

2020 年 11 月 06 日

基于行业景气度构建证券行业投资策略

—— 行业景气度系列研究报告

相关研究

本期投资提示：

- **证券行业是典型的周期性行业，具有高波动、高弹性的特征。**由于证券公司的收入直接受到股票市场的影响，因此证券行业对市场波动更加敏感，一直被看作股票市场的风向标。证券行业作为金融领域的子行业，其研究方法又与传统的周期性行业不同，很难找到一个完整的经济学供需框架进行分析。行业发展的根本逻辑是整个行业利润的不断增长，因此在分析证券行业的景气度时，我们将主要从利润的角度去寻找行业发展的内在驱动力。
- **证券公司的业务构成比较统一，具有明显的同质化特征。**证券公司的业务收入主要由六大业务构成，分别为经纪业务、投行业务、自营业务、资管业务、信用交易业务以及投资咨询业务。
- **对证券公司收入进行拆分，寻找各项业务的跟踪指标，并使用回归方法检验不同期的指标对证券行业净利润的拟合能力。**根据回归结果，最终选择的景气指标为股基成交金额同比（经纪业务）、流通市值同比（自营及资管业务）、筹资金额同比（投行业务）和两融成交金额同比（信用交易业务）。
- **行业景气度可以较好地反映超额收益，并对行业指数的变化进行预判。**从历史上看，证券行业有两次明显的超额收益机会。第一阶段从 2006 年 10 月至 2007 年 10 月，第二阶段从 2014 年 10 月至 2015 年 4 月。同时今年 5 月至今，证券指数从 5525 点上升至 7524 点，区间收益率 36%，超额收益率 17%。
- **证券行业指数的表现并不是单一的行业景气度驱动，同时也受到市场情绪的较大影响。**在市场情绪火热时，证券行业指数会出现比较明显的估值提升现象，板块成交额是衡量市场情绪变化的较好指标。
- **证券行业的投资逻辑分为两方面，一方面需要在长期的震荡中判断阶段性行情的到来，另一方面需要在极端低迷的市场中寻找合适的投资时机。**从历史上看，证券指数的长期趋势性机会较少，阶段性行情的持续时间不长，但超额收益十分明显。同时由于证券行业的周期特性，在市场极端低迷时，也会出现估值修复的投资机会。
- **在不同市场状态下可以构建不同的择时策略。**当证券指数位于过去三 20%分位数以下时，说明市场状态极端低迷。在市场震荡状态时，如果行业景气度环比上升幅度较大，并伴随着成交额提升，预示着阶段性行情的到来；在市场状态低迷时，行业景气度环比上升预示着估值修复的投资时机。
- **相比于常用的 20 日均线择时策略，基于行业景气度和估值的择时策略有较好的表现，对证券行业指数趋势和拐点的判断更加准确。**相比于基准，超额年化收益率 16.13%，夏普比率 0.71，Calmar 比率 0.47；相比于 20 日均线择时策略，超额年化收益率 12.86%，夏普比率 0.45，Calmar 比率 0.29。策略共发出 18 次买入信号，较好地判断了 2015 年以及今年证券行业的超额收益，同时把握住了 2018 年之后的估值修复行情。

证券分析师

邓虎 A0230520070003
denghu@swsresearch.com
于光希 A0230520060002
yugx@swsresearch.com
许旖珊 A0230520080002
xuys@swsresearch.com

联系人

于光希
(8621)23297818×转
yugx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 股票市场风向标.....	5
2. 业务收入拆分	5
2.1 经纪业务.....	7
2.2 自营及资管业务.....	9
2.3 投行业务.....	10
2.4 信用交易业务.....	12
3. 行业景气度构造.....	13
3.1 构造方法.....	13
3.2 指标处理.....	13
3.3 景气复盘.....	14
4. 结合市场状态构建择时策略	16
4.1 板块情绪.....	16
4.2 投资逻辑.....	17
4.3 策略表现.....	18

图表目录

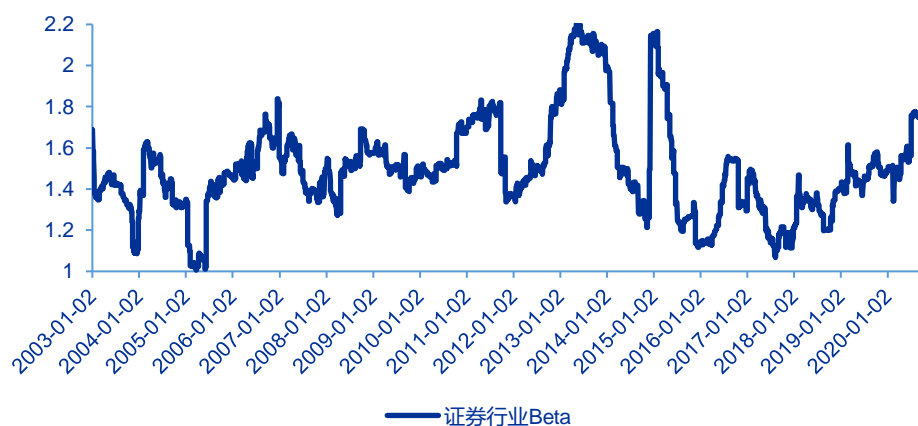
图 1：证券行业具有高波动、高弹性的特征	5
图 2：证券行业景气度分析逻辑.....	6
图 3：股基成交金额同比回归结果	7
图 4：股票、基金成交金额-当月值同比与前五大券商净利润同比.....	8
图 5：境内上市公司流通市值同比回归结果	9
图 6：境内上市公司-流通市值同比与前五大券商净利润同比.....	9
图 7：筹资金额同比回归结果	10
图 8：筹资金额同比与前五大券商净利润同比相关性	10
图 9：筹资金额同比与前五大券商净利润同比.....	11
图 10：融资融券成交金额同比回归结果	12
图 11：融资融券余额同比回归结果	12
图 12：融资融券成交金额同比与前五大券商净利润同比.....	13
图 13：2003 年以来证券行业景气度.....	14
图 14：历史上证券指数有两次明显的超额收益.....	14
图 15：2006 年 7 月至 2008 年 1 月证券指数与行业景气度变化	15
图 16：2014 年 7 月至 2015 年 7 月证券指数与行业景气度变化	15
图 17：今年以来证券指数与行业景气度变化	16
图 18：证券行业景气度与板块成交额（取当月最后一个交易日）	17
图 19：在不同市场状态下可以构建不同的择时策略.....	17
图 20：基于行业景气度和估值的择时策略与基准净值（2010.1.1-2020.10.30）	18
图 21：择时策略买入卖出信号	19
图 22：基于行业景气度和估值的择时策略与 20 日均线策略净值.....	19
表 1：证券公司不同业务收入占比	5
表 2：当期股基成交金额同比回归结果	8
表 3：当期境内上市公司流通市值同比回归结果	9
表 4：当期筹资金额同比回归结果	11

表 5：当期融资融券成交金额同比回归结果	13
表 6：景气指标描述性统计量	14
表 7：基于行业景气度和估值的择时策略表现.....	18
表 8：基于行业景气度和估值的择时策略与 20 日均线择时策略表现	19

1. 股票市场风向标

证券行业是典型的周期性行业，行业表现与股票市场密切相关。由于证券公司的收入直接受到股票市场的影响，因此证券行业对市场波动更加敏感，具有高波动、高弹性的特征，一直被看作股票市场的风向标。与传统的周期性行业一样，证券行业一般在牛市初期启动，之后伴随着市场情绪的提升而快速上涨，获得大幅超额收益。当市场情绪降温时，市场转折点出现，证券行业又迅速下跌。因此，证券行业的择时尤其重要。

图 1：证券行业具有高波动、高弹性的特征



资料来源：Wind，申万宏源研究

证券行业虽然是周期性行业，但作为金融领域的子行业，其研究方法又与传统的周期性行业不同，很难找到一个完整的经济学供需框架进行分析。行业发展的根本逻辑是整个行业利润的不断增长，因此在分析证券行业的景气度时，我们将主要从利润的角度去寻找行业发展的内在驱动力。

2. 业务收入拆分

证券公司的业务构成比较统一，具有明显的同质化特征。因此我们对证券行业的营收进行拆分，寻找行业发展的内在驱动力。证券公司的业务收入主要由六大业务构成，分别为经纪业务、投行业务、自营业务、资管业务、信用交易业务以及投资咨询业务。本部分将着重讨论各项业务收入，寻找各项业务的跟踪指标，并使用回归方法探究跟追指标对证券行业净利润的拟合能力。

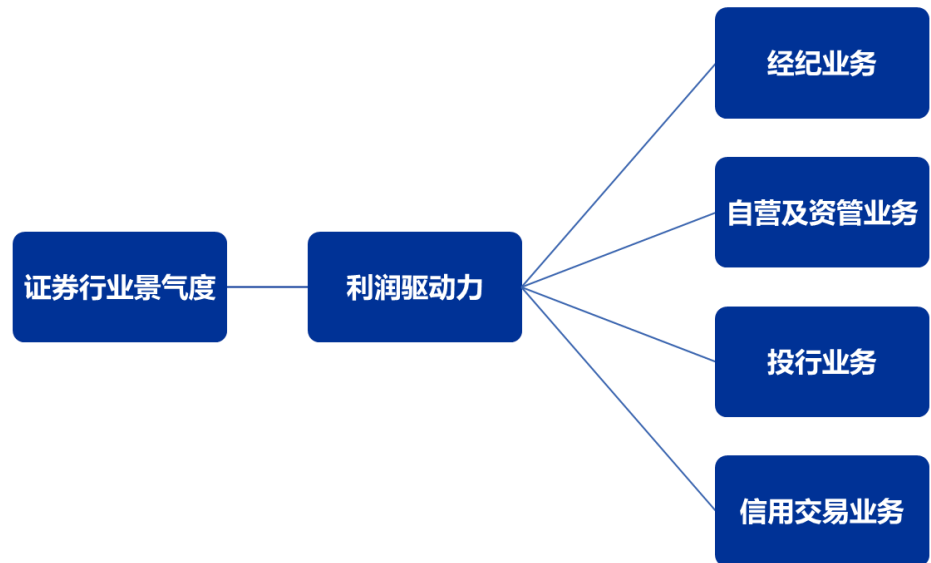
表 1：证券公司不同业务收入占比

经纪业务	投行业务	自营业务	资管业务	信用交易业务	投资咨询业务
------	------	------	------	--------	--------

2012-06	45%	16%	32%	2%	4%	1%
2012-09	48%	18%	27%	2%	5%	1%
2012-12	46%	19%	26%	2%	5%	1%
2013-06	46%	11%	28%	4%	9%	2%
2013-12	50%	11%	20%	5%	12%	2%
2014-06	34%	14%	29%	5%	17%	1%
2014-12	39%	12%	27%	5%	17%	1%
2015-06	49%	6%	29%	4%	11%	1%
2015-09	52%	8%	24%	4%	12%	1%
2015-12	49%	10%	25%	5%	11%	1%
2016-03	41%	22%	16%	9%	11%	2%
2016-06	39%	22%	17%	9%	12%	2%
2016-09	36%	22%	20%	9%	12%	1%
2016-12	35%	23%	19%	10%	13%	2%
2017-06	29%	17%	28%	11%	15%	1%
2017-12	28%	18%	30%	11%	12%	1%
2018-03	34%	13%	29%	12%	11%	1%
2018-06	33%	15%	27%	13%	10%	1%
2018-09	30%	15%	32%	12%	10%	1%
2018-12	27%	16%	35%	12%	9%	1%
2019-03	23%	9%	54%	6%	7%	1%
2019-06	27%	12%	38%	8%	14%	1%
2019-09	26%	13%	37%	8%	15%	1%
2019-12	24%	15%	37%	8%	14%	1%
2020-03	33%	12%	32%	7%	14%	1%
2020-06	27%	13%	37%	7%	14%	1%
历史平均	37%	15%	29%	7%	11%	1%

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：证券行业景气度分析逻辑



资料来源：申万宏源研究

2.1 经纪业务

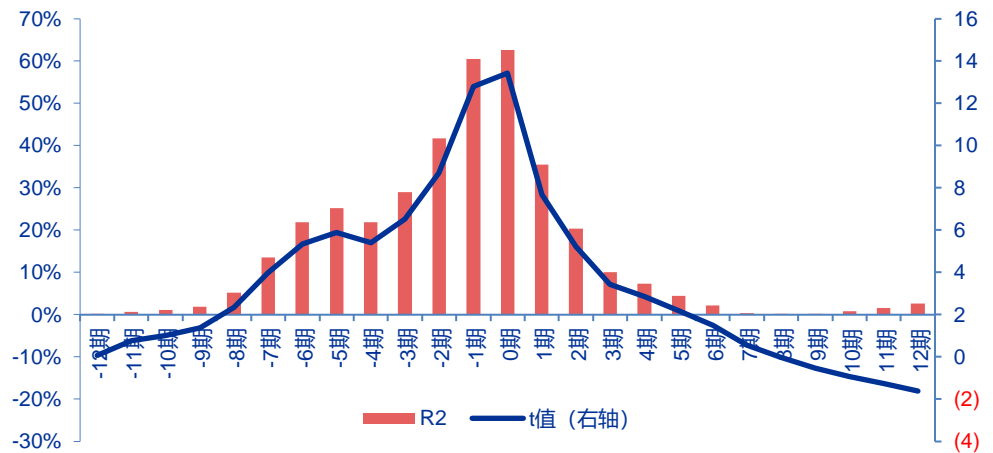
从业务收入占比中可以看出，经纪业务一直是证券公司收入占比中的重要业务，在 2018 年以前一直是第一大业务。由于国内资本市场的逐步发展成熟，行业竞争激烈程度不断加剧，经纪业务占比从 2012 年 6 月的 45%逐步下滑至 2020 年 6 月的 27%。但由于国内股票市场独特的投资者结构，经纪业务仍然是证券公司的不可忽视的业务组成部分。

我们选择股票、基金成交金额-当月值同比来反映经纪业务的情况。并统计了领先 k 期的指标序列与前五大券商净利润同比的回归结果，以此检验指标对净利润增速的拟合能力。回归公式如下：

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{t-k}$$

其中， y_t 为前五大券商净利润同比增速， x_{t-k} 为指标 x 滞后 k 期的值。以当期的回归结果为基准，观察滞后 k 期的回归结果，确定指标的拟合能力。

图 3：股基成交金额同比回归结果



资料来源：Wind，申万宏源研究

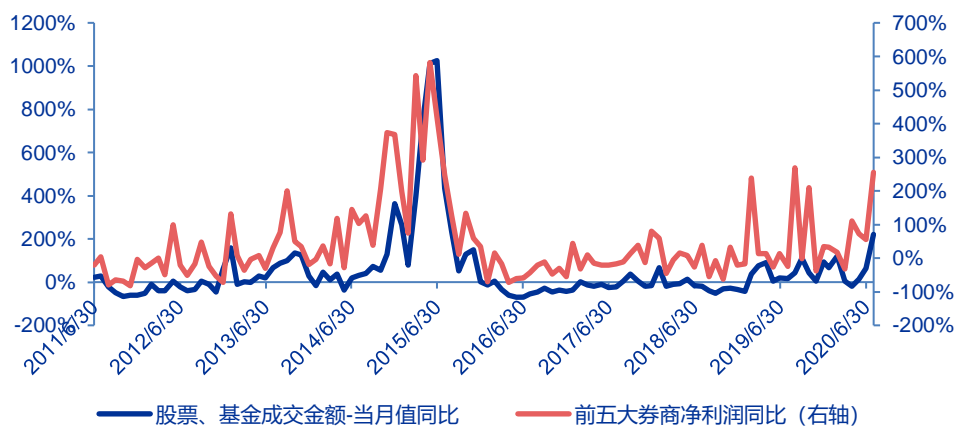
从回归结果可以看出，当期股基成交金额同比对前五大券商净利润同比的拟合效果较好，是一个显著的同步指标，从历史数据看二者也呈现较强的相关性。当期股基成交金额同比与前五大券商净利润同比回归结果总结如下：

表 2：当期股基成交金额同比回归结果

回归系数	R2	t 值	p 值
0.97	63%	13.43	0.00

资料来源：申万宏源研究

图 4：股票、基金成交金额-当月值同比与前五大券商净利润同比



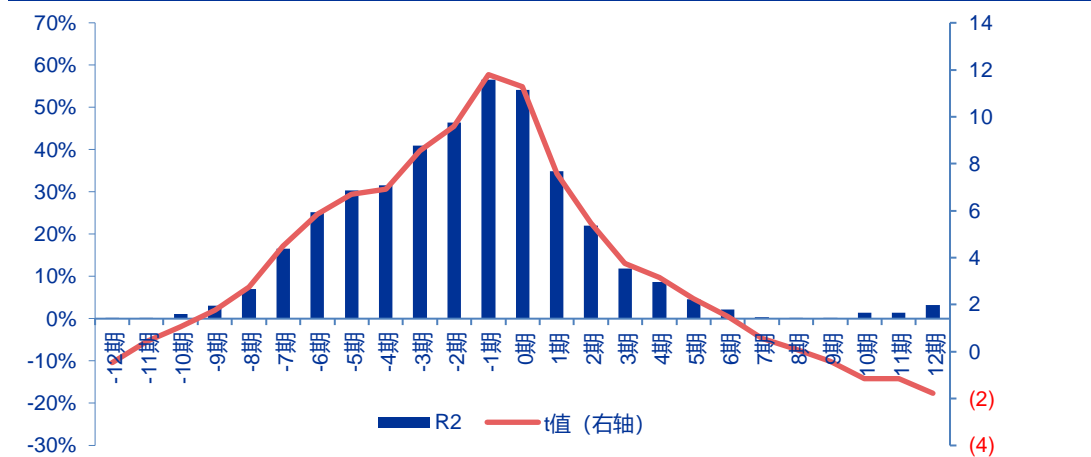
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 自营及资管业务

自营业务在证券公司收入中的占比较为稳定，一直是重要组成部分。自营业务占比从 2012 年 6 月的 32% 稳步上升至 2020 年 6 月的 37%，并在 2018 年超越经纪业务，成为收入占比第一大业务。自营及资管业务受资本市场表现影响较大，在资本市场情绪火热时，可以获得较高的收益。截至 2020 年 6 月，两项业务合计占比 44%。

我们选择境内上市公司流通市值同比来衡量资本市场的表现，并与前五大券商净利润同比进行回归。

图 5：境内上市公司流通市值同比回归结果



资料来源：Wind，申万宏源研究

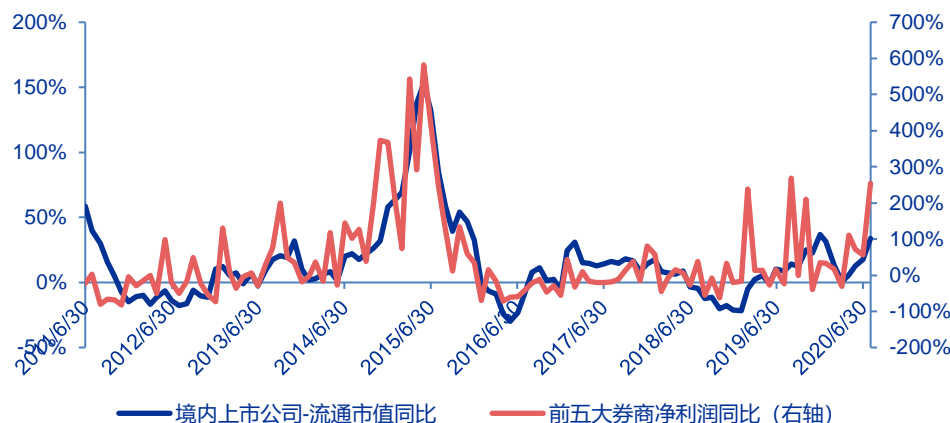
从回归结果可以看出，当期境内上市公司流通市值同比对前五大券商净利润同比的拟合效果较好，是一个显著的同步指标，从历史数据看二者的表现也较为一致。当期境内上市公司流通市值同比与前五大券商净利润同比回归结果总结如下：

表 3：当期境内上市公司流通市值同比回归结果

回归系数	R2	t 值	p 值
0.90	54%	11.27	0.00

资料来源：申万宏源研究

图 6：境内上市公司-流通市值同比与前五大券商净利润同比

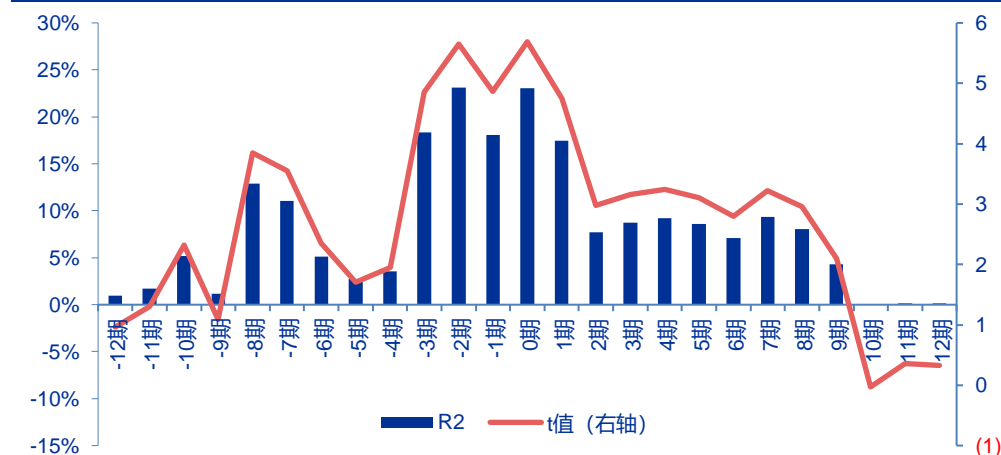


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 投行业务

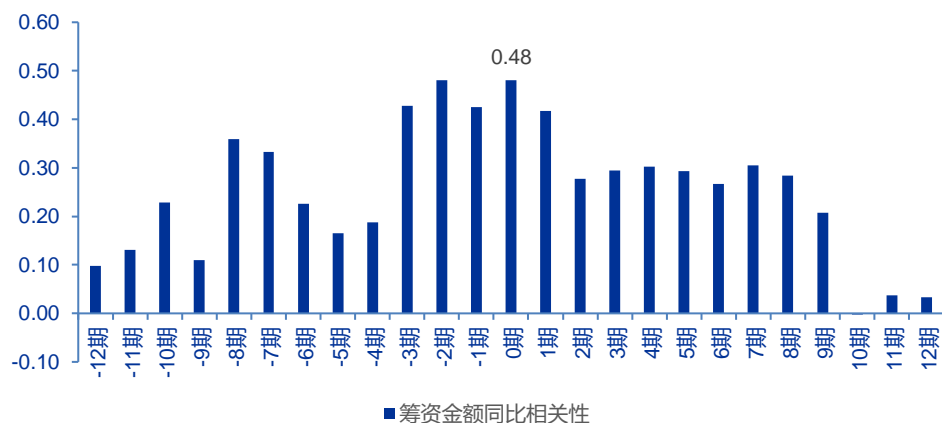
投行业务包含了承销保荐与财务顾问业务，在证券公司收入中的平均占比为15%，也是一项重要的业务组成部分。投行业务可以分为股权融资业务和债权融资业务，其中债权融资业务趋势比较稳定，股权融资业务波动较大。因此我们选择筹资金额同比来跟踪投行业务的情况，包括了IPO、增发和配股，与前五大券商净利润同比回归结果如下图。

图 7：筹资金额同比回归结果



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 8：筹资金额同比与前五大券商净利润同比相关性



资料来源: Wind, 申万宏源研究

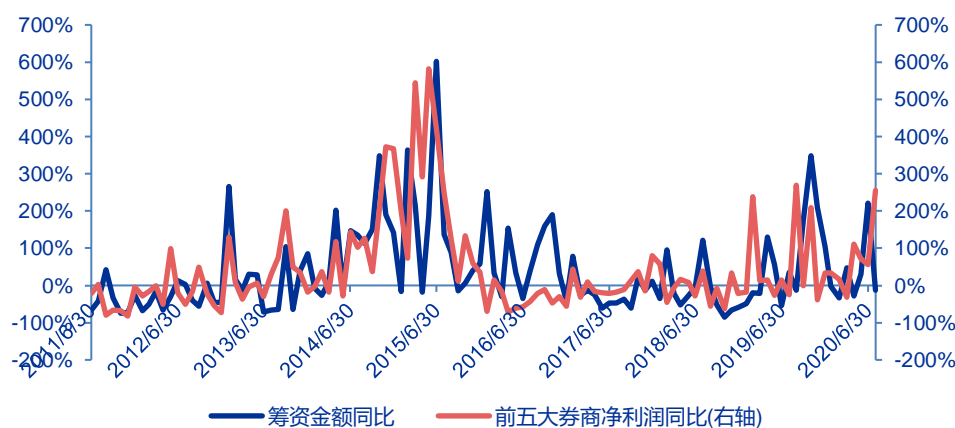
回归结果显示,当期筹资金额同比对前五大券商净利润同比具有一定的拟合能力,但整体来看 R^2 并不高。这是因为证券公司的投行业务受政策监管等因素影响较大,部分月份数据为0,存在较大的波动性。从相关系数看,当期筹资金额同比与前五大券商净利润同比的相关系数为0.48,相关关系仍然比较显著。当期筹资金额同比与前五大券商净利润同比回归结果总结如下:

表 4: 当期筹资金额同比回归结果

回归系数	R2	t 值	p 值
0.59	23%	5.69	0.00

资料来源: 申万宏源研究

图 9: 筹资金额同比与前五大券商净利润同比

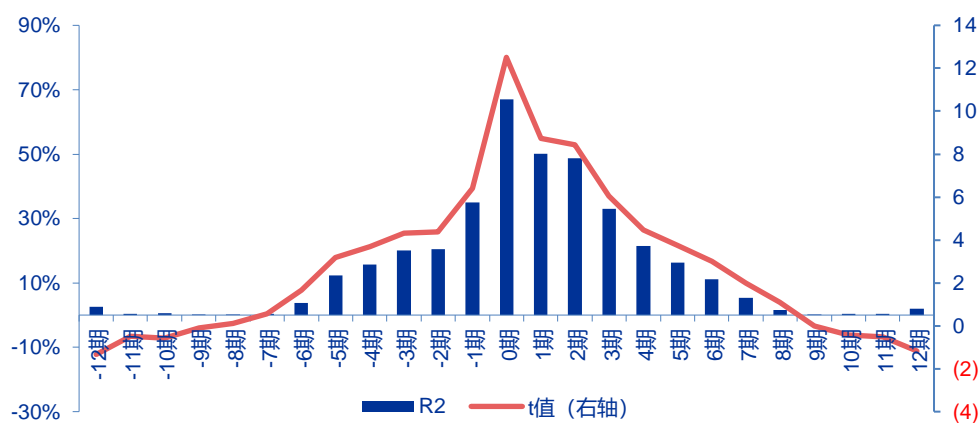


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.4 信用交易业务

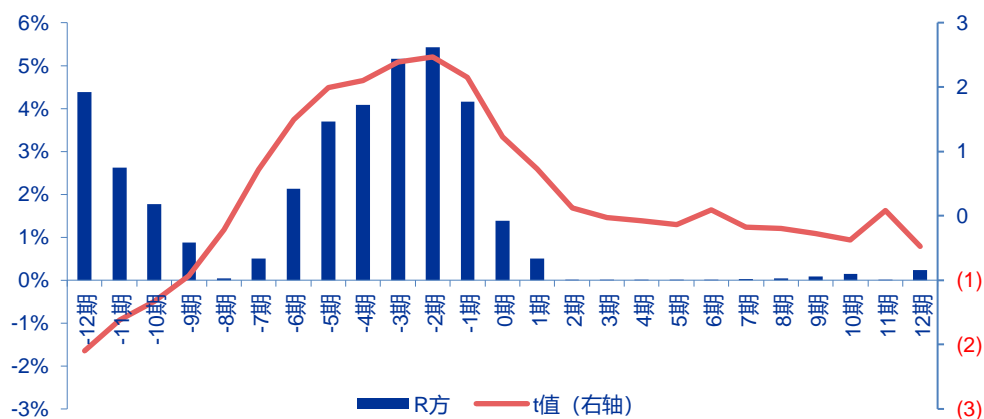
信用交易业务主要是证券公司的融资融券和股票质押业务。信用交易业务具有杠杆性质,对证券公司来说风险较大。同时也受到股票市场情绪的影响,占比在 10%-15% 之间。我们选择了两个指标来跟踪信用交易业务,融资融券成交金额同比和融资融券余额同比,并分别与前五大券商净利润同比进行回归。

图 10: 融资融券成交金额同比回归结果



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 融资融券余额同比回归结果



资料来源: Wind, 申万宏源研究

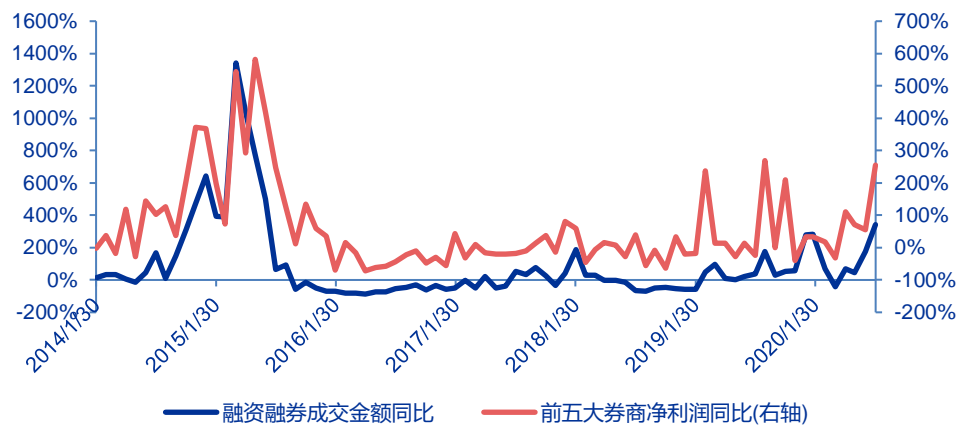
从回归结果可以看出,融资融券成交金额同比是一个显著的同步指标,比融资融券余额同比更加稳定。当期融资融券成交金额同比与前五大券商净利润同比回归结果总结如下:

表 5：当期融资融券成交金额同比回归结果

回归系数	R2	t 值	p 值
1.11	67%	12.51	0.00

资料来源：申万宏源研究

图 12：融资融券成交金额同比与前五大券商净利润同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 行业景气度构造

3.1 构造方法

在对证券公司业务收入进行拆分，并综合分析影响证券公司利润的驱动因素之后，我们按照经纪业务、自营及资管业务、投行业务、信用交易业务来选择指标构建证券行业景气度（投资咨询业务占比较小暂忽略）。最终选择的景气指标为股基成交金额同比、流通市值同比、筹资金额同比和两融成交金额同比，行业景气度构造公式如下：

$$\text{行业景气度} = \beta_1 \times \text{股基成交金额同比} + \beta_2 \times \text{流通市值同比} + \beta_3 \times \text{筹资金额同比} + \beta_4 \times \text{两融成交金额同比}$$

系数 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 表示各项业务在公司收入中的占比，参考历史数据，分别取35%、40%、15%和10%。

3.2 指标处理

景气指标均为证券行业各项业务指标，行业数据存在较大的波动性，在监管政策出现变化的月份尤其明显，同时部分月份存在缺失值。

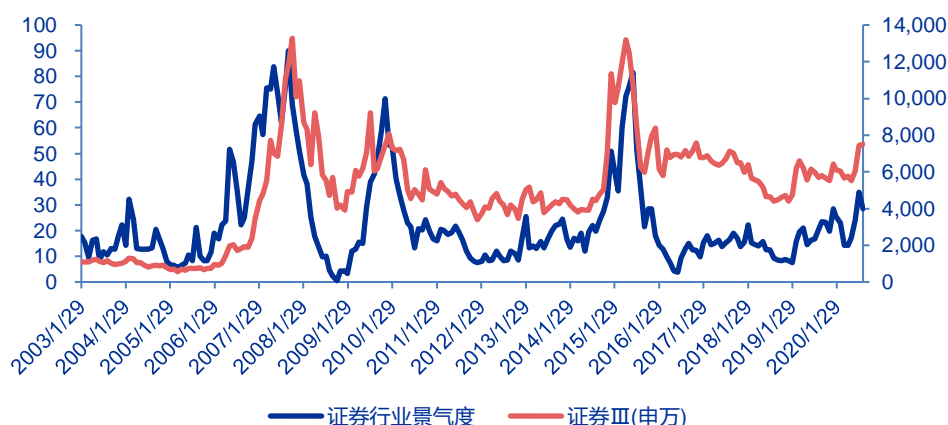
表 6：景气指标描述性统计量

	流通市值同比	股基成交金额同比	筹资金额同比	两融成交金额同比
平均值	36%	79%	131%	91%
标准差	78%	187%	585%	244%
最低值	-58%	-78%	-96%	-87%
25%值	-7%	-23%	-36%	-48%
中位值	10%	15%	8%	22%
75%值	39%	92%	114%	81%
最大值	375%	1025%	5980%	1342%

资料来源：Wind，申万宏源研究

对每一个景气指标，然后使用 3sigma 原则，将偏离均值 3 倍标准差以上的异常值设定为阈值。并使用 min-max 进行标准化，使每一个景气指标均分布在 0-100 之间。下图是基于证券公司各项业务构造的证券行业景气度，反映了证券行业内驱动力的变化情况。

图 13：2003 年以来证券行业景气度

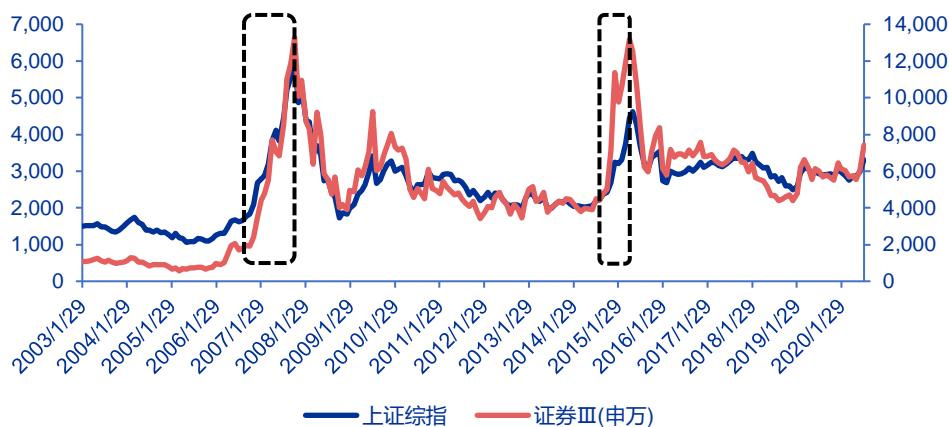


资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 景气复盘

从历史上看，证券行业有两次明显的超额收益机会。通过观察证券指数和行业景气度的变化，我们发现行业景气度可以较好地反映超额收益，并对行业指数的变化进行预判。

图 14：历史上证券指数有两次明显的超额收益



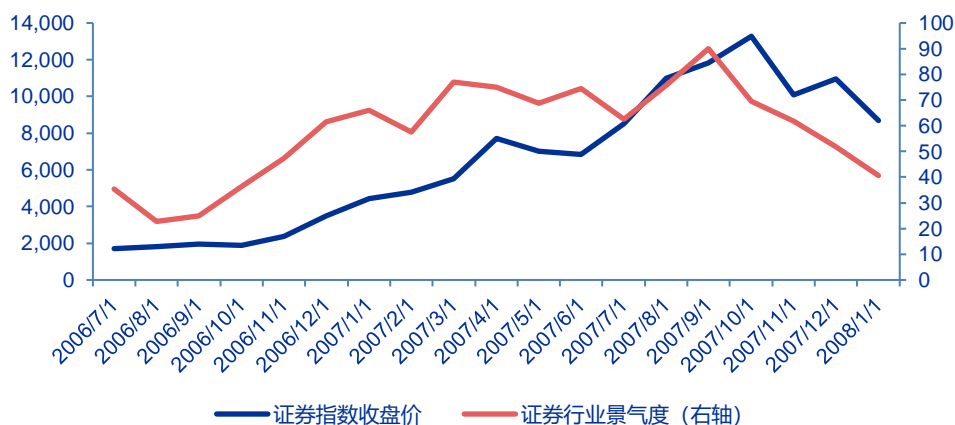
资料来源: Wind, 申万宏源研究

从2006年10月至2007年10月,证券指数从1898点迅速攀升至13276点,区间收益率600%,超额收益率376%。证券行业景气度从2009年9月开始稳步上升,在2007年10月拐头下降。

从2014年10月至2015年4月,证券指数从5036点上升至13186点,区间收益率162%,超额收益率78%。证券行业景气度从2014年9月开始稳步上升,在2015年7月拐头下降。

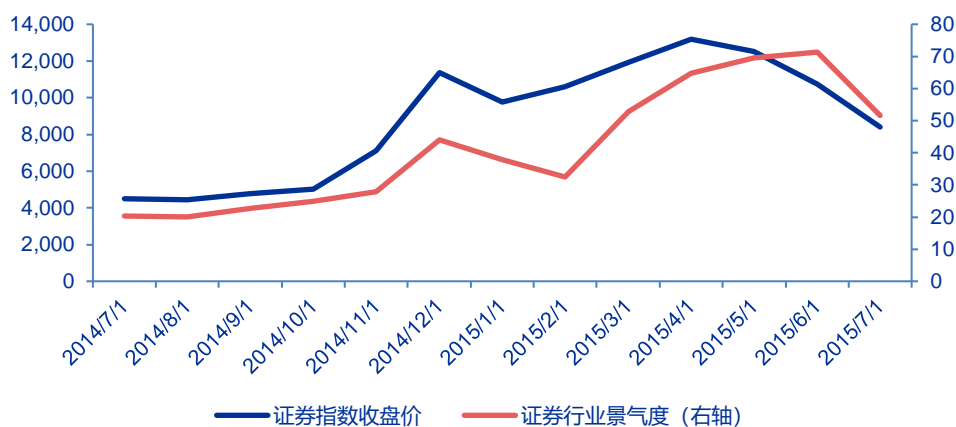
同时值得注意的是,今年5月至今,证券指数从5525点上升至7524点,区间收益率36%,超额收益率17%。证券行业景气度从今年4月以来稳步上升。

图 15: 2006 年 7 月至 2008 年 1 月证券指数与行业景气度变化



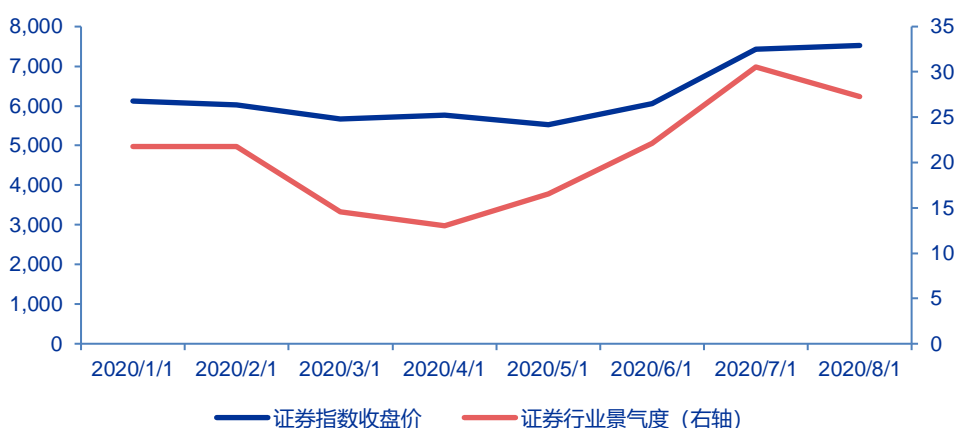
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 16: 2014 年 7 月至 2015 年 7 月证券指数与行业景气度变化



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 今年以来证券指数与行业景气度变化



资料来源: Wind, 申万宏源研究

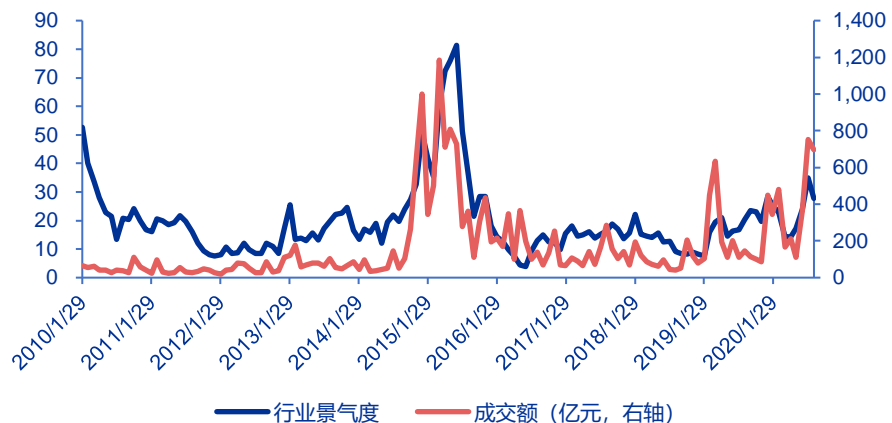
4. 结合市场状态构建择时策略

4.1 板块情绪

证券行业指数的表现并不是单一的行业景气度驱动,同时也受到市场情绪的较大影响。在市场情绪火热时,证券行业指数会出现比较明显的估值提升现象,板块成交额是衡量市场情绪变化的较好指标。

行业景气度可以判断行业的盈利状况。在行业盈利状况向好时,景气度会出现上升。随着行业景气度的逐步上升,市场情绪逐步升温,板块成交额也会出现提升。而在行业指数持续上涨阶段,在跟踪行业景气度的同时,需要密切关注板块成交额的变化,成交额出现下降代表了市场情绪降温。因此我们结合行业景气度和板块成交额,构建证券行业的择时策略,在跟踪行业景气度的同时充分考虑市场情绪的变化。

图 18：证券行业景气度与板块成交额（取当月最后一个交易日）



资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 投资逻辑

从历史上看，证券行业指数的长期趋势性机会较少，多数时间处于震荡状态，阶段性行情的持续时间不长，但超额收益十分明显。同时由于证券行业的周期特性，在市场极端低迷时，也会出现估值修复的投资机会。因此证券行业的投资逻辑也分为两方面，一方面需要在长期的震荡中判断阶段性行情的到来，另一方面需要在极端低迷的市场中寻找合适的投资时机。

在不同市场状态下可以构建不同的择时策略。可以根据证券行业指数来定义市场的状态，当证券指数位于过去三年 20%分位数以下时，说明市场状态极端低迷。在市场震荡状态时，如果行业景气度环比上升幅度较大，并伴随着成交额提升，预示着阶段性行情的到来；在市场状态低迷时，行业景气度环比上升预示着估值修复的投资时机。

基于行业景气度和估值的择时策略设计如下：

比较基准：证券Ⅲ（申万）行业指数。

回测区间：2010 年 1 月至 2020 年 10 月。

买入信号：在市场震荡状态时，行业景气度环比上升 25%；在市场低迷状态时，行业景气度环比上升。

卖出信号：在市场震荡状态时，行业景气度下降 10%或板块成交额下降；在市场低迷状态时，PB 大于过去三年滚动 PB 的 20%分位数，且景气度环比下降。

图 19：在不同市场状态下可以构建不同的择时策略

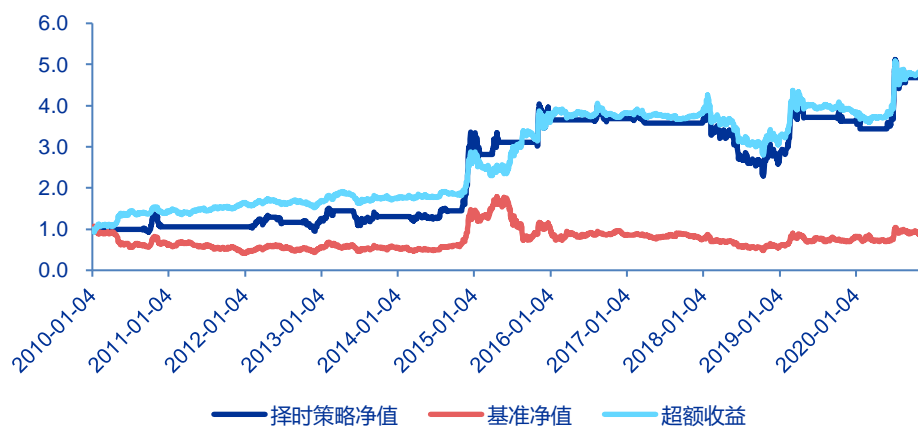


资料来源：Wind，申万宏源研究

4.3 策略表现

相比于基准，基于行业景气度和估值的择时策略有出色的表现。超额年化收益率 16.13%，夏普比率 0.71，Calmar 比率 0.47。策略共发出 18 次买入信号，较好地判断了 2015 年以及今年证券行业的超额收益，同时把握住了 2018 年之后的估值修复行情。

图 20：基于行业景气度和估值的择时策略与基准净值（2010.1.1-2020.10.30）



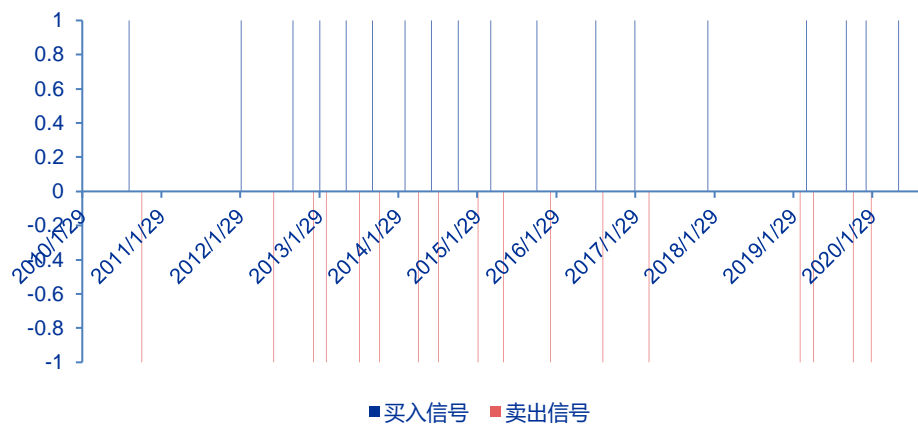
资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：基于行业景气度和估值的择时策略表现

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤	Calmar 比率
择时策略	15.81%	24.89%	0.51	-44.64%	0.35
基准	-0.49%	37.16%	-0.09	-73.04%	-0.01
超额收益	16.13%	18.39%	0.71	-34.15%	0.47

资料来源：Wind，申万宏源研究

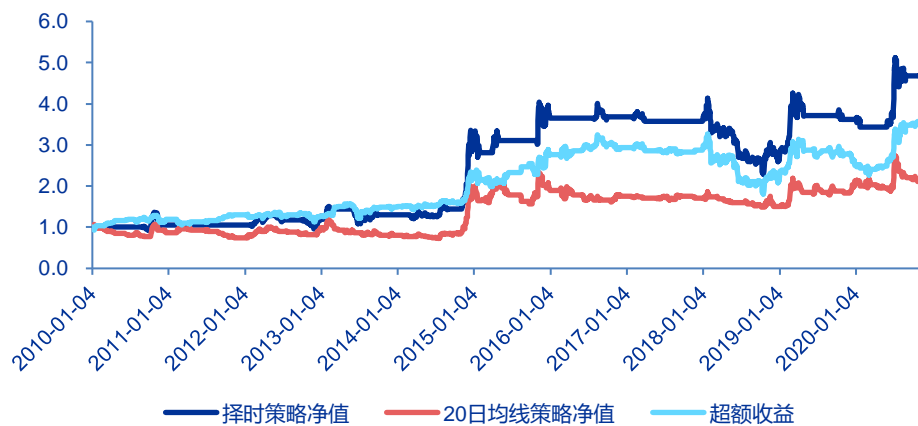
图 21：择时策略买入卖出信号



资料来源：Wind，申万宏源研究

相比于常用的 20 日均线择时策略，基于行业景气度和估值的择时策略依然有较好的表现，对证券行业指数趋势和拐点的判断更加准确。超额年化收益率 12.86%，夏普比率 0.45，Calmar 比率 0.29。

图 22：基于行业景气度和估值的择时策略与 20 日均线策略净值



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：基于行业景气度和估值的择时策略与 20 日均线择时策略表现

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤	Calmar 比率
择时策略	15.81%	24.89%	0.51	-44.64%	0.35
20 日均线策略	7.38%	25.52%	0.17	-37.86%	0.19
超额收益	12.86%	22.05%	0.45	-45.07%	0.29

资料来源：Wind，申万宏源研究

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	陈陶	021-23297221	chentao1@swwhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swwhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swwhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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或向人作出邀请。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惟一因素。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。