

2020年06月05日

核心资产短期涨估值动能衰竭，关注扩内需和国产替代

策略专题

行业与主题配置策略专题

华鑫证券研究发展部

分析师：

董冰华

执业证书编号 S1050515080001

电话：021-54967581

邮箱：dongbh@cfsc.com.cn

核心观点

● 近期行情总结：后疫情阶段，消费复苏和中美贸易摩擦成主线

年初至今，国内外新冠疫情的进展成为行情重要主线。与此并行的另一条主线是，贸易摩擦有所升级，经济增长存在压力，全球货币宽松的背景下，业绩确定性较高的必需消费品核心资产龙头获得机构抱团，稳健上涨。近期，随着国外新冠确诊增速放缓，疫情防护、核酸检测相关板块行情落幕。而5月中旬美国升级对华为的制裁和5月下旬召开的全国两会催生了两条重要主线：芯片国产替代（光刻胶等）和扩大内需（乳业、农村电商、网红直播等）。

● 配置策略：核心资产短期涨估值动能衰竭，关注扩内需和国产替代

根据股票估值 DDM 模型的核心变量（企业盈利、流动性、风险偏好）分析，近两个半月以来核心资产龙头股单边涨估值行情主要受流动性宽松因素驱动。3月23日，美国推出无限量化宽松政策，直接刺激以美元计价的黄金资产显著上涨，同时也影响了国内市场对货币政策进一步宽松的预期。时间节点上，正好与核心资产龙头股本轮大涨行情相吻合。在今年已多次降准降息，资金利率已出现明显下行，处于历史低位的背景下，叠加央行近期对经济基本面持续向好的判断，我们认为市场最宽松的时期或已过去。十年期国债到期收益率和央行重启的7天逆回购利率已出现反弹。由此判断，作为近期驱动核心资产龙头股强势上涨的核心变量，流动性宽松已经出现边际变化，短期或不会更宽松，那么短期核心资产涨估值的动能或逐步衰竭。

在成长股投资方面，我们认为两会政府工作报告和中美贸易摩擦是重要驱动因素。其中，两会政府工作报告提出，重点支持“两新一重”建设，以及坚定扩大内需。2020年新基建是典型的景气拐点型产业主题，将类似2019的5G产业设备端行情。目前，新基建中落地较快的有5G、大数据中心和特高压等，我们建议继续关注5G产业链应用端（高清视频、虚拟现实等）以及大数据等相关核心标的。扩内需方面，重点强调支持生活服务业线上线下融合；支持电商、快递进农村，拓展农村消费，我们建议积极关注农村电商、网红直播、可选消费等主题。另外，近期美国升级对华为芯片产业链制裁事件将加速国产芯片替代进程，尤其是光刻胶产业。我们认为核心科技国产替代是长期的产业型投资机会，有望获得业绩提升和政策支持的双重催化，下半年可继续重点关注。

● **风险提示：**宏观经济下滑；全球新冠疫情超预期；企业复工复产进度低于预期；金融监管超预期。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：（86 21）64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目 录

一、行业估值与主题行情	3
1.1 行业估值：食品饮料处于历史高位，周期品、金融低于历史均值	3
1.2 主题回顾：网红经济、国产替代、消费复苏相关主题领涨	4
1.3 主题总结：后疫情阶段，中美贸易摩擦和消费复苏成主线	5
二、配置策略观点	5
2.1 配置观点：核心资产短期涨估值动能衰竭，关注扩内需和国产替代	5
2.2 重点主题梳理：新基建之大数据中心	8
三、核心主题重大事件	9

图 表 目 录

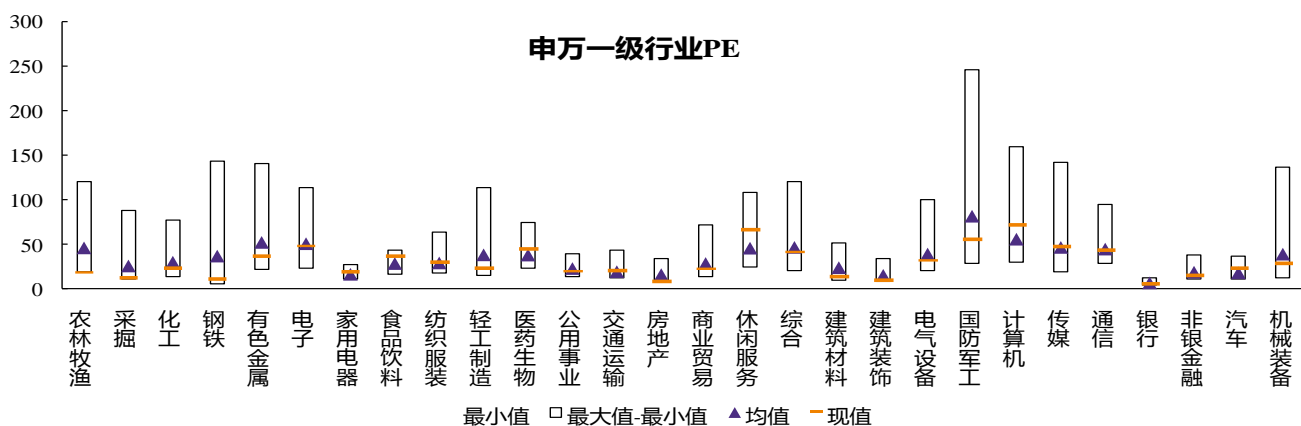
图表 1 近十年申万一级行业 PE 情况（2010/06/04-2020/06/03）	3
图表 2 近十年申万一级行业 PB 情况（2010/06/04-2020/06/03）	3
图表 3 近一个月主题涨跌幅情况（截至 2020/06/03）	4
图表 4 近两周主题涨跌幅情况（截至 2020/06/03）	4
图表 5 贵州茅台股价与黄金价格走势（截至 2020/06/04）	6
图表 6 海天味业、恒瑞医药股价和黄金价格走势（截至 2020/06/04）	6
图表 7 年初以来国内资金利率走低（截至 2020/06/04）	7
图表 8 新基建之大数据产业链情况	8

一、行业估值与主题行情

1.1 行业估值：食品饮料处于历史高位，周期品、金融低于历史均值

截至 2020/06/03，我们对近十年申万一级行业估值（PE、PB）进行了统计。TTM-PE 现值高于历史平均值的行业有食品饮料、休闲服务、汽车、家用电器、医药生物、计算机、交通运输、纺织服装和传媒，其中食品饮料行业 TTM-PE 现值处于历史估值的 76.8%分位，高于均值 32.2 个百分点；医药生物行业处于历史估值的 43.4%分位，高于均值 14.2 个百分点；计算机行业处于历史估值的 32.8%分位，高于均值 12.2 个百分点。房地产、大金融、周期品行业 TTM-PE 现值均低于历史平均估值，处于历史估值低分位。

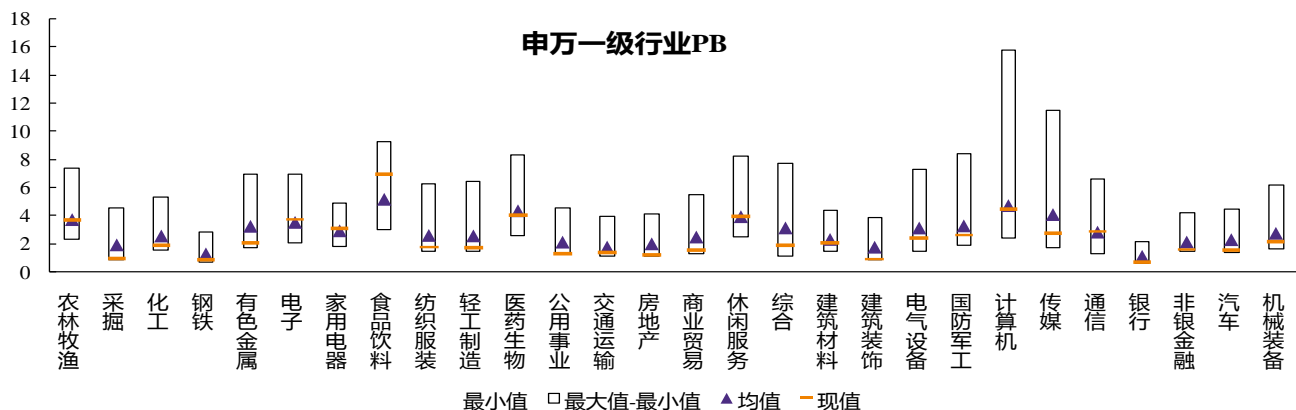
图表 1 近十年申万一级行业 PE 情况（2010/06/04-2020/06/03）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

PB 方面，现值高于历史平均值的行业有食品饮料、家用电器、电子、通信和休闲服务，其中食品饮料行业 PB(LF)现值处于历史估值的 62.7%分位，高于均值 28.2 个百分点。房地产、大金融、周期品行业 PB 处于历史估值低分位。

图表 2 近十年申万一级行业 PB 情况（2010/06/04-2020/06/03）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.2 主题回顾：网红经济、国产替代、消费复苏相关主题领涨

截至 2020/06/03，我们对近一个月和近两周 Wind 主题涨跌幅进行了统计。近一个月，网红经济相关主题、半导体国产替代相关主题和消费相关主题为近一个月领涨主题。其中，今日头条概念指数、光刻胶指数、半导体硅片指数、尾气治理指数和免税店指数涨幅居于前五位，分别上涨 51.13%、35.80%、29.37%、24.71%、21.49%。

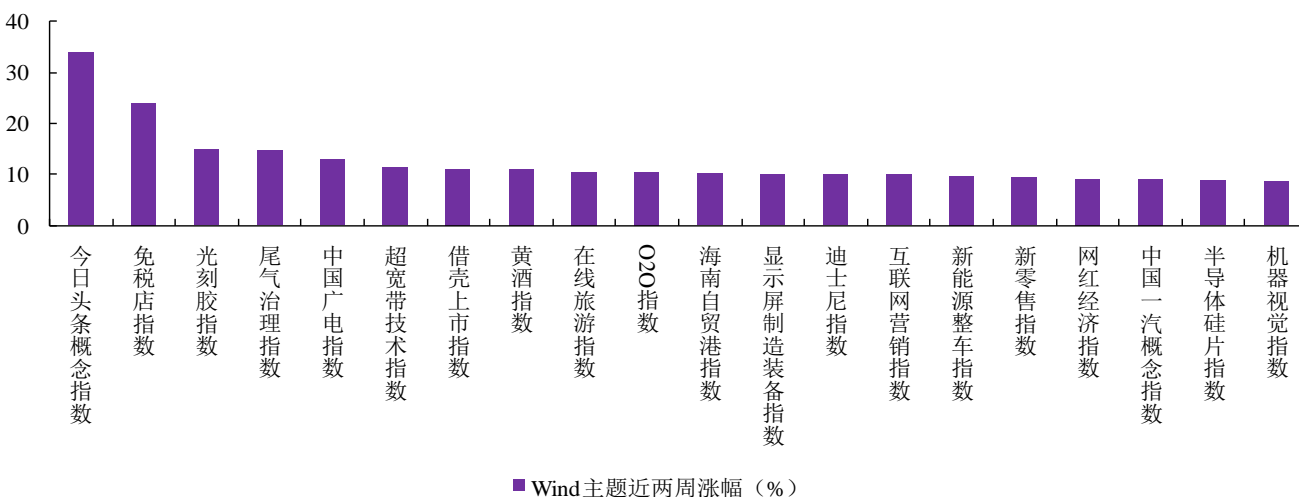
图表 3 近一个月主题涨跌幅情况（截至 2020/06/03）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

近两周主题涨幅情况看，今日头条概念指数、免税店指数、光刻胶指数、尾气治理指数、中国广电指数居于前五位，涨幅分别 33.97%、24.11%、14.88%、14.70%、13.04%。网红经济、消费、国产替代依然为近两周的领涨主题。

图表 4 近两周主题涨跌幅情况（截至 2020/06/03）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.3 主题总结：后疫情阶段，中美贸易摩擦和消费复苏成主线

年初至今，国内外新冠疫情的进展，包括疫情防护、体外诊断（检测）、后疫情期的消费复苏等领域先后成为市场行情重要主线。与此并行的另一条主线是，在国内外新冠疫情蔓延，贸易摩擦有所升级，经济增长存在压力，全球货币宽松的背景下，业绩确定性较高的必需消费品核心资产龙头获得机构抱团，稳健上涨。

近期，随着国外新冠确诊增速放缓，疫情防护、核酸检测相关板块行情落幕。而5月中旬美国升级对华为的制裁和5月下旬召开的全国两会催生了两条重要主线：芯片国产替代（光刻胶等）和扩大内需（乳业、农村电商、网红直播等）。我们认为，国产替代作为我国科技强国、经济新旧动能转换的重要举措，未来两年都将成为市场重点产业型主题，而内需消费在后疫情阶段，将是贯穿下半年投资机会。

二、配置策略观点

上一期，我们建议投资者核心资产打底仓，中期继续关注新基建，尤其关注Q1业绩增长超预期的核心标的。本期，随着境外疫情逐步得到控制，经济活动有望得到进一步恢复，全球货币依然处于宽松下，但最宽松的时期或已过去，抱团取暖的核心资产或将迎来调整，而复工复产下的大消费以及国产替代两条主线依然会继续演绎。

2.1 配置观点：核心资产短期涨估值动能衰竭，关注扩内需和国产替代

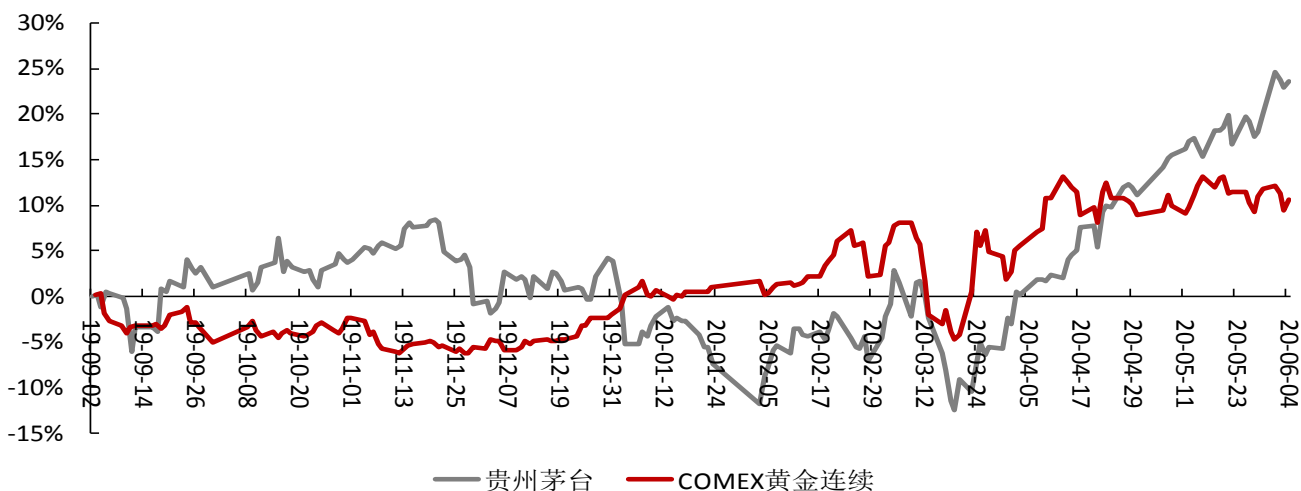
价值投资：核心资产流动性驱动因素弱化，短期涨估值动能衰竭

上一期，我们提到，以贵州茅台、恒瑞医药、海天味业为代表的核心资产龙头股自3月下旬以来走出一波主升浪行情，并大幅跑赢市场，其共同特点是品牌稀缺性强，业绩确定性高的必需消费品龙头。然而，我们认为，在非业绩报告期，且基本面没有发生变化的情况下，仅稀缺性和业绩确定性溢价或并足以支撑核心资产龙头股近两个半月的涨估值主升行情。

根据股票估值DDM模型，三大核心变量（企业盈利、流动性、风险偏好）发生边际变化时，将对股价产生重要影响。由于近期处于非业绩报告期，市场对于核心资产盈利趋势判断未发生根本变化，因此企业盈利因素不是驱动近期核心资产行情的决定因素。风险偏好方面，由于二季度国外新冠疫情处于爆发期，全球经济增长存在较大不确定性，且美国5月中旬升级中美贸易摩擦，亦加剧市场风险偏好走低。总体来说，风险偏好走低不利于市场整体行情，但对业绩确定性的防御性板块构成一定利好，然而仅仅防御性特征支撑两个多月的核心资产上涨行情也较为牵强。

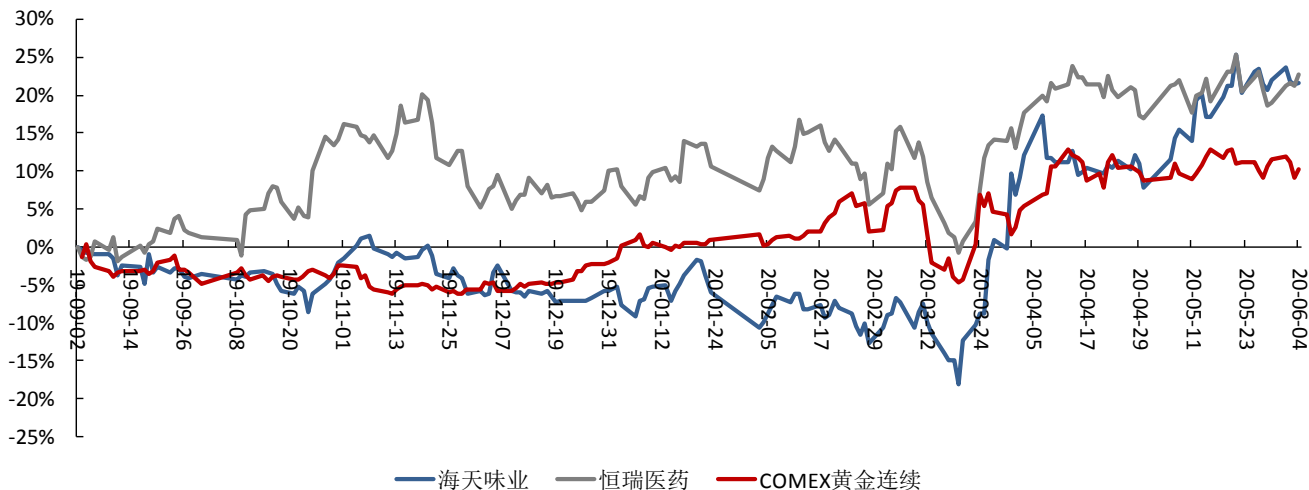
再看流动性方面，3月23日，美联储宣布开放式购买美国国债和抵押贷款支持证券，不设额度上限。美国推出无限量宽松政策，直接刺激以美元计价的黄金资产显著上涨，同时也影响了国内市场对货币政策进一步宽松的预期，资金利率自年初以来进一步走低，直至5月下旬全国两会召开前后，十年期国债到期收益率开始出现反弹。时间节点上，正好与核心资产龙头股本轮大涨行情相吻合。

图表 5 贵州茅台股价与黄金价格走势（截至 2020/06/04）



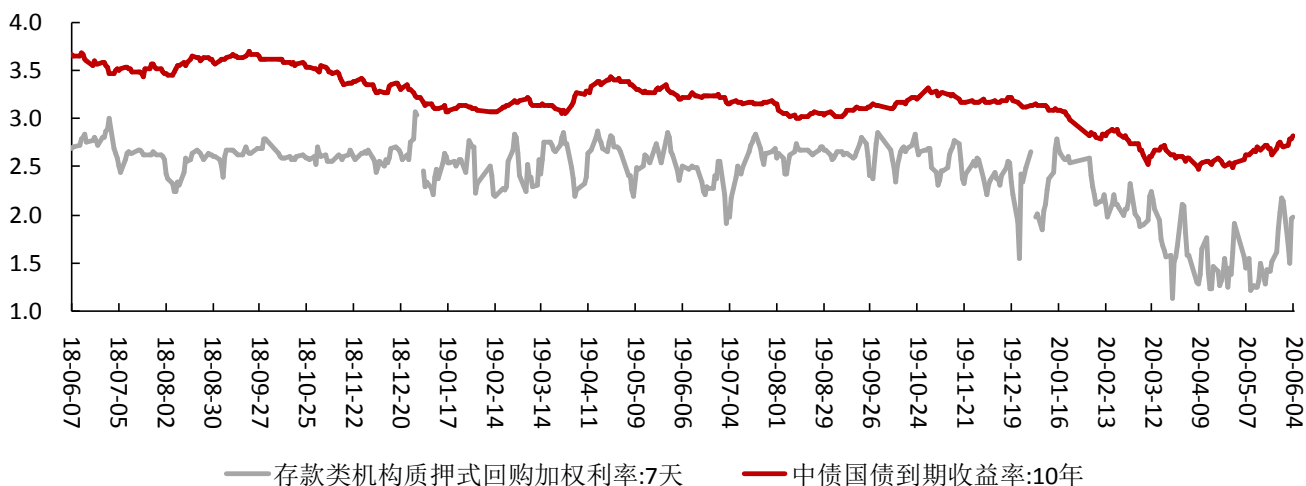
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 海天味业、恒瑞医药股价和黄金价格走势（截至 2020/06/04）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7 年初以来国内资金利率走低（截至 2020/06/04）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

5月26日央行行长易刚在接受采访时表示“尽管境外疫情形势及其影响还有很大的不确定性，但我国经济韧性强，内需市场广阔，经济持续向好的基本面不会改变”。在今年已多次降准降息，资金利率已出现明显下行，处于历史低位的背景下，叠加央行对经济基本面持续向好的判断，我们认为市场最宽松的时期或已过去。近期十年期国债到期收益率和央行重启的7天逆回购利率已现反弹。由此判断，作为近期驱动核心资产龙头股强势上涨的核心变量，流动性宽松已经出现边际变化，短期或不会更宽松，那么短期核心资产涨估值的动能或逐步衰竭。

成长股投资：两会坚定扩内需主题和国产替代成为下半年主线

在2020年度配置策略中，我们根据业绩、上涨空间及持续性，将A股行业与主题分为**景气拐点型**、**政策驱动型**和**业绩确定防御型**三大类。

其中，**景气拐点型**，兼具题材和业绩拐点两大特征，空间和持续性强，估值不是最重要因素，赚未来业绩高增长的钱，业绩落地前是最佳上涨期；**政策驱动型**，较难预测，需关注政策兑现时间节点，如科创板主题。还有部分是产业生命周期早期，受政策驱动，未来有望进入成长期，如区块链主题；**业绩确定防御型**，受益消费升级、人口老龄化，业绩稳健增长，长逻辑坚定。在指数越疲弱、市场情绪低迷，市场方向不清时，越受捧；市场方向明确，反而涨的慢。

在成长股投资方面，我们依然建议重点关注景气拐点型的产业主题。落地到近期的配置策略上，我们认为两会政府工作报告和中美贸易摩擦是行情重要驱动因素。其中，两会政府工作报告提出，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，以及坚定扩大内需，推动需求回升。“两新一重”指新型基础设施建设，包括新一代信息网络、5G应用、充电桩、新能源汽车；新型城镇化建设，包括县城公共设施和服

来重点推荐的新基建契合。2020年新基建是典型的景气拐点型产业主题，将类似2019的5G产业设备端行情。目前，新基建中落地较快的有5G、大数据中心和特高压等，我们建议继续关注5G产业链应用端，如高清视频、虚拟现实、云游戏等以及大数据等相关核心标的。

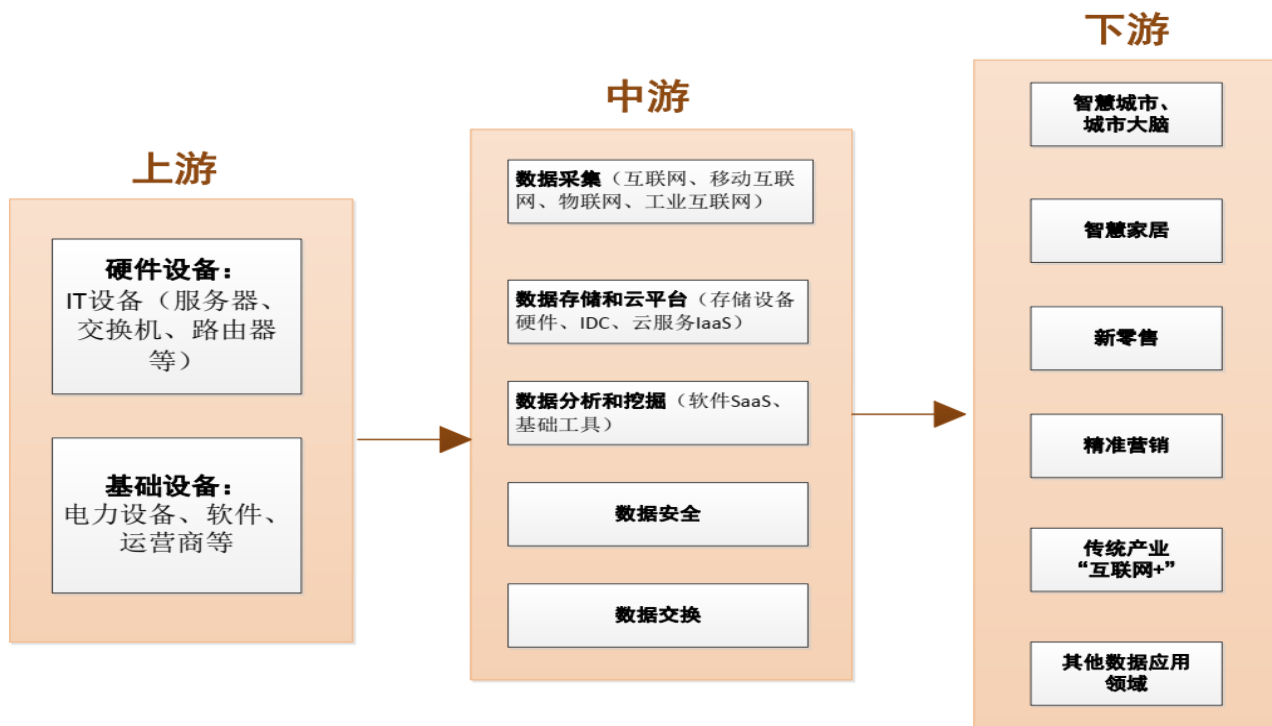
两会政府工作报告关于扩内需提出，支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合；支持电商、快递进农村，拓展农村消费。目前国内疫情明显控制，为了保就业、保民生，推动国民经济的稳步恢复发展，下半年扩内需政策有望继续加码。我们建议积极关注农村电商、网红直播、可选消费等主题。

另外，近期美国升级对华为芯片产业链制裁事件将加速国产芯片替代进程，尤其是光刻胶产业。我们认为美国升级中美贸易摩擦虽然是事件性因素，但由此强化的核心科技国产替代是产业型投资机会，符合国家发展和经济转型目标，有望获得业绩提升和政策支持的双重催化，下半年可继续重点关注。

2.2 重点主题梳理：新基建之大数据中心

本期我们梳理了新基建中大数据产业链，上游包括硬件设备和基础设备；中游包括数据采集、数据存储和云平台、数据分析和挖掘、数据安全、数据交换；下游包括智慧城市（城市大脑）、智慧家居、新零售、精准营销、传统产业“互联网+”等。

图表 8 新基建之大数据产业链情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、核心主题重大事件

高科技主题（新基建、华为、苹果、特斯拉等）

1、苹果公司计划投巨资在中国台湾建厂，研发 Micro LED 显示屏。6月2日消息，苹果公司计划投资 3.3 亿美元在中国台湾建厂，Micro LED 显示屏的开发将成为“重中之重”，新的台湾工厂为未来的 iPhone、iPad、Mac Books 和其他设备生产 LED 和 Micro LED 显示屏。据台湾采购服务商(CENS)的消息，苹果此次的合作伙伴预计是 LED 生产商品元光电和液晶面板制造商友达光电。新厂将位于新竹科技园龙潭分厂，苹果公司总投资额预计为 100 亿新台币(约合 3.34 亿美元)。(来源：数据宝)

2、华为助力中国移动孵化并发布业界首个 5G 医疗边缘云方案。5月29日，中国移动举行“5G 赋能医疗 共建行业生态”发布会，发布了中国移动 5G 医疗边缘云 1.0 产品体系。此次中国移动发布的 5G 医疗边缘云 1.0 产品已于去年 11 月在四川华西第二医院率先落地使用。由中国移动研究院（成都）联合华为打造的四川华西第二医院智慧医疗专网，融合了 5G MEC 技术，为医院移动护士站、手持查房设备等终端提供了高可靠、低时延的 5G 接入，并能满足医院数据不出院区的诉求，保障医院数据安全；同时，基于 5G 医疗边缘云 1.0 产品的专网管理平台可显性化网络运行状态、应用运行与资源占用情况，进行应用的生命周期管理及专网网络能力开放，实现了医疗专网的 FCAPS 可视化运维管理。(来源：飞象网)

3、LG 拿下苹果近三成屏幕订单京东方落选。5月28日，据韩媒近日发布报告称，LG Display 已经取得了今年 iPhone 12 系列多达 2000 万块 OLED 屏幕的订单，三星获得了剩余的 5500 万块屏幕订单。若该消息属实，这意味着来自中国的面板生产商京东方（BOE）并没有拿到今年 iPhone 屏幕面板的订单。(来源：wind)

4、台媒：美国对华为祭出新禁令，对台积电冲击 Q4 明显。5月28日消息，据台湾媒体报道，美国对华为祭出新禁令，市场预期将冲击台积电。高盛证券最新分析称，对台积电的影响将从第 4 季度起显现，并在明年达到高峰。高盛证券认为，美国释出华为新禁令之后，台积电在最佳情境下，今、明年营收降幅为 2.3%、4.1%；反之，若冲击高于预期，今、明年营收估将减少新台币 323 亿元和 1,162 亿元，减幅分别达 2.7%、9.5%。非华为客户能多快补足需求，以及台积电晶圆产能能多快调度给非华为客户，是实际冲击的两大关键。台积电第 4 季起将明显感受到禁令冲击，明年影响最大且可能贯穿全年，但各种冲击有望在明年终结。(来源：TechWeb)

5、腾讯 5000 亿加码新基建。继阿里巴巴三年 2000 亿元资本开支后，腾讯也表示未来 5 年将投入 5000 亿元用于新基建建设。5 月 26 日，腾讯云与智慧产业事业群总裁汤道生对外宣布，腾讯未来五年将投入 5000 亿元，用于新基建的进一步布局。云计算、人工智能、服务器、大型数据中心、物联网操作系统等都将是重点投入领域。其中在数据中心方面，腾讯将陆续在全国新建多个百万级服务器规模的大型数据中心。（来源：证券时报网）

6、英国计划在 2023 年之前清退华为 5G 设备。5 月 25 日，光纤在线讯，今年年初和 4 月份，尽管一直被美国催促杜绝华为，但英国曾两度确认允许华为参与 5G 建设并且不会复议，展现了鲜明的支持态度。但近日外媒称，英国首相鲍里斯·约翰逊已经指示官员们制定计划，英国准备反悔关于华为参与国内 5G 的决定，到 2023 年前，将中国公司在英国 5G 网络中的参与度降为 0，在 3 年内将华为参与度降低为 0。（来源：wind）

7、国网 1000 千伏特高压芜湖站主变扩张开工。5 月 24 日，国网安徽检修公司 1000 千伏特高压芜湖站主变扩建工程正式开工建设。这是特高压建设纳入“新基建”加快发展后，国家电网公司首个取得核准和开工建设的项目。1000 千伏特高压芜湖站主变扩建工程于今年 3 月获得省发展改革委核准，随后在两个月时间内完成一系列工作任务，环评、水保批复等规范化开工要件齐备。按照计划，工程将于今年 8 月完成土建施工，9 月完成首台变压器试验，10 月完成全部设备供货，11 月完成电气安装，12 月完成启动调试，实现“当年开工、当年投产”的建设目标。（来源：安徽日报）

8、首批国产特斯拉 Model 3 长续航版交付，过渡期后价格不变。5 月 20 日，从特斯拉中国处了解到，首批中国产长续航后驱版 Model 3 已于当日交付给消费者。目前，中国制造的 Model 3 长续航后驱版的起售价为 36.655 万元，在享受国家免征购置税政策以及新能源补贴政策后，消费者最终购买价格最低为 34.405 万元。特斯拉方面透露，7 月 22 日补贴过渡期结束后，消费者支付的中国产 Model 3 长续航后驱版价格将保持 34.405 万元。（来源：wind）

9、马化腾今年两会再提工业互联网壮大数字经济。5 月 18 日，马化腾今年两会计划提出书面建议《关于加快制定产业互联网国家战略 壮大数字经济的建议》，建议应把产业互联网放在新一轮科技革命和产业变革的历史大潮中来谋划，从国家战略的高度推进，加强顶层设计，制定系统推进产业互联网发展的国家战略，重点研究推动新基建、各行各业数字化转型、智慧城市等方面工作。建议加快推进云计算等新基建，提到应以产业互联网为突破口和着力点，打造具有国际水准的产业互联网平台。（来源：格隆汇）

消费与医疗（调味品、休闲食品、创新药、电商消费等）

1、商务部：下一步将从三个方面扩大内需，促进消费。商务部部长钟山 18 日在国新办举行的新闻发布会上回应商务部下一步促消费举措时表示，商务部将从三方面扩大内需、促进消费。第一，打造“15 分钟便民生活圈”。下一步，商务部要重点优化布局，推动便利店连锁化发展。同时，推进菜市场标准化改造，改善环境，丰富品种，提高质量。第二，推进步行街改造提升。下一步商务部将启动第二批步行街改造试点，努力把步行街打造成为消费升级的平台，高质量发展的载体，对外开放的窗口。第三，发展生活服务业。餐饮业占我国社会消费品零售总额的比重达到 11%，吸纳就业 2100 万人，商务部要大力支持各地餐饮业发展，推动餐饮业更加绿色、健康、安全。另一个重点是家政服务业，我国家政服务资源丰富，农村有大量劳动力，城市又有大量需求。去年我国家政服务业收入超过 6900 亿元人民币。（来源：中证网）

2、财政部：大力发展农村电商 中央财政资金重点支持县乡村三级物流配送体系等。6 月 1 日消息，财政部发布关于做好 2020 年电子商务进农村综合示范工作的通知。通知提出，大力发展农村电子商务，促进形成农产品进城和工业品下乡畅通、线上线下融合、涉农商品和服务消费双升级的农产品流通体系和现代农村市场体系，培育一批各具特色、经验可复制推广的示范县。示范县重点商贸流通企业依托电商实现转型升级，物流成本明显降低，农产品进城和工业品下乡有效畅通，农村网络零售额、农产品网络零售额年均增速高于全国平均水平，农村消费产品质量明显提升。（来源：第一财经）

3、带量采购持续深化，第二批采购试点将落地。近期，国家医保局发布的《2019 年医疗保障事业发展统计快报》显示，头批带量采购试点实施一年来完成了约定采购量的近 2 倍。目前，首批“4+7”已满一周年的试点地区面临续约问题，而第二批带量采购试点将从 4 月起陆续落地实施。（来源：中国制药网）

4、天猫 618 首日开局 10 小时成交额已超去年全天，成交额同比增 50%。6 月 1 日零点，2020 年天猫 618 强劲开局，开售 10 小时的成交额同比猛增 50%，不到半天，成交额已超过去年全天，再次锁定 618 主场地位。数据显示，美容彩妆、大家电、笔记本电脑、电动车等数十个行业的成交额全部同比翻倍。截至 6 月 1 日 10 点，已有苹果、耐克、海尔、美的、阿迪、华为、格力、巴黎欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、OLAY、联想、奥克斯、西门子、SK-II、赫莲娜、荣耀、戴森等国内外品牌销售额突破 1 亿元，天猫 618 “亿元俱乐部”规模正在迅速扩大中。（来源：联商网）

风险提示：宏观经济下滑；全球新冠疫情超预期；企业复工复产进度低于预期；金融监管超预期。

分析师简介

董冰华：2013 年加入华鑫证券，中国人民大学金融学和中国科学院理学双硕士，主要研究和跟踪领域：主题策略研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：（+86 21）64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>