

2020年下半年A股投资展望

策略中期年度报告

本报告的主要看点：

1. 市场策略及行业配置

内修外攘，急流勇进

基本结论

- 中美之间风波不断，但中美关系对市场的整体影响有所钝化，不会像2019年那样成为主导市场的核心因素。2018年以来，中兴、华为事件以及加征关税等均反映了特朗普政府对华强硬的态度。当前中美关系面临较大的挑战，新冠疫情和美国大选使中美关系不确定性进一步加大。中美关系面临四大方面的挑战，分别涉及“政治、科技、经济和贸易”。中美关系对市场的整体影响有所钝化：一方面，对于中美关系的不确定性，市场已有一定的预期。另一方面，中美贸易体量巨大，短期内中美在经贸上脱钩概率较低。
- 全球贸易受疫情冲击较大，海外需求疲软态势或将延续一段时间，两会召开后，下半年扩大内需政策将加速落实。外需仍面临着较大的不确定性，从全球制造业PMI来看，受疫情冲击PMI出现断崖式下跌，其中新出口订单成为主要拖累因素。4月经济数据显示，基建投资和居民消费成为经济从疫情冲击中修复的主要驱动力。从政府工作报告来看，全年GDP增速“保三争四”，随着地方专项债和特别国债的发行，各类基建等政策将加速落地。
- 宽货币和宽信用的流动性组合逐步得到确认。货币政策基调仍以宽松为主，银行间流动性仍相对充裕，后续央行将协调特别国债和地方专项债发行，债券发行对整体流动性冲击影响有限。油价维持低位，猪价逐步回落，通胀没有后顾之忧，中国降息和降准仍存较大空间。此外，当前信用环境也是极其宽松，疫情之下，M2与名义GDP增速差值处在极高点。叠加央行精准的信用扩张政策工具，下半年宽货币和宽信用的流动性环境逐步得到确认。
- 全球流动性宽松的大环境下，资金持续流入新兴市场，A股或持续受益全球流动性外溢。流动性宽松是当前全球金融环境的主要特征，在美元流动性短缺问题缓和后，全球避险情绪消退后，美元或维持弱势，全球资本或回流新兴市场。近期美元逐步高位回落，这对于新兴市场而言，意味着全球资本的流入。从历史经验来看，每一轮美元周期中，新兴市场将受益于弱势美元。
- 随着疫情缓和及内需扩张，预计后续A股业绩逐季回升，其中中下游行业业绩恢复较快。预计2020年全部A股和全部A股（非金融）利润增速为-2%、-8%。就各大板块业绩而言，从工业企业利润数据来看，上游行业（煤炭、有色、钢铁等）企业盈利仍较弱，中游行业（建材、机械、化工等）企业盈利企稳回升，下游行业（食品饮料、医药等）企业盈利明显回升。此外，后疫情时代，行业集中度提升加速，龙头企业业绩更为稳定。
- 对A股市场维持相对乐观的观点，行业配置方面内需板块确定性较高。首先，下半年各类扩大内需政策加速落地；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认；最后，以A股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境。此外，从全球主要指数估值水平所处位置来看，A股整体估值水平在历史中位水平，股票风险溢价仍相对较高，后续市场风险偏好存在修复的机会。行业配置方面，内需板块确定性较高，聚焦那些内需板块中供需两端同时受益的行业（消费和基建）。
- 风险提示：经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权违约、政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiong@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 一、当前中美关系是主要的外部不确定性因素 | 4 |
| 1.1 2018 年以来，中美之间风波不断 | 4 |
| 1.2 中美关系问题涉及“政治、科技、经济、贸易”四大方面 | 4 |
| 1.3 中国是美国实体清单中主体最多的国家 | 5 |
| 1.4 中美关系对市场的整体影响有所钝化 | 6 |
| 二、两会后内需扩张政策将加速落实 | 7 |
| 2.1 全球贸易受疫情冲击较大，海外需求疲软态势或将延续一段时间 | 7 |
| 2.2 基建投资和居民消费成为经济从疫情冲击中修复的主要驱动力 | 8 |
| 2.3 从政府工作报告来看，全年 GDP 增速“保三争四” | 9 |
| 2.4 下半年扩大内需政策将加速落实 | 9 |
| 三、宽货币和宽信用的流动性组合逐步得到确认 | 10 |
| 3.1 货币政策基调仍是宽松，银行间市场流动性充裕 | 10 |
| 3.2 降息和降准仍存较大空间 | 11 |
| 3.3 宽货币和宽信用的流动性组合 | 11 |
| 四、全球流动性宽松的大环境下，资金持续流入新兴市场 | 12 |
| 4.1 流动性宽松是当前全球金融环境的主要特征 | 12 |
| 4.2 全球流动性宽松的外溢效应：资金流向新兴市场 | 13 |
| 4.3 2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场 | 14 |
| 4.4 新兴市场将持续受益于弱势美元 | 14 |
| 五、企业盈利逐季回升：中下游恢复迅速 | 15 |
| 5.1 企业盈利逐季回升：中下游恢复迅速 | 15 |
| 5.2 后疫情时代，行业集中度提升加速，龙头企业业绩更为稳定 | 17 |
| 六、市场策略及行业配置 | 18 |
| 6.1 对 A 股保持乐观的三个逻辑 | 18 |
| 6.2 内需板块确定性较高，短期科技板块仍面临这中美事件等不确定性 | 19 |
| 6.3 行业配置：左手消费、右手基建 | 20 |

图表目录

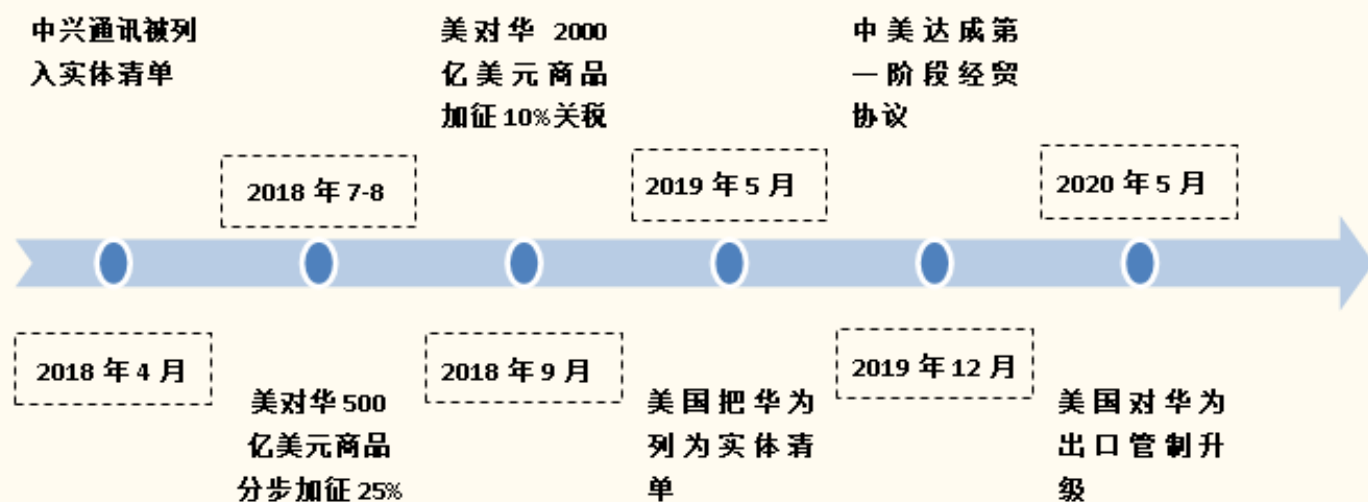
| | |
|---|----|
| 图表 1: 2018 年以来中美之间风波不断..... | 4 |
| 图表 2: 中美关系面临四大方面的挑战..... | 5 |
| 图表 3: 美国实体清单中各国家主体的数量分布..... | 5 |
| 图表 4: 美国实体清单中的中国主体领域分布..... | 6 |
| 图表 5: 全球中间品贸易网络: 中、美、德“铁三角”..... | 7 |
| 图表 6: 新出口订单大幅拖累全球制造业 PMI..... | 8 |
| 图表 7: 国内消费和投资明显恢复..... | 8 |
| 图表 8: 国内挖掘机销量大增..... | 9 |
| 图表 9: 国内重卡销量创新高..... | 9 |
| 图表 10: 从两会披露的财政赤字率倒推名义 GDO 增速..... | 9 |
| 图表 11: 地方政府新增专项债发行规模..... | 10 |
| 图表 12: 银行质押式回购质押率和国债收益率..... | 10 |
| 图表 13: LPR 和 MLF 利率持续下行..... | 11 |
| 图表 14: 普惠型小微企业贷款余额..... | 12 |
| 图表 15: 当前信用环境极其宽松..... | 12 |
| 图表 16: 全球主要央行资产规模..... | 13 |
| 图表 17: 新兴市场资本流入规模..... | 13 |
| 图表 18: 2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场..... | 14 |
| 图表 19: 美元走势与新兴市场相对表现..... | 15 |
| 图表 20: 北上资金持续流入 A 股..... | 15 |
| 图表 21: 预计 2020 年全部 A 股和全部 A 股 (非金融) 利润增速为-2%、-8%..... | 16 |
| 图表 22: 上游行业 (煤炭、有色、钢铁) 工业企业利润总额增速..... | 16 |
| 图表 23: 中游行业 (建材、机械、化工) 工业企业利润总额增速..... | 17 |
| 图表 24: 下游行业 (餐饮、医药) 工业企业利润总额增速..... | 17 |
| 图表 25: 大企业的市场占份额占比越来越大..... | 18 |
| 图表 26: 下半年看多 A 股的三个逻辑..... | 18 |
| 图表 27: 全球估值水平比较 (2010 年以来, 截止 5 月 29 日)..... | 19 |
| 图表 28: 当前股票风险溢价仍处在较高位..... | 19 |
| 图表 29: 供应链依赖海外市场的行业..... | 20 |
| 图表 30: 聚焦内需板块中供需两端受益的行业..... | 20 |

一、当前中美关系是主要的外部不确定性因素

1.1 2018 年以来，中美之间风波不断

- 2018 年以来，中兴、华为事件以及加征关税等均反映了特朗普政府对华强硬的态度。5 月 20 日特朗普政府向美国国会递交了《美国对华战略报告》，报告指出美国为应对中国的挑战，采取了“以竞争迫使中国合作，达到美国要求”的对华竞争方针。当前中美关系仍存在一定的不确定性，这或是主要的外部不确定性因素。

图表 1：2018 年以来中美之间风波不断

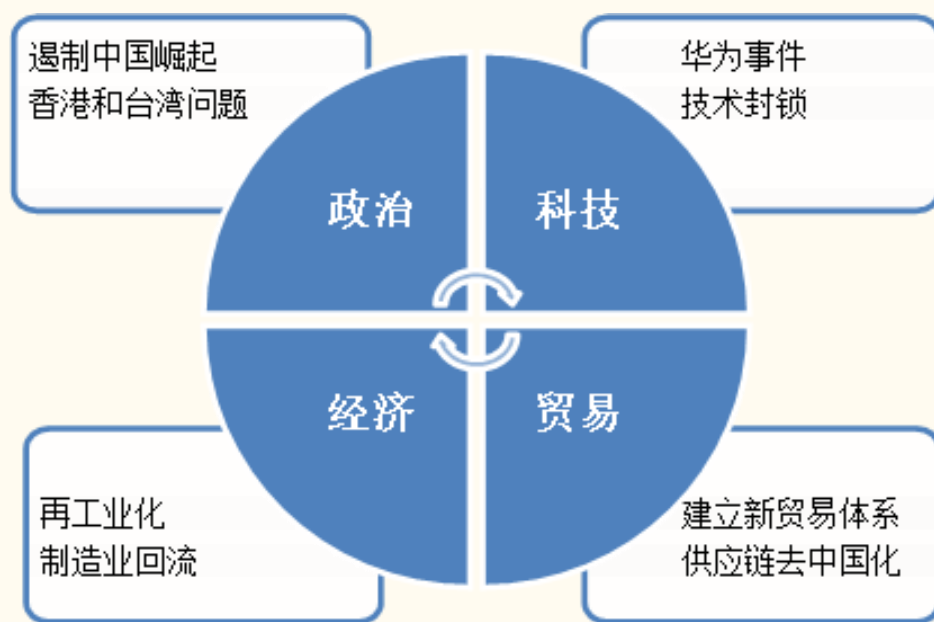


来源：国金证券研究所

1.2 中美关系问题涉及“政治、科技、经济、贸易”四大方面

- 当前中美关系面临较大的挑战，新冠疫情和美国大选使中美关系不确定性进一步加大。中美关系面临四大方面的挑战，分别涉及“政治、科技、经济和贸易”。1) 政治领域涉及到意识形态和美国遏制中国崛起的诉求；2) 科技领域以中兴、华为事件为代表，美国商务部的实体清单主要针对的是我国新型技术行业；3) 经济方面，再工业化和制造业回流美国是特朗普政府的强烈诉求；4) 贸易方面，美国试图联合盟友建立新的全球贸易体系，而新的贸易体系核心的问题也是想全球供应链去中国化。

图表 2：中美关系面临四大方面的挑战



来源：国金证券研究所

1.3 中国是美国实体清单中主体最多的国家

- 最新的美国商务部实体清单中共有 1353 家企业和单位，涉及 76 个国家和地区，其中中国（含港台地区）企业和单位数量最多，高达 362 家。“实体清单”是美国出口管制的重要手段之一，被纳入清单的企业和单位基本上处在美国的技术封锁当中。

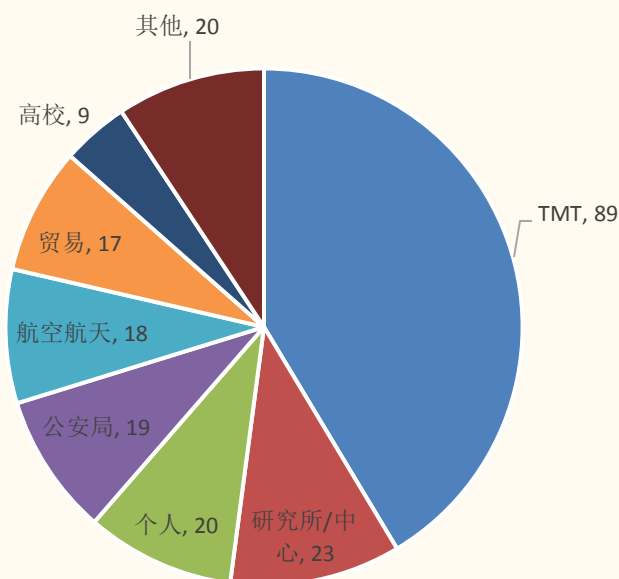
图表 3：美国实体清单中各国家主体的数量分布



来源：美国商务部、国金证券研究所

- **美国实体清单中的中国大陆企业：TMT 行业企业数量最多，共有 89 家，航空航天、贸易企业分别有 18 家和 17 家。**美国针对中国出口管制方向主要涉及三大方面：新兴技术、国防军工和科研机构。1) 新兴技术行业方面，清单中企业集中在通信、半导体、安防、人工智能等行业。除了以华为为代表的通信和半导体企业之外，清单中还有许多安防、人工智能等行业企业；2) 国防军工产业方面，以高校、航天科技集团为主要代表。高校主要以北京航空航天大学等航空航天专业见长的院校为主，此外，中国航天科工集团公司各大研究院也成为了清单的主要针对机构；3) 高校和科研机构方面，那些以信息技术、核电和国防军工见长的高校和科研机构是美国“实体清单”中的主要针对对象。比如电子科技大学、西北核技术科学研究所、国防科技大学等。

图表 4：美国实体清单中的中国主体领域分布

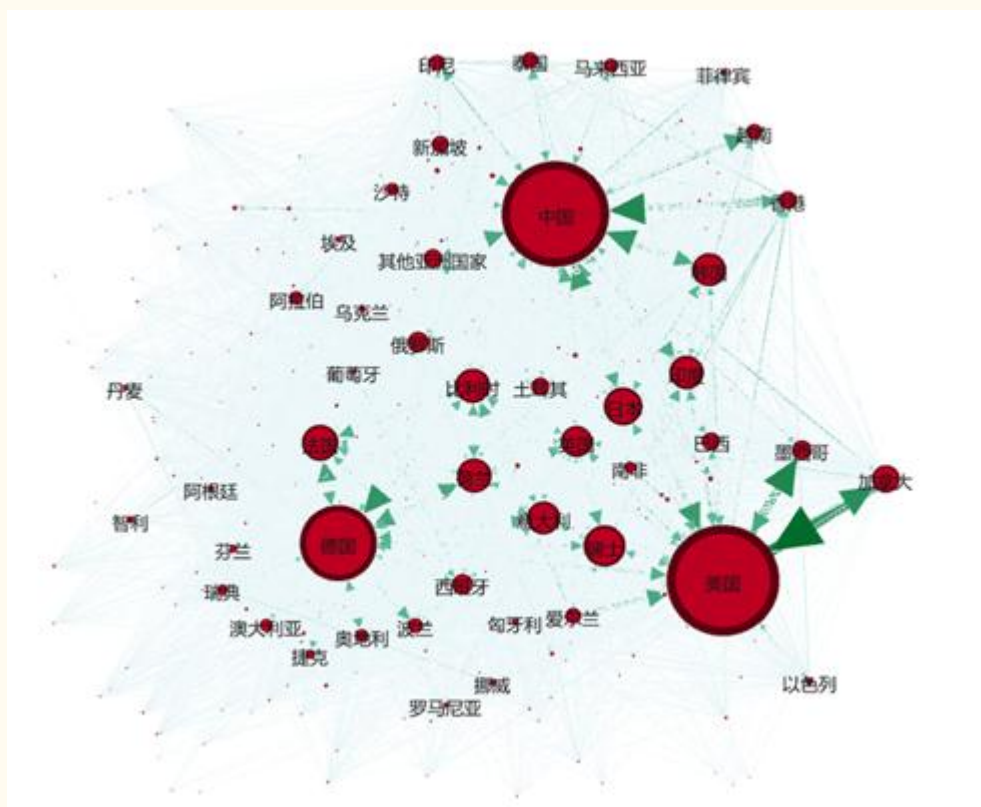


来源：美国商务部、国金证券研究所

1.4 中美关系对市场的整体影响有所钝化

- **我们认为中美关系对市场的整体影响有所钝化，不会像 2019 年那样成为主导 A 股市场走势的核心因素。**一方面，对于中美关系的不确定性，市场已有一定的预期。另一方面，中美贸易体量巨大，经贸关系作为中美关系的压舱石，短期内中美在经贸上脱钩概率较低。

图表 5：全球中间品贸易网络：中、美、德“铁三角”



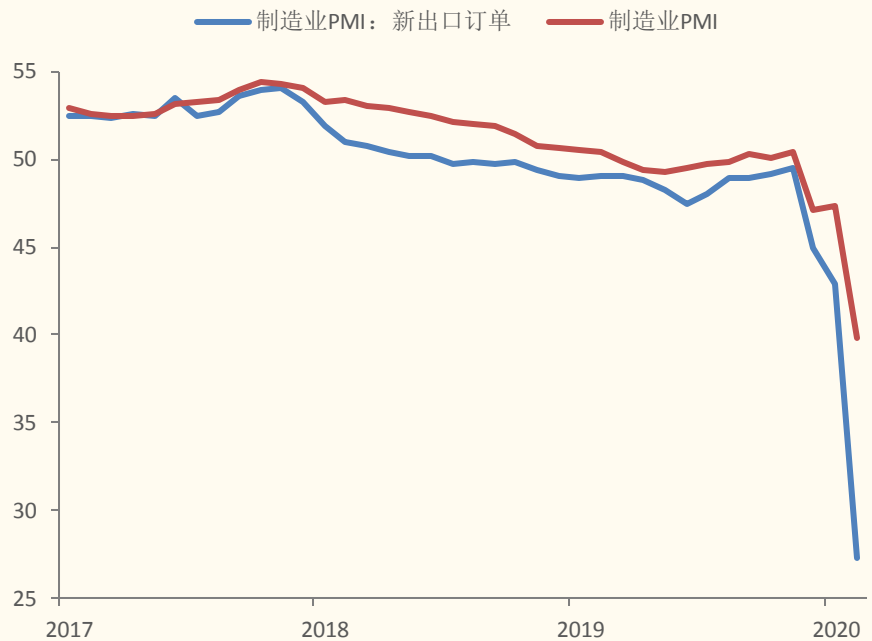
来源：WITS、国金证券研究所

二、两会后内需扩张政策将加速落实

2.1 全球贸易受疫情冲击较大，海外需求疲软态势或将延续一段时间

- 就全球经济恢复情况而言，外需仍面临着较大的不确定性。从全球制造业 PMI 来看，受疫情冲击 PMI 出现断崖式下跌，其中新出口订单成为主要拖累因素。WTO 等国际贸易机构预计疫情冲击之下 2020 年贸易增速为-15%至-30%。

图表 6：新出口订单大幅拖累全球制造业 PMI

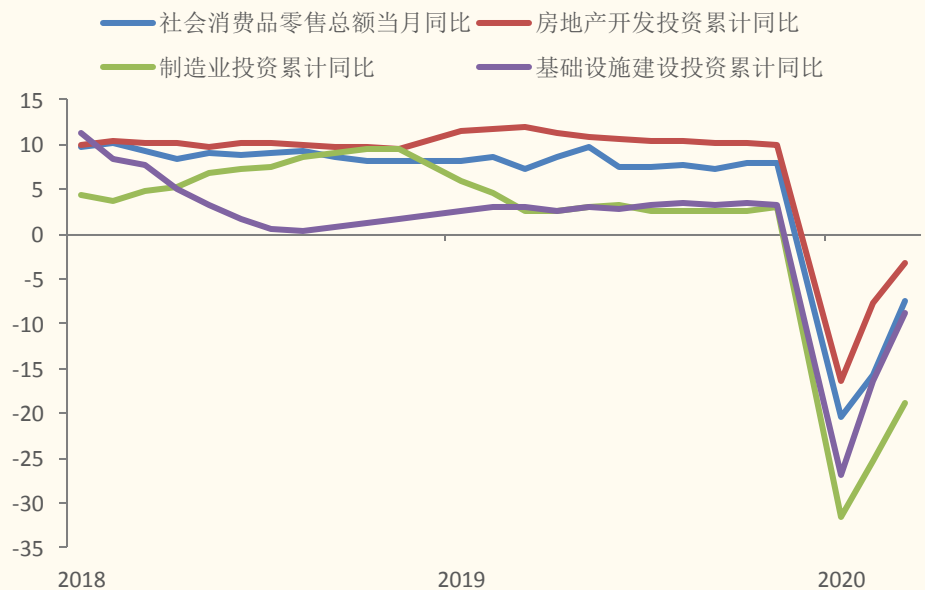


来源：Markit、国金证券研究所

2.2 基建投资和居民消费成为经济从疫情冲击中修复的主要驱动力

- 反观内需，随着疫情的缓和，终端销售和企业订单均有所回暖。4 月份，居民消费和基建投资均有明显的修复。地产投资增速同样也有所回升，但其中土地购置费增长拉动效应较高。而制造业投资仍相对较弱，恢复不是很明显。我们预计全年基建投资在 10% 以上（去年 3.3%），社零增速在 5% 左右（去年 8.0%）。

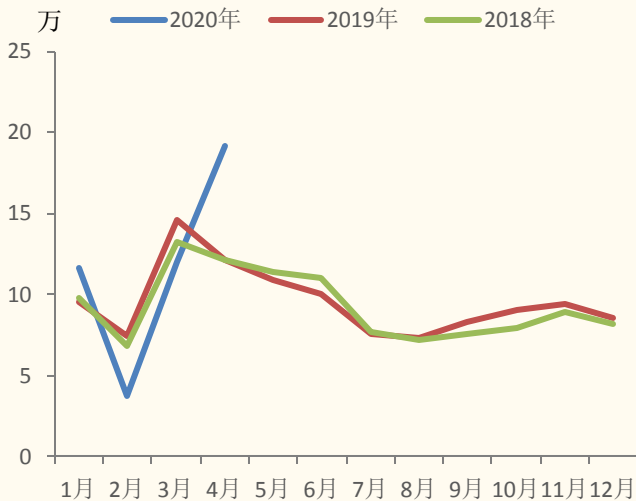
图表 7：国内消费和投资明显恢复



来源：Wind、国金证券研究所

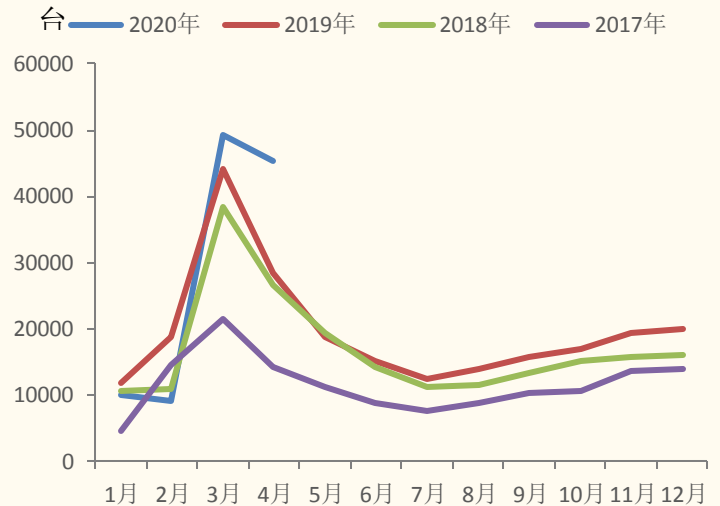
- 从挖掘机和重卡销量等高频数据可以看出在基建投资的带动下，经济恢复势头向好。4 月挖掘机销量同比增速达 60%，重卡销量更是创历史新高，增速高达 61%。

图表 8：国内挖掘机销量大增



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：国内重卡销量创新高



来源：第一商用车网、国金证券研究所

2.3 从政府工作报告来看，全年 GDP 增速“保三争四”

- 尽管今年政府工作报告没有设置 GDP 目标，但是从赤字安排来看，预计 2020 年实际 GDP 增速“保三争四”，名义 GDP 增速在 5%-6% 之间。基于预算赤字率 3.6% 以上，倒推名义 GDP 增长上限为 5.4%。预计今年 CPI 为 3.5%，PPI 为 -1.9%，综合来看平减指数为 1.9%，因此全年隐含的实际经济增长上限为 3.5% 左右。

图表 10：从两会披露的财政赤字率倒推名义 GDP 增速

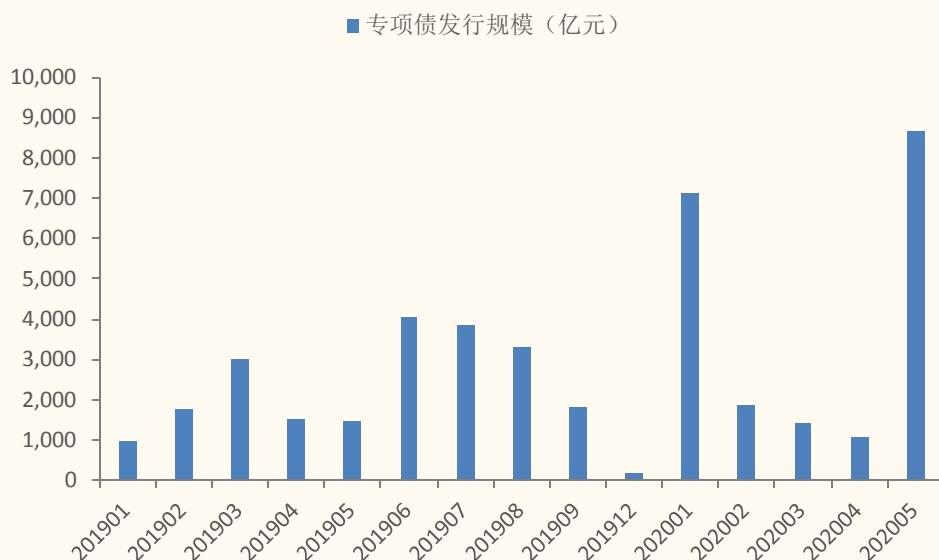
| | 财政赤字 | 财政赤字率 | 名义 GDP | 名义 GDP 增速 |
|--------|---------|-------|----------|-----------|
| 2018 年 | 2.38 万亿 | 2.6% | 91.9 万亿 | 10.5% |
| 2019 年 | 2.76 万亿 | 2.8% | 99.1 万亿 | 7.8% |
| 2020 年 | 3.76 万亿 | 3.6% | 104.4 万亿 | 5.4% |

来源：Wind、国金证券研究所

2.4 下半年扩大内需政策将加速落实

- 两会的召开意味着全国政策目标和政策取向的确定，前期政策预期混乱的局面得到了化解，预计下半年扩大内需政策将加速落地。消费方面，各地稳就业保收入力度将逐步加强，消费券等直接刺激消费措施也陆续推出。基建方面，目前地方政府专项债发行规模已达 2.17 万亿，全年 3.75 万亿的专项债额度预计在今年 9 月全部发完。随着地方专项债和特别国债的发行，各类基建等政策将加速落地。

图表 11：地方政府新增专项债发行规模



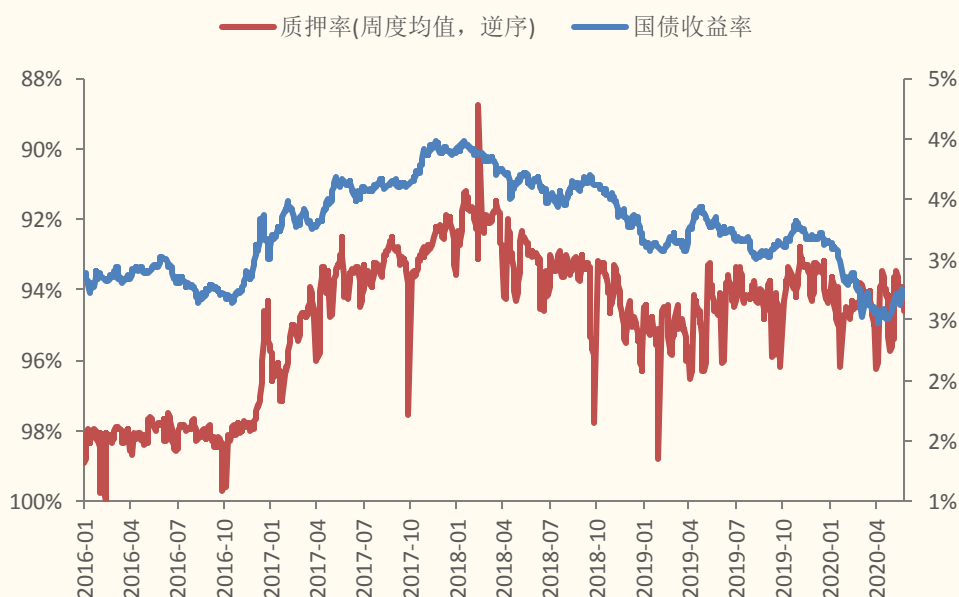
来源：Wind、国金证券研究所

三、宽货币和宽信用的流动性组合逐步得到确认

3.1 货币政策基调仍是宽松，银行间市场流动性充裕

- 银行间流动性仍相对充裕，后续央行将协调特别国债和地方专项债发行，大量的债券发行对整体流动性冲击影响有限。

图表 12：银行质押式回购质押率和国债收益率

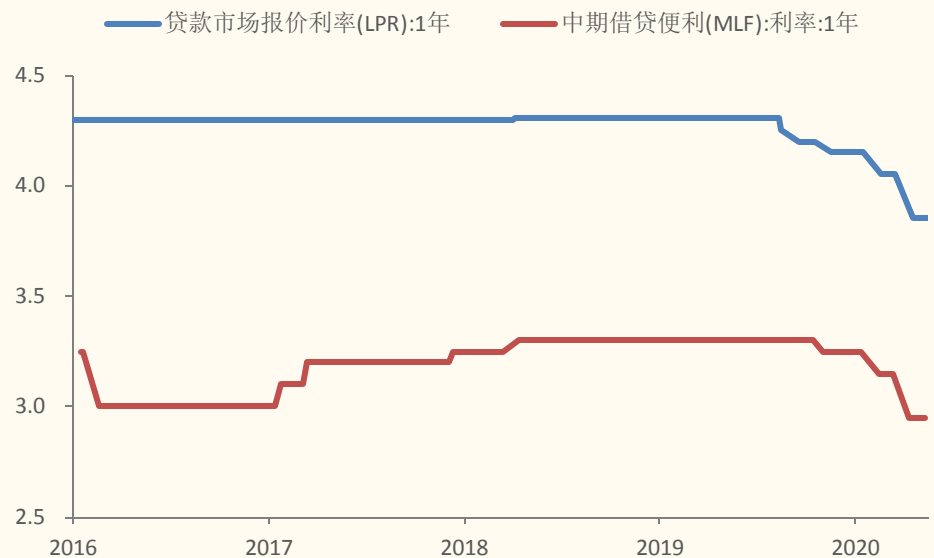


来源：中债登、Wind、国金证券研究所

3.2 降息和降准仍存较大空间

- 油价维持低位，猪价逐步回落，通胀没有后顾之忧，中国降息和降准仍存较大空间。

图表 13: LPR 和 MLF 利率持续下行

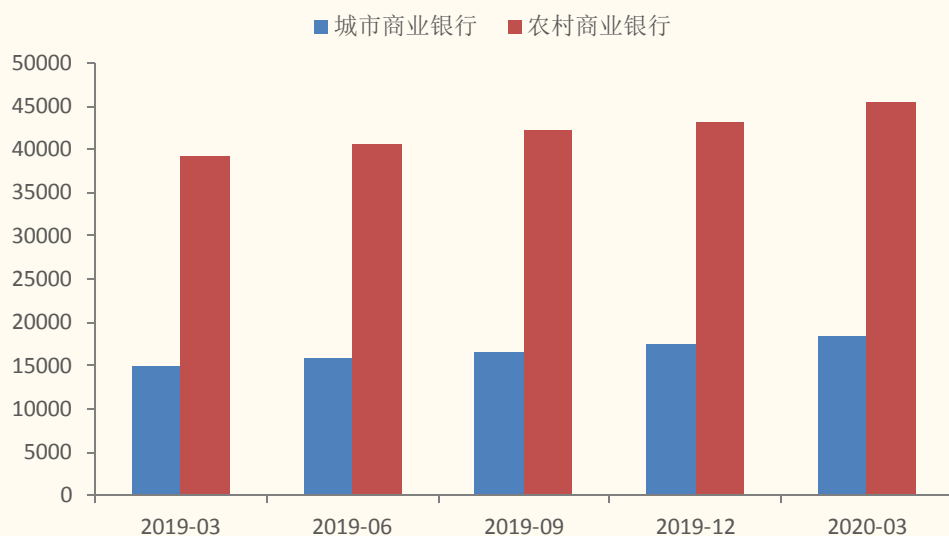


来源：Wind、国金证券研究所

3.3 宽货币和宽信用的流动性组合

- 央行创新货币政策工具，信用扩张直达实体经济：
- 1) 普惠小微企业贷款延期支持工具：央行以 4000 亿元的专项再贷款额度购买符合条件的地方法人银行 3 月 1 日至 12 月 31 日新发放普惠小微信用贷款的 40%，对应新增 1 万亿的普惠小微信用贷款。（去年为 3000 多亿）
- 2) 普惠小微企业信用贷款支持计划：央行向地方法人银行提供延期贷款本金 1% 的资金激励。带动延期的本金达到 3.7 万亿元。

图表 14：普惠型小微企业贷款余额



来源：Wind、国金证券研究所

- 当前信用环境也是极其宽松，疫情之下，M2 与名义 GDP 增速差值处在极高点。叠加央行精准的信用扩张政策工具，下半年宽货币和宽信用的流动性环境逐步得到确认。

图表 15：当前信用环境极其宽松



来源：Wind、国金证券研究所

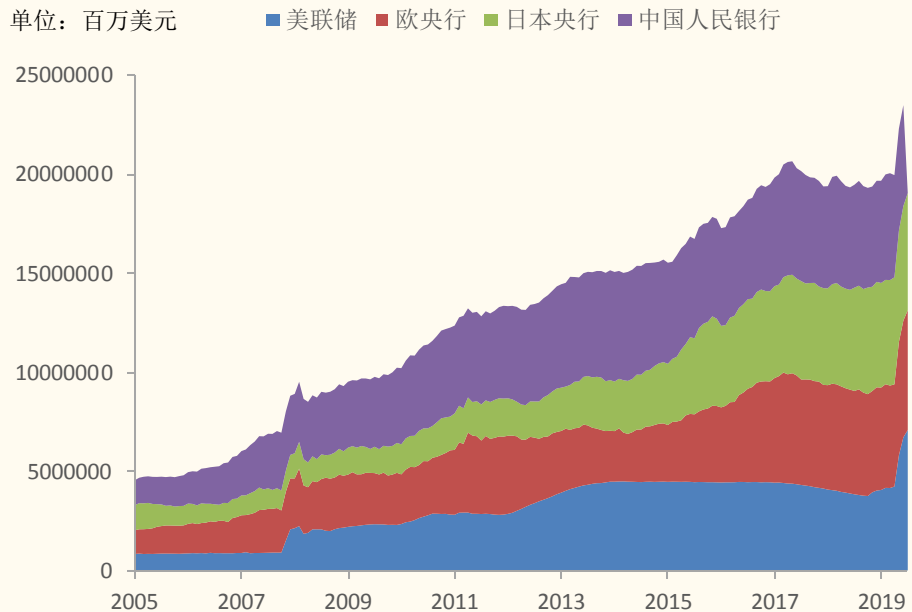
四、全球流动性宽松的大环境下，资金持续流入新兴市场

4.1 流动性宽松是当前全球金融环境的主要特征

- 疫情冲击下，全球主要央行都采取了新一轮的宽松政策，美联储、欧央行、日本央行和中国央行资产规模急剧扩张。为应对美元流动性短缺，美联储采取了一系列措施，包括央行货币互换、货币市场共同基金流动性工具、无限量 QE 等。与此同时，欧央行采取了一系列措施来释放流动性，包括长期再融资操作和紧急资产购买计划等。日本央行也进一步扩大 ETF 等资

产购买规模以维持宽松的流动性环境。在疫情冲击持续的情况下，全球宽松的流动性环境将持续一段时间。

图表 16：全球主要央行资产规模

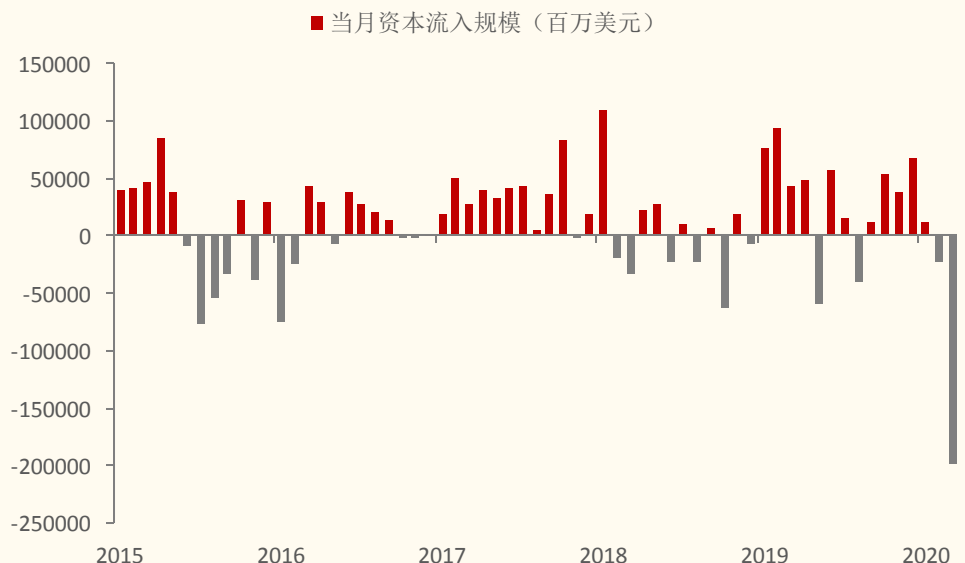


来源：Wind、国金证券研究所

4.2 全球流动性宽松的外溢效应：资金流向新兴市场

- 从历史数据来看，美元指数与美联储宽松政策息息相关。当然，短期内美元指数的走势会有所波折，特别是美元作为全球主要避险货币，在区域性或全球性危机爆发前后，美元指数往往因避险情绪而短期走高。比如 2008 年金融危机期间，美元指数在避险情绪的带动下短期走高后进入了新一轮的贬值周期。当前也面临着同样的情景，疫情冲击下，作为避险货币美元短期仍保持相对强势，伴随着全球市场风险偏好提升，美元或进入新的贬值周期。在美元流动性短缺问题缓和后，全球避险情绪消退后，美元或维持弱势，全球资本或回流新兴市场。

图表 17：新兴市场资本流入规模

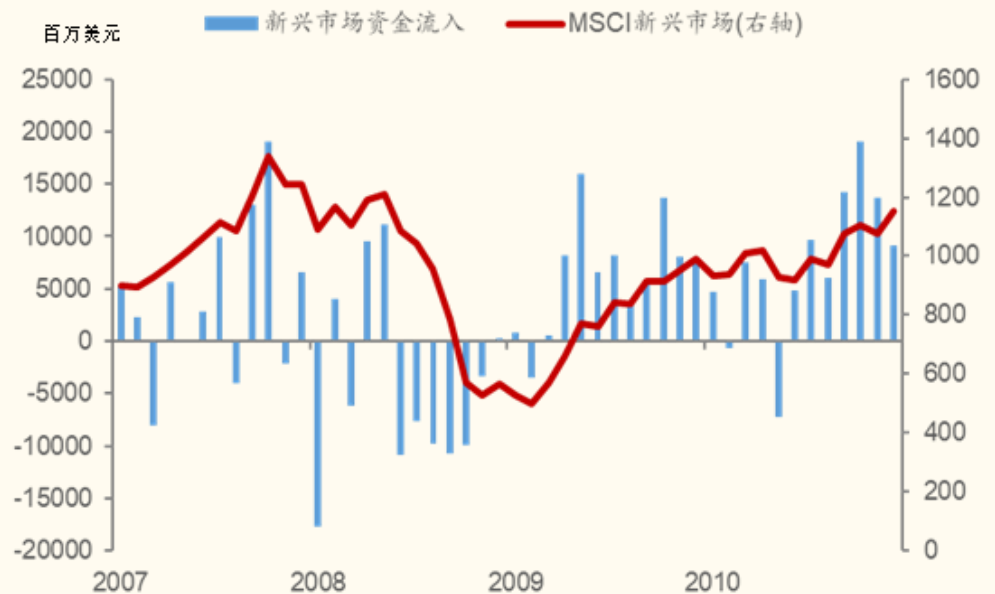


来源：Bloomberg、国金证券研究所

4.3 2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场

- 从 2008 年金融危机期间的全球资本流动来看，在短期的避险情绪消退后，随着全球风险偏好的提升，全球资金逐步流入新兴市场，推升新兴市场股票指数。

图表 18：2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场



来源：EPFR、Wind、国金证券研究所

4.4 新兴市场将持续受益于弱势美元

- 近期美元逐步高位回落，这对于新兴市场而言，意味着全球资本的流入。从历史经验来看，每一轮美元周期中，新兴市场将受益于弱势美元。在美联储宽松的政策下，前期美元流动性短缺的局面得到缓解。随着市场避险情绪缓解，风险偏好的提升，全球资金将逐渐流入新兴市场。此外，流动性宽松背景下，美元贬值预期会持续加强新兴市场资金的流入。

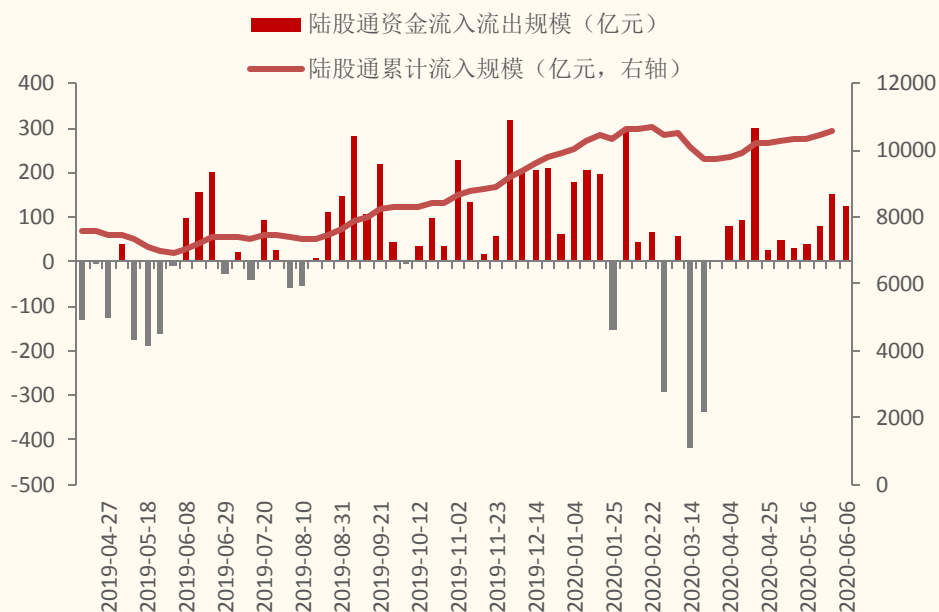
图表 19：美元走势与新兴市场相对表现



来源：Wind、国金证券研究所

- 中国作为最大的新兴市场，外资回流中国将是长期趋势。从北上资金的流向也可以看出，3 月份北上资金有所流出，但此后资金开始大幅度回流 A 股，在全球流动性宽松的背景下这一趋势将长期持续。

图表 20：北上资金持续流入 A 股



来源：Wind、国金证券研究所

五、企业盈利逐季回升：中下游恢复迅速

5.1 企业盈利逐季回升：中下游恢复迅速

- 疫情因素导致 A 股一季度业绩大跌，随着疫情缓和及内需扩张，预计后续业绩逐季回升，预计 2020 年全部 A 股和全部 A 股（非金融）利润增速为 -2%、-8%。

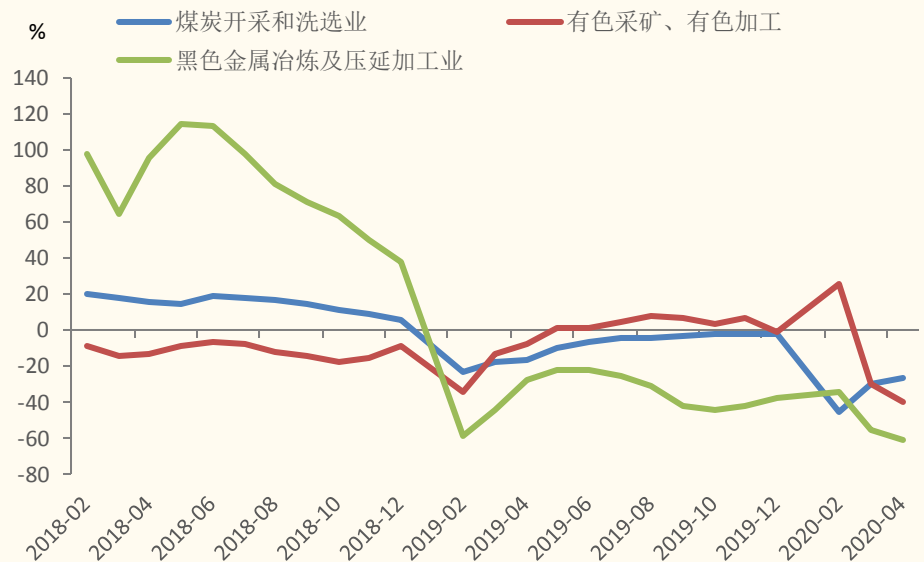
图表 21：预计 2020 年全部 A 股和全部 A 股（非金融）利润增速为 -2%、-8%



来源：Wind、国金证券研究所

- 4 月上游行业（煤炭、有色、钢铁）工业企业利润总额增速并未显著改善，部分行业利润增速甚至继续延续下行趋势。

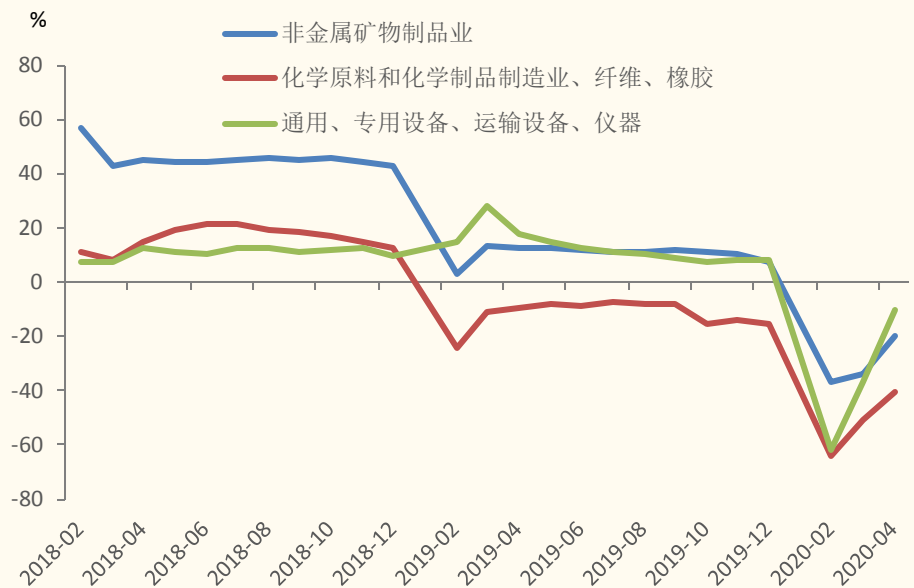
图表 22：上游行业（煤炭、有色、钢铁）工业企业利润总额增速



来源：Wind、国金证券研究所

- 4 月中游行业（建材、化工、机械）工业企业利润总额增速边际有所改善，尽管增速仍在负增长期间，但业绩企稳趋势较为明显。其中，4 月建材和机械利润增速环比改善幅度显著。

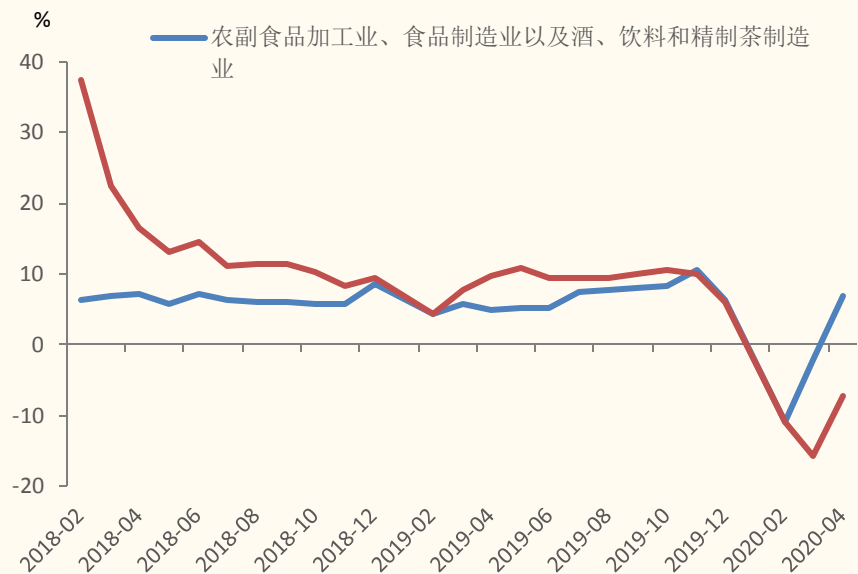
图表 23：中游行业（建材、机械、化工）工业企业利润总额增速



来源：Wind、国金证券研究所

- 4 月下游行业（食品饮料、医药）工业企业利润总额增速保持相对稳定，疫情之下，利润增速下滑幅度有限。食品饮料行业利润总额增速在 4 月已经转正，呈现明显回升态势。

图表 24：下游行业（食饮、医药）工业企业利润总额增速

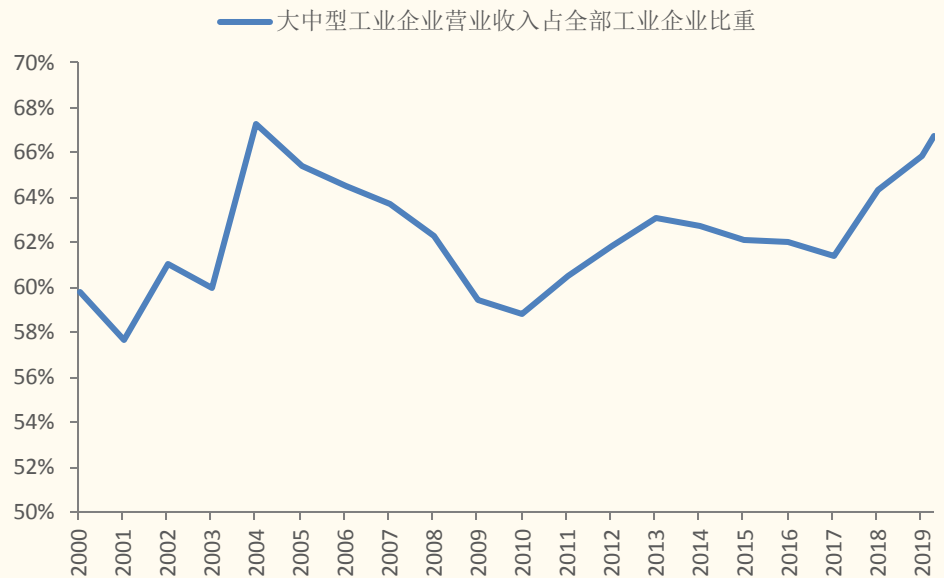


来源：Wind、国金证券研究所

5.2 后疫情时代，行业集中度提升加速，龙头企业业绩更为稳定

- 疫情加速近年来行业集中度提升的趋势，这将进一步抬升龙头企业业绩。疫情冲击之下，那些融资能力和产品竞争力较低的中小企业受到的负面冲击相对更大，小企业将被被动退出市场，大企业的市场份额越来越大。这对龙头企业的业绩而言，无疑是一个利好。

图表 25：大企业的市场占份额占比越来越大



来源：Wind、国金证券研究所

六、市场策略及行业配置

6.1 对 A 股保持乐观的三个逻辑

- 首先，下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；
- 其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值修复；
- 最后，以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资流入中国资本市场或是未来 1-2 年的趋势。

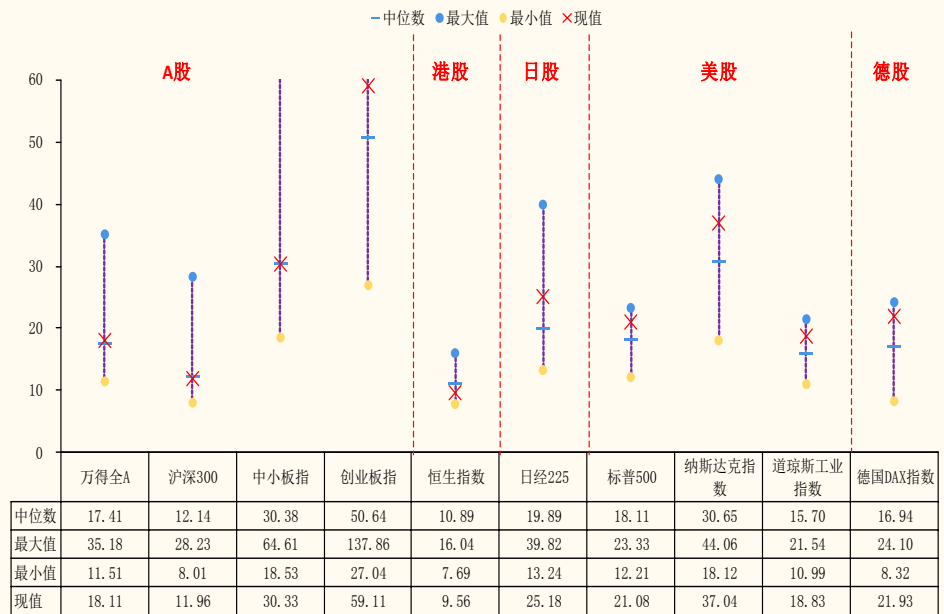
图表 26：下半年看多 A 股的三个逻辑



来源：国金证券研究所

- 从全球主要指数估值水平所处位置来看，A 股整体估值水平在历史中位水平，港股处在中位数以下位置，美股估值重回历史较高位。

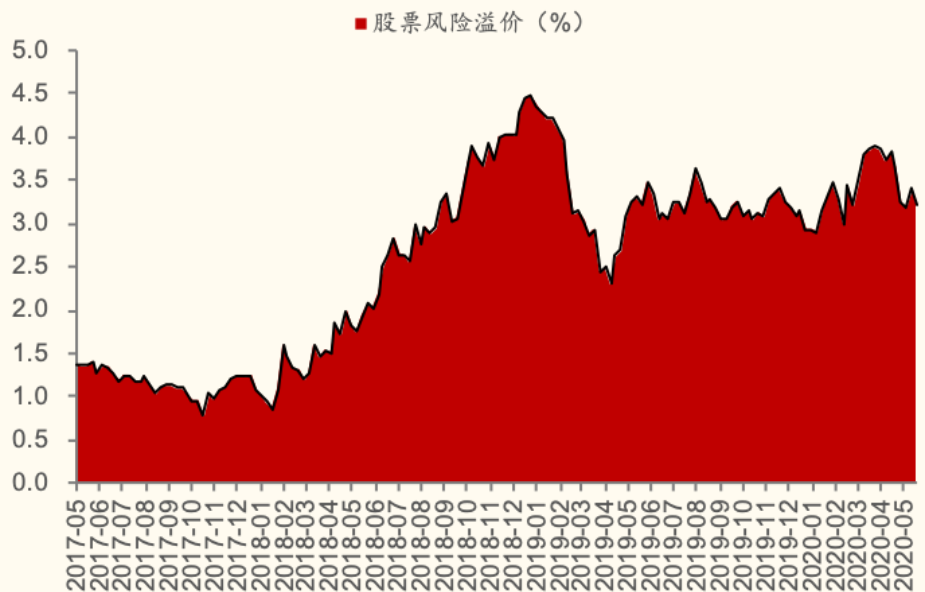
图表 27：全球估值水平比较（2010 年以来，截止 5 月 29 日）



来源：Wind、国金证券研究所

- 从股债相对价值来看，当前股票风险溢价仍处在较高位，意味着市场风险偏好仍相对较低，后续市场风险偏好存在修复机会。

图表 28：当前股票风险溢价仍处在较高位

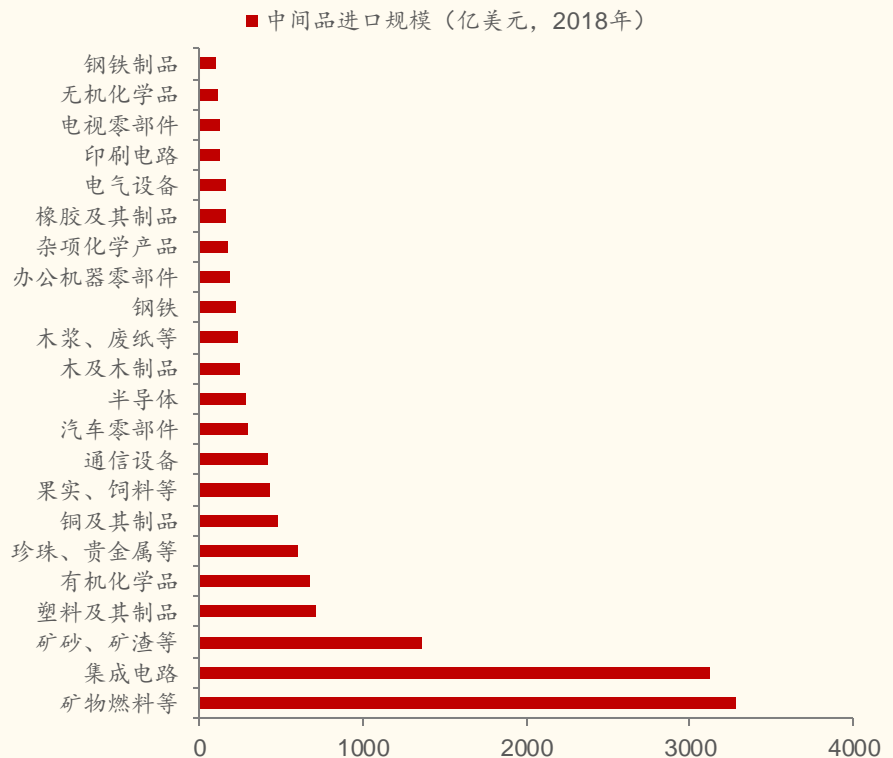


来源：Wind、国金证券研究所

6.2 内需板块确定性较高，短期科技板块仍面临这中美事件等不确定性

- 中美事件的行业影响会存在一定的分化，那些供应链和需求对海外（特别是美国）依赖度较高的行业短期内受到的负面影响或更大。我们统计了我国各行业中间品进口规模，其中进口规模较大的行业主要分布在化工、TMT、汽车等。具体来说，矿物燃料和化学制品等化工产品、集成电路和通信设备等 TMT 相关产品、汽车零部件等进口规模相对较大。在此背景下，长期来看，国产替代和技术升级将成为我国长期产业发展的重大方向，这也契合我们十九大报告中提出的实现高质量发展的目标。

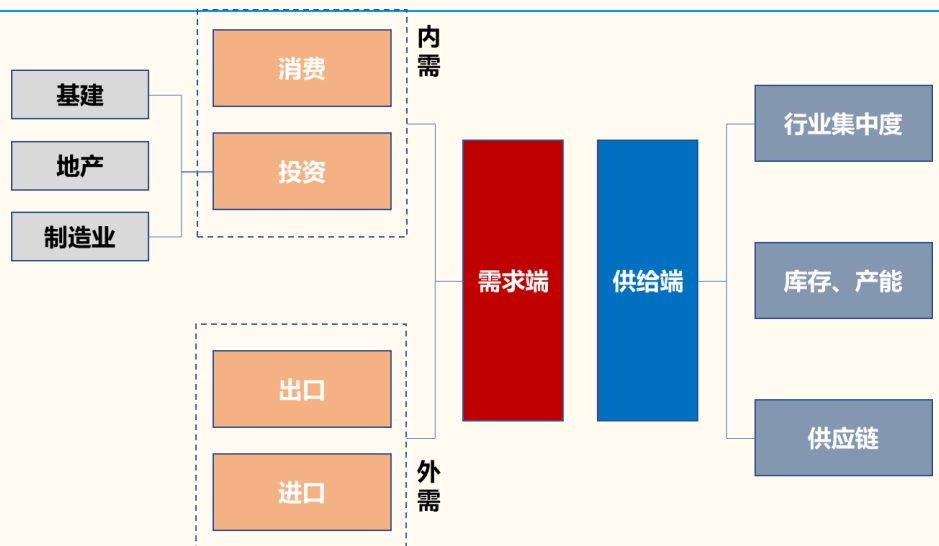
图表 29：供应链依赖海外市场的行业



来源：Comtrade、国金证券研究所

- 对于市场主线而言，我们认为内需板块确定性较高。今年政府工作报告中明确了政策基调是保就业和稳企业，这意味着扩大内需以保就业的诉求较强，政策发力的两大方向分别是消费回升和基建补短板。建议行业配置聚焦内需板块中供需两端受益的行业。

图表 30：聚焦内需板块中供需两端受益的行业



来源：国金证券研究所

6.3 行业配置：左手消费、右手基建

- 1) 消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料等。随着疫情的缓和，以及在提振消费的政策之下，服务性消费增长和消费市场下沉是消费行业的重要边

际变化。商贸零售、休闲服务、食品饮料等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分充分受益于行业集中度的提升；

- **2) 基建：建材、建筑、机械等。**随着扩大内需政策的加速落实，下半年各类投资项目将加速上马，基建投资或将明显提速，预计全年基建投资在 10% 以上，建材、建筑和机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。供给端方面，建材、机械等行业库存压力较小，同时对海外供应链依赖度较低，供需基本都集中在本土市场，供给端结构相对优化。
- **风险提示：**疫情严重程度超出预期、经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权违约、政治风险、中美经贸冲突再起等）

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH