

分析师:

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

麦元勋

mai yx@xyzq.com.cn

S0190514030001

## 通透·事件驱动策略再回首系列之一: 分析师一致预期上调

2014年03月05日

### 报告关键点

本报告设计了“分析师一致预期上调”选股策略,并进行策略回测和收益归因分析。结果显示,该策略不存在严重的行业选择偏向,并取得较高的累计收益率。

### 相关报告

《兴业证券选股多因子模型跟踪月报(2014年3月)》

2014-03-03

《兴业证券选股因子监控月报(2014年3月)》2014-03-03

《镜鉴·兴业证券债券信用评级周报 20140303》2014-03-03

### 投资要点

- 在每年的3、4、7、8和10等月份,分析师发布的研报数量明显较高,且多数分析师倾向于在年报披露前两年至半年这段时间内发布研究报告对公司经营业绩作出预测;
- 由分析师一致预期上调比例作为选股指标而形成的组合在整个回测期内均取得超过基准指数的累计收益率,并且表现出良好的单调性,即一致预期上调幅度越大,组合的累计收益率越高;
- 在进行样本外跟踪的2013年,一致预期上调幅度最大的p5组合同样表现出色,累计收益率和超额收益率分别达到31.1%和38.7%;
- p5组合的收益归因分析表明,该组合不存在严重的行业选择偏向,剔除规模和行业因子后的剩余月均收益率为1.31%,且在5%水平上显著,其贡献度占比高达38.2%。

## 目 录

1.前言 .....	- 3 -
2.分析师研报发布时间的分布特征 .....	- 3 -
3.策略设计与回测 .....	- 5 -
3.1 基本逻辑 .....	- 5 -
3.2 前提条件 .....	- 5 -
3.3 策略设计 .....	- 5 -
3.3 回测结果 .....	- 6 -
4.收益归因分析 .....	- 8 -
4.1 归因方法 .....	- 8 -
4.2 归因结果 .....	- 8 -
5.结论 .....	- 11 -
图 1: 研究报告发布日期在不同月份间隔的占比 (2005 至 2008) .....	- 4 -
图 2: 研究报告发布日期在不同月份间隔的占比 (2009 至 2012) .....	- 4 -
图 3: 各组合中的股票数量 .....	- 6 -
图 4: 各组合的累计收益率 .....	- 6 -
图 5: p5 组合的单边换手率 .....	- 7 -
图 6: p5 组合在 2013 年的累计收益率 .....	- 7 -
图 7: p5 组合收益率 VS 剩余收益率 .....	- 11 -
表 1: 研究报告发布时间的年度分布 .....	- 3 -
表 2: 研究报告发布时间的月份分布 .....	- 3 -
表 3: 各组合的回测指标 .....	- 7 -
表 4: p5 组合的收益归因结果 (2005 至 2013 年) .....	- 9 -
表 5: p5 组合的收益归因结果 (2013 年) .....	- 10 -

## 1. 前言

兴业金融工程团队对事件驱动策略的关注始自 2012 年初。在建立了事件的研究框架之后，2012 年 9 月，我们开始对 6 大类近 20 个事件进行样本外跟踪观察，并形成了一系列的定期报告（详情请参阅《兴业证券事件驱动策略研究月报》）。经过近一年半的跟踪观察，部分事件驱动策略表现优异，受到不少机构客户的关注。为了使这些策略的前因后果变得更加通透，我们推出“通透·事件驱动策略再回首”系列深度报告，对这些事件策略进行回顾并作更深入和透彻的讨论。本报告是该系列的第一篇，重点对“分析师一致预期上调”事件作更全面的分析。

## 2. 分析师研报发布时间的分布特征

事件驱动策略的特点之一就是事件发生的不确定性。从提升资金管理效率的角度，分析事件发生的时间特征显得尤为重要。

通常，分析师对上市公司经营业绩的预测结果是通过研究报告来发布的。我们以 Wind 金融工程数据库为数据来源，对分析师研究报告发布时间在不同年度和月份的分布特征进行了分析，结果分别如表 1 和表 2 所示。

**表 1：研究报告发布时间的年度分布**

年度	频数	百分比 (%)	累计频数	累计百分比 (%)
2005	39006	12.04	39006	12.04
2006	62327	19.25	101333	31.29
2007	27053	8.35	128386	39.64
2008	20908	6.46	149294	46.1
2009	26734	8.25	176028	54.35
2010	31475	9.72	207503	64.07
2011	36879	11.39	244382	75.46
2012	40449	12.49	284831	87.95
2013	39026	12.05	323857	100

数据来源：Wind、兴业证券研究所

**表 2：研究报告发布时间的月份分布**

月份	频数	百分比 (%)	累计频数	累计百分比 (%)
1	19498	6.02	19498	6.02
2	17052	5.27	36550	11.29
3	34069	10.52	70619	21.81
4	37037	11.44	107656	33.24
5	17198	5.31	124854	38.55
6	22037	6.8	146891	45.36
7	25278	7.81	172169	53.16
8	50329	15.54	222498	68.7
9	18679	5.77	241177	74.47
10	40935	12.64	282112	87.11
11	19354	5.98	301466	93.09
12	22391	6.91	323857	100

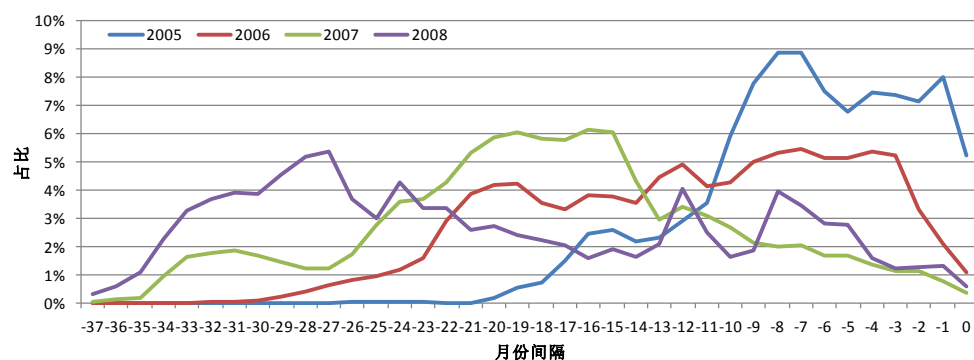
数据来源：兴业证券研究所、Wind

从年度分布来看，自 2008 年开始，分析师研究报告基本呈现逐年上升趋势，近 6 年的研报年平均发布数量为 32578 篇，平均每月发布 2714 篇，平均每日发布 90 篇。

从月份分布来看，在 3、4、7、8 和 10 等月份，研报发布的数量明显较高。其主要原因在于：3、4 月是上市公司集中披露年报和季报的时期，7、8 月主要披露中报，而 10 月则主要披露三季报。为尽快利用最新得到的信息抢占市场先机，分析师往往在这些时期加快发布研究报告对公司未来经营业绩作出预测。

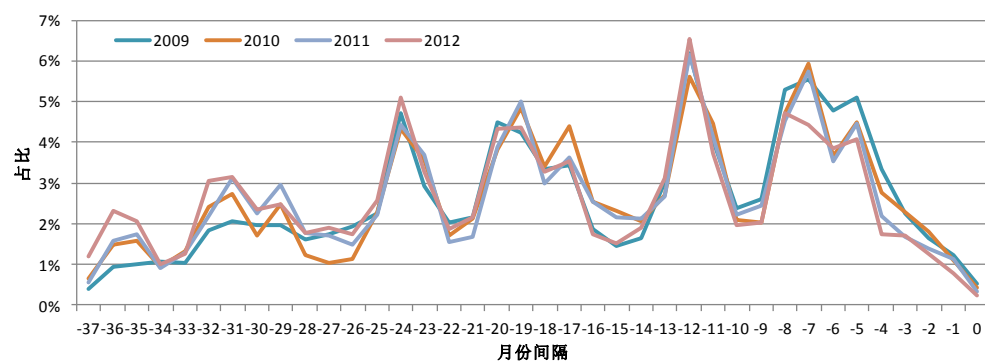
一般来说，分析师预测结果的价值体现在定期报告正式披露之前。为研究分析师倾向于提前多长时间发布研究报告，对同一个报告期，我们计算了不同月份间隔下研报的发布比例，如图 1 和图 2 所示。所谓“月份间隔”是指：如果研究报告发布与年报披露在同一个月，则月份间隔为 0；如果研究报告比年报披露提前 1 个月发布，则月份间隔为-1；如此类推。需要注意的是，为使图形保持简洁，对于月份间隔小于-36 的样本，其月份间隔全部统一设为-37。

图 1：研究报告发布日期在不同月份间隔的占比（2005 至 2008）



数据来源：兴业证券研究所、Wind

图 2：研究报告发布日期在不同月份间隔的占比（2009 至 2012）



数据来源：兴业证券研究所、Wind

图 1 对应的年报报告期是从 20051231 至 20081231。该图显示，这四个报告期的研报在不同月份间隔的占比不存在明显的一致性，这可能与当时研报发布行为不规范有关。

图 2 对应的年报报告期是从 20091231 至 20121231，该图存在较明显一致性。可

见，大约有 1%~2% 的分析师提前 36 个月（约 3 年）就对公司经营业绩作出预测，提前 30~32 个月（约 2.5 年）作出预测的分析师分别约占 2%~3%；**比例更高是提前 24 个月（约 2 年）、20~18 个月（约 1.5 年）、12 个月（约 1 年）和 6~7 月（约 0.5 年）作出预测**，其中，提前 12 个月和提前 7 个月的占比最高，约为 6%；随着年报披露日期的临近，对该报告期的预测也随之减少；在年报披露的当月，分析师一般不会再公布或修正其对该报告期的预测值。

### 3. 策略设计与回测

从前面的分析可以看出，虽然分析师的预期行为在不同月份存在差异，但在每个月基本都会有预测行为发生，这使我们在构成股票组合时有较大的选择余地，不致于出现无法选出股票的情况。

#### 3.1 基本逻辑

与普通投资者相比，股票分析师的优势可能主要体现：与上市公司更紧密的联系、更扎实的专业知识和更广泛的市场影响力。如果市场上大多数分析师纷纷上调对同一公司净利润的预测值，则很可能意味着公司实际经营业绩将得到改善，从而有助于股价提升。

#### 3.2 前提条件

- 以 2005 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日为回测时期；
- 在全 A 股票中根据一致预期变化值选择股票；
- 每月进行一次组合调整，在当月的最后一个交易日以收盘价卖出需要降低比重的股票，在下一个交易日以开盘价、昨收价、最高价和最低价的平均值买入需要提高比重的股票；
- 在组合调整日，剔除停牌、被 ST 或 PT 的股票；
- 以银行间市场 1 年期国债收益率为无风险利率；
- 单边交易费率为 0.3%；
- 以沪深 300 等权指数（hs300\_eq）为比较基准。

#### 3.3 策略设计

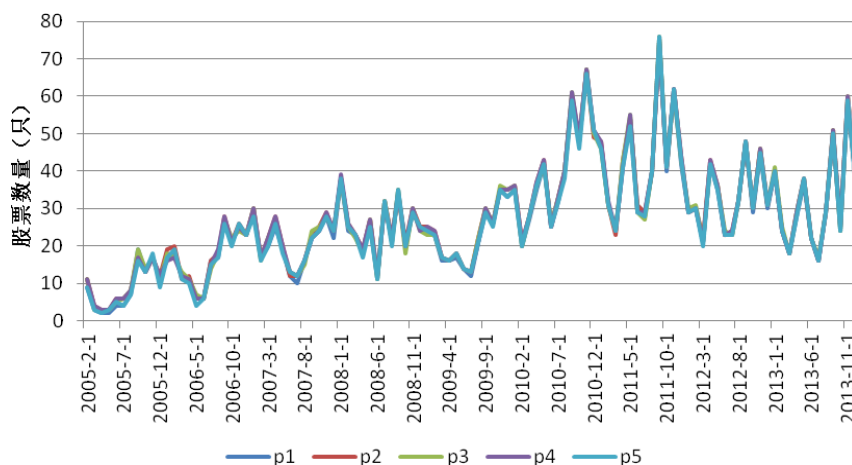
- 第一步，提取分析师对公司净利润的预测值。如果同一名分析师在同一预测日期，对公司多个的报告期进行了预测，则只保留与预测日期最接近的报告期预测值；如果同一名分析师对同一公司的同一报告期有多次预测，则只保留最新一次预测值；对同一预测标的，最少要有 3 名分析师覆盖。
- 第二步，采用等权方式计算分析师一致预期值。
- 第三步，计算净利润一致预期变化值，即本月一致预期值/上月一致预期值-1。
- 第四步，只保留一致预期变化值大于零的观测值。
- 第五步，在每个月初，根据最新的一致预期变化值进行排序，将样本股票分

为 5 组 (p1~p5), p1 组表示变化值最小, p5 组表示变化值最大, 以等权方式形成股票组合。

### 3.3 回溯结果

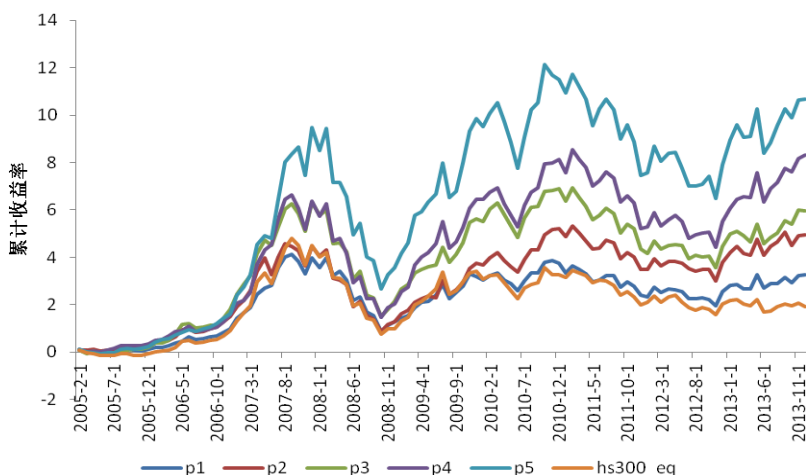
图 3 展示的是在整个回溯时期各组合中的股票数量。由于是均匀分组, 各组合的股票数量大致相等, 因此 5 条曲线出现重合。平均来看, 在 2005 年至 2009 年, 组合中的股票数量波动相对较少, 大部分处于 10 至 30 之间; 在 2010 至 2013 年, 股票数量波动明显变大, 最高达到 76 只 (2011 年 9 月), 最低接近 20 只。

图 3: 各组合中的股票数量



数据来源: 兴业证券研究所、Wind

图 4: 各组合的累计收益率



数据来源: 兴业证券研究所、Wind

图 4 是各组合的累计收益率变化。可见, 如果以沪深 300 等权指数 (hs300\_eq) 作为比较基准, 5 个组合均取得超过基准指数的累计收益率, 并且表现出良好的单调性, 即一致预期上调幅度越大, 组合的累计收益率越高。



表 3: 各组合的回测指标

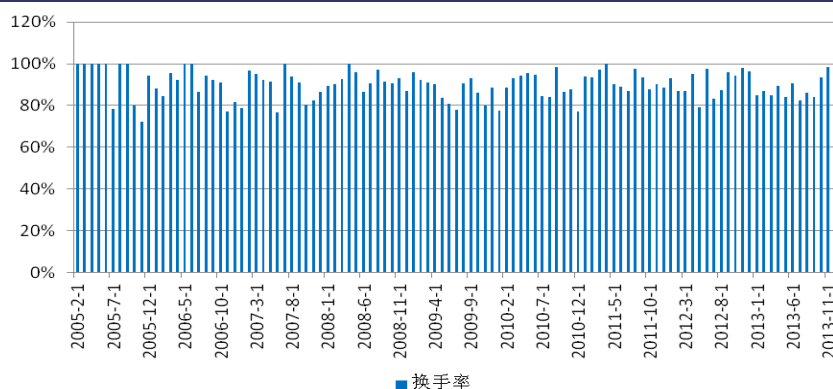
组合名称	累计收益率(%)	年化收益率(%)	年化波动率(%)	夏普比率	最大回撤(%)	信息比率	月均换手率(%)	绝对胜率(%)	相对胜率(%)
p1	327.71	17.70	31.35	-0.20	63.48	0.17	92.35	61.68	50.47
p2	493.96	22.12	32.71	-0.07	66.04	0.49	93.94	59.81	55.14
p3	597.48	24.34	34.33	0.00	65.47	0.63	93.18	63.55	56.07
p4	833.34	28.47	35.78	0.10	67.72	0.90	93.81	69.16	64.49
p5	1067.03	31.73	37.10	0.18	64.98	1.30	90.12	65.42	64.49
hs300_eq	193.69	12.84	36.14	-0.25	69.73	Na	Na	Na	Na

数据来源: 兴业证券研究所、Wind

表 3 是各组合的回测指标。从中可知, p5 组合的年化收益率达到 31.73%, 超过基准指数近 20 个百分点, 年化波动率为 37.1%, 夏普比率和信息比率分别是 0.18 和 1.30, 最大回撤为 64.73%, 略低于基准指数, 绝对胜率(即组合月收益率大于 0 所占的比例)和相对胜率(即组合月超额收益率大于 0 所占的比例)分别为 65.42% 和 64.49%。

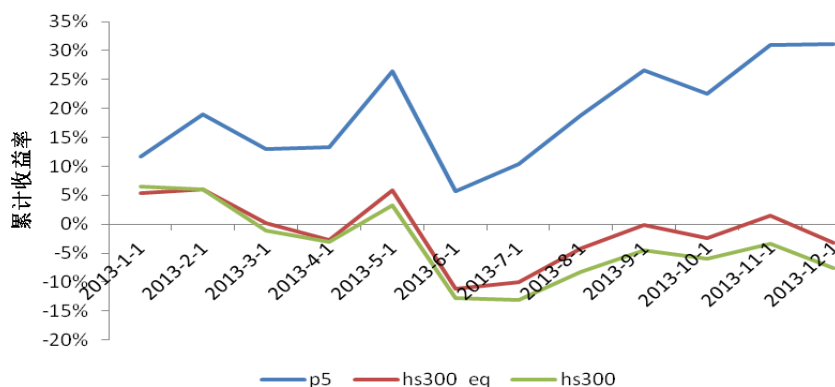
另外, p5 组合的月均单边换手率接近 90%, 意味着在每次换仓时有近九成的股票会被调整, 这一比例虽然已低于其他组合, 但仍然有些偏高。图 5 是 p5 组合的单边换手率的变化情况。

图 5: p5 组合的单边换手率



数据来源: 兴业证券研究所、Wind

图 6: p5 组合在 2013 年的累计收益率



数据来源: 兴业证券研究所、Wind

在我们进行样本外定期跟踪的 2013 年，p5 组合的表现同样出色，累计收益率达到 31.1%，而同期的沪深 300 指数（hs300）和沪深 300 等权指数（hs300\_eq）的累计收益率分别只有 -7.6% 和 -3.2%，p5 组合的超额收益率分别达到 38.7% 和 34.3%。

## 4. 收益归因分析

为考察策略收益是否来自某些特定因子，我们采用以下方法对策略的收益进行归因分析。

### 4.1 归因方法

- 第一步，以机构投资者通常较为关心的规模和行业作为主要因子。
- 第二步，以全 A 股为股票池，采用以下模型进行横截面回归，计算因子收益：

$$R_{i,t} = B_0 \cdot Size_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{29} B_j ind_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $R_{i,t}$  表示股票 i 在 t 月的收益率， $Size_{i,t-1}$  表示股票 i 在 t-1 月底的标准化后流通市值， $ind_{j,i,t}$  ( $j=1, \dots, 29$ ) 为反映股票 i 行业属性的虚拟变量， $B_j$  ( $j=0, 1, \dots, 29$ ) 分别为规模因子和 29 个行业因子的因子收益， $\varepsilon_{i,t}$  是随机扰动项。

- 第三步，运用最小二乘法（OLS）估计上述模型，将得到的因子收益估计值分别乘以股票在当月的因子暴露，再取均值，即可得到当月由各主要因子贡献的平均收益率。
- 第四步，对主要因子在各月贡献的收益率进行 t 检验，可判断该收益是否具有统计显著性。

### 4.2 归因结果

表 4 提供的是 p5 组合在整个回测时期的收益归因结果。从该表可以发现：

- 组合 5 的平均月收益率为 3.42%，且在 5% 水平上统计显著；
- 规模因子贡献的是负收益，与通常“小盘股效应”相吻合，但统计上并不显著；
- **行业选择偏向不明显**，电力及公用事业、国防军工、汽车、食品饮料和通信等 5 个行业都贡献了在 5% 水平统计显著的正收益，贡献度占比分别是 3.4%、2.4%、3.8%、2.4% 和 4.1%，而房地产、纺织服装、基础化工和有色金属等 4 个行业则贡献了在 10% 水平统计显著的正收益，贡献度占比分别是 4.3%、3.6%、6.2% 和 5.1%；
- 收益占比较大，但不具有统计显著性的行业包括交通运输、商贸零售和计算机；



- 删除市值和行业因子后的剩余月均收益率为 1.31%，且在 5% 水平显著，其贡献度占比高达 38.2%，这部分的收益可认为是来自于分析师一致预期上调这个因子所带来的。

表 4: p5 组合的收益归因结果 (2005 至 2013 年)

	均值	占比	t 值
组合收益	0.0342	100.0%	3.31**
剩余收益	0.0131	38.2%	4.3**
流通市值贡献的收益	-0.0005	-1.6%	-0.88
餐饮旅游贡献的收益	0.0003	0.9%	1.39
传媒贡献的收益	-0.0001	-0.4%	-0.15
电力及公用事业贡献的收益	0.0012	3.4%	2.27**
电力设备贡献的收益	0.0003	0.9%	0.66
电子元器件贡献的收益	0.0008	2.4%	1.02
房地产贡献的收益	0.0015	4.3%	1.73*
纺织服装贡献的收益	0.0012	3.6%	1.71*
非银行金融贡献的收益	0.0007	2.2%	0.95
钢铁贡献的收益	0.0007	1.9%	1.14
国防军工贡献的收益	0.0008	2.4%	2.37**
基础化工贡献的收益	0.0021	6.2%	1.91*
机械贡献的收益	0.0003	0.7%	0.34
计算机贡献的收益	0.0009	2.7%	1.63
家电贡献的收益	0.0003	0.9%	0.57
建材贡献的收益	0.0008	2.3%	1.38
建筑贡献的收益	0.0004	1.2%	1.49
交通运输贡献的收益	0.0012	3.6%	1.29
煤炭贡献的收益	0.0002	0.7%	0.25
农林牧渔贡献的收益	0.0005	1.6%	1.09
汽车贡献的收益	0.0013	3.8%	2.05**
轻工制造贡献的收益	0.0004	1.2%	1.23
商贸零售贡献的收益	0.0013	3.8%	1.49
石油石化贡献的收益	0.0002	0.7%	0.38
食品饮料贡献的收益	0.0008	2.4%	2.56**
通信贡献的收益	0.0014	4.1%	3.41**
医药贡献的收益	0.0003	0.9%	0.26
银行贡献的收益	-0.0001	-0.2%	-0.25
有色金属贡献的收益	0.0017	5.1%	1.91*
综合贡献的收益	0.0000	-0.1%	-0.22

注: \*和\*\*分别表示在 10%和 5%统计显著

数据来源: 兴业证券研究所、Wind

表 5 是 p5 组合在 2013 年的收益归因结果。该表显示:

- p5 组合在 2013 年的平均月总收益率和剩余收益率分别为 3.12%和 1.2%，其中，剩余收益率占比为 38.4%，但由于这两个收益率在去年的方差较大，而导致 t 值均不显著；
- 与表 4 类似，流通市值贡献的收益为-0.001%，占比为-0.4%，不具有统计显著性；
- 石油石化行业在去年贡献的月平均收益率为 0.15%，占比 4.9%，且在 5%水

平统计显著；

- 传媒、电子元器件、基础化工和食品饮料等 4 个行业贡献的平均月收益率分别为 0.028%、0.021%、0.03% 和 0.008%，占比分别为 9.1%、6.8%、9.7% 和 2.4%，且在 10% 水平上统计显著。
- 收益占比较大，但不具有统计显著性的行业包括电力设备、通信、计算机。

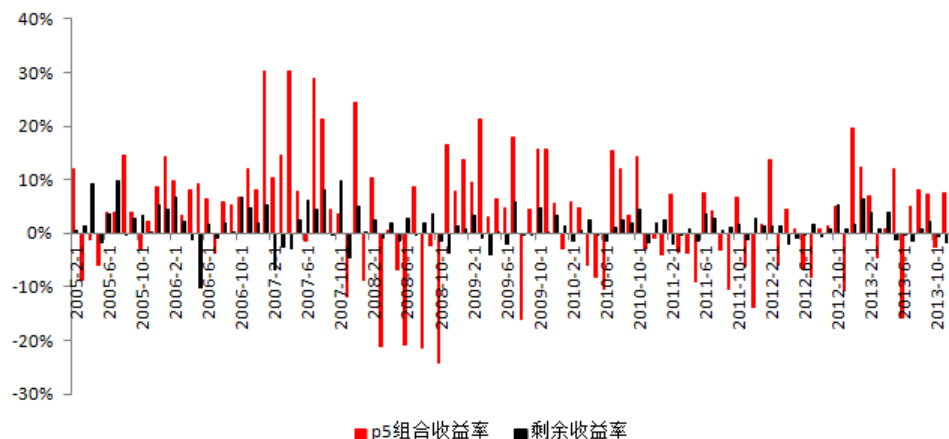
表 5: p5 组合的收益归因结果 (2013 年)

	均值	占比	t 值
组合收益	0.0312	100.0%	1.35
剩余收益	0.0120	38.4%	1.67
流通市值贡献的收益	-0.0001	-0.4%	-0.97
餐饮旅游贡献的收益	0.0002	0.7%	0.67
传媒贡献的收益	0.0028	9.1%	1.91*
电力及公用事业贡献的收益	0.0001	0.2%	0.03
电力设备贡献的收益	0.0029	9.2%	1.79
电子元器件贡献的收益	0.0021	6.8%	1.98*
房地产贡献的收益	0.0001	0.3%	0.07
纺织服装贡献的收益	0.0001	0.5%	1.13
非银行金融贡献的收益	-0.0009	-3.0%	-0.71
钢铁贡献的收益	-0.0010	-3.1%	-0.4
国防军工贡献的收益	0.0012	3.9%	1.23
基础化工贡献的收益	0.0030	9.7%	1.93*
机械贡献的收益	0.0004	1.2%	0.34
计算机贡献的收益	0.0016	5.2%	1.3
家电贡献的收益	0.0004	1.3%	0.55
建材贡献的收益	0.0007	2.1%	1.16
建筑贡献的收益	0.0000	-0.1%	-0.06
交通运输贡献的收益	-0.0001	-0.2%	-0.04
煤炭贡献的收益	-0.0010	-3.2%	-0.92
农林牧渔贡献的收益	0.0005	1.5%	0.48
汽车贡献的收益	0.0006	1.9%	0.5
轻工制造贡献的收益	0.0006	2.1%	1.44
商贸零售贡献的收益	0.0012	3.8%	0.95
石油石化贡献的收益	0.0015	4.9%	2.23**
食品饮料贡献的收益	0.0008	2.4%	1.86*
通信贡献的收益	0.0018	5.7%	1.23
医药贡献的收益	0.0010	3.2%	0.56
银行贡献的收益	0.0000	0.0%	.
有色金属贡献的收益	-0.0011	-3.5%	-1.04
综合贡献的收益	-0.0002	-0.6%	-0.73

注：\*和\*\*分别表示在 10% 和 5% 统计显著

数据来源：兴业证券研究所、Wind

图 7: p5 组合收益率 VS 剩余收益率



数据来源：兴业证券研究所、Wind

图 7 是 p5 组合的总收益率与剩余收益的对比关系。可见，在总收益率为正的月份，剩余收益也基本为正，剩余收益为负的月份相对较少。

## 5. 结论

本报告首先对分析师研报发布时间的分布特征进行分析，然后在此基础上设计“分析师一致预期上调”选股策略，并进行策略回测和收益归因分析，得到以下主要结论：

- 在每年的 3、4、7、8 和 10 等月份，分析师发布的研报数量明显较高，且多数分析师倾向于在年报披露前两年至半年这段时间内发布研究报告对公司经营业绩作出预测；
- 由分析师一致预期上调比例作为选股指标而形成的组合在整个回测期内均取得超过基准指数的累计收益率，并且表现出良好的单调性，即一致预期上调幅度越大，组合的累计收益率越高；
- 在进行样本外跟踪的 2013 年，一致预期上调幅度最大的 p5 组合同样表现出色，累计收益率和超额收益率分别达到 31.1% 和 38.7%；
- p5 组合的收益归因分析表明，该组合不存在严重的行业选择偏向，剔除规模和行业因子后的剩余月均收益率为 1.31%，且在 5% 水平上显著，其贡献度占比高达 38.2%。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

### 机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。