下载日志已记录，仅供内部参考



# 投资策略

## 库存周期的广度、传导与投资信号

**前言**：伴随经济结构的转型，传统经济模式的驱动力趋弱，A 股库存周期的弹性有所降低，这也导致库存周期的节奏判断和择时经验都需要进一步修正，本篇将围绕库存周期的弹性与广度、驱动与传导、以及投资信号展开探讨，以期为把握库存周期的投资机会提供帮助。

### 一、策略专题：库存周期的广度、传导与投资信号

**1、库存周期的跟踪中，既要看“弹性”，也要看“广度”。**伴随经济结构的转型，A 股库存周期弹性的同步降低，对库存周期的跟踪也不能局限于单一的“弹性”视角，也需要关注库存周期的“广度”，分别用以表征需求改善撬动的整体补库力度和行业补库意愿改善的范围。相对而言，“广度”指标也可以辅助库存周期的节奏判断，一方面被动调库广度指标往往对主动调库广度指标存在一定的领先性；二是广度指标的波动区间往往具备更加稳定的区间特征，可以辅助顶底判断。落脚本轮，结合时间和空间经验看，预计主动补库仍有一定的扩散和提升潜力。

**2、如何看待 A 股库存周期的驱动力转换与产业链传导？**首先，从结构上看，全 A 存货结构的主导权在 2007 年至今经历了“中游制造-地产建筑-中游制造”的转换。其次，从产业链传导看，上中下游的库存周期在长期是呈现较强的正向关联的，但也出现过阶段性的比较明显的分化。近两年，产业链的库存周期节奏分化又有所体现：一是制造业内部的分化，二是消费与制造的分化。单就企业的补库意愿的边际变化看，先进制造继续保持加速补库态势，上游资源补库意愿维持高位，商品消费的补库意愿边际改善，传统制造与服务消费的补库意愿边际放缓。

**3、如何把握更高置信度的库存周期投资信号？**

主动补库并非普适性的最佳择时信号。一般而言，企业盈利更受益于供需两旺的环境，即盈利改善更多伴随着主动补库的推进，但股价周期与盈利周期往往并不同步。结合历史回溯经验看，不同细分行业择时胜率真正占优的环境其实存在显著差异，真正在主动补库阶段有显著高胜率的细分行业更多集中在上游资源、传统制造和先进制造中，消费板块的占优状态分布则相对均衡一些。综合胜率、回报率的筛选条件，具备较高置信度的库存周期信号主要有三类：一是传统制造、先进制造的被动去库与主动补库信号；二是上游资源的主动补库与被动补库信号；三是消费板块的被动去库信号。

立足当下，优先关注兼具盈利改善期待的高置信度的主动补库细分行业。基于上述筛选回溯逻辑，应重点围绕高库存信号高置信度的细分行业参与。另外，在基于库存信号进行择时过程中，还需要尽量规避两类风险：一是噪声信号的风险；二是线性外推的风险。为规避两类风险，可将信号范围进一步缩小至主动补库类型；同时，若业绩预期延续上修，但 7-8 月份表现尚弱，则可能存在更大的定价预期差。具体宜优先关注：激光设备、被动元件、电子化学品、通信网络设备及器件、磨具磨料、电池化学品、印制电路板、消费电子零部件及组装、仪器仪表等。

### 二、市场回顾

**A 股市场：**本周主要宽基指数普遍收跌，双创调整更为显著，仅北证 50、微盘股小幅逆势收涨。风格层面，其他服务与金融稳定、大盘、低市盈率和亏损股相对占优。行业层面，传媒、银行、农牧涨幅居前，电子、有色、建材等行业跌幅居多。

**海外股市**：本周全球主要股指涨跌分化，巴西 IBOVESPA 指数领涨，日经 225、德国 DAX、韩国综合指数跌幅居多。具体来看：美股三大指数表现分化，能源、信息技术、公用事业涨幅居前，可选消费、材料、房地产跌幅居多；港股方面，三大指数表现分化，金融、综合涨幅居多，原材料、必选消费跌幅居多。

**重点商品：**能源显著走强，农产品表现分化，其中 WTI 原油、ICE 布油显著领涨，CBOT 小麦跌幅居多。

**风险提示：**1、数据统计误差；2、历史经验失效；3、宏观经济超预期变化。

**作者**

**分析师　杨柳**
执业证书编号：S0680524010002
邮箱：yangliu3@gszq.com

**分析师　王程锦**
执业证书编号：S0680522070004
邮箱：wangchengjin@gszq.com

**相关研究**

1、《海外市场：关注 AI 及硬件催化——2026 年 9 月港股金股推荐》 2026-09-02

2、《投资策略：中报盈利修复的线索与变化》2026-09-01

3、《投资策略：估值分化的“消化”进度如何？》 2026-08-17

下载日志已记录，仅供内部参考



## 内容目录

一、策略专题：库存周期的广度、传导与投资信号 ..... 3
二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 6 日当周） ..... 8
2.1 A 股市场 ..... 8
2.2 全球股市 ..... 9
2.3 重点商品 ..... 10
风险提示 ..... 11

## 图表目录

图表 1: 投资驱动趋势放缓，经济增速中枢下移且波动收窄 ..... 3
图表 2: 长期看，经济转型带动全 A 存货增速波动率趋势性收窄 ..... 3
图表 3: 2008 年底以来的全 A 库存周期中四类状态的持续时长变化 ..... 4
图表 4: 2008 年底以来的细分行业的库存状态概率分布情况 ..... 4
图表 5: 被动补库比例见顶一般领先主动补库比例见顶 2-4 个季度 ..... 4
图表 6: 被动补库比例见底一般也会领先主动去库比例 2-6 个季度 ..... 4
图表 7: 全 A 存货的板块分布结构 ..... 5
图表 8: 全 A 存货增速的板块贡献拆分 ..... 5
图表 9: 制造业产业链上中下游的存货增速周期性变化对比 ..... 5
图表 10: 不同板块内的细分行业类型分布统计（按胜率统计） ..... 6
图表 11: 不同板块内的细分行业类型分布统计（兼顾胜率与回报率） ..... 6
图表 12: 高置信度的主动补库的细分行业梳理 ..... 6
图表 13: 业绩预期变化与涨跌幅对比：高置信度的主动补库的细分行业 ..... 6
图表 14: A 股核心指数本周涨跌幅（%） ..... 8
图表 15: A 股各类风格指数本周涨跌幅（%） ..... 8
图表 16: 科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势 ..... 8
图表 17: 中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势 ..... 8
图表 18: 申万一级行业本周涨跌幅（%） ..... 9
图表 19: 全球重要股指本周涨跌幅（%） ..... 9
图表 20: 美股市场与行业指数本周涨跌幅（%） ..... 10
图表 21: 港股市场与行业指数本周涨跌幅（%） ..... 10
图表 22: 重点商品价格本周涨跌幅（%） ..... 10
图表 23: 铜金比、油金比走势 ..... 10

下载日志已记录，仅供内部参考



# 一、策略专题：库存周期的广度、传导与投资信号

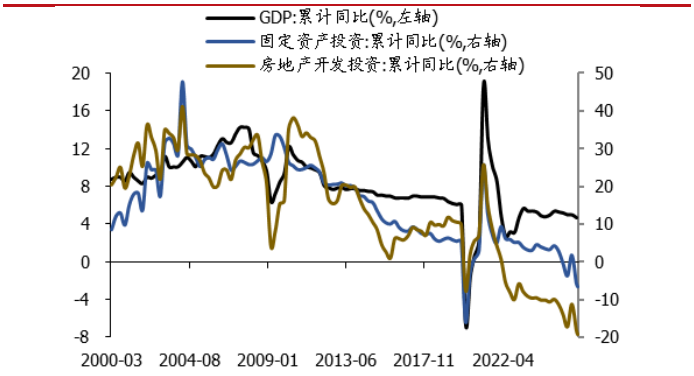
**前言**：伴随经济结构的转型，传统经济模式的驱动力趋弱，A 股库存周期的弹性有所降低，这也导致库存周期的节奏判断和择时经验都需要进一步修正，本篇将围绕库存周期的弹性与广度、驱动与传导、以及投资信号展开探讨，以期为把握库存周期的投资机会提供帮助。

## （一）如何刻画库存周期的“弹性”与“广度”

伴随经济结构的转型，经济增长呈现出增速中枢的下移与波动的收敛，这也导致 A 股库存周期弹性的同步降低。因此，我们对库存周期的跟踪也不能局限于单一的“弹性”的视角，也需要关注库存周期的“广度”。

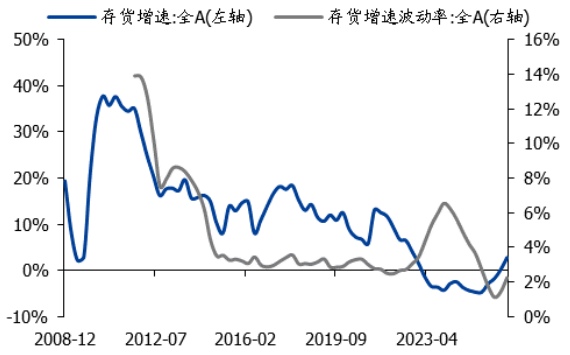
**关于库存周期“弹性”，可以采用整体法的库存同比增速进行刻画，用于表征需求改善对整体补库的撬动力度**。早期，我国经济驱动力更多以来地产基建投资的拉动，经济增速的高波动也带动全 A 存货增速的高波动。但是，伴随经济转型的深化，经济呈现增速中枢下移和波动收窄，全 A 存货增速的波动率也明显收窄，补库弹性的期待逐步趋弱。自 2025 年以来，在海内外 AI 投资的带动下，全 A 存货增速的弹性有所回暖，但仍以结构性期待居多，全 A 维度的库存周期弹性期待依旧偏弱。

图表1：投资驱动趋势放缓，经济增速中枢下移且波动收窄




资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：长期看，经济转型带动全 A 存货增速波动率趋势性收窄




资料来源：Wind，国盛证券研究所

**关于库存周期“广度”，可以采用处于主动补库的行业比例进行刻画，用于表征需求改善对行业补库意愿的撬动范围**。库存周期的观测可以划分为被动补库、主动去库、被动去库、主动补库四类状态，其中主动补库、主动去库明确对应着供需同步扩张或收缩，而被动补库、被动去库则是需求与供给短期错位的产物。理想情形下的库存状态会沿着“被动补库→主动去库→被动去库→主动补库”的顺序演绎，但实际情形中去库与补库间的转换也常常缺乏过渡，主动补库与主动去库是历史观测的常态。此外，就细分行业而言，处于主动补库与主动去库的比例往往占据主导且呈现明显的此消彼长，而处于被动补库、被动去库的行业比例往往都相对偏少，所以主动补库行业比例可以视作“广度”的表征。

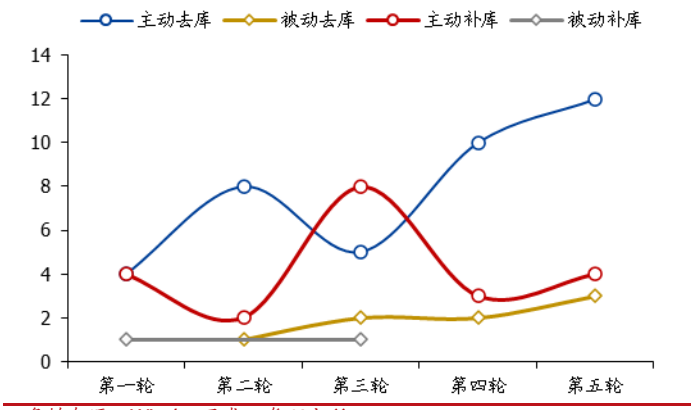
**相对而言，“广度”指标也可以辅助库存周期的节奏判断**。结合历史经验看，即使是经济需求的整体改善，不同行业的补库行为也会呈现一定的先后顺序，背后既有需求在上中下游的传导，也有不同行业间经营周期的差异。所以，我们往往可以看到，伴随着全 A 营收增速的改善，部分行业率先呈现被动去库特征，随后主动补库的比例也开始回暖，被动去库比例则率先见顶回落；类似的，伴随营收增速的见顶回落，主动补库的比例往往也会随之降低，取而代之的就是被动补库的比例开始增多，最后更多行业转向主动去库，一轮广泛的库存周期基本完成。从监控视角看，有几点规律值得关注：一是被动的库存广度指标往往对主动的库存广度指标存在一定领先性，如被动去库比例往往领先主动补库见顶二到四个季度，被动补库比例也往往领先主动去库见顶二到六个季度；二是

下载日志已记录，仅供内部参考



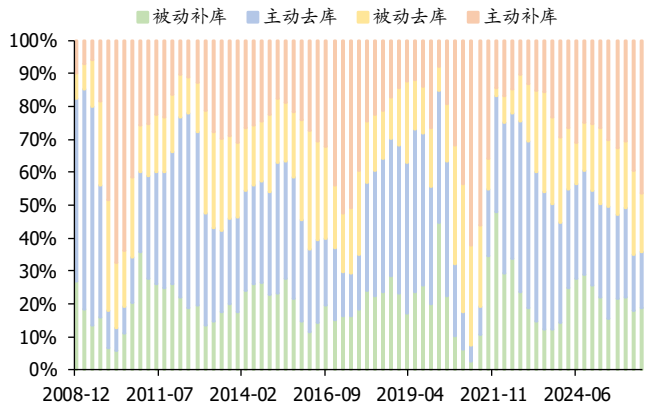
库存广度指标的波动区间相对更加稳定，如被动补库与被动去库比例的波动区间大致在10%-40%区间，主动补库和主动去库比例的波动区间大致在 10%-60%区间，这也有助于前瞻判断库存周期演进的充分性。落脚本轮，被动去库比例指标已有边际降低迹象，若一季度就是本轮被动去库比例的高点，那么主动补库的持续性仍有一到三个季度可以期待；同时若对标 50%-60%的峰值水平，主动补库比例仍有 4%-14%的提升潜力。

图表3：2008 年底以来的全 A 库存周期中四类状态的持续时长变化



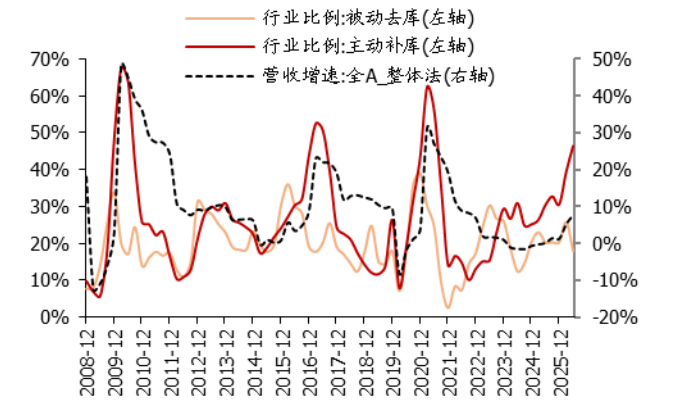

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：2008 年底以来的细分行业的库存状态概率分布情况



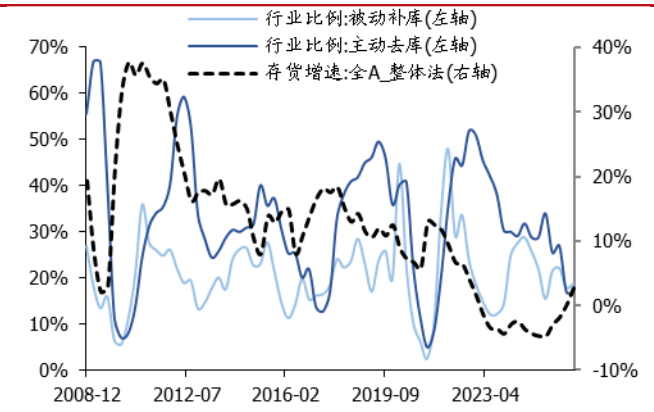

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：被动补库比例见顶一般领先主动补库比例见顶 2-4 个季度




资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：被动补库比例见底一般也会领先主动去库比例 2-6 个季度




资料来源：Wind，国盛证券研究所

### （二）A 股库存周期的驱动力转换与产业链传导

**A 股库存结构的主导权正在经历自地产建筑向制造业的转换**。从结构看，地产建筑、中游制造、下游消费、上游资源是全 A 存货的主要构成，2007 年以来，全 A 存货结构的主导权经历了“中游制造-地产建筑-中游制造”的转换。2026 年二季度，中游制造的存货比重时隔 17 年重新超过地产建筑板块，也意味着 A 股库存周期的驱动力向制造业的回归。往后看，在地产高质量发展的政策基调下，地产建筑的存货增速波动望继续趋于收窄，预计制造业的存货增速波动将更多主导未来的全 A 库存周期。

**经济结构转型之下，产业链上下游的库存传导跟踪将更加重要**。抛开传统地产建筑板块，我们进一步将目光聚焦到制造业产业链的上中下游，即上游资源、中游制造和下游消费，其中我们将中游制造内部进一步细化为传统制造和先进制造，将下游消费进一步细化为商品消费和服务消费，并重点跟踪产业链上下游的库存周期节奏变化。

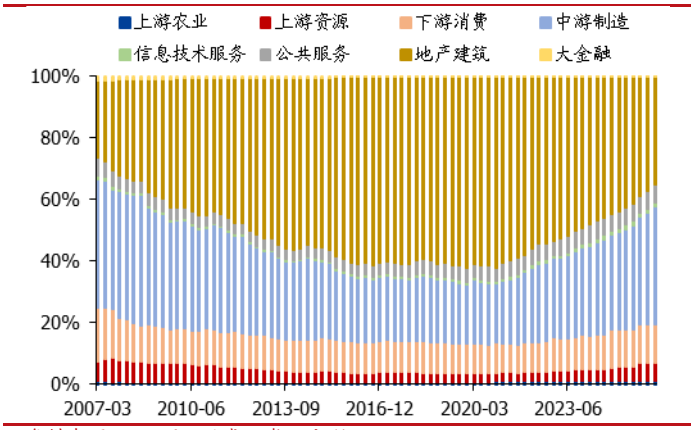
长期看，上中下游的库存周期是呈现较强的正向关联的，即供需在产业链形成了良性互动，但也出现过阶段性的比较明显的分化，如 2012-2016 年，在经济转型和供给侧改革的驱动下，上中下游的存货增速节奏出现明显错位，先进制造与商品消费大致保持同步，上游资源与传统制造呈现明显的时滞关联。

下载日志已记录，仅供内部参考



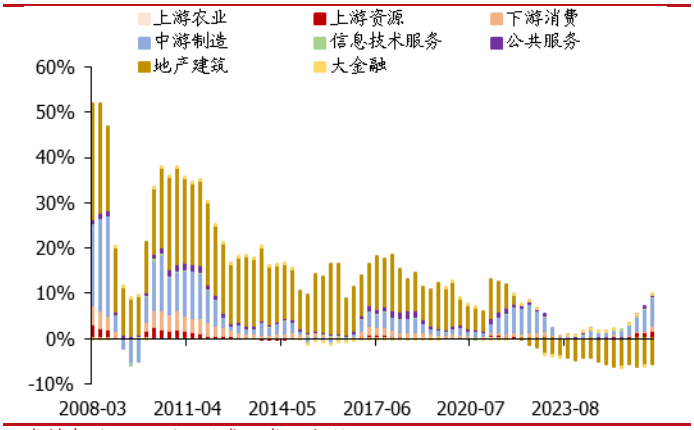
近两年，产业链的库存周期节奏分化又有所体现：其一是制造业内部的分化，传统制造自 2024 年下半年至 2025 年上半年呈现独立去库，随后才重启补库，暗示资源与先进制造的补库正在对传统制造的补库意愿形成一定推动作用；其二是消费与制造的分化，商品消费自 2025 年二季度开始独立走弱，直至最近一个季度才重现补库迹象，暗示资源与制造领域的补库开始出现对消费补库形成一定的良性互动。因此，单就企业的补库意愿的边际变化看，先进制造继续保持加速补库态势，上游资源补库意愿维持高位，商品消费的补库意愿边际改善，传统制造与服务消费的补库意愿边际放缓。

图表7：全 A 存货的板块分布结构



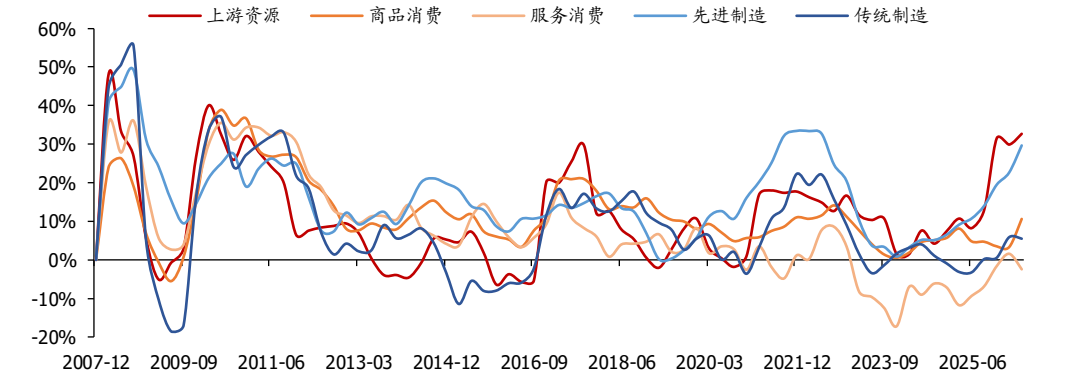

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：全 A 存货增速的板块贡献拆分




资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：制造业产业链上中下游的存货增速周期性变化对比




资料来源：Wind，国盛证券研究所

### （三）如何把握更高置信度的库存周期投资信号？

**主动补库并非普适性的最佳择时信号**。一般而言，企业盈利更受益于供需两旺的环境，即盈利改善更多伴随着主动补库的推进，但股价周期与盈利周期往往并不同步，“买预期、卖现实”的资金行为甚至会导致高回报更多集中在盈利兑现之前。结合历史回溯经验看，不同细分行业择时胜率真正占优的环境其实存在显著差异，真正在主动补库阶段有显著高胜率的细分行业更多集中在上游资源、传统制造和先进制造中，其中部分上游资源行业的高胜率会进一步向右侧延伸至被动补库阶段，部分传统制造与先进制造的高胜率则更多向左侧延伸至被动去库阶段，消费板块的占优状态分布则相对均衡一些。

在胜率占优的统计基础上，我们进一步将回报率占优也纳入筛选标准，结构性的结论依旧成立，即制造业的最佳持有阶段更多对应主动补库和被动去库阶段，上游资源的最佳持有阶段更多对应主动补库和被动补库阶段，消费类板块则相对均衡一些，被动去库阶段占优的概率相对较高。

下载日志已记录，仅供内部参考



因此，在库存周期的监控中，不同板块的择时胜率置信度是存在明显差异的，宜优先关注传统制造、先进制造的被动去库与主动补库信号；其次是上游资源的主动补库与被动补库信号；最后是消费板块的被动去库信号。

图表10：不同板块内的细分行业类型分布统计（按胜率统计）

| 细分行业胜率分布统计 | 被动补库占优 | 主动去库占优 | 被动去库占优 | 主动补库占优 | 样本量置信度不足 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上游农业 | 16.7% | 33.3% | 33.3% | 0.0% | 16.7% |
| 上游资源 | 30.8% | 7.7% | 7.7% | 46.2% | 7.7% |
| 传统制造 | 9.9% | 9.9% | 32.4% | 47.9% | 0.0% |
| 先进制造 | 14.3% | 14.3% | 34.7% | 36.7% | 0.0% |
| 商品消费 | 14.9% | 23.4% | 29.8% | 23.4% | 8.5% |
| 服务消费 | 15.0% | 5.0% | 40.0% | 20.0% | 20.0% |
| 公共服务 | 24.0% | 16.0% | 36.0% | 12.0% | 12.0% |
| 信息技术服务 | 42.9% | 14.3% | 14.3% | 28.6% | 0.0% |
| 地产建筑 | 8.3% | 25.0% | 8.3% | 33.3% | 25.0% |
| 大金融 | 0.0% | 50.0% | 25.0% | 0.0% | 25.0% |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：不同板块内的细分行业类型分布统计（兼顾胜率与回报率）

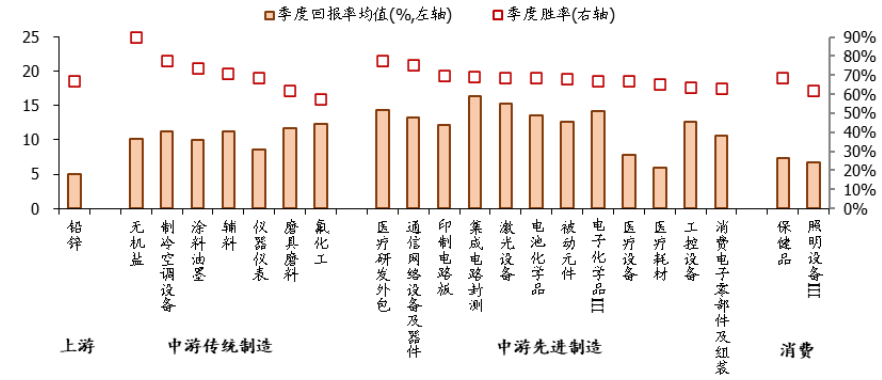
| 细分行业胜率分布统计 | 被动补库占优 | 主动去库占优 | 被动去库占优 | 主动补库占优 | 其他样本 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上游农业 | 0.0% | 16.7% | 16.7% | 0.0% | 66.7% |
| 上游资源 | 15.4% | 7.7% | 7.7% | 15.4% | 53.8% |
| 传统制造 | 7.0% | 8.5% | 21.1% | 21.1% | 42.3% |
| 先进制造 | 8.2% | 6.1% | 22.4% | 26.5% | 36.7% |
| 商品消费 | 6.4% | 10.6% | 21.3% | 12.8% | 48.9% |
| 服务消费 | 15.0% | 5.0% | 25.0% | 15.0% | 40.0% |
| 公共服务 | 12.0% | 8.0% | 20.0% | 12.0% | 48.0% |
| 信息技术服务 | 14.3% | 14.3% | 14.3% | 14.3% | 42.9% |
| 地产建筑 | 0.0% | 8.3% | 8.3% | 8.3% | 75.0% |
| 大金融 | 0.0% | 25.0% | 25.0% | 0.0% | 50.0% |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

**当然，基于库存信号的择时也存在两点风险：**

一是噪声信号的风险。库存周期的演绎过程中，并不一定严格按照“被动补库→主动去库→被动去库→主动补库”的顺序演绎，所以一到两个季度的噪声信号是回溯中对胜率统计的重要拖累。结合历史经验看，四类噪声信号的概率从低到高依次是主动补库、主动去库、被动补库、被动去库。因此，基于主动补库信号的择时胜率置信度也会更高。

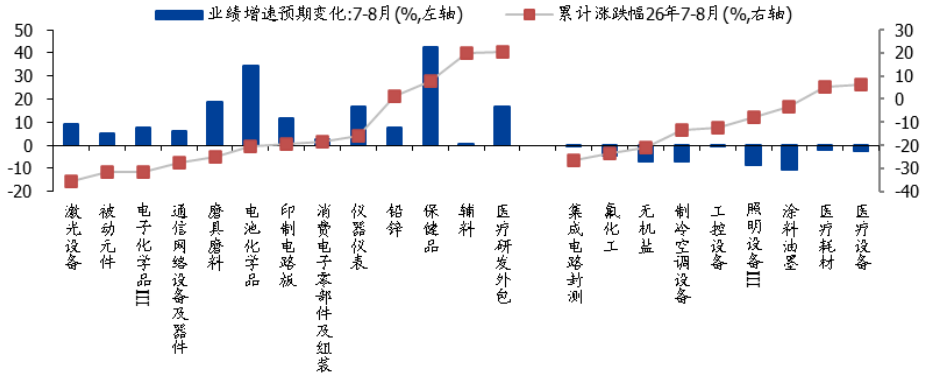
图表12：高置信度的主动补库的细分行业梳理




资料来源：Wind，国盛证券研究所

二是线性外推的风险。库存周期的调整毕竟是滞后验证的信号，对应的库存周期状态能否延续，将直接影响未来一个季度的真实胜率。这一点可以借助盈利预期辅助判断，若盈利预期尚有支撑，则主动补库的状态则更有望延续。

图表13：业绩预期变化与涨跌幅对比：高置信度的主动补库的细分行业




资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**立足当下，优先关注兼具盈利改善期待的高置信度的主动补库细分行业**。基于上述筛选回溯逻辑，建议重点围绕高库存信号高置信度的细分行业参与。为规避两类风险，可将信号范围进一步缩小至主动补库类型；同时，若业绩预期延续上修，但 7-8 月份表现尚弱，则可能存在更大的定价预期差，具体宜优先关注：激光设备、被动元件、电子化学品、通信网络设备及器件、磨具磨料、电池化学品、印制电路板、消费电子零部件及组装、仪器仪表等。

下载日志已记录，仅供内部参考



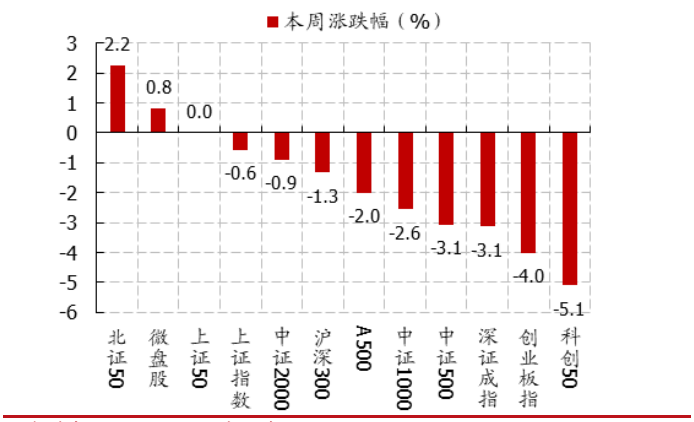
# 二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 6 日当周）

## 2.1 A 股市场

**本周主要宽基指数普遍收跌。**本周市场普遍冲高回调，双创调整更为显著，仅北证 50、微盘股小幅逆势收涨，科创 50、创业板指跌幅居多。

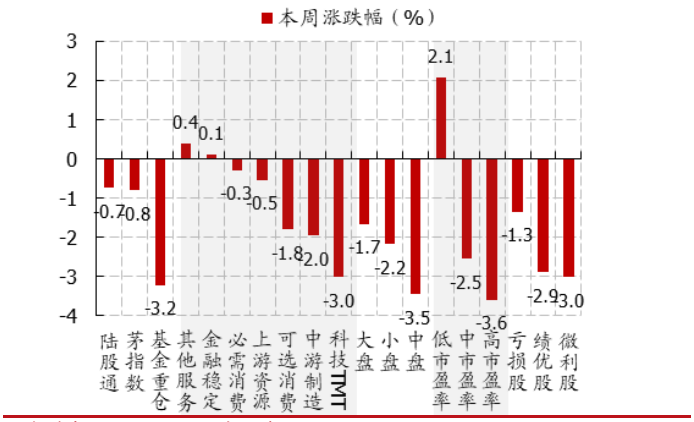
**风格层面，其他服务与金融稳定、大盘、低市盈率和亏损股相对占优。**资金风格方面，基金重仓指数、茅指数、陆股通指数的涨跌幅分别为-3.2%、-0.8%和-0.7%；行业风格方面，金融稳定（0.1%）和其他服务（0.4%）表现占优；个股特征方面，大盘（-1.7%）、低市盈率（2.1%）和亏损股（-1.3%）表现占优。相对而言，双创超额明显回调，微盘超额收益继续上修。本周科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300、中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 表现分别为-3.8%、-2.7%、0.4%和 2.2%。

*图表14：A 股核心指数本周涨跌幅（%）*




资料来源：wind，国盛证券研究所

*图表15：A 股各类风格指数本周涨跌幅（%）*




资料来源：wind，国盛证券研究所

*图表16：科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势*




资料来源：wind，国盛证券研究所

*图表17：中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势*



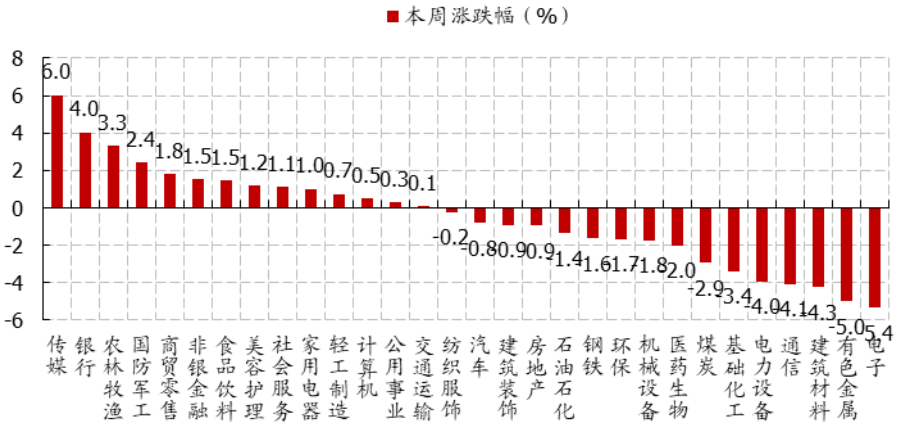

资料来源：wind，国盛证券研究所

**行业层面，金融与消费占优。**本周传媒、银行、农牧涨幅居前，分别上涨 6.0%、4.0%和 3.3%；电子、有色、建材等行业跌幅居多，分别下跌 5.4%、5.0%和 4.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表18：申万一级行业本周涨跌幅（%）

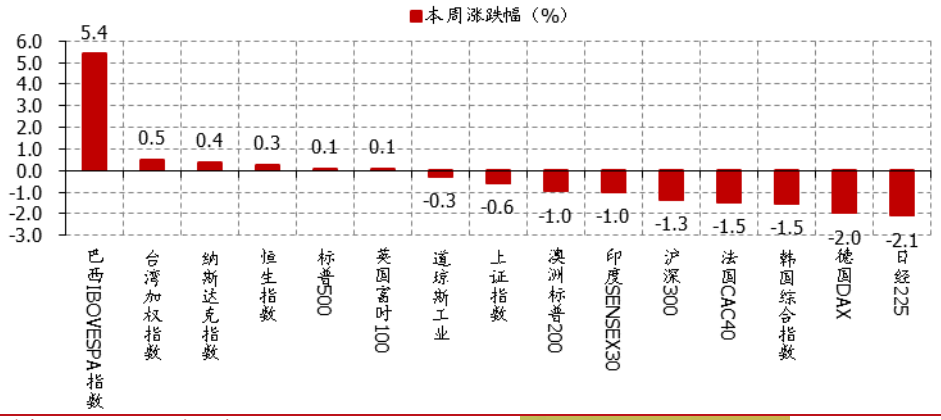



资料来源：wind，国盛证券研究所

## 2.2 全球股市

**全球股市涨跌分化，巴西股指逆势领涨。**本周全球主要股指涨跌分化，其中巴西 IBOVESPA 指数、台湾加权指数和纳斯达克指数涨幅居前，本周涨跌幅分别为 5.4%、0.5%、0.4%，日经 225、德国 DAX、韩国综合指数跌幅居多，本周涨跌幅分别为-2.1%、-2.0%和-1.5%。具体来看：美股方面，美股三大指数表现分化，行业层面以能源、信息技术、公用事业涨幅居前，可选消费、材料、房地产跌幅居多；港股方面，三大指数表现分化，行业上以金融、综合涨幅居多，原材料、必选消费跌幅居多。

图表19：全球重要股指本周涨跌幅（%）



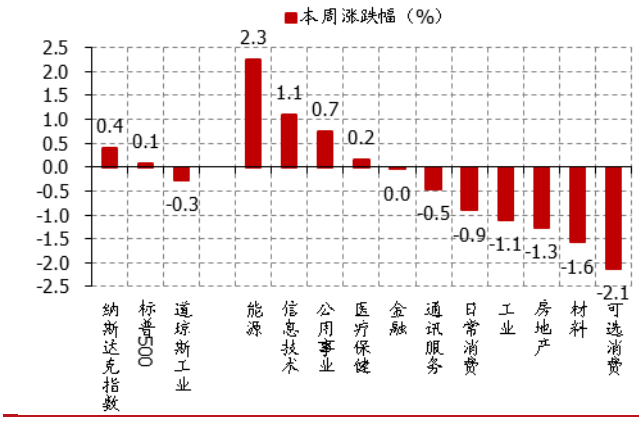

资料来源：wind，国盛证券研究所



下载日志已记录，仅供内部参考

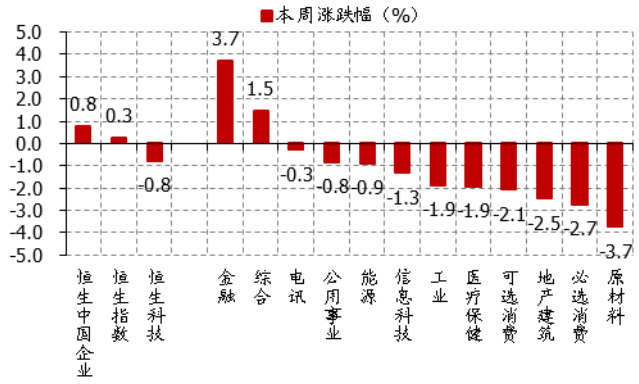


图表20：美股市场与行业指数本周涨跌幅（%）




资料来源：wind，国盛证券研究所

图表21：港股市场与行业指数本周涨跌幅（%）

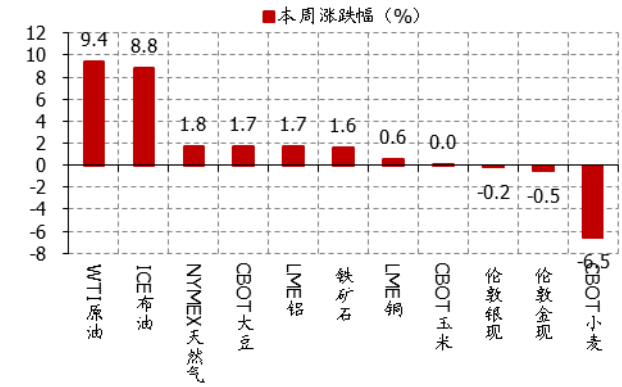



资料来源：wind，国盛证券研究所

## 2.3 重点商品

**商品表现分化，能源显著走强，农产品表现分化。**本周主要商品表现走向分化，其中 WTI 原油、ICE 布油显著领涨，本周涨跌幅分别达到 9.4%、8.8%；CBOT 小麦跌幅居多，本周涨跌幅达到-6.5%。

图表22：重点商品价格本周涨跌幅（%）




资料来源：wind，国盛证券研究所

图表23：铜金比、油金比走势




资料来源：wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 风险提示

1、数据统计误差：相关研究结论依赖数据统计，样本量及观测范围的差异可能存在统计误差；
2、历史经验失效：相关统计分析主要基于历史数据经验，但历史经验对未来的指引可能存在失效风险；
3、宏观经济超预期变化：投资建议基于宏观环境保持相对稳定的假设，海内外经济出现超预期变化，则行业库存状态变化可能超出预期。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 免责声明

国盛证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

**国盛证券研究所**

**北京**
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

**南昌**
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

**深圳**
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com