

货币锚代替增长锚，调整风险可控

——策略前瞻之一百二十三

策略周报

- ◆ 策略前瞻：本周 A 股市场出现明显调整，周五政府工作报告指引并未超出市场预期，未设定增长目标和失业率容忍度提高加剧投资者对今年经济复苏力度的担忧，而财政政策和产业政策的内容基本在市场预期之内。但是货币政策则给了更积极和明确的指引，报告明确货币政策宽松路径包括降准降息和再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融融资规模增速明显高于去年。前期 A 股在两会前乐观的适应性预期推动下已有较大涨幅，短期政策预期落地导致市场出现调整实属正常。展望后市，虽然增长锚的隐去导致市场预期难以预测，但货币锚则得到进一步强化，今年 3 月以来 M2 和社融增速保持良好趋势，预计后期仍有进一步改善空间，而且企业盈利本质上是一种货币现象，金融数据持续改善意味着下半年企业盈利恢复的确定性得到进一步提升。近期外部因素的负面影响可能逐步加大，一方面美股反弹至估值偏贵的状态之后，美联储扩表放缓或复工不及预期都可能再度导致美股波动加大；另一方面中美大博弈在技术封锁领域持续升温，本周又有 33 家中国科技企业被列入“实体清单”，预计市场风险偏好将继续受到压制。但最新的 A 股市值/M2 已回落至 2011 年以来 40%分位数以下，当前货币的估值锚仍有支撑，伴随四大变数的逐步兑现，无需对市场过度悲观，若市场因外部因素扰动出现大幅下跌，仍是价值投资者比较好的买进机会，配置方向可逐渐由政策支持转向盈利复苏的主线。
- ◆ 北上资金继续净流入。5 月 18 日-5 月 22 日北上资金净流入 79.47 亿元（前值+40.62 亿元），净流入居前的是家电和电子；南下资金净流入 79.20 亿港元（前值+97.39 亿港元），净流入居前的行业是银行和医药。AH 溢价指数下跌 0.41 个百分点至 127.56。
- ◆ 大类资产表现：十年期美债收益率环比涨 3.13%，报 0.660%；美元指数跌 0.60%，报 99.7794；人民币兑美元涨 0.21%，报 7.0939；伦敦现货黄金跌 0.10%，WTI 现货原油涨 15.26%，至 33.92 美元/桶。
- ◆ 权益大势回顾：上证综指、上证 50、沪深 300、中小板指、创业板、中证 500 分别下跌 1.91%、1.56%、2.27%、3.14%、3.66%、3.26%，恒生指数和恒生国企指数分别下跌 3.64%和 2.56%。从最新市盈率看，创业板指 57.68 倍，位于 73%历史分位；中证 500 为 30.89 倍，处于 53%历史分位；上证 A 股 13.15 倍，位于 47%历史分位；沪深 300 为 11.84 倍，位于 46%历史分位；上证 50 为 9.09 倍，位于 29%历史分位。从 PB 来看，创业板、中证 500、上证 A 股、沪深 300、上证 50 最新估值所处历史分位依次是 74%、14%、6%、12%、0%。
- ◆ 行业比较概览：本周无上涨的一级行业，通信、电子和计算机跌幅较大。从 PETTM 分位看，低于 10%的有：农林牧渔（0%）、煤炭（6%）、房地产（9%）。从 PB 看，建筑、电力及公用事业、纺服（0%）、银行、石油石化、地产、汽车（1%）、煤炭（2%）低于 5%分位数。近 1 月机构调研次数最多的是珠江啤酒（17 次）和海鸥住工（17 次）。
- ◆ 风险提示：疫情快速扩散；经济增速超预期下行；海外市场波动加大。

分析师

谢超（执业证书编号：S0930517100001）
010-56513031
xiechao@ebcn.com

李瑾（执业证书编号：S0930518100001）
lijin@ebcn.com

联系人

黄亚钊
021-52523815
huangyao@ebcn.com

黄凯松
021-52523813
huangkaisong@ebcn.com

1、A+H 策略前瞻

本周上证综指、中小板指、创业板指、恒生指数、恒生国企指数跌幅分别为-1.91%、-3.14%、-3.66%、-3.64%、-2.56%。A 股本周出现 3 月下旬反弹以来最大周跌幅，两市日均成交额小幅增加，融资融券余额小幅提升，消费行业表现较好，TMT 整体跌幅较大。

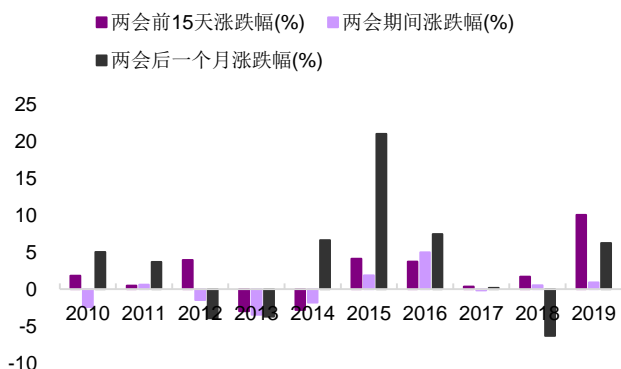
北上资金继续净流入。5 月 18 日-5 月 22 日北上资金净流入 79.47 亿元（前值+40.62 亿元），净流入居前的是家电和电子；南下资金净流入 79.20 亿港元（前值+97.39 亿港元），净流入居前的行业是银行和医药。AH 溢价指数下跌 0.41 个百分点至 127.56。

本周 A 股市场冲高回落，周初美国生物科技公司 Moderna 宣布新冠肺炎疫苗研发新进展，临床试验初期效果良好，刺激欧美股市大幅反弹，对 A 股形成了一定的推动作用，但随后该疫苗成果遭到质疑之后，海外股市又恢复平淡。后半周美国对华为制裁的负面影响逐步发酵，以及周五政府工作报告内容并未超出市场预期，市场风险偏好走弱并出现明显下跌。结构上，前期表现强势的科技板块受华为事件负面影响跌幅居前，市场风险偏好下降以后，具有避险属性的必需消费行业再度走强。

在疫情的特殊背景下，周五发布的政府工作报告对宏观经济指标的指引相比往年调整较大。市场担忧较多的是本次政府工作报告并未设定经济增长目标，而是将工作重心放在“六稳”和“六保”之上，表明后期不会对经济采取强刺激方式，而且报告对失业率的容忍度有所上升，城镇调查失业率的控制目标由 2019 年的 5.5% 以内提升到 6.0% 以内。部分投资者难免担忧今年的经济复苏和企业盈利恢复程度，而且缺少了增长锚的确导致市场预期更加难以预测，但是在货币政策方面，政府工作报告则给出了更积极和明确的指引。报告延续年初以来“稳健的货币政策要更加灵活适度”的积极基调，相比 2019 年减少了“把好货币供给总闸门”等表述，强调“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年，创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。首先在货币政策宽松的路径看，后期大概率还会有降准降息和再贷款的手段，而且货币也给了市场良好的锚，2019 年的 M2 和社融同比增速分别为 8.7% 和 10.7%，2020 年 4 月 M2 和社融存量同比增长 11.1% 和 12%，预计上述指标仍有进一步的提升空间。

报告中关于财政政策和产业政策的表述并未超出市场预期。报告对于财政赤字率目标首次上调至 3.6% 以上，赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元的特别国债，减税降费目标相比于 2019 年目标增加 5000 亿元。同时，今年地方政府专项债拟安排 3.75 万亿（相比 2019 年增加 1.6 万亿），并强调了发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车等新基建。报告中关于产业政策方面的表述相比往年大幅缩减，更侧重支持受疫情冲击较大的行业恢复，重点支持在抗疫中发挥重要作用的电商网购、在线服务和“互联网+”等无接触经济。上述的逆周期调节政策力度虽然是近年来力度最大的，但是在疫情特殊背景下并未高于市场前期预期，而且前期市场在乐观的适应性预期推动下已有较大涨幅，政策预期落地导致市场出现调整实属正常。

图 1：上证指数在两会前后的表现



资料来源：wind，光大证券研究所

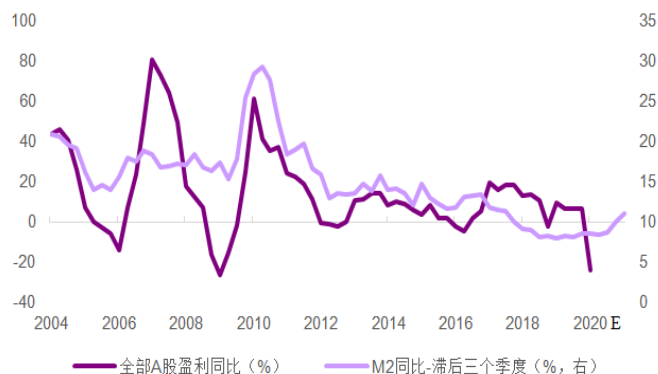
图 2：美国股市市值/M2 指标



资料来源：wind，光大证券研究所；截至 2020 年 5 月 21 日

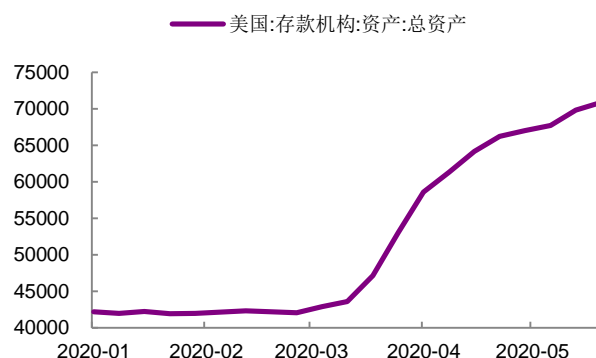
对此我们认为从中期来看不必过于担忧，未设定经济增长目标短期将使市场对经济增长预期更难以预测，但是报告对货币政策表述仍然给了市场预期良好的锚。从美股历史看，总市值/M2 基本稳定在均值的一倍标准差之内波动，本次推升美股反弹的重要动力是美联储的无限 QE，带动 M2 大幅增长，从货币估值锚的角度看美股再次落到估值较低的区域。另一方面，企业盈利本质上是一种货币现象，金融数据改善最终将通过各种渠道带来企业盈利改善，3-4 月 M2 增速持续提升，后期若继续保持较高增速，下半年企业盈利恢复的确定性将得到进一步提升。

图 3：全 A 盈利同比增速与滞后三个季度的 M2 同比增速 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：美联储扩表速度放缓 (亿美元)



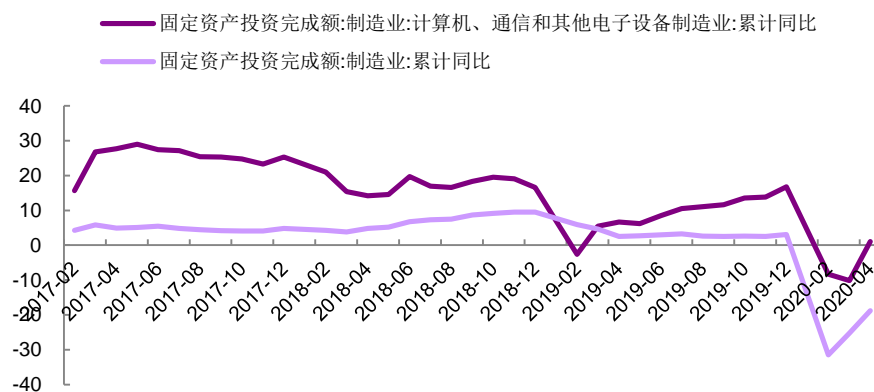
资料来源：wind，光大证券研究所，截止 5 月 20 日

展望后市，在政策方向和基调已基本确立的情况下，后期市场关注重心将转向经济复苏和企业盈利恢复，从 4 月的经济数据和 5 月的 6 大发电集团煤耗量、高炉开工率等指标，均显示出经济活动处于持续复苏状态。但是外部因素的影响可能逐步加大，一方面美股再度反弹至估值偏贵的状态之后，若美联储扩表放缓以及复工不及预期，可能再度导致美股波动加大；另一方面在美国总统大选年份中美大博弈预计仍会升温，预计市场的风险偏好将继续受到压制，尤其是美国对华为封锁对电子产业链的情绪影响需继续观察。最新的 A 股市值/M2 已回落至 2011 年以来 40%分位数以下，当前货币的锚

仍然比较坚实的，伴随四大变数的逐步兑现，无需对市场过度悲观，若市场因外部因素扰动出现大幅下跌，仍是价值投资者比较好的买进机会。

配置上，建议将关注重点放在处于盈利恢复的行业：（1）必需消费估值已在历史高位，性价比有所下降，随着各类稳消费措施逐渐出台，数据显示可选消费在逐步复苏，后期汽车等可选消费或有更大的收益空间。（2）自上而下看，市场风险溢价已有见顶迹象，后期政策取向仍将偏松，科技股最差的时期已经过去（详见5月12日报告《从政策经济周期看科创最差时候已过去》）；自下而上看，计算机、通信和其他电子设备固定资产投资同比增速4月已转正，恢复力度明显强于整个制造业，后期仍将成为重点关注板块，短期外部因素扰动导致风险偏好下降可能带来中期配置机会。（3）基建投资处于恢复状态，可增加对受益的建材、化工和机械等周期中游行业的关注。

图5：计算机、通信和其他电子设备固定资产投资恢复好于制造业



资料来源：wind，光大证券研究所，截止2020年4月

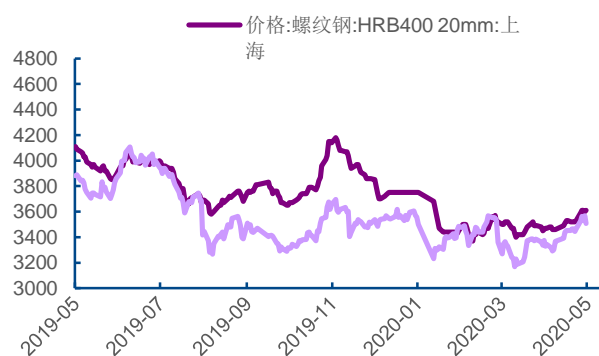
2、大势判断

2.1、周期跟踪

截至本周，黑色系方面，秦皇岛5500大卡动力煤为538元/吨（前值486元/吨），螺纹钢现货为3610元/吨（前值3530元/吨），热卷为3620元/吨（前值3530元/吨）。全国35个地区螺纹钢库存继续下降，最新为836.64万吨（前值893.20万吨）；主要建筑钢材生产企业螺纹钢库存301.01万吨（前值331.36万吨）。

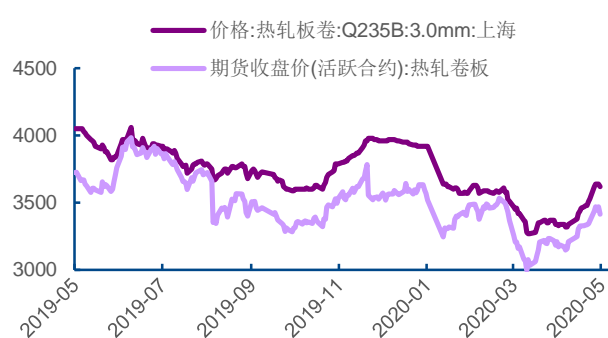
化工大宗商品方面，PVC华东库存为31.77万吨（前值32.47万吨），华南库存为16.70万吨（前值16.80万吨）。PE库存为30.88万吨（前值35.87万吨）。PP库存为43.12万吨（前值50.13万吨）。

图 6: 螺纹钢(元/吨)



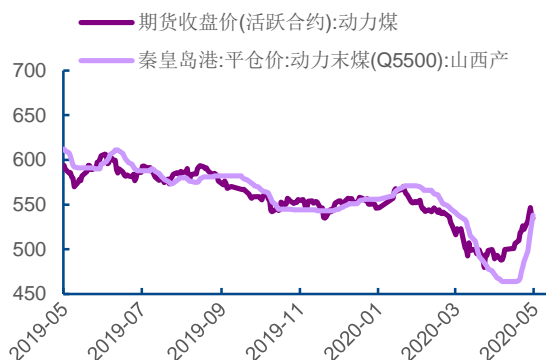
资料来源: wind,光大证券研究所

图 7: 热卷(元/吨)



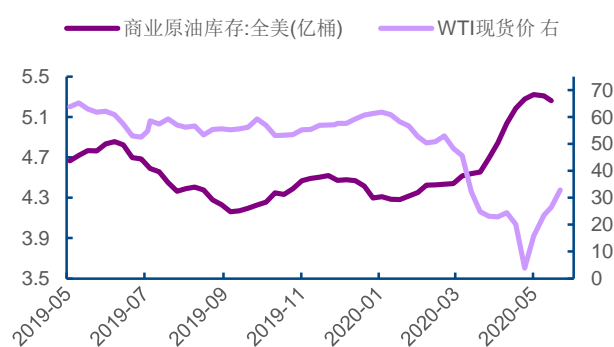
资料来源: wind,光大证券研究所

图 8: 动力煤价格走势 (元/吨)



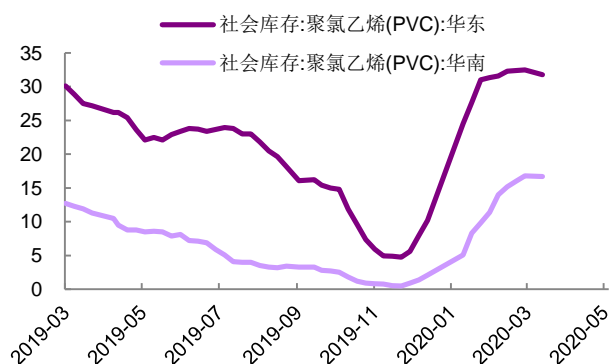
资料来源: wind,光大证券研究所

图 9: 美国商业原油库存与 WTI 油价 (美元/桶, 右)



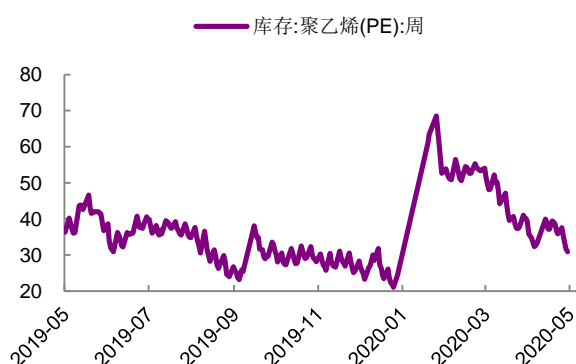
资料来源: wind,光大证券研究所

图 10: PVC 库存 (万吨) 走势



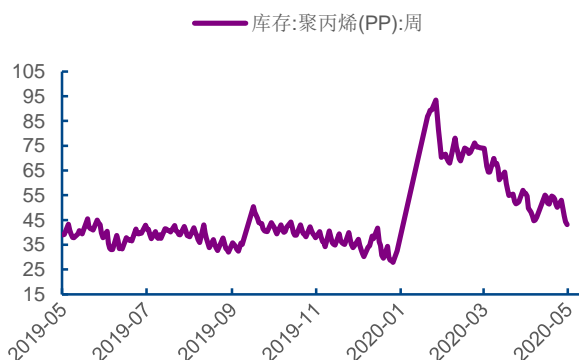
资料来源: wind,光大证券研究所

图 11: PE 库存 (万吨) 走势



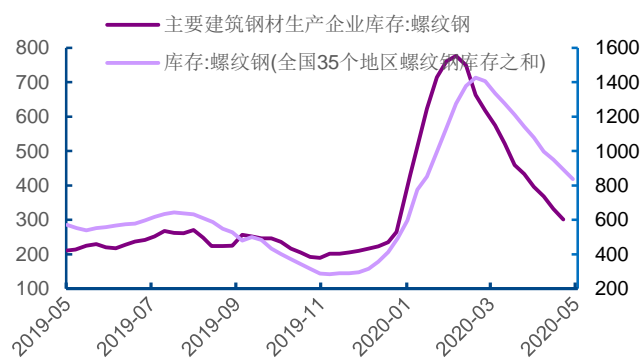
资料来源: wind,光大证券研究所

图 12: PP 库存 (万吨) 走势



资料来源: wind,光大证券研究所

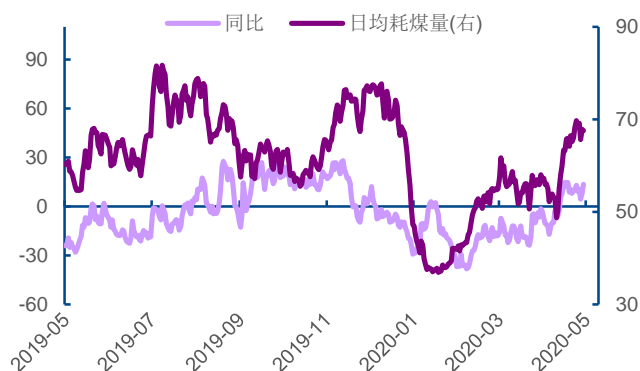
图 13: 螺纹钢库存走势 (万吨)



资料来源: wind,光大证券研究所

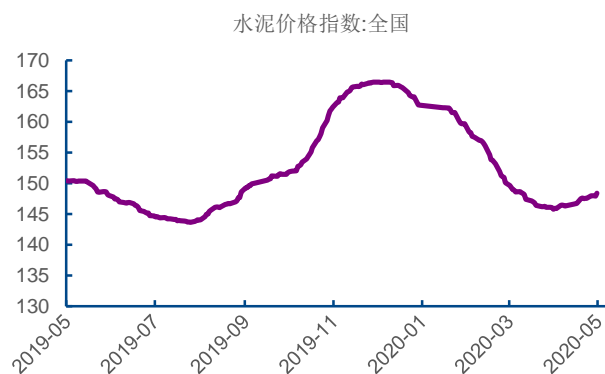
工业生产方面,截至本周五,六大发电集团日均耗煤量 67.54 万吨(前值 65.99 万吨);水泥价格指数继续反弹,收于 187.37 点(前值 147.56 点)。截至本周五,唐山钢厂开工率继续上升,为 84.13%(前值 83.33%),全国高炉开工率与上周持平,为 70.44%(前值 70.44%)。

图 14: 六大发电集团日均耗煤 (万吨) 与增速 (%)



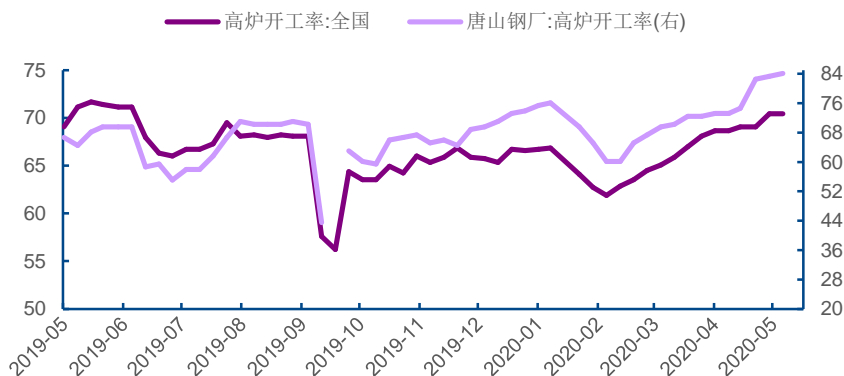
资料来源: wind,光大证券研究所

图 15: 水泥价格指数: 全国



资料来源: wind,光大证券研究所

图 16: 高炉开工率 (%)



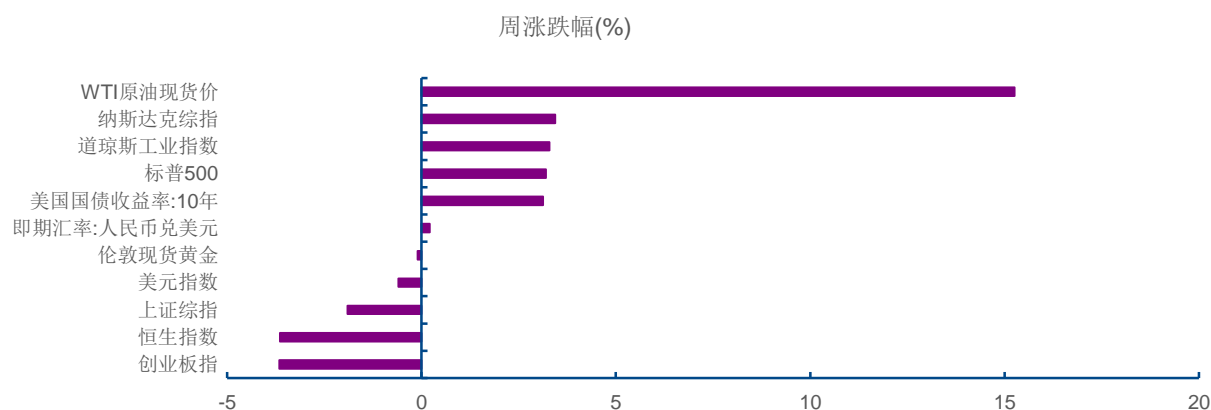
资料来源: wind,光大证券研究所

2.2、大类资产

股市方面，本周美股上涨，A股、港股均下跌。美股方面，纳斯达克指数上涨 3.44%（前值下跌 1.17%），标普 500 指数上涨 3.20%（前值下跌 2.26%），道琼斯工业指数上涨 3.29%（前值下跌 2.65%）。A股方面，本周创业板指下跌 3.66%（前值下跌 0.04%），上证综指下跌 1.91%（前值下跌 0.93%）。港股方面，恒生指数下跌 3.64%（前值下跌 1.79%）

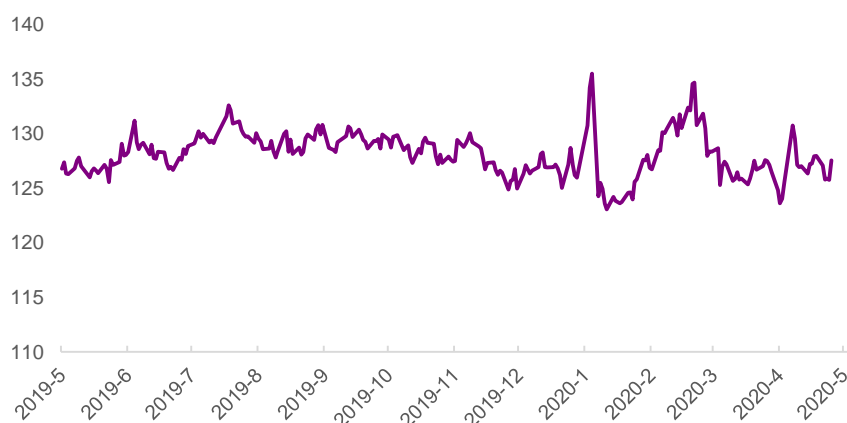
其他大类资产方面，十年期美债收益率环比上涨 3.13%，报 0.660%；美元指数下跌 0.60%，报 99.7794；人民币兑美元上涨 0.21%，报 7.0939；伦敦现货黄金下跌 0.10%，WTI 现货原油上涨 15.26%，至 33.92 美元/桶。

图 17：大类资产表现：一周涨跌幅（%）



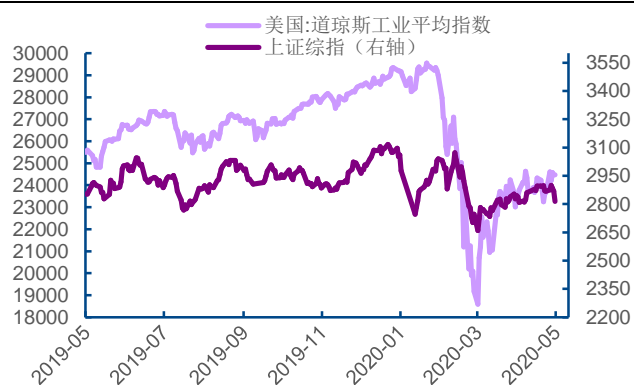
资料来源：wind,光大证券研究所

图 18：恒生沪深港通 AH 股溢价指数



资料来源：wind,光大证券研究所

图 19：美股及上证指数走势



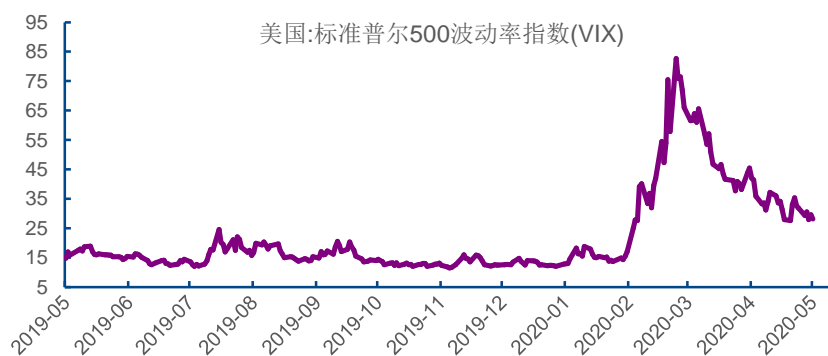
资料来源：wind,光大证券研究所

图 20：纳斯达克及创业板走势



资料来源：wind,光大证券研究所

图 21：市场波动率指数 (VIX)

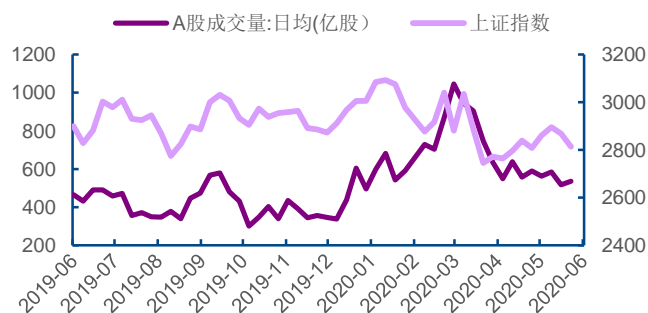


资料来源：wind,光大证券研究所

2.3、权益大势

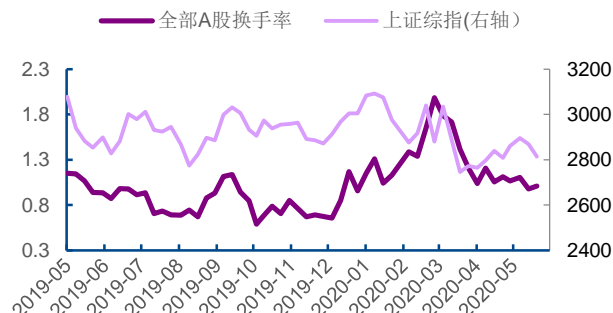
本周 A 股日均成交量 536.45 亿股（前值 518.06 亿股），日均换手率为 1.01%（前值 0.98%）。分板块来看，与上周相比，本周上证 50 日均成交额上涨 24.24 亿元，中证 500 日均成交额上涨 50.97 亿元，沪深 300 日均成交额上涨 36.74 亿元，创业板指日均成交额上涨 77.18 亿元。

图 22：A 股日均成交量（亿股）



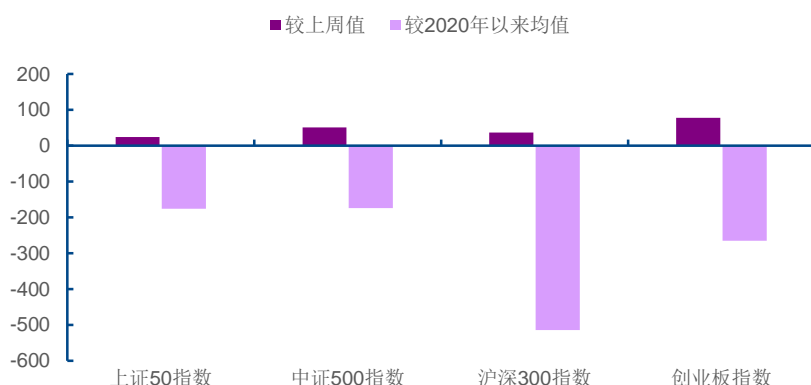
资料来源：wind,光大证券研究所

图 23：A 股日均换手率（整体法，%）



资料来源：wind,光大证券研究所

图 24：各板块成交额（亿元）行情

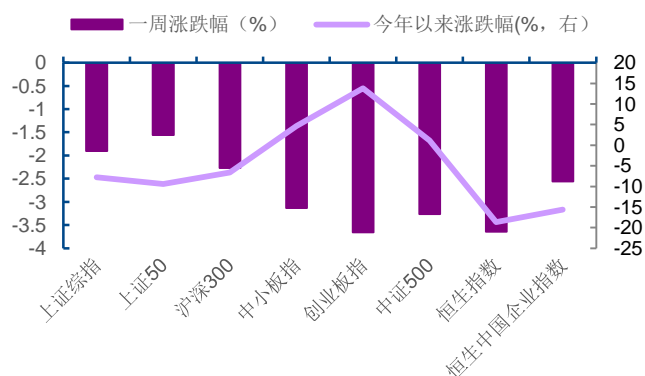


资料来源：wind,光大证券研究所

从指数上看，本周上证综指下跌 1.91%，上证 50 下跌 1.56%，沪深 300 下跌 2.27%，中小板指下跌 3.14%，创业板下跌 3.66%，中证 500 下跌 3.26%，恒生指数下跌 3.64%，恒生中国企业指数下跌 2.56%。

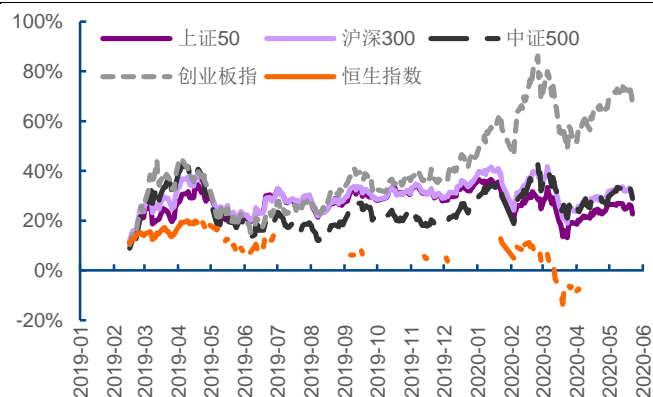
从最新市盈率看，创业板指 57.68 倍，位于 73% 历史分位；中证 500 为 30.89 倍，处于 53% 历史分位；上证 A 股 13.15 倍，位于 47% 历史分位；沪深 300 为 11.84 倍，位于 46% 历史分位；上证 50 为 9.09 倍，位于 29% 历史分位。从 PB 来看，创业板、中证 500、上证 A 股、沪深 300、上证 50 最新估值所处历史分位依次是 74%、14%、6%、12%、0%。

图 25：主要指数一周表现



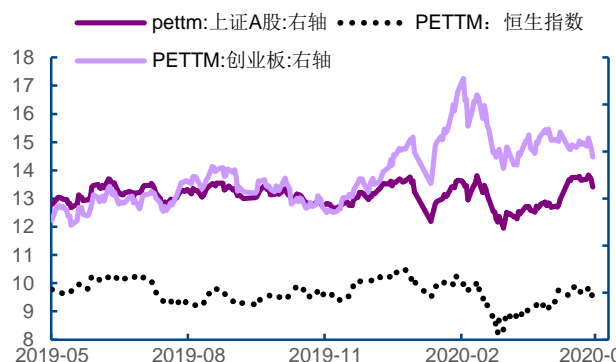
资料来源：wind,光大证券研究所

图 26：主要指数 2019 年以来累计涨幅



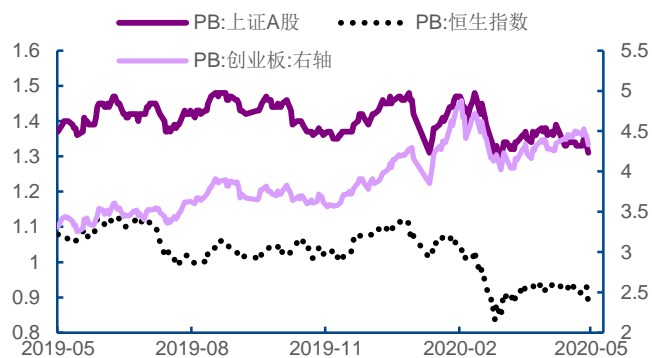
资料来源：wind,光大证券研究所

图 27: 上证 A 股、创业板和恒生指数市盈率



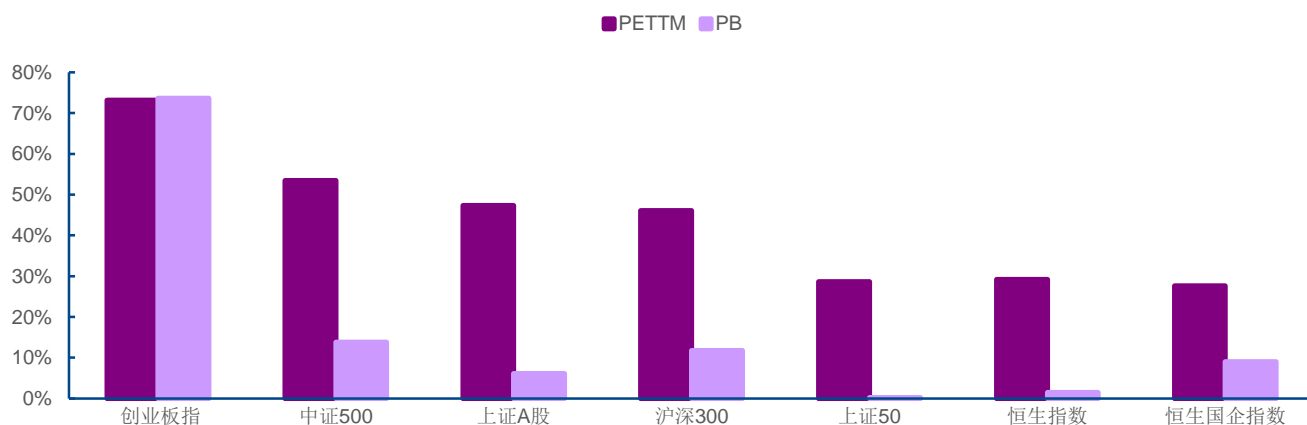
资料来源: wind,光大证券研究所

图 28: 上证 A 股、创业板和恒生指数市净率



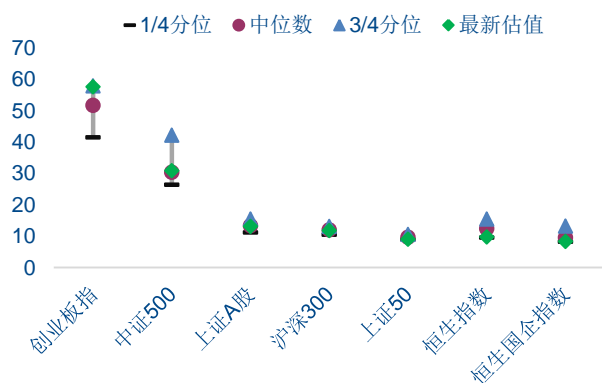
资料来源: wind,光大证券研究所

图 29: 主要指数最新估值所属历史分位



资料来源: wind,光大证券研究所,注: A 股为 2012Q4 至今,港股为 2002 年至今

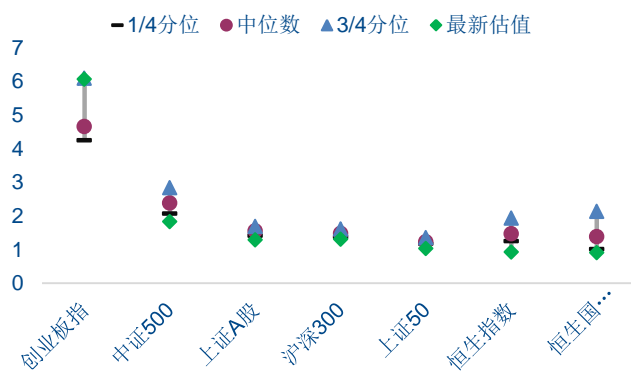
图 30: 主要指数 PETTM



资料来源: wind,光大证券研究所

注: A 股为 2012Q4 至今,港股为 2002 年至今

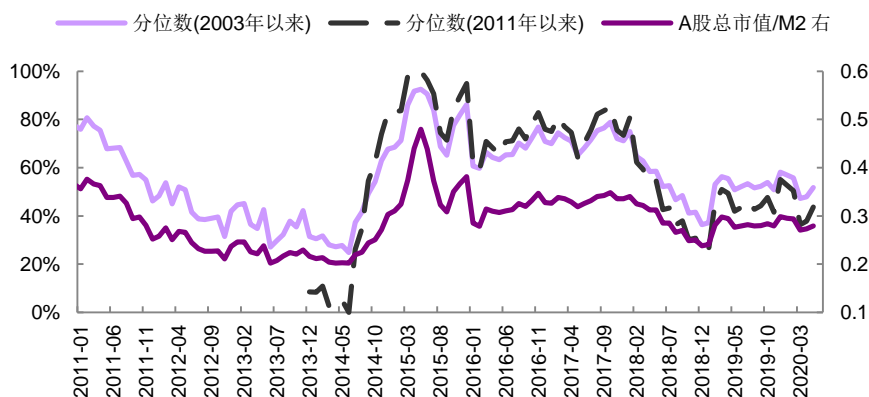
图 31: 主要指数 PB



资料来源: wind,光大证券研究所

注: A 股为 2012Q4 至今,港股为 2002 年至今

图 32: A 股总市值/M2 位于 2011 年以来 43.7%分位



资料来源: wind,光大证券研究所

注: 截止 2020 年 5 月 21 日

3、行业比较

分行业看, 本周中信一级行业上涨最多的行业是食品饮料、商贸零售和交通运输; 而下跌最多的行业是通信、电子和计算机。2020 年以来, 中信一级行业涨幅前五分别是医药、食品饮料、农林牧渔、计算机和电子; 2020 年以来涨幅后五分别是石油石化、煤炭、非银行金融、房地产和银行。

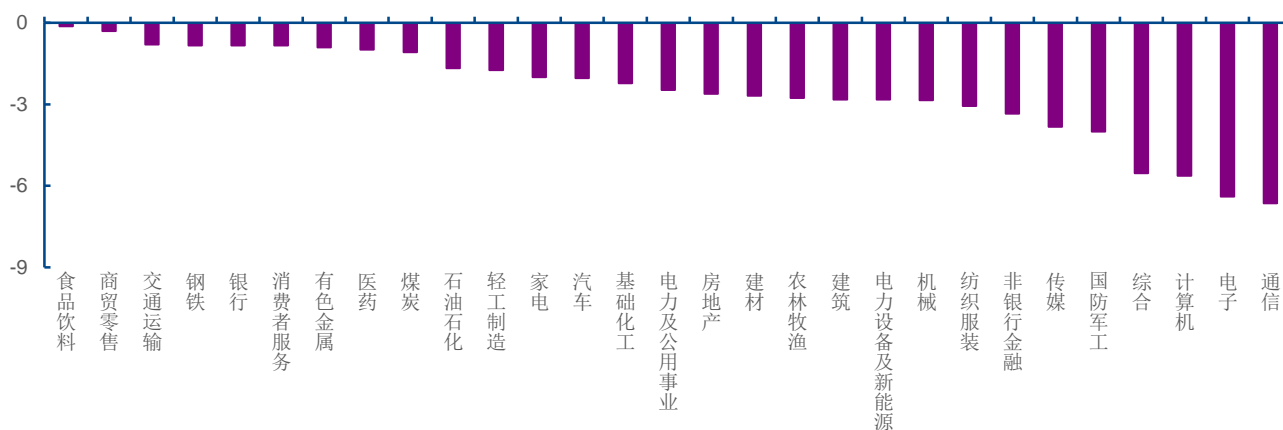
本周重要股东二级市场净减持 92.52 亿元, 净增持最多的行业为电力及公用事业 (3.22 亿元)、钢铁 (1.61 亿元)、银行 (0.05 亿元); 净减持最多行业为医药 (-20.53 亿元)、房地产 (-14.55 亿元)、计算机 (-9.36 亿元)。本周增持比例最高的前五个股分别是恺英网络、澳洋健康、周明科技、青岛双星、浙江震元, 减持比例最高的前五个股分别是森远股份、新潮能源、瑞丰高材、妙可蓝多、金科股份。

本周陆股通净流入 79.47 亿元 (前值净流入 40.62 亿元), 从十大活跃个股所属行业看, 净买入最多的行业为家电 (+11.41 亿元) 和电子 (+10.56 亿元); 净卖出最多的行业是食品饮料 (-12.19 亿) 和农林牧渔 (-4.71 亿)。

2020 年 4 月 23 日至 2020 年 5 月 22 日, 机构 (含证券公司、基金公司、保险及保险资管、私募、其他) 共调研上市公司 565 家, 机构调研公司数量最多的前五个行业分别是电子、医药、机械、食品饮料、计算机; 调研公司数量最少的行业是消费者服务、综合; 近一月机构调研总次数最多的公司是珠江啤酒 (17 次) 和海鸥住工 (17 次)。

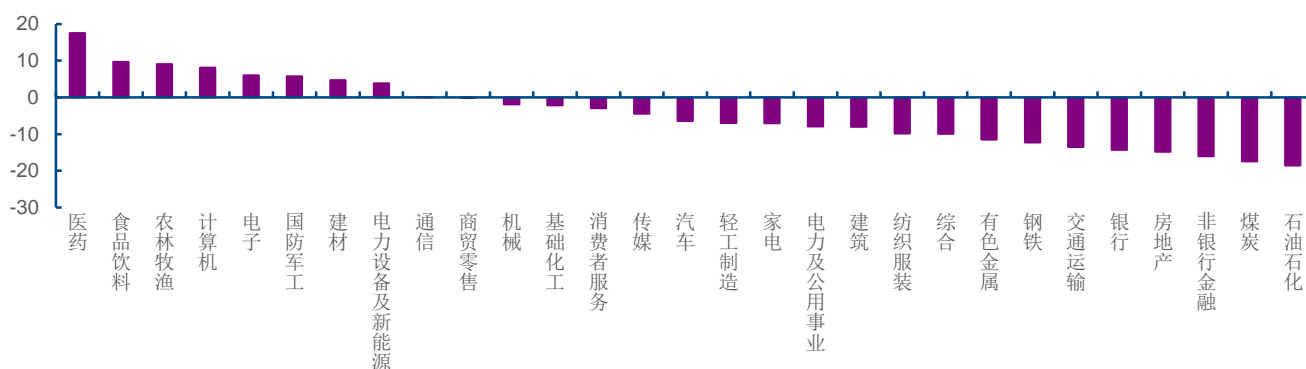
截至 2020 年 5 月 22 日, 从 PETTM 历史分位来看, 低于 10%分位的行业有: 农林牧渔 (0%)、煤炭 (6%)、房地产 (9%)。从 PB 角度来看, 建筑 (0%)、电力及公用事业 (0%)、纺织服装 (0%)、银行 (1%)、石油石化 (1%)、房地产 (1%)、汽车 (1%)、煤炭 (2%)、非银行金融 (8%) 低于历史 10%分位数。从 PS 角度来看, 纺织服装 (0%)、房地产 (1%)、石油石化 (2%)、煤炭 (5%) 低于历史 10%分位数。

图 33：行业一周涨跌幅（%）



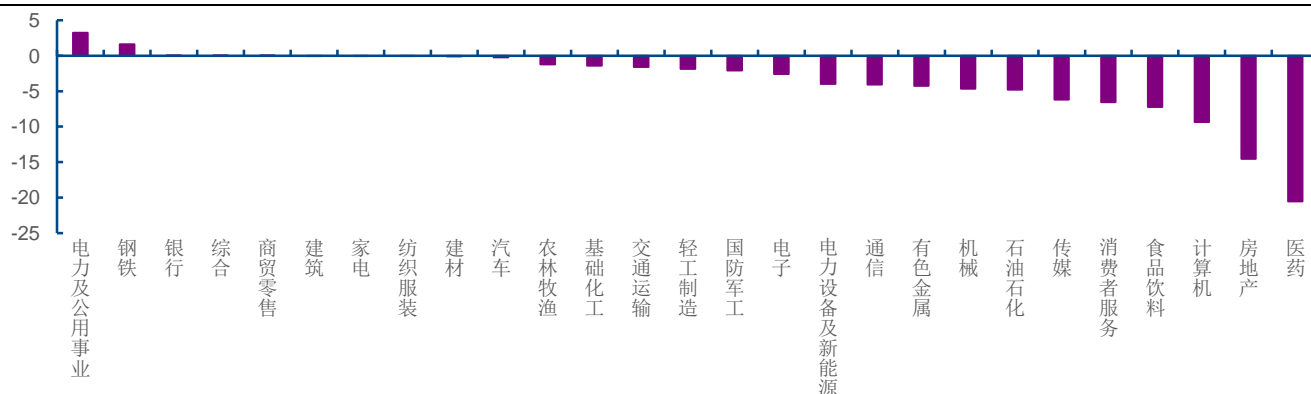
资料来源：wind,光大证券研究所

图 34：中信一级行业 2020 年以来涨跌幅(%)



资料来源：wind,光大证券研究所

图 35：二级市场重要股东增减持行业分布（单位：亿元）



资料来源：wind,光大证券研究所

表 1：增持比例最高的个股

代码	简称	行业	市值(亿元、20200522)	PE (TTM、20200522)	重要股东增持数量(万股、20200518~20200522)	增持数量占流通股比重(%)
002517.SZ	恺英网络	传媒	66.94	-	4046.11	2.53
002172.SZ	澳洋健康	基础化工	19.64	-	1500.00	1.94
300232.SZ	洲明科技	电子	81.16	15.74	1201.08	1.77
000599.SZ	青岛双星	基础化工	34.71	-	1054.69	1.37
000705.SZ	浙江震元	医药	22.55	10.74	378.03	1.34
002672.SZ	东江环保	电力及公用事业	76.84	23.22	879.27	1.33
600808.SH	马钢股份	钢铁	179.10	13.16	7670.50	1.29
002502.SZ	*ST 鼎龙	传媒	26.40	-	859.84	1.14
600642.SH	中能股份	电力及公用事业	259.85	11.87	4912.04	1.08
600969.SH	郴电国际	电力及公用事业	22.57	48.60	380.41	1.03

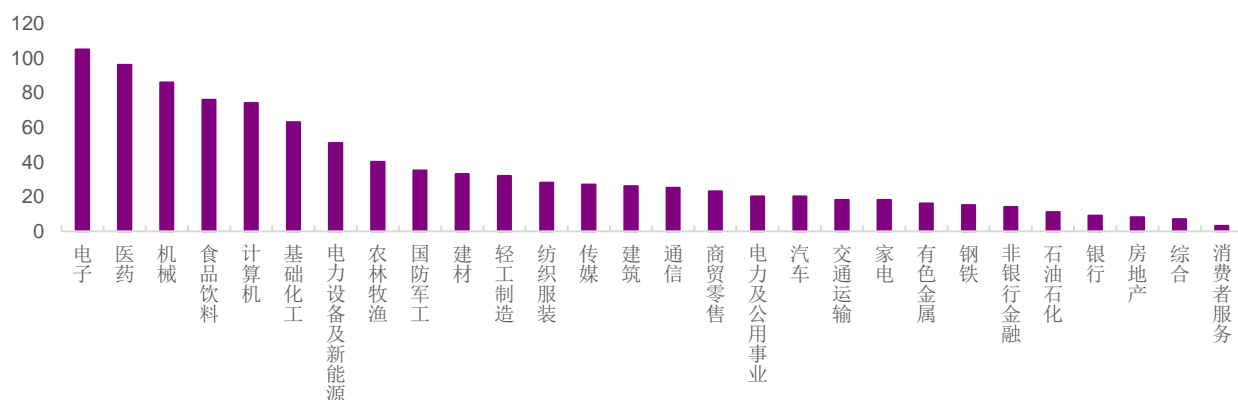
资料来源：wind,光大证券研究所

表 2：减持比例最高的个股

代码	简称	行业	市值(亿元、20200522)	PE (TTM、20200522)	重要股东减持数量(万股、20200518~20200522)	减持数量占流通股比重(%)
300210.SZ	森远股份	机械	14.96	-	4842	12.10
600777.SH	新潮能源	石油石化	114.93	5.78	21138	5.22
300243.SZ	瑞丰高材	基础化工	15.82	24.67	805	4.31
600882.SH	妙可蓝多	食品饮料	134.11	394.31	1644	4.04
000656.SZ	金科股份	房地产	418.10	7.18	17941	3.42
300639.SZ	凯普生物	医药	67.67	45.13	471	2.95
300232.SZ	洲明科技	电子	81.16	15.74	1940	2.87
002803.SZ	吉宏股份	轻工制造	75.93	23.18	445	2.79
600520.SH	文一科技	机械	14.46	-	434	2.74
300759.SZ	康龙化成	医药	481.97	82.42	751	2.65

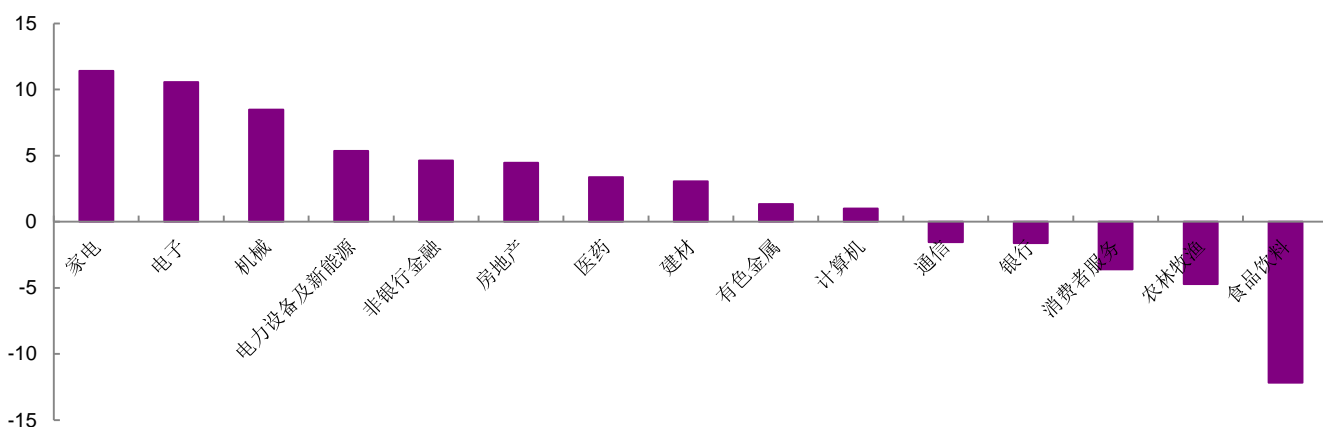
资料来源：wind,光大证券研究所

图 36：中信一级行业机构调研公司次数（2020 年 4 月 23 日至 2020 年 5 月 22 日）



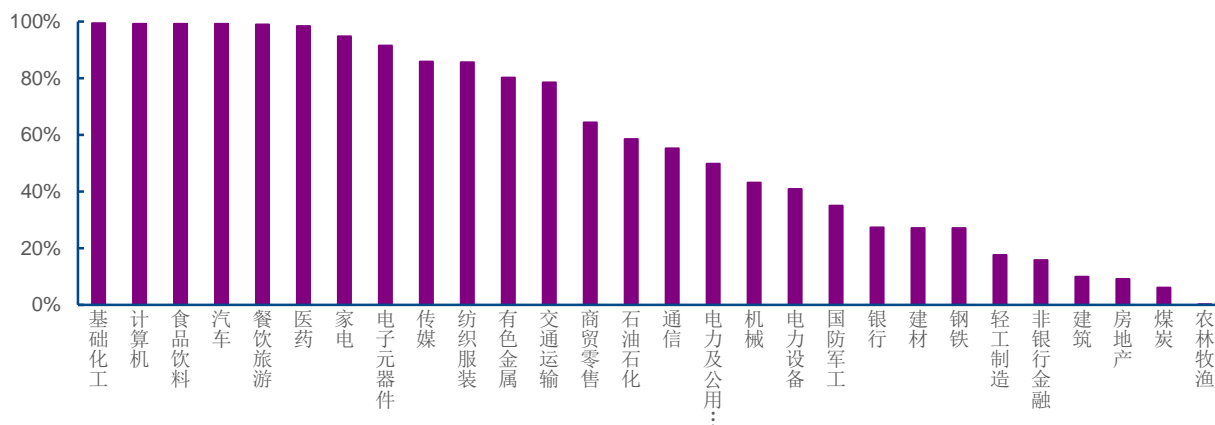
资料来源：wind,光大证券研究所

图 37：陆股通前十大活跃个股分行业净买入金额（单位：亿元）



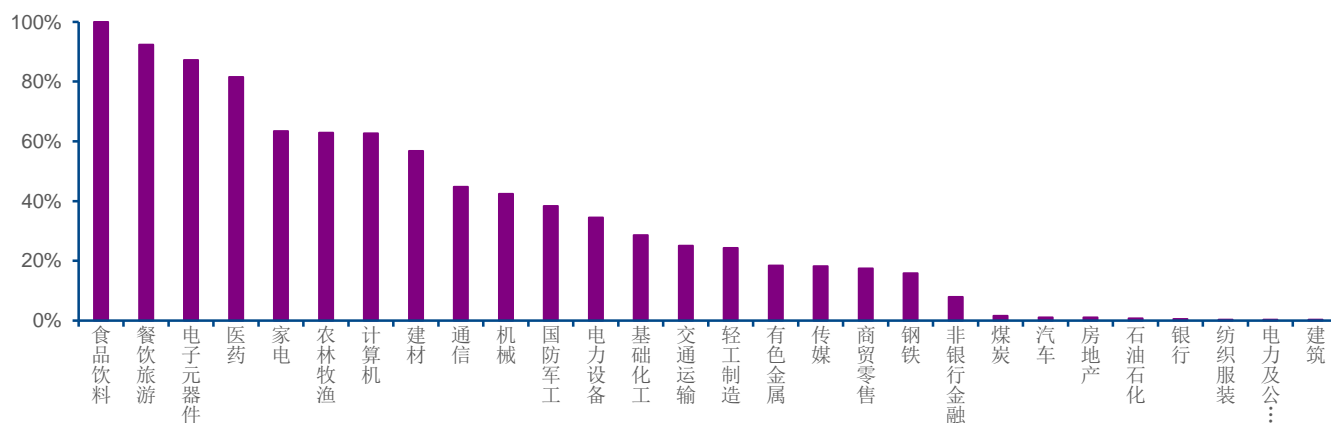
资料来源：wind,光大证券研究所

图 38：中信一级行业最新 PETTM 所属分位



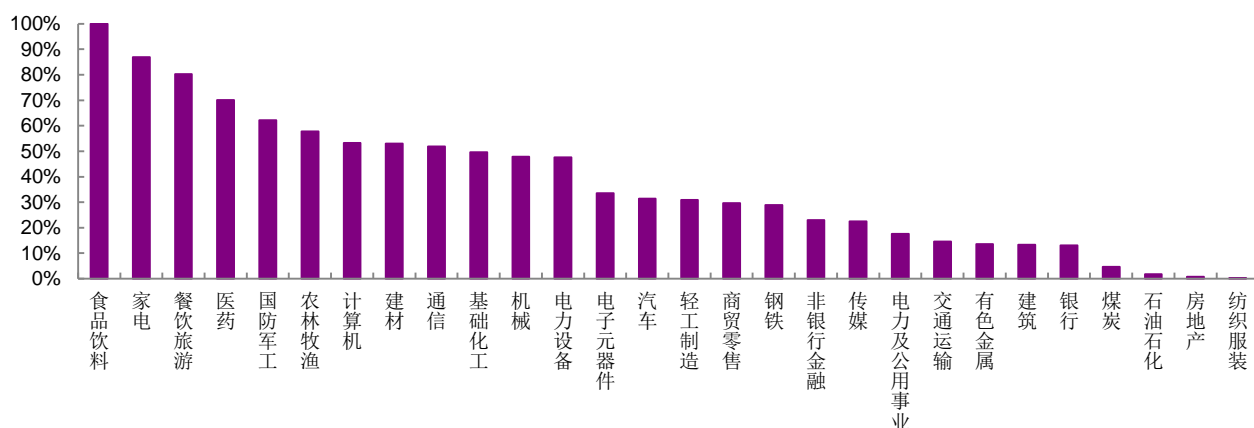
资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 39：中信一级行业最新 PB 所属分位



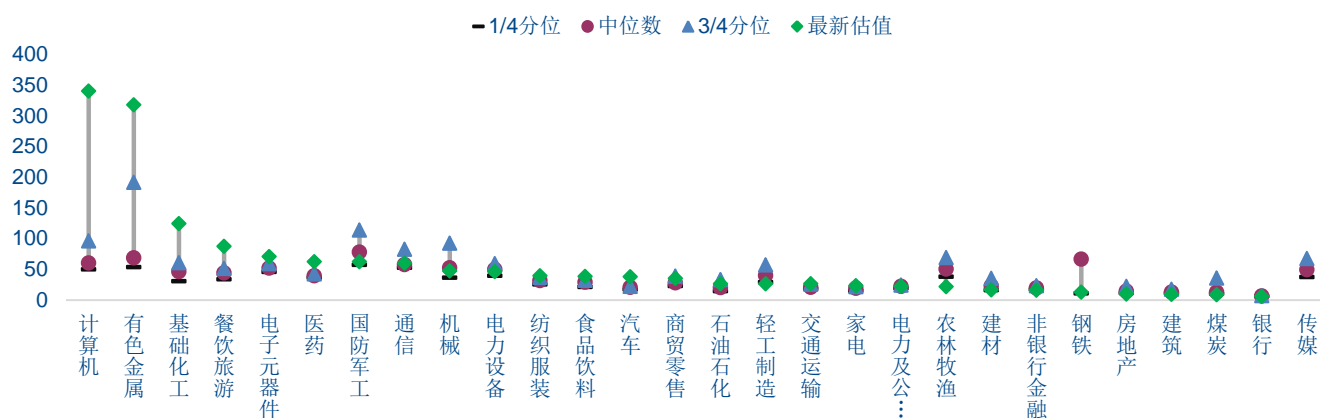
资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 40：中信一级行业最新 PS 所属分位



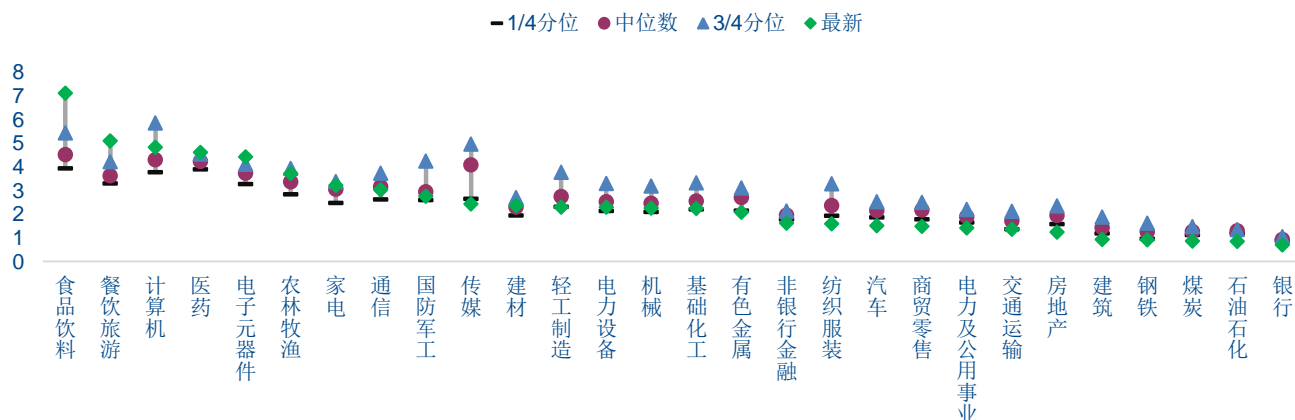
资料来源：wind,光大证券研究所。说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 41：中信一级行业最新 PETTM



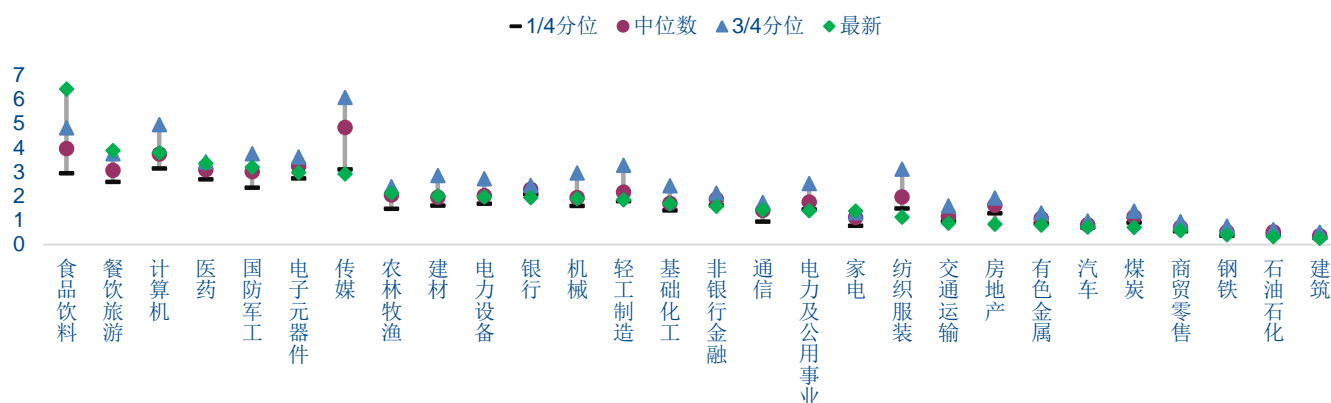
资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 42：中信一级行业最新 PB



资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

图 43：中信一级行业最新 PS



资料来源：wind,光大证券研究所,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今

4、未来一周须知

表 3：未来一周须知

日期	国家	数据名称
2020-05-25	德国	5 月 IFO 景气指数:季调(2015 年=100)
2020-05-26	美国	4 月新房销售(千套)
2020-05-28	美国	5 月 23 日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2020-05-28	美国	第一季度 GDP(预估):环比折年率(%)
2020-05-29	美国	4 月个人消费支出:季调(十亿美元)
2020-05-29	美国	4 月核心 PCE 物价指数:同比(%)
2020-05-29	美国	4 月人均可支配收入:折年数:季调(美元)

资料来源：wind,光大证券研究所

5、风险提示

1、疫情快速扩散；2、经济增速超预期下行；3、海外市场波动加大。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼