

2025 年 08 月 16 日

反证牛市：回应三个市场担忧

——申万宏源策略一周回顾展望(25/08/11-25/08/16)

- **一、居安思危，反证牛市。现阶段市场的三个主要担忧都不构成重大下行风险：**
- **1. 25H2 宏观组合不利，暂时不会影响到 26 年供需格局改善的预期。**25H2 经济增长回落 + 政策重点仍偏向于调结构是当前市场的一致预期。而 26 年中游制造迎来供需格局拐点的推演，只需要供给回落 + 需求非大幅回落。供给出清本就能够提供一定容错，而反内卷进一步抑制资本开支是确定的，推升了 26 年中供需格局改善的持续性和可见度。这个预期，暂时不会受到短期经济回落的影响。换言之，需求侧的关键验证期可能根本不在 2025 年内。只有等到 26 年中，供给增速已经回落，而彼时需求额外下行，推迟供需格局改善，才会构成牛市基本面拐点叙事的重大扰动。
- **2. 与牛市核心叙事直接关联的结构主线，尚未确立趋势，可能不会影响 25Q4 好于 25Q3 行情演绎。**医药和海外算力是仍有演绎纵深的景气方向。医药在牛市中总有表现，但往往不是最贴近牛市核心叙事的结构。A 股海外算力链是全球 AI 行情扩散的一部分，但对于 A 股而言，海外算力链偏向于是分化、收敛的。而牛市的主线结构倾向于是共振、发散的。后续牛市行情演绎，应该还会有更贴近牛市主线的，后续弹性更高的方向。
- 牛市主线结构确认需要时间，这会如何影响市场？我们认为，25Q4 好于 25Q3 的判断不依赖于牛市结构主线确立，依然可以是寻找牛市主线的过程。26 年供需格局改善逻辑主要在 25Q4 提前抢跑，叠加十五五规划明确，周期和中游制造至少能发酵新一轮政策布局期行情(即便还不是政策效果显现带来的主升浪行情，25Q4 反内卷再上涨也是大概率)。同时，少数景气趋势方向，可能仍有机会。另外，交易性资金仍将保持活跃，小级别的“高切低”可能不断发生。所以，25Q4 行情可能“复制”过去一段时间的市场特征：少数景气方向做动量 + 26 年拐点方向高切低 + 轮涨补涨普遍轮动。
- 26 年春季行情后，牛市主线是否能够及时确立，可能成为牛市行情是否平顺的关键。若彼时牛市主线仍未确认，市场可能进入震荡等待期。按照历史经验，供给侧改革从政策布局到政策效果显现，滞后期可能是 1-2 季度。而科技行情演绎可能分几个阶段，每个阶段之间的休整期也可能有 2 个季度以上。所以，即便市场担忧确实最终发生，市场的重大波动也更可能出现在 26Q1 之后，而这种情况下，2026 年全面牛市行情可能也只是无法一蹴而就，要等到主线结构催化后再启动。而 25Q4 好于 25Q3，26 年春季行情可期的判断基本上是目前“市场判断的下限”。
- **3. 中美关税在 90 天暂停后即便有反复，可能也只会带来脉冲式调整。**部分投资者关注中美关税暂停 90 天到期后的展望。我们认为，单纯的关税反复，对 A 股的冲击会逐步钝化。美国和其他国家达成协议，只要不影响到中国和这些国家的经贸关系总体稳定；美国和中国的贸易摩擦，只要不影响到中国制造在其他国家竞争优势的发挥，就不会影响到牛市的核心叙事。
- 重申时间已经是牛市的朋友，核心是“26 年中基本面周期性改善 + 增量资金正循环可能启动”的牛市条件就会具备。看中中期做短期，牛市氛围不容易消失，9 月初之前有望维持强势，9 月初之后市场休整幅度有限。维持 25Q4 好于 25Q3，2026 年会更好的判断。
- **二、9 月初前博弈牛市同步资产，重点关注券商、保险、军工、稀土。医药和海外算力稀缺景气资产，动量仍有望延续。基于反内卷终局选结构：中国在全球市占率高的制造业细分领域，构建价格联盟，向国内和海外挺价。重点是光伏、化工、部分电气机械关键零部件。港股短期高性价比正在被资金定价，继续提示港股阶段性弱于 A 股带来了配置机会。**
- **风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期**

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

韦春泽 A0230524060005
weicz@swsresearch.com

联系人

程翔
(8621)23297818x
chengxiang@swsresearch.com



图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 港股相对 A 股性价比提升正在被定价: 港股通南下买入创近期新高 | 5 |
| 图 2: 量化情绪指标跟踪 | 5 |
| 图 3: 重点 ETF 跟踪 | 8 |

一、居安思危，反证牛市。现阶段市场的三个主要担忧都不构成重大下行风险：

1. 25H2 宏观组合不利，暂时不会影响到 26 年供需格局改善的预期。需求的关键验证期不在 25 年内。

2. 与牛市核心叙事直接关联的结构主线，尚未确立趋势。但这可能不会影响 25Q4 好于 25Q3，26 年春季行情可期的判断。25Q4 行情可能“复制”过去一段时间的市场特征：少数景气方向做动量 + 26 年拐点方向高切低 + 轮涨补涨普遍轮动。

3. 部分投资者关注中美关税暂停 90 天到期后的展望：在中国与其他国家经贸关系稳中有升的趋势下，中美关税反复带来的事件性冲击只会越来越弱。

短期，牛市氛围继续主导市场。但部分投资者对年底前的市场展望仍有担忧。拥抱牛市，也要居安思危，回应担忧，也能反证牛市。我们认为，现阶段市场的三个主要担忧都不够成重大下行风险，我们分别讨论：

1. 25H2 宏观组合不利，暂时不会影响到 26 年供需格局改善的预期。25H2 经济增长回落 + 政策重点仍偏向于调结构是当前市场的一致预期。而 26 年中游制造迎来供需格局拐点的推演，只需要供给回落 + 需求非大幅回落。供给出清本就能够提供一定容错，而反内卷进一步抑制资本开支是确定的，推升了 26 年中供需格局改善的持续性和可见度。这个预期，暂时不会受到短期经济回落的影响。换言之，需求侧的关键验证期可能根本不在 2025 年内。只有等到 26 年中，供给增速已经回落，而彼时需求额外下行，推迟供需格局改善，才会构成牛市基本面拐点叙事的重大扰动。

2. 与牛市核心叙事直接关联的结构主线，尚未确立趋势，可能不会影响 25Q4 好于 25Q3 行情演绎。医药和海外算力是仍有演绎纵深的景气方向。医药在牛市中总有表现，但往往不是最贴近牛市核心叙事的结构。A 股海外算力链是全球 AI 行情扩散的一部分，但对于 A 股而言，海外算力链偏向于是分化、收敛的。而牛市的主线结构倾向于是共振、发散的。后续牛市行情演绎，应该还会有更贴近牛市主线的，后续弹性更高的方向。

我们认为，有潜力成为牛市主线结构的方向主要有两个：一是国内科技突破(典型还是 AI 和机器人)，引发基础设施 → 硬件设备 → 软件应用 → 商业模式的行情扩散。现阶段，决定性的催化(AI 基础层大模型、算力，机器人的技术条件)尚未出现。二是全球市占率高的制造业做反内卷，核心路径是并购退出产能 → 行业集中度提升 → 行业联合挺价。向下游挺价，会影响国内，更会影响海外。最终需要国家影响力提升保驾护航。所以，制造业反内卷是与牛市主线逻辑直接相关的方向。现阶段，先进制造反内卷还处于探索期，反内卷的具体抓手，跟踪效果的关键指标还不明确。管理层统筹层级，也还不足以马上突破阻力。反内卷政策推动还处于早期阶段，耐心等待后续进展。

牛市主线结构确认需要时间，这会如何影响市场？我们认为，25Q4 好于 25Q3 的判断不依赖于牛市结构主线确立，依然可以是寻找牛市主线的过程。26 年供需格局改

善逻辑主要在 25Q4 提前抢跑，叠加十五五规划明确，周期和中游制造至少能发酵新一轮政策布局期行情(即便还不是政策效果显现带来的主升浪行情，25Q4 反内卷再上涨也是大概率)。同时，少数景气趋势方向，可能仍有机会。另外，交易性资金仍将保持活跃，小级别的“高切低”可能不断发生。**所以，25Q4 行情可能“复制”过去一段时间的市场特征：少数景气方向做动量 + 26 年拐点方向高切低 + 轮涨补涨普遍轮动。**

26 年春季行情后，牛市主线是否能够及时确立，可能成为牛市行情是否平顺的关键。若彼时牛市主线仍未确认，市场可能进入震荡等待期。按照历史经验，供给侧改革从政策布局到政策效果显现，滞后期可能是 1-2 季度。而科技行情演绎可能分几个阶段，每个阶段之间的休整期也可能有 2 个季度以上。**所以，即便市场担忧确实最终发生，市场的重大波动也更可能出现在 26Q1 之后，而这种情况下，2026 年全面牛市行情可能也只是无法一蹴而就，要等到主线结构催化后再启动。而 25Q4 好于 25Q3，26 年春季行情可期的判断基本上是目前“市场判断的下限”。**

3. 中美关税在 90 天暂停后即便有反复，可能也只会带来脉冲式调整。部分投资者关注中美关税暂停 90 天到期后的展望。我们认为，单纯的关税反复，对 A 股的冲击会逐步钝化。美国和其他国家达成协议，只要不影响到中国和这些国家的经贸关系总体稳定；美国和中国的贸易摩擦，只要不影响到中国制造在其他国家竞争优势的发挥，就不会影响到牛市的**核心叙事**。

重申时间已经是牛市的朋友，核心是“26 年中基本面周期性改善 + 增量资金正循环可能启动”的牛市条件就会具备。看中期做短期，牛市氛围不容易消失，9 月初之前有望维持强势，9 月初之后市场休整幅度有限。维持 25Q4 好于 25Q3，2026 年会更好的判断。

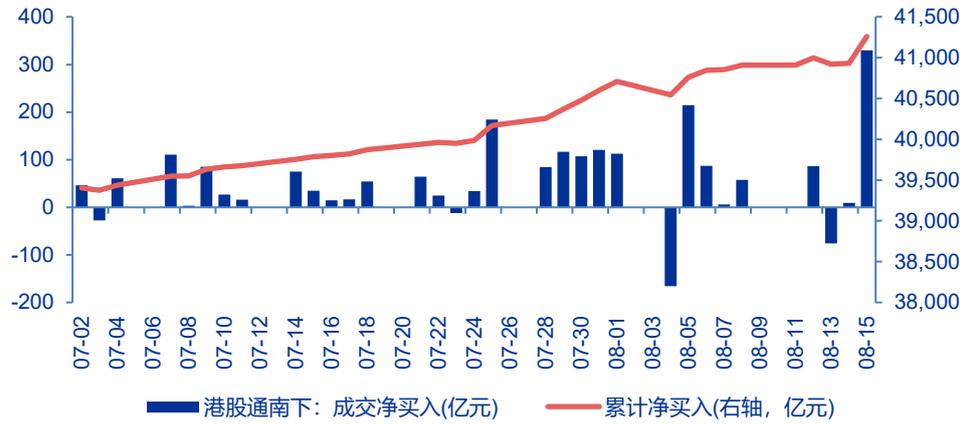
二、9 月初前博弈牛市同步资产，重点关注券商、保险，军工、稀土。医药和海外算力稀缺景气资产，动量仍有望延续。基于反内卷终局选结构：中国在全球市占率高的制造业细分领域，构建价格联盟，向国内和海外挺价。重点是光伏、化工、部分电气机械关键零部件。港股短期高性价比正在被资金定价，继续提示港股阶段性弱于 A 股带来了配置机会。

短期，结构博弈的重点可能向“牛市同步资产”聚焦。重点关注券商、保险，以及与 9 月初窗口叙事相关的军工和稀土。另外，稀缺高景气的医药和海外算力可能延续动量行情。

反内卷的结构：看短期，周期相对中游制造反内卷抓手更明确，重点观察政策执行效果。而从终局思考反内卷结构，我们提示，重点关注中国在全球市占率高的制造业细分领域，可能通过退出过剩产能，提升集中度，最终构建价格联盟，联合挺价。这是后续演绎空间极大的投资案件。重点是光伏、化工、部分电气机械关键零部件。

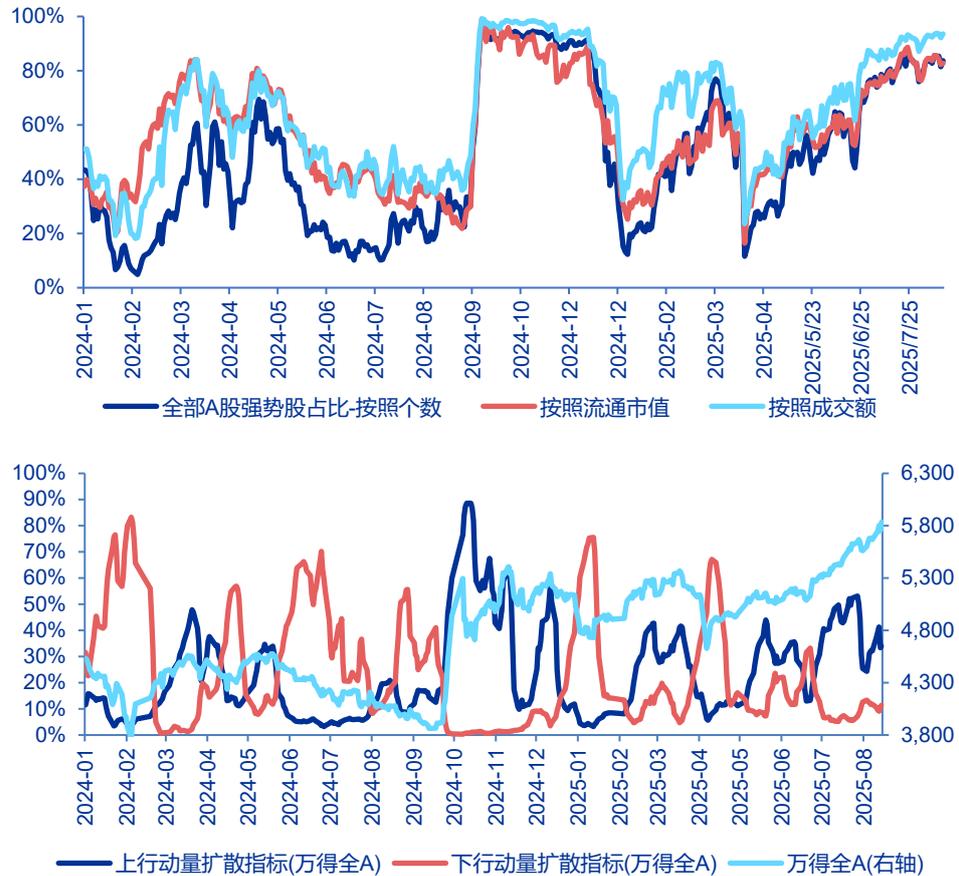
港股可能是牛市中领涨市场判断不变。港股长期乐观叙事增加，但目前主要定价的仍是景气趋势(短期也定价了数据验证的扰动)，牛市乐观预期的影响仍较小。这意味着港股正在成为中短期性价比较高的方向。港股通南下净买入创新高，反映出港股也是 A 股小波段高切低行情的一部分。继续提示，港股阶段性弱于 A 股带来了配置机会。

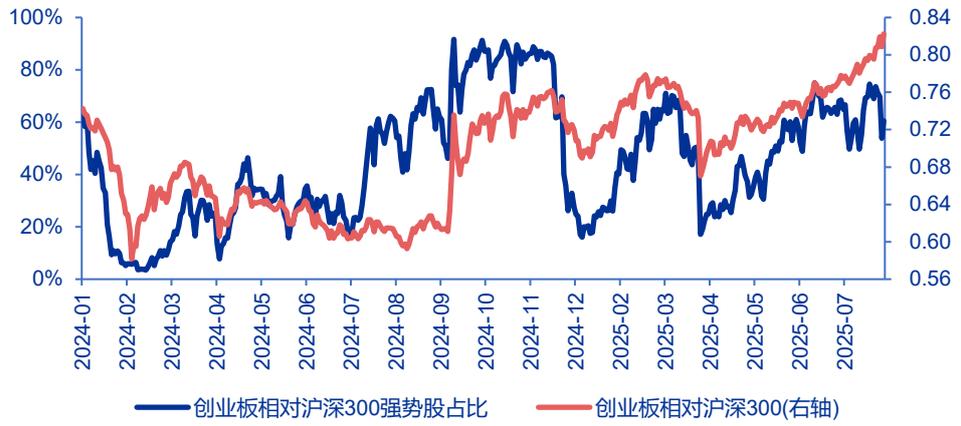
图 1：港股相对 A 股性价比提升正在被定价：港股通南下买入创近期新高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：量化情绪指标跟踪





| 赚钱效应扩散指标 20250815 | 按照个数 | 相比 20250808 | 按照市值 | 相比 20250808 | 按照成交额 | 相比 20250808 | 状态 |
|----------------------|------|----------------|------|----------------|-------|----------------|------|
| 科创板 | 97% | 5% | 98% | 5% | 98% | 5% | 继续扩散 |
| 国防军工 | 96% | 1% | 99% | 3% | 99% | 1% | 继续扩散 |
| 电子 | 95% | 6% | 97% | 5% | 98% | 5% | 继续扩散 |
| 钢铁 | 93% | 0% | 92% | -1% | 84% | -9% | - |
| 机械设备 | 92% | 3% | 95% | 7% | 97% | 2% | 继续扩散 |
| 电力设备 | 92% | 0% | 95% | 4% | 99% | 2% | 继续扩散 |
| 医药生物 | 91% | 1% | 92% | 4% | 97% | 1% | 继续扩散 |
| 有色金属 | 91% | 1% | 96% | 0% | 98% | 3% | 继续扩散 |
| 计算机 | 90% | 5% | 96% | 5% | 99% | 4% | 继续扩散 |
| 国证2000 | 89% | 1% | 91% | 2% | 96% | 2% | 继续扩散 |
| 石油石化 | 89% | -2% | 99% | -1% | 97% | -2% | 全面收缩 |
| 创业板 | 89% | 2% | 96% | 6% | 98% | 3% | 继续扩散 |
| 中证500 | 89% | 3% | 89% | 3% | 96% | 3% | 继续扩散 |
| 建筑材料 | 89% | -4% | 90% | -1% | 96% | -2% | 全面收缩 |
| 非银金融 | 85% | 0% | 97% | 0% | 100% | 0% | 继续扩散 |
| 煤炭 | 85% | -5% | 97% | -1% | 93% | -2% | 全面收缩 |
| 基础化工 | 84% | -1% | 88% | -1% | 93% | 3% | 聚焦龙头 |
| 全部A股 | 84% | 1% | 83% | -1% | 94% | 1% | 继续扩散 |
| 家用电器 | 83% | 4% | 64% | 7% | 90% | 12% | 继续扩散 |
| 环保 | 83% | 0% | 80% | 2% | 92% | 2% | 继续扩散 |
| 农林牧渔 | 83% | -4% | 88% | -4% | 90% | -1% | 全面收缩 |
| 汽车 | 83% | 4% | 69% | 5% | 86% | 5% | 继续扩散 |
| 轻工制造 | 82% | 0% | 74% | 0% | 91% | 2% | 继续扩散 |
| 通信 | 82% | 4% | 96% | 2% | 98% | 1% | 继续扩散 |
| 沪深300 | 81% | 0% | 78% | -4% | 88% | -1% | - |
| 建筑装饰 | 81% | 0% | 91% | 0% | 94% | -1% | - |
| 主板 | 81% | 0% | 80% | -2% | 92% | 0% | 继续扩散 |
| 传媒 | 77% | 1% | 90% | 0% | 96% | 0% | - |
| 社会服务 | 75% | 6% | 77% | 3% | 89% | 2% | 继续扩散 |
| 房地产 | 73% | 6% | 73% | 7% | 82% | 1% | - |
| 中证红利 | 72% | -7% | 72% | -16% | 60% | -24% | 全面收缩 |
| 公用事业 | 72% | -9% | 46% | -10% | 68% | -8% | 全面收缩 |
| 交通运输 | 70% | -7% | 57% | -11% | 70% | -14% | 全面收缩 |
| 纺织服饰 | 68% | -2% | 63% | 3% | 85% | 5% | 全面收缩 |
| 商贸零售 | 61% | -3% | 72% | 2% | 80% | 2% | 聚焦龙头 |
| 银行 | 61% | -29% | 71% | -24% | 61% | -32% | 全面收缩 |
| 美容护理 | 56% | 4% | 59% | 5% | 55% | -7% | - |
| 食品饮料 | 55% | 1% | 36% | 7% | 49% | 0% | 继续扩散 |

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3: 重点 ETF 跟踪

| ETF类型 | 代码 | 简称 | 最新份额/亿份 | 份额变化% | | 涨跌幅% | | 折溢价率% | 近一周净值走势 |
|-------|-----------|------------------|---------|-------|-------|-------|------|-------|---------|
| | | | | 5个交易日 | 今年以来 | 5个交易日 | 今年以来 | 最新 | |
| 指数 | 159949.OF | 华安创业板50ETF | 215.13 | -4.0 | -30.9 | 9.9 | 20.4 | 0.08 | |
| 主题 | 515050.OF | 华夏中证5G通信主题ETF | 44.29 | -7.7 | -27.0 | 9.6 | 32.4 | 0.15 | |
| 主题 | 159819.OF | 易方达中证人工智能ETF | 140.79 | -7.7 | 50.2 | 9.2 | 26.7 | 0.07 | |
| 指数 | 159915.OF | 易方达创业板ETF | 359.64 | -3.0 | -17.5 | 8.6 | 19.6 | 0.00 | |
| 电气设备 | 561160.SH | 富国中证电池主题ETF | 11.11 | -6.0 | -18.9 | 7.4 | 13.8 | -0.09 | |
| 计算机 | 516510.OF | 易方达中证云计算与大数据ETF | 18.29 | -14.5 | 105.5 | 7.4 | 26.5 | -0.06 | |
| 电子 | 159995.OF | 华夏国证半导体芯片ETF | 194.46 | -6.5 | -8.7 | 7.3 | 10.0 | -0.05 | |
| 主题 | 516800.OF | 华宝智能制造ETF | 1.23 | -10.2 | -27.2 | 7.2 | 17.3 | 0.18 | |
| 科技 | 515000.OF | 华宝中证科技龙头ETF | 19.99 | -2.2 | -21.5 | 6.9 | 21.8 | 0.14 | |
| 科技 | 159939.OF | 广发中证全指信息技术ETF | 23.26 | -1.4 | -8.4 | 6.8 | 16.6 | 0.01 | |
| 电气设备 | 515790.OF | 华泰柏瑞中证光伏产业ETF | 159.05 | -3.7 | 33.5 | 5.6 | 2.2 | 0.17 | |
| 医药生物 | 159748.SZ | 富国中证沪港深创新药产业ETF | 6.22 | 3.0 | 35.2 | 5.5 | 58.0 | -0.01 | |
| 主题 | 515400.OF | 富国中证大数据产业ETF | 22.34 | -7.9 | 66.4 | 5.2 | 12.4 | -0.01 | |
| 主题 | 515030.OF | 华夏中证新能源汽车ETF | 32.53 | -1.8 | -20.2 | 5.2 | 15.0 | -0.01 | |
| 主题 | 516160.OF | 南方中证新能源ETF | 20.80 | -2.0 | -12.3 | 4.9 | 7.4 | -0.08 | |
| 指数 | 159629.SZ | 富国中证1000ETF | 43.41 | 0.8 | 17.6 | 4.1 | 20.5 | -0.02 | |
| 主题 | 512650.OF | 汇添富中证长三角一体化发展ETF | 3.43 | -8.5 | -13.2 | 4.0 | 16.2 | -0.16 | |
| 医药生物 | 515120.OF | 广发中证创新药产业ETF | 60.38 | 8.1 | -11.1 | 3.8 | 34.7 | 0.04 | |
| 有色金属 | 512400.OF | 南方中证申万有色金属ETF | 51.86 | 0.6 | 15.5 | 3.4 | 38.1 | 0.28 | |
| 医药生物 | 512290.OF | 国泰中证生物医药ETF | 30.83 | -0.8 | -30.5 | 3.4 | 23.2 | 0.12 | |
| 主题 | 515250.SH | 富国中证智能汽车主题ETF | 7.54 | 0.3 | 13.7 | 3.3 | 9.7 | 0.19 | |
| 风格 | 159907.OF | 广发中小板300ETF | 2.03 | 3.0 | -8.1 | 3.3 | 24.6 | 0.01 | |
| 家用电器 | 561120.SH | 富国中证全指家用电器ETF | 0.85 | -1.7 | -22.0 | 3.2 | 9.7 | -0.08 | |
| 机械设备 | 159886.OF | 富国中证细分机械设备产业ETF | 0.65 | -1.8 | 10.1 | 3.2 | 6.2 | -0.19 | |
| 指数 | 515800.OF | 汇添富中证800ETF | 48.89 | 0.5 | -20.5 | 2.8 | 10.7 | -0.06 | |
| 医药生物 | 515950.SH | 富国中证医药50ETF | 5.54 | - | -32.8 | 2.6 | 16.9 | -0.05 | |
| 指数 | 510300.OF | 华泰柏瑞沪深300ETF | 917.83 | 0.5 | 2.7 | 2.4 | 6.5 | 0.23 | |
| 指数 | 159919.OF | 嘉实沪深300ETF | 407.59 | 0.1 | 7.5 | 2.4 | 7.2 | 0.11 | |
| 指数 | 510330.OF | 华夏沪深300ETF | 474.60 | -0.0 | 19.2 | 2.4 | 5.6 | 0.22 | |
| 指数 | 510310.OF | 易方达沪深300ETF | 672.93 | 0.2 | 5.0 | 2.4 | 7.3 | 0.17 | |
| 主题 | 560170.OF | 南方中证国新央企科技引领ETF | 14.68 | -0.8 | -13.3 | 2.1 | 9.4 | 0.04 | |
| 指数 | 512550.OF | 嘉实富时中国A50ETF | 1.77 | -4.3 | -38.8 | 2.1 | 8.2 | 0.39 | |
| 指数 | 159591.SZ | 富国中证A50ETF | 7.37 | -3.9 | -53.2 | 1.9 | 6.6 | 0.13 | |
| 主题 | 510810.OF | 汇添富中证上海国企ETF | 92.34 | -0.2 | 6.1 | 1.5 | 4.6 | -0.02 | |
| 周期 | 510410.OF | 博时自然资源ETF | 3.55 | -0.8 | 1.4 | 1.3 | 17.8 | -0.05 | |
| 主题 | 560070.OF | 汇添富中证国新央企股东回报ETF | 3.23 | -0.6 | -8.3 | 1.1 | 5.5 | 0.03 | |
| 主题 | 159974.OF | 富国中证央企创新驱动ETF | 0.73 | -1.3 | -54.8 | 0.0 | 2.9 | -0.21 | |
| 主题 | 515150.OF | 富国中证国企一带一路ETF | 5.51 | -0.5 | -4.5 | -0.1 | 4.5 | 0.02 | |
| 主题 | 562850.OF | 嘉实中证国新央企现代能源ETF | 0.77 | - | -51.6 | -0.4 | 0.5 | -0.01 | |
| 采掘 | 515220.OF | 国泰中证煤炭ETF | 85.66 | 17.3 | 238.9 | -0.8 | -3.4 | 0.18 | |
| 钢铁 | 515210.OF | 国泰中证钢铁ETF | 21.14 | -5.7 | 186.4 | -2.1 | 19.1 | 0.17 | |

资料来源: Wind, 申万宏源研究

风险提示: 海外经济衰退超预期, 国内经济复苏不及预期

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|--------------|-------------------------------|
| 华东组 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com |
| 银行团队 | 李庆 | 021-33388245 | liqing3@swsresearch.com |
| 华北组 | 肖霞 | 010-66500628 | xiaoxia@swsresearch.com |
| 华南组 | 张晓卓 | 13724383669 | zhangxiaozhuo@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swsresearch.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swsresearch.com |

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。