，我们最终选择人均固定资产高低代表易淘汰与否。

2025 年以来，HALO 的重要性在上升。就全 A 非金融来看，计算中信行业指数的涨跌幅与 HALO 指数的相关系数（使用 2024 年年报数据，不含金融行业），一级行业层面，2025 年相关系数上升到 0.16，2026 年 1 季度相关系数上升到 0.62。

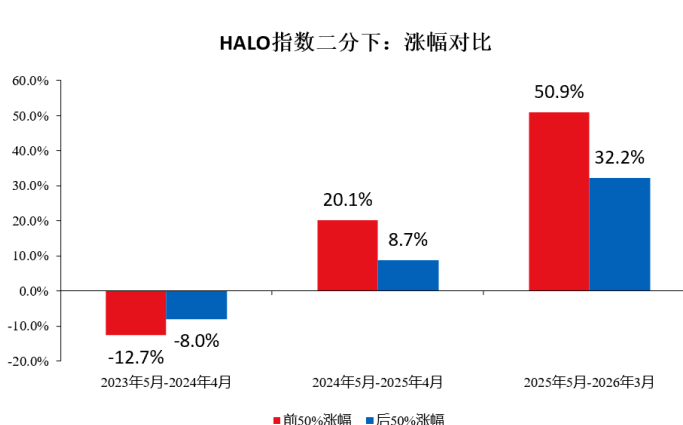
就中游内部而言，近两年 HALO 指数更大的个股，涨幅要好于 HALO 指数偏小的个股。使用年报数据，每年 4 月底将中游制造个股一分为二，2024 年 5 月-2025 年 4 月 HALO 指数更大的个股超额收益（相对 HALO 指数偏小的个股）为 11.4%，2025 年 5 月-2026 年 3 月超额收益为 18.7%。

图表 3 HALO 指数与中信行业涨跌幅相关系数



资料来源：Wind，华创证券；2026 年为 1 季度涨跌幅；简便起见，此处 HALO 指数为 2024 年年报数据。

图表 4 HALO 指数与中游制造涨跌幅



资料来源：Wind，华创证券

二、维度 2：安全需求爆发

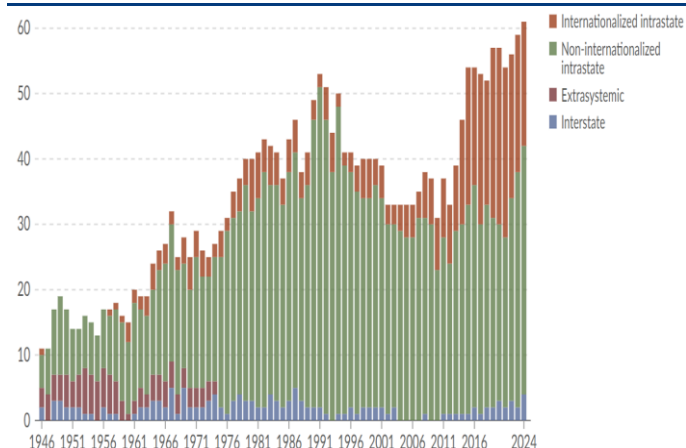
（一）宏观逻辑：秩序重构下安全投入增加

随着全球面临更多的军事冲突、贸易冲突。各国普遍面临安全焦虑，可能包括能源安全、国防安全、科技安全、关键矿产安全、供应链安全等。

两个例子。一是加拿大的总理讲话，“中等强国所依赖的多边机构正遭受前所未有的威胁。当规则不再保护你时，你只能自我保护。（本届政府）加速推进万亿美元规模的投资，覆盖能源、人工智能、关键矿产、新贸易走廊等领域。我们计划在本十年末将国防开支翻倍，且这一过程将助力本土产业发展。”

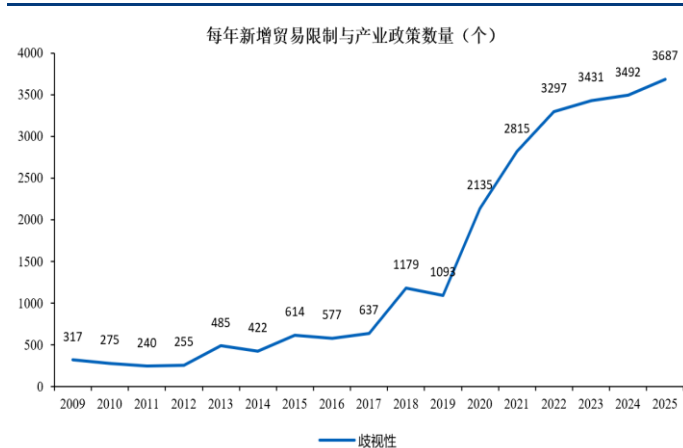
二是美国的国防投入预算。根据美国白宫管理和预算办公室 4 月 3 日的文件，2027 年财年美国国防部预算支出为 1.45 万亿美元，大幅增加 4409 亿美元，增幅达 43.7%。

图表 5 全球军事冲突数量持续增加



资料来源：our world in data，华创证券

图表 6 全球贸易冲突数量持续增加



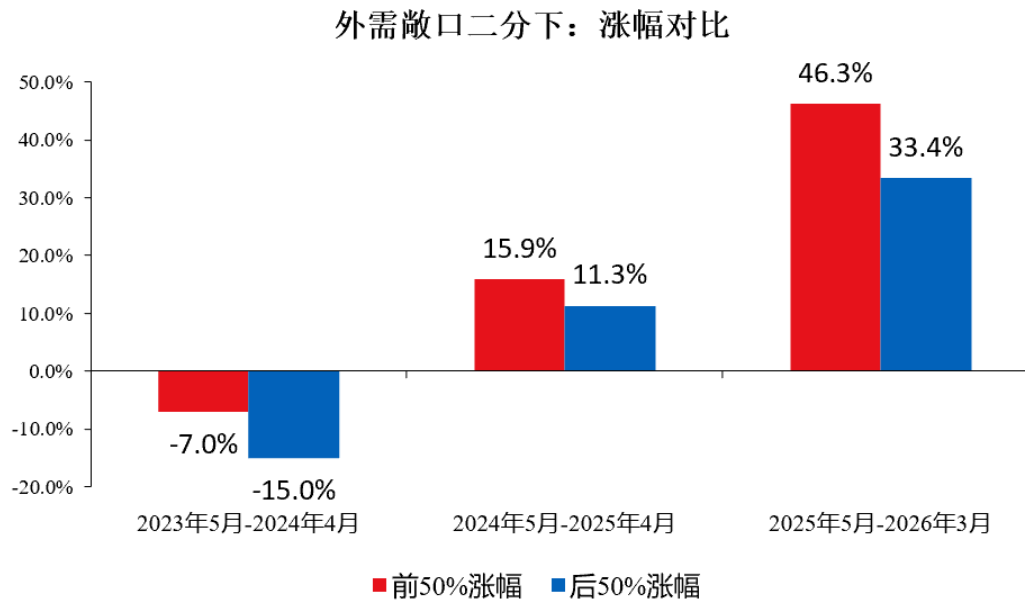
资料来源：Global Trade Alert，华创证券

（二）微观指标：构建外需敞口指数

外需敞口指数 = $\max(\text{海外收入占总收入之比}, \text{海外毛利占总毛利之比})$ 。此处的考虑是，安全需求的范围极具弹性，外需敞口较大的个股或占据先发优势。

近三年的情况来看，外需敞口更大的个股，涨幅要好于外需敞口偏小的个股。使用年报数据，每年4月底将中游制造个股一分为二，2023年5月-2024年4月，外需敞口更大的中游超额收益为8%，2024年5月-2025年4月为4.6%，2025年5月-2026年3月为12.8%。

图表 7 外需敞口与中游制造



资料来源：Wind，华创证券

三、维度 3：供需格局好转

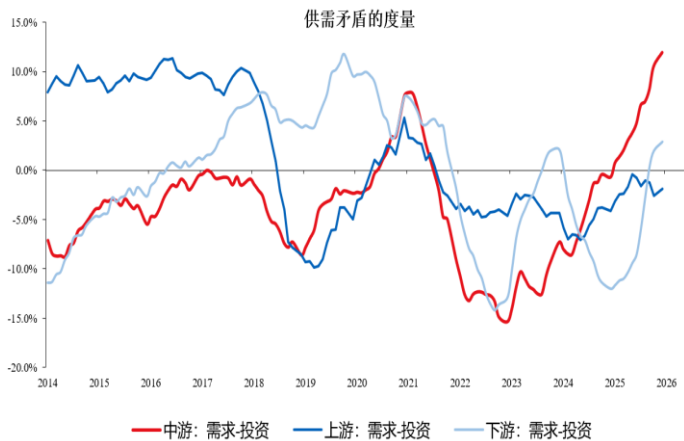
（一）宏观逻辑：供需格局好转的两大迹象

一是内部来看，反内卷推动下，制造业投资增速开始放缓。我们构建的需求投资增速差，在中游层面快速上升。

二是外部来看，出口的分散度在上升，出口企业稳价与提价的能力或在增强。我们计算中国出口中非主流市场，包括非洲、拉美、亚洲不含日韩东盟的区域、欧洲不含欧盟的区域，这些区域在2000年左右仅占中国的12.8%。到2025年，这些区域占比上行至31.3%。其中非洲占5.97%、拉美占7.89%、亚洲新贸易伙伴占13.8%、欧洲新贸易伙伴占3.6%。

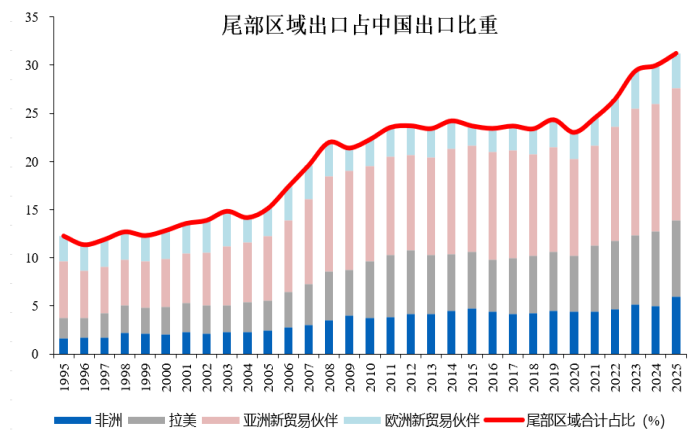
此外，高油价若持续，利好制造大国。参见《高油价带来“出清”，中国中游份额或“上行”——战略看多中游制造系列四》。

图表 8 中游需求投资增速差持续上升



资料来源：Wind，华创证券；注：指标定义参见《“存款”落谁家，春水向“中游”——宏观 2026 年年度策略报告》。

图表 9 中国出口的国别分散度



资料来源：Wind，华创证券；注：亚洲不含日韩港台及东盟；欧洲不含欧盟与英国。

（二）微观指标：构建供需改善指数

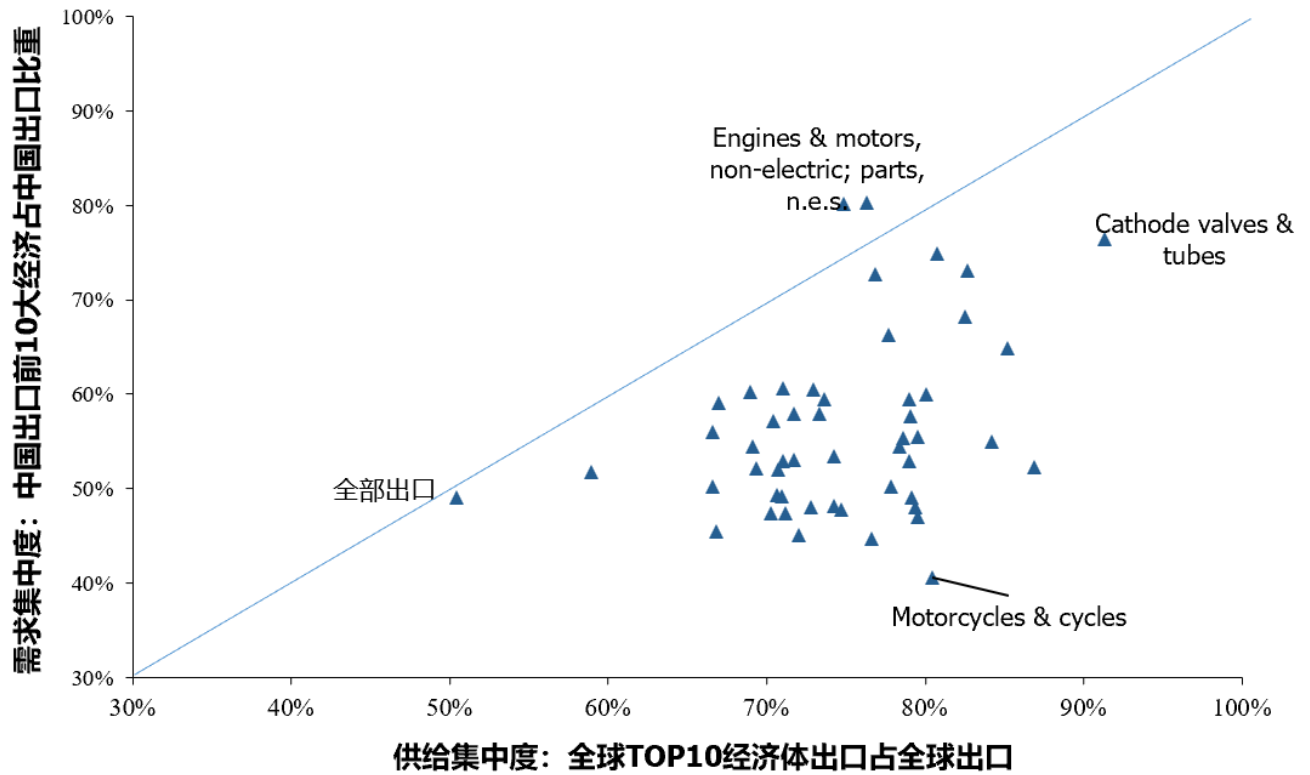
供需改善指数 = 本期固定资产周转率*毛利率-上年同期固定资产周转率*毛利率 = 本期毛利/固定资产-上年同期毛利/固定资产。此处考虑是，供需格局好转下，企业单位产能的盈利能力会增强。考虑到市场对毛利率变化较为敏感，选择近两个季度的毛利率数据。

需要强调的是，毛利率等财务数据滞后反应供需格局变化。行业研究时，可以进行更前瞻的判断。例如，以全球出口前 10 大经济体占比代表供给集中度，中国出口前 10 大经济体代表需求集中度，可以观察各个品类的供需集中度的相对关系。中国出口的中游产品，多数供给集中度优于需求集中度，有望受益供需格局改善的品类或在增多。

我们基于 2025 年三次季报数据，观察供需改善指数这一指标对选股的帮助。即，在 2025 年 4 月 30 日（1 季报披露完毕）、2025 年 8 月 31 日（中报披露完毕）、2025 年 10 月 31 日（三季报披露完毕），计算中游制造每个股票的供需改善指数，将前 50%分位数和后 50%分位数后续的股份表现进行对比，在市值加权的情况下，2025 年 5-8 月（基于 2025 年 1 季报和 2024 年年报）超额收益为 14.4%、9-10 月（基于 2025 年中报）超额收益为 4.0%。2025 年 11 月-2026 年 3 月（基于 2025 年三季报）超额收益为-1.1%。累计的超额收益达到 19.1%。

图表 10 供给集中度与需求集中度对比

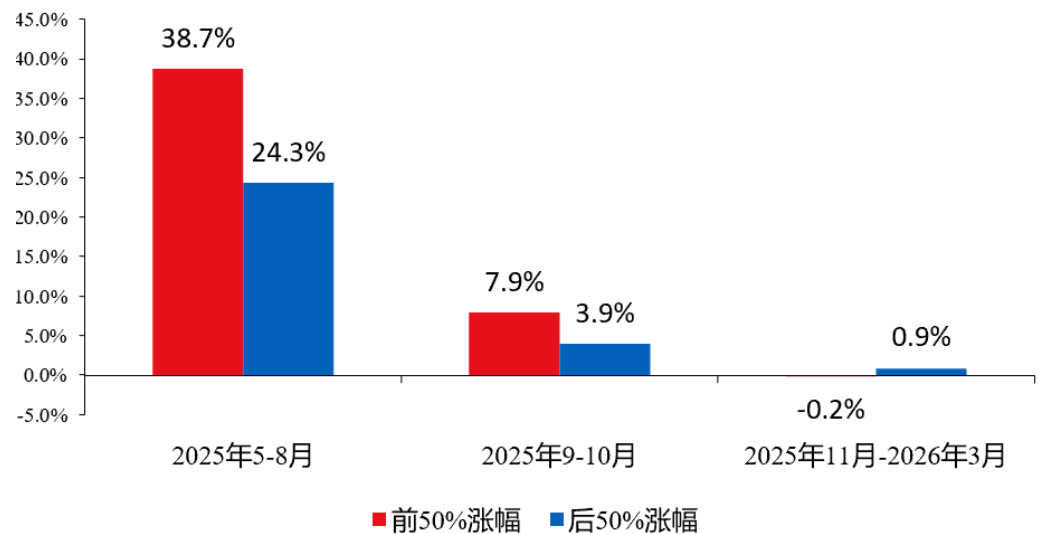
中国主要中游商品出口面临的供需集中度对比



资料来源：联合国，华创证券

图表 11 供需格局改善幅度更大的中游制造个股 2025 年以来相对收益较高

供需改善指数二分下：涨幅对比



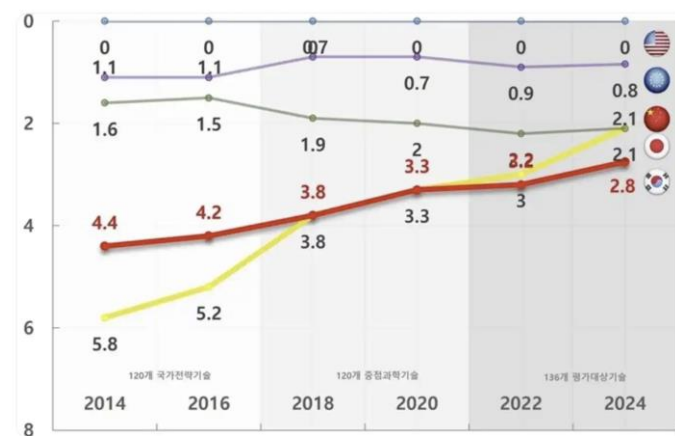
资料来源：Wind，华创证券

四、维度 4：技术进步红利

（一）宏观逻辑：持续取得突破的中国制造

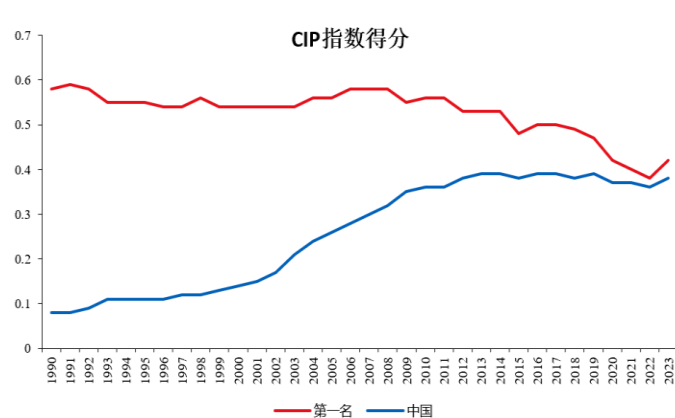
技术进步方面，综合能力在持续提升。根据联合国工业发展组织编制的 CIP 指数，中国的 CIP 得分与第一名得分（日本、美国、德国先后为 CIP 排序第一），差距在持续收窄。根据韩国科学技术信息通信部对 136 项国家核心技术的评估，以 2024 年美国科技发展水平为 100% 计，排名依次为：欧盟 93.8%、中国 86.8%、日本 86.2%、韩国 82.8%。中国较 2022 年上升一位，超越日本。

图表 12 中美科技差距在持续收窄



资料来源：韩国科学技术信息通信部，观察者网，华创证券

图表 13 CIP：中国得分与第一名的差距持续收窄



资料来源：联合国工业发展组织，华创证券

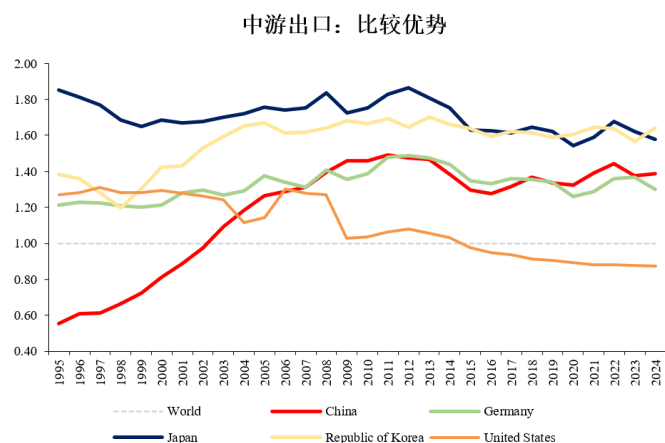
（二）微观指标：构建技术进步指数

技术进步指数 = 合同负债增速 * 研发投入增速。此处的考虑是，技术突破的必要条件是研发投入增加。同时，一旦技术有所突破，短期必然供不应求，订单增加，合同负债会增长较快。

同样，需要强调的是合同负债等财务数据滞后反应技术变化。行业研究可以进行更前瞻的判断。例如，以比较优势来看，中国中游在 2015 年以后趋于上行。50 个中游细分品类（SITC 三级编码）中，目前有 34 个比较优势超过 1。比较优势超过 1 的细分行业中，有望有更多的技术突破。

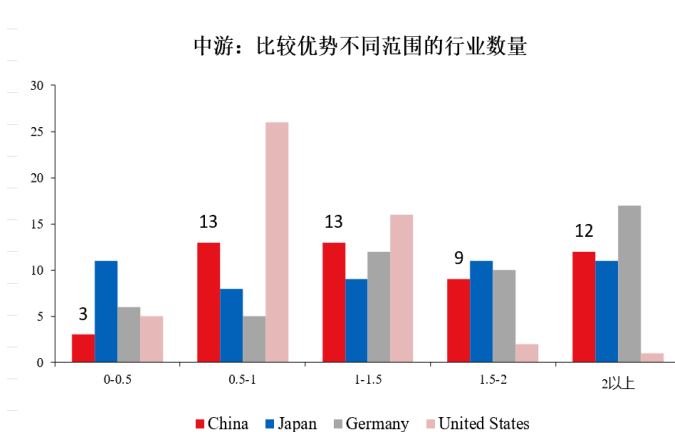
我们基于 2025 年三次季报数据，观察技术进步指数这一指标对选股的帮助。即，在 2025 年 4 月 30 日（1 季报披露完毕）、2025 年 8 月 31 日（中报披露完毕）、2025 年 10 月 31 日（三季报披露完毕），计算中游制造每个股票的供需改善指数，将前 50% 分位数和后 50% 分位数后续的股价表现进行对比，在市值加权的情况下，2025 年 5-8 月（基于 2025 年 1 季报和 2024 年年报）超额收益为 9.3%、9-10 月（基于 2025 年中报）超额收益为 4.0%。2025 年 11 月-2026 年 3 月（基于 2025 年三季报）超额收益为 -1.3%。累计的超额收益达到 13.4%。

图表 14 中游出口：中美日德比较优势



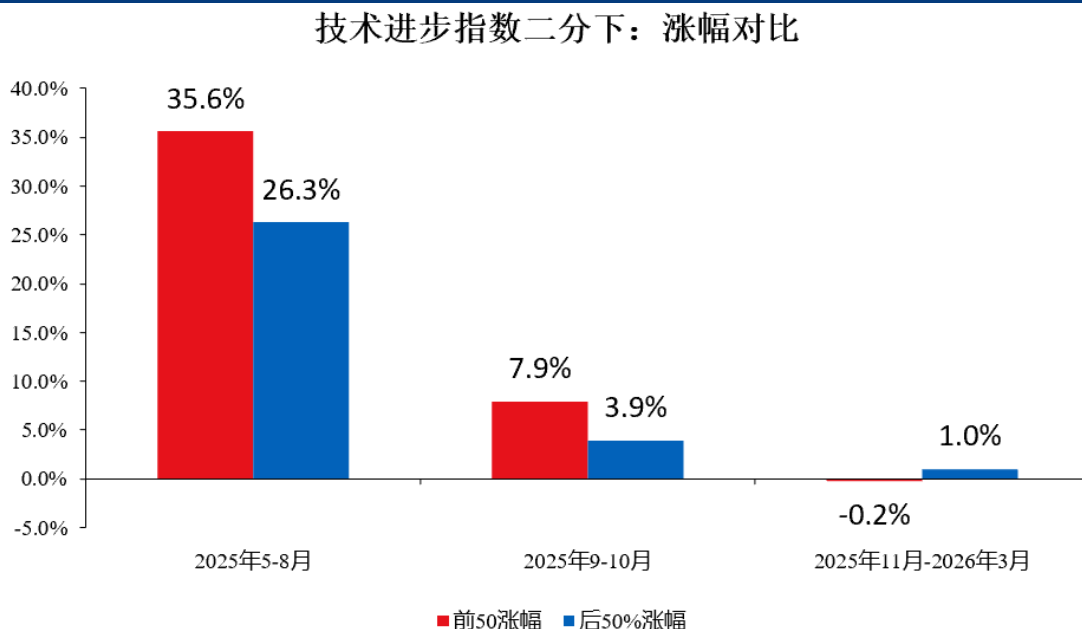
资料来源：Wind，华创证券

图表 15 中游细分品类：比较优势



资料来源：Wind，华创证券

图表 16 技术突破指数更高的中游制造个股 2025 年以来相对收益较高



资料来源：Wind，华创证券

五、总结：构建中国中游 100 等权指数

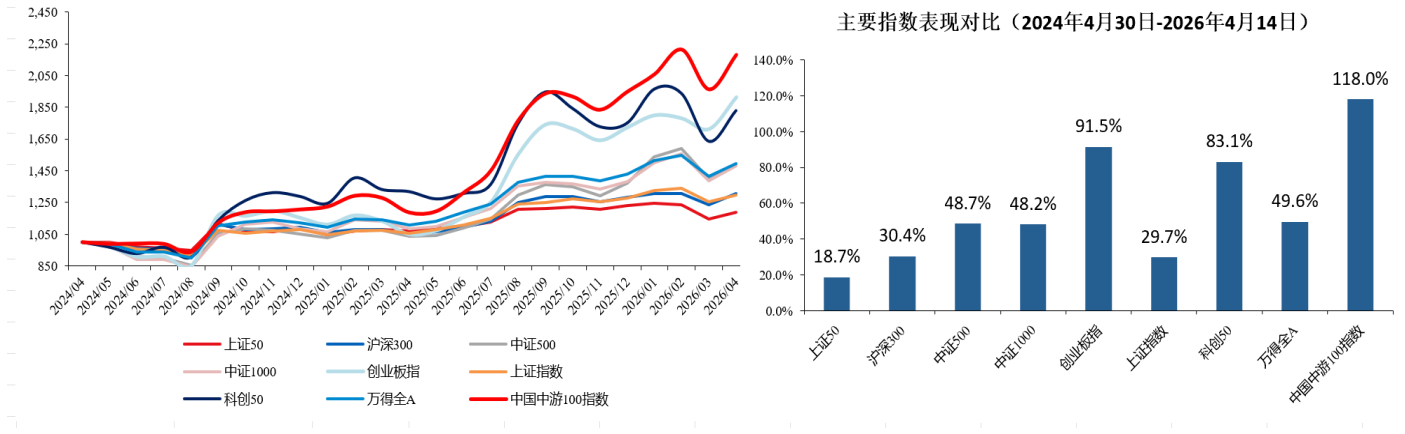
编制过程如下：在 4 月底、8 月底、10 月底财报数据披露完毕后，更新四大指数：即 HALO 指数、外需敞口指数、供需格局改善指数、技术进步指数，选择四大指数均在前 60% 分位数同时市值靠前的 100 个个股，等权纳入组合。（注：考虑到市值问题，适当放宽四大指数的要求，若全部选择前 50% 分位数，可能会纳入市值极小的个股）。

近两年来看，截至 4 月 14 日，中国中游 100 等权指数累计收益率为 118%，好于主要宽基指数。沪深 300、中证 500、中证 1000 同期收益率分别为 30.4%、48.7%、48.2%。创业板指、科创 50 同期分别为 91.5%、83.1%。

值得注意的是，与主要宽基指数对比来看，创业板走势与中国中游 100 较为相近。从创

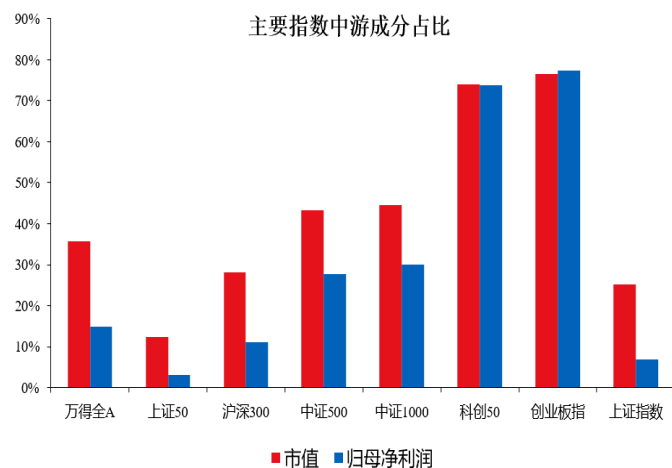
业板的构成来看，市值、利润的中游含量均超过 70%，同时创业板的估值分位数相对于其盈利增长分位数处于偏低水平。因而，我们建议可以将创业板指看作中国中游的替代观察指标。

图表 17 中国中游 100 等权指数与主要宽基指数走势对比



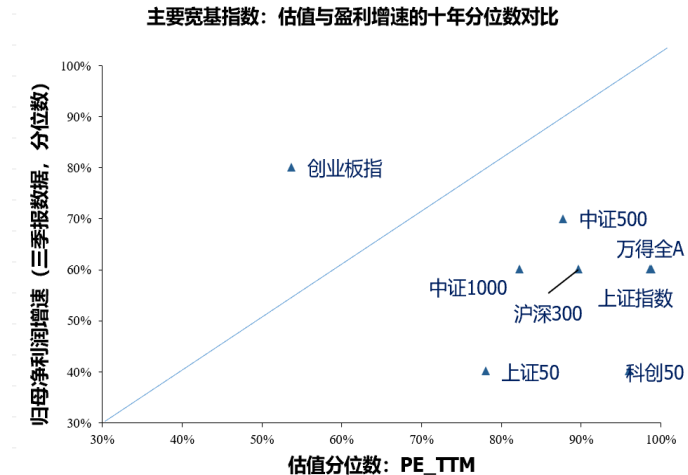
资料来源：Wind，华创证券

图表 18 创业板的中游利润占比与市值占比较高



资料来源：Wind，华创证券

图表 19 估值分位数与盈利增长分位数



资料来源：Wind，华创证券

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522