

证券研究报告



分析师:

麦元勋

mai yx@xyzq.com.cn

S0190514030001

任瞳

rentong@xyzq.com.cn

S0190511080001

## 通透·事件驱动策略再回首系列之三: 分析师一致评级

2014年03月28日

### 报告关键点

本报告设计了“分析师一致评级”选股策略,并进行策略回测和收益归因分析。结果显示,该策略在整个回测内不存在明显的行业选择偏向,并取得较高的累计收益率。

### 相关报告

《镜鉴·兴业证券债券信用评级周报 20140324》2014-03-24

《兴业证券-0A 量化择时周报 2014-3-24》2014-03-23

《通透·事件驱动策略再回首系列之二》2014-03-17

### 投资要点

- 分析师对个股评级普遍在“中性”以上,偏买入倾向明显;
- 在3、4、8和10月份,个股一致评级的样本数量明显高于其他月份;
- 一致评级越高,组合的累计收益率越高,一致评级最高的 p5 组合取得近10%的年化超额收益率,绝对胜率和相对胜率分别为 62.62%和 58.88%,月均单边换手率只有 35.88%;
- 在进行样本外跟踪的 2013 年,一致评级最高的 p5 组合的累计收益率和超额收益率分别为 36.3%和 31.9%;
- p5 组合的收益归因分析表明,该组合在整个回测时期不存在明显的行业选择偏向,但在去年的行业选择偏向较明显;

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

用使讯资得万供仅档文此

## 目 录

1.前言 .....	- 3 -
2.分析师一致评级的分布特征 .....	- 3 -
3.策略设计与回测 .....	- 4 -
3.1 基本逻辑 .....	- 4 -
3.2 前提条件 .....	- 5 -
3.3 策略设计 .....	- 5 -
3.4 回测结果 .....	- 5 -
4.收益归因分析 .....	- 7 -
4.1 归因方法 .....	- 7 -
4.2 归因结果 .....	- 8 -
5.结论 .....	- 11 -
图 1: 一致评级样本数量的年度分布特征 (2005 年至 2013 年) .....	- 3 -
图 2: 一致评级样本数量的月度分布特征 (2005 年至 2013 年) .....	- 4 -
图 3: 一致评级中的分析师数量分布 .....	- 4 -
图 4: 各组合中的股票数量 .....	- 5 -
图 5: 各组合的累计收益率 .....	- 6 -
图 6: p5 组合的单边换手率 .....	- 7 -
图 7: p5 组合在 2013 年的累计收益率 .....	- 7 -
图 8: p5 组合收益率 VS 剩余收益率 .....	- 11 -
表 1: 各组合的回测指标 .....	- 6 -
表 2: p5 组合的收益归因结果 (2005 至 2013 年) .....	- 9 -
表 3: p5 组合的收益归因结果 (2013 年) .....	- 10 -

## 1. 前言

在“通透·事件驱动策略再回首系列”的前两篇报告中，我们分别对“分析师一致预期上调”和“业绩超一致预期”事件进行了深入研究，并设计了相应的投资策略。通常，分析师是根据对上市公司业绩指标的预测值，形成股票具体的投资评级，如“买入”、“增持”、“中性”、“减持”等。如果把多名分析师的评级结果进行汇总，将形成分析师对某只股票的一致评级。

作为该系列的第三篇，本报告将研究焦点转移至“分析师一致评级”事件。我们的定期报告曾对其进行过近一年半的跟踪观察，基于该事件设计的投资策略在去年取得不俗的收益，详情请参阅《兴业证券事件驱动策略研究月报》。

在本报告中，我们将对“分析师一致评级”事件的时间分布特征、策略设计、回测效果和收益归因等问题进行深入的探讨。

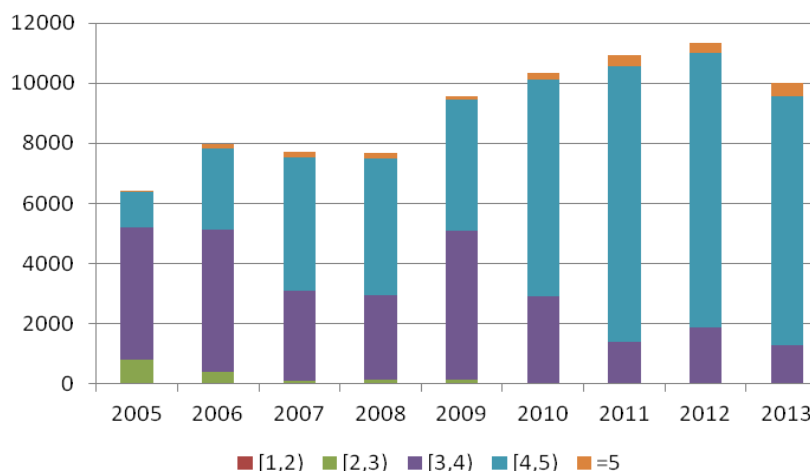
## 2. 分析师一致评级的分布特征

根据 Wind 的底层数据库，我们将分析师对个股的评级量化为 1 至 5 级，级别越高，代表买入推荐力度越大；级别越低，代表卖出推荐力度越大；3 代表中性。把不同分析师对同一股票的量化评级进行平均，将得到个股的一致评级。每月统计一次同一股票的最新一致评级结果。

为分析一致评级的时间分布特征，我们根据一致评级从小到大分为 5 组：[1,2) 为组 1；[2,3) 为组 2；[3,4) 为组 3；[4,5) 为组 4；评级是 5 为组 5。

图 1 是一致评级的年度分布特征。可见，自 2007 年开始，绝大多数的一致评级均在 3（即中性）以上，这表明目前分析师对个股评级存在非常明显的偏买入倾向。

图 1：一致评级样本数量的年度分布特征（2005 年至 2013 年）

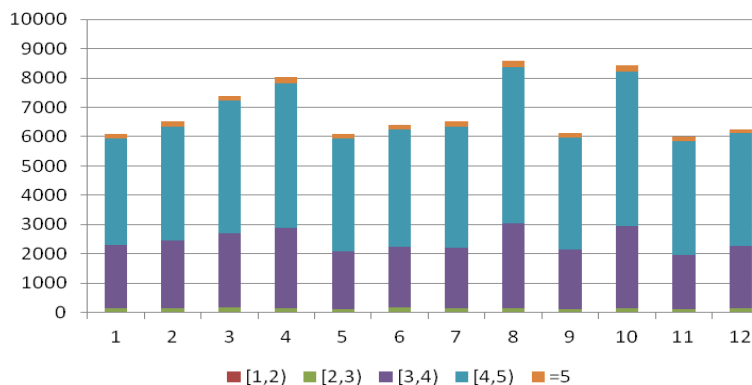


数据来源：兴业证券研究所、Wind

图 2 是一致评级的月份分布特征。可以发现，在 3、4、8 和 10 月份，个股一致

评级的样本数量明显高于其他月份。其主要原因在于这些月份是上市公司披露定期报告的密集期，分析师在此期间调整个股评级的行为相对较频繁。

图 2：一致评级样本数量的月度分布特征（2005 年至 2013 年）

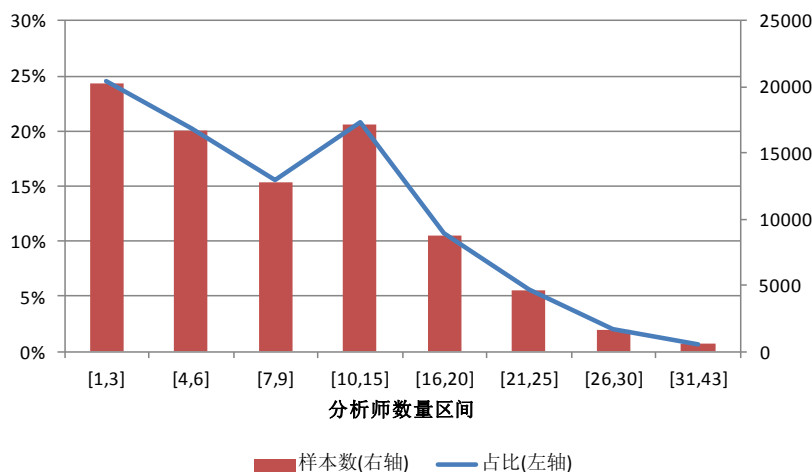


数据来源：兴业证券研究所、Wind

不同股票的市场热度存在较大差异：热门股票倍受市场和分析师的追捧，各种研究报告不断推出；冷门股票则只被少数分析师覆盖，研究报告数量寥寥。

图 3 展示了在计算一致评级时分析师数量的占比分布。可见，随着分析师数量的增加，样本占比大致趋于下降，分析师数量在 3 人以下的样本占比接近 25%，4 至 6 人和 10 至 15 人的样本占比接近 20%，7 至 9 人、16 至 20 人、21 至 25 人的样本占比分别为 15%、10% 和 5%，超过 25 人的样本占比合计不超过 3%。

图 3：一致评级中的分析师数量分布



数据来源：兴业证券研究所、Wind

### 3. 策略设计与回测

#### 3.1 基本逻辑

在大多情况下，分析师经过对上市公司进行深入调研，结合其专业知识最终将形成个股的具体投资评级。一致评级反映了分析师对某只股票的平均推荐力度。一

致评级越高的股票，未来价格上升的动力可能越强。

### 3.2 前提条件

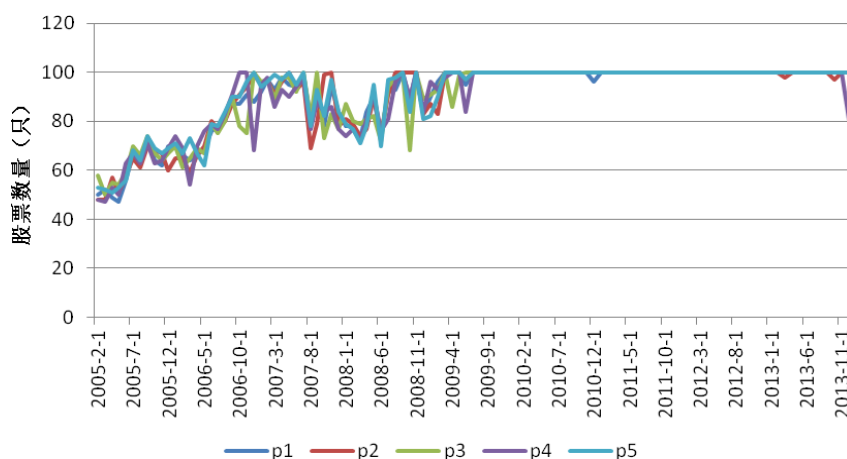
- 以 2005 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日为回测时期；
- 在全 A 股票中选择股票形成组合；
- 每月进行一次组合调整，在当月的最后一个交易日以收盘价卖出需要降低比重的股票，在下一个交易日以开盘价、昨收价、最高价和最低价的平均值买入需要提高比重的股票；
- 在组合调整日，剔除停牌、被 ST 或 PT 的股票；
- 以银行间市场 1 年期国债收益率为无风险利率；
- 单边交易费率为 0.3%；
- 以沪深 300 等权指数（hs300\_eq）为比较基准。

### 3.3 策略设计

- 第一步，计算样本股票在每个月的一致评级。重要细节包括：如果同一只股票的一致评级在当月发生过调整，则只保留最新一次的评级结果；同一只股票的一致评级最少要有 4 名分析师覆盖；只保留一致评级大于等于 3 的记录。
- 第二步，在每个月初，根据一致评级从小到大进行排序，将样本股票均匀分为 5 组。
- 第三步，为避免每个组合的股票数量太多，每个组合只取一致评级最高的前 100 只股票以等权方式形成最终的股票组合，即 p1 至 p5。其中，p1 组合的一致评级最低，p5 组合的一致评级最高。

### 3.4 回测结果

图 4：各组合中的股票数量



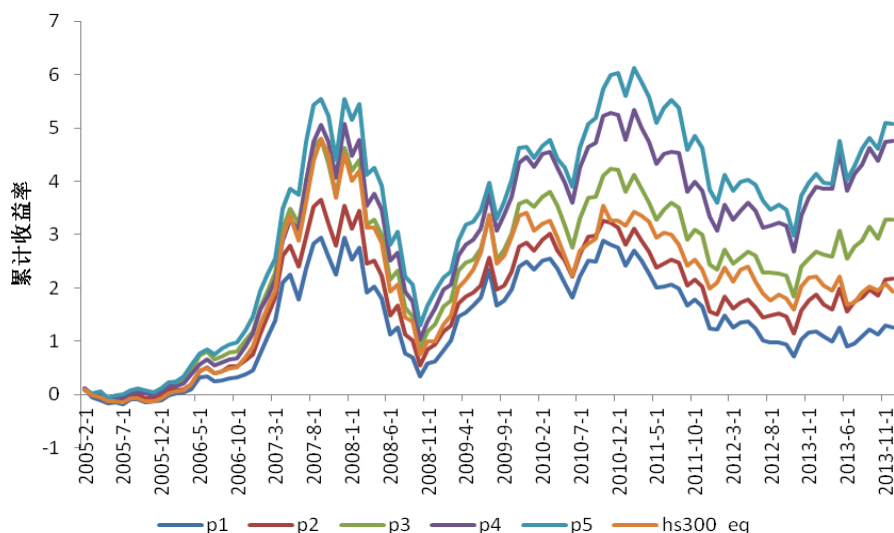
数据来源：兴业证券研究所、Wind

图 4 展示的是在整个回测时期各组合中的股票数量。该图显示，在 2009 年 7 月前，组合中的股票数量大致在 50 至 100 之间波动，且组合之间的股票数量存在一

定差异；在 2009 年 7 月后，各组合的股票数量基本稳定在 100 只。

图 5 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，一致评级最低的 p1 组合始终落后于基准指数，一致评级最高的 p5 组合则始终优于基准指数；p1 至 p5 个组合的累计收益率显现出良好的单调性，即一致评级越高，组合的累计收益率越高。

图 5：各组合的累计收益率



数据来源：兴业证券研究所、Wind

表 1 是各组合的回测指标。从中可知，p5 组合的年化收益率为 22.45%，超过基准指数近 10 个百分点，年化波动率为 32.89%，夏普比率和信息比率分别是 -0.06 和 0.55，最大回撤为 64.97%，略低于基准指数，也低于其他 4 个组合；p5 组合的绝对胜率（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 62.62% 和 58.88%，均高于其余 4 个组合。

另外，值得注意的是，p5 组合具体低换手率的特点，月均单边换手率只有 35.88%，意味着在每次换仓时只有不足四成的股票会被调整，这一比例均低于其余组合。

表 1：各组合的回测指标

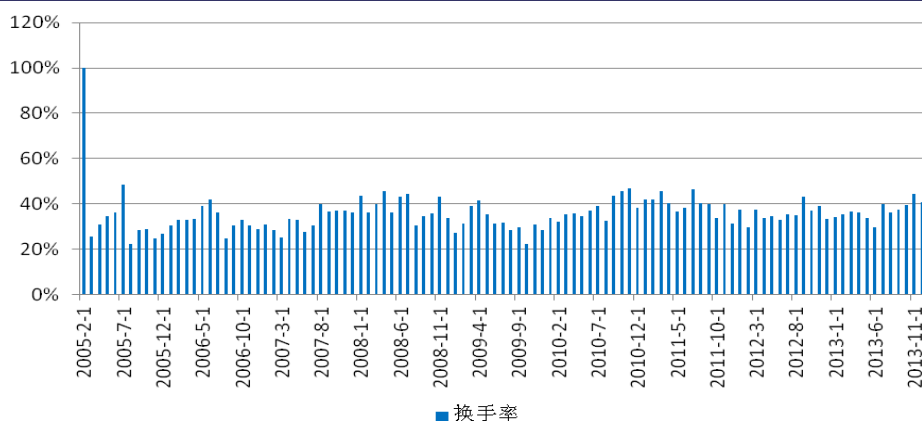
组合名称	累计收益率(%)	年化收益率(%)	年化波动率(%)	夏普比率	最大回撤(%)	信息比率	月均换手率(%)	绝对胜率(%)	相对胜率(%)
p1	126.38	9.60	36.49	-0.33	66.13	-0.29	47.99	58.88	45.79
p2	216.84	13.81	35.38	-0.24	66.58	0.05	55.07	60.75	52.34
p3	327.45	17.69	34.25	-0.16	67.63	0.32	57.19	59.81	57.01
p4	475.60	21.69	33.59	-0.07	66.65	0.55	53.83	62.62	58.88
p5	508.38	22.45	32.89	-0.06	64.97	0.55	35.88	62.62	58.88
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

图 6 是 p5 组合的单边换手率的变化情况。仔细观察可以发现，该组合的换手率整体水平的不高，且波动较少，除了建仓时换手率为 100% 外，其他月份的换手率基本在 20% 至 40% 之间变动。这主要是因为在一个月内股票的一致评级结果一

般不会发生很大变化，因此组合中的股票能够保持较高的稳定性。

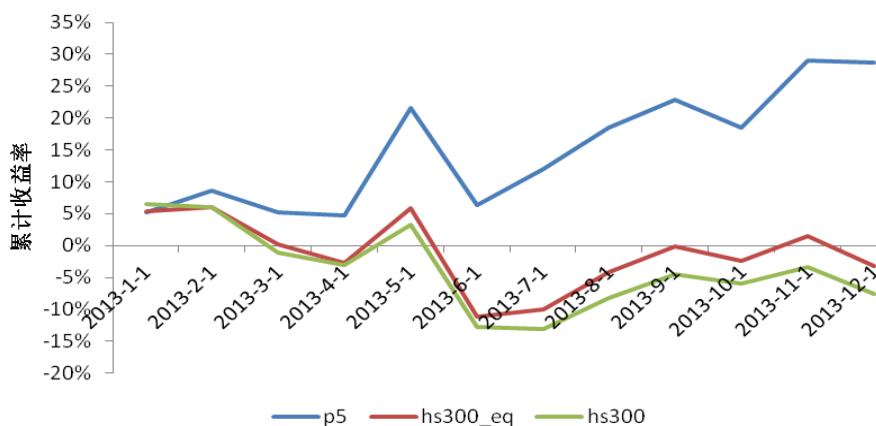
图 6: p5 组合的单边换手率



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（见图 7），累计收益率为 28.7%，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 组合的累计超额收益率分别达到 36.3% 和 31.9%。**

图 7: p5 组合在 2013 年的累计收益率



数据来源：兴业证券研究所、Wind

## 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 2 提供的是 p5 组合在整个回测时期的收益归因结果。从该表可知：

- 组合 5 的平均月收益率为 2.37%，且在 5% 水平上统计显著。
- 规模因子贡献的是负收益，但统计上并不显著。
- **行业选择偏向不明显。**医药、电力设备、有色金属、国防军工、建筑、食品饮料、非银行金融、石油石化、家电和传媒等 10 个行业都贡献了在 5% 水平统计显著的正收益。其中，医药、电力设备和有色金属是贡献度最高的 3 个行业，占比依次是 11.6%、6.2% 和 6%，国防军工、建筑和食品饮料等行业的占比均为 3.7%，非银行金融、石油石化、家电和传媒等行业的占比分别是 3.2%、2.8%、2.5% 和 2.2%。而基础化工、商贸零售、农林牧渔、建材和银行等 5 行业则贡献了在 10% 水平统计显著的正收益，贡献度依次是 5.9%、4.7%、3.4%、2.8% 和 1%。
- 月均收益率为正且贡献度占比较大，但不具有统计显著性的行业包括房地产、机械、计算机和汽车等行业。
- **删除市值和行业因子后的剩余月均收益率为 0.22%，贡献度占比为 9.4%，但由于该收益的标准差较大而不具有统计显著性。**如果不考虑其他因素，这部分的收益可认为是由一致评级这个因子所带来的。
- 所有行业的月均收益率均不等于 0，意味所有行业均有股票曾经入选至 p5 组合。



表 2: p5 组合的收益归因结果 (2005 至 2013 年)

	均值	占比	t 值
组合收益	0.0237	100.0%	2.58**
剩余收益	0.0022	9.4%	0.79
流通市值贡献的收益	-0.0011	-4.5%	-1.1
餐饮旅游贡献的收益	0.0002	0.7%	0.93
传媒贡献的收益	0.0005	2.2%	2.04**
电力及公用事业贡献的收益	0.0001	0.6%	0.51
电力设备贡献的收益	0.0015	6.2%	2.66**
电子元器件贡献的收益	0.0005	2.0%	1.27
房地产贡献的收益	0.0013	5.5%	1.63
纺织服装贡献的收益	0.0003	1.2%	0.87
非银行金融贡献的收益	0.0008	3.2%	2.15**
钢铁贡献的收益	0.0005	2.1%	1.03
国防军工贡献的收益	0.0009	3.7%	2.78**
基础化工贡献的收益	0.0014	5.9%	1.68*
机械贡献的收益	0.0012	5.2%	1.46
计算机贡献的收益	0.0009	3.9%	1.38
家电贡献的收益	0.0006	2.5%	2.7**
建材贡献的收益	0.0007	2.8%	1.73*
建筑贡献的收益	0.0009	3.7%	2.19**
交通运输贡献的收益	0.0007	2.8%	1.61
煤炭贡献的收益	0.0005	2.1%	1.05
农林牧渔贡献的收益	0.0008	3.4%	1.81*
汽车贡献的收益	0.0007	3.0%	1.44
轻工制造贡献的收益	<-0.0001	-0.2%	-0.16
商贸零售贡献的收益	0.0011	4.7%	1.75*
石油石化贡献的收益	0.0007	2.8%	2.23**
食品饮料贡献的收益	0.0009	3.7%	2.16**
通信贡献的收益	0.0006	2.5%	1.37
医药贡献的收益	0.0028	11.6%	2.81**
银行贡献的收益	0.0002	1.0%	1.74*
有色金属贡献的收益	0.0014	6.0%	2.05**
综合贡献的收益	0.0001	0.3%	1.07

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 3 是 p5 组合在 2013 年的收益归因结果。该表显示:

- p5 组合在 2013 的月均收益率为 2.58%, 剩余收益率为 0.14%, 贡献度占比为 5.4%, 但由于这两个收益率的标准差较大而导致统计不显著。
- 流通市值的月均收益率为-0.09%, 占比为-3.5%, 且在 5%水平统计显著。
- 行业选择存在较严重的偏向。只有家电行业取得了在 5%水平上统计显著的正收益, 贡献度占比为 4.2%。计算机、通信和电子元器件等 3 个行业取得了 10%水平上统计显著的正收益, 贡献度占比分别为 23.9%、10.5%和 8.2%。这表明去年 p5 组合有超过 40%的收益来自这三个行业。
- 收益贡献度占比较大, 但不具有统计显著性的行业包括医药、传媒、家电、轻工和机械;
- 综合、钢铁、有色金属和煤炭等行业在去年的月均收益率为负, 但不具有统

计显著性;

- 银行业在去年的收益率贡献度为 0，意味着没有银行股入选至 p5 组合。

表 3: p5 组合的收益归因结果 (2013 年)

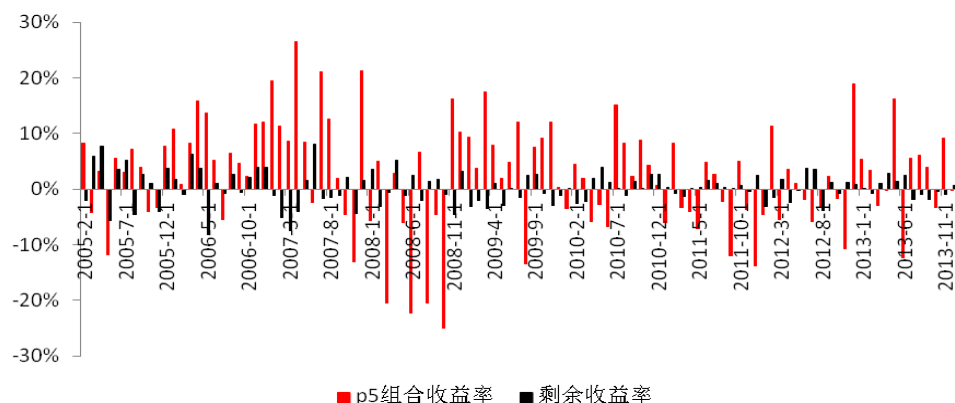
	均值	占比	t 值
组合收益	0.0258	100.0%	1.24
剩余收益	0.0014	5.4%	0.31
流通市值贡献的收益	-0.0009	-3.5%	-2.5**
餐饮旅游贡献的收益	0.0003	1.3%	0.82
传媒贡献的收益	0.0014	5.4%	1.39
电力及公用事业贡献的收益	0.0006	2.3%	0.53
电力设备贡献的收益	0.0021	8.2%	1.5
电子元器件贡献的收益	0.0021	8.2%	2.17*
房地产贡献的收益	0.0004	1.4%	0.18
纺织服装贡献的收益	0.0001	0.5%	0.61
非银行金融贡献的收益	0.0001	0.2%	0.35
钢铁贡献的收益	-0.0001	-0.4%	-0.65
国防军工贡献的收益	0.0009	3.6%	1.08
基础化工贡献的收益	0.0006	2.2%	0.54
机械贡献的收益	0.0010	4.0%	0.52
计算机贡献的收益	0.0062	23.9%	2.09*
家电贡献的收益	0.0011	4.2%	2.51**
建材贡献的收益	0.0005	2.1%	0.44
建筑贡献的收益	0.0007	2.7%	0.36
交通运输贡献的收益	0.0002	0.9%	0.58
煤炭贡献的收益	-0.0007	-2.9%	-0.93
农林牧渔贡献的收益	0.0007	2.8%	0.63
汽车贡献的收益	0.0009	3.5%	0.84
轻工制造贡献的收益	0.0010	4.1%	1.49
商贸零售贡献的收益	0.0000	0.0%	0.02
石油石化贡献的收益	0.0004	1.4%	0.82
食品饮料贡献的收益	0.0003	1.3%	0.34
通信贡献的收益	0.0027	10.5%	1.96*
医药贡献的收益	0.0018	7.2%	1.55
银行贡献的收益	0.0000	0.0%	.
有色金属贡献的收益	-0.0001	-0.5%	-0.62
综合贡献的收益	0.0000	-0.1%	-1

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 8 是 p5 组合的总收益率与剩余收益的对比关系。可见, 在去年 12 个月中, p5 组合有 7 个月取得正收益, 胜率为 58%, 其中收益率最高的是 5 月份, 达到 16.3%, 而收益率最低的出现在 6 月份, 达到-12.4%; 剩余收益率及其在总收益中的比例均不高, 这意味着一致评级带来的收益有相当部分已经被规模或行业等因子覆盖。

图 8: p5 组合收益率 VS 剩余收益率



数据来源: 兴业证券研究所、Wind

## 5. 结论

本报告首先对分析师一致评级的时间分布特征进行分析,然后在此基础上设计“一致评级”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:

- 分析师对个股评级普遍在“中性”以上,偏买入倾向明显;
- 在 3、4、8 和 10 月份,个股一致评级的样本数量明显高于其他月份;
- 一致评级越高,组合的累计收益率越高,一致评级最高的 p5 组合取得近 10% 的年化超额收益率,绝对胜率和相对胜率分别为 62.62% 和 58.88%,月均单边换手率只有 35.88%;
- 在进行样本外跟踪的 2013 年,一致评级最高的 p5 组合的累计收益率和超额收益率分别为 36.3% 和 31.9%;
- p5 组合的收益归因分析表明,该组合在整个回测时期不存在明显的行业选择偏向,但在去年的行业选择偏向较明显。

## 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@xyq.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。