

分析师: 林思闪

登记编码: S0730519050004

linss@ccnew.com 021-50586971

## 宽信用见效, 中小企业需加大支持力度

——2019 年年报和 2020 年 1 季报分析

证券研究报告-策略研究

发布日期: 2020 年 05 月 05 日

### 相关报告

### 投资要点:

- 今年一季度受新冠肺炎疫情影响, GDP 当季同比大幅回落。从与工业企业营收累计同比拟合度高的工业增加值累计同比+PPI 累计同比看, 期间由于供需两端都受到很大冲击, PPI 同比波动不大, 但工业增加值累计同比增速经历大幅负增长。上市公司一季度营收和业绩增速大幅下滑。
- 对全 A 非金融石油石化进行业绩拆分可见, 2020 年 1 季度营业总收入降幅大于营业总成本的下滑幅度, 导致毛利降幅较大。由于营收下降, 税金及附加、销售费用和管理费用也出现两位数的负增长, 但财务费用和研发费用 1 季度增幅正增长, 加上价值变动净收益大幅回落, 导致营业利润下行幅度大, 而减税降费的加大力度也加大企业所得税下降幅度。财务费用的增长反映了从宽货币向宽信用的传导途径有所见效, 非金融性公司的贷款增速与财务费用增速走势向上趋同。
- 全部 A 股 ROE (TTM) 有所下滑, 对全 A 非金融石油石化杜邦分解来看, 三项指标全面回落。虽然 1 季度上市公司资产负债率略有下滑, 但宏观杠杆率 1 季度环比有 14 个百分点的回升, 其中债务的上升主要来自非金融企业部门。但宏观杠杆率的同比增速相比 2009 年金融危机时的最高增速较为温和, 这一定程度体现政策上结构调整为主, 并未大放水的施政方针。
- 分板块看, 1 季度业绩增速仅科创板为两位数正增长。对全部 A 股分市值来看, 基本呈现市值越小, 营收和利润增速下滑幅度越大的现象。疫情对中小企业的冲击更大得多。根据 4 月 17 日政治局会议要求, 接下来更加积极的财政政策和更加灵活适度的货币政策会加大对中小微企业的支持力度。分企业属性来看, 国企和民企 1 季度业绩增速都经历了大幅下挫。
- 分行业看, 1 季度疫情对国民经济大部分行业产生很大冲击。其中, 业绩下滑幅度最大的行业主要有: 交通运输, 可选消费类的休闲服务、专业零售、百货、纺织服装、汽车, 医疗服务和资源能源。反之, 1 季度业绩增速录得正增长, 或受疫情影响小的行业主要有: 国防军工, 银行, 必需消费类的食品饮料、超市、医疗器械, 畜禽养殖和饲料。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

**风险提示:** 海外疫情失控超预期, 经济下滑超预期, 政策推进不及预期

## 内容目录

1. 上市公司业绩总览 .....	3
1.1. 一季度营收业绩大幅下滑，宽货币传导见效 .....	3
1.2. ROE(TTM)下滑，宏观杠杆率大增 .....	6
1.3. 疫情打乱库存周期时序，全年盈利回升幅度预计好于营收修复程度 .....	7
2. 分板块和市值来看，疫情对中小企业的冲击更大 .....	8
3. 不同行业一季度业绩增速分化大 .....	9

## 图表目录

图 1: 1 季度 PPI 变化不大，工业增加值增速大幅下滑 .....	3
图 2: 全 A 营收累计同比增速走势 .....	3
图 3: 金融和石化营收累计同比增速 .....	4
图 4: 1 季度新增信贷大幅放量 .....	4
图 5: 油价暴跌 .....	4
图 6: 全 A 归母净利润累计同比增速 .....	4
图 7: 金融和石化净利润累计同比增速 .....	5
图 8: 全 A 单季度净利润同比增速 .....	5
图 9: 非金融性公司的贷款增速与财务费用增速走势趋同 .....	5
图 10: 全部 A 股 ROE(TTM)走势 .....	6
图 11: 1 季度宏观杠杆率攀升 .....	7
图 12: 1 季度金融深化指数大幅上升 .....	7
图 13: 宏观杠杆率增速不及金融危机时期 .....	7
图 14: 2 季度将进入被动去库存期 .....	8
图 15: 各板块营收累计同比增速 .....	9
图 16: 各板块盈利累计同比增速 .....	9
表 1: 全 A 非金融石油石化业绩拆分 .....	5
表 2: 全 A 非金融石化杜邦分解 .....	6
表 3: 分市值看，疫情对中小企业的冲击更大 .....	9
表 4: 大类行业业绩增速与 ROE(TTM) .....	10
表 5: 申万一级行业归母净利润累计同比增速 .....	10

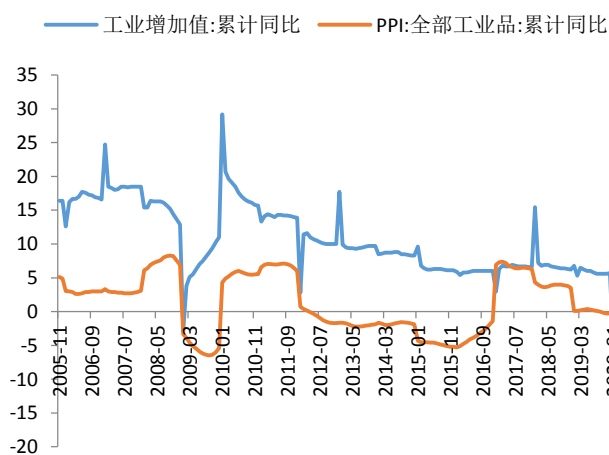
截止 2020 年 4 月 30 日，共 3828 家上市公司发布完 2019 年年报和 2020 年一季报，占全部上市公司的 99.87%。

## 1. 上市公司业绩总览

### 1.1. 一季度营收业绩大幅下滑，宽货币传导见效

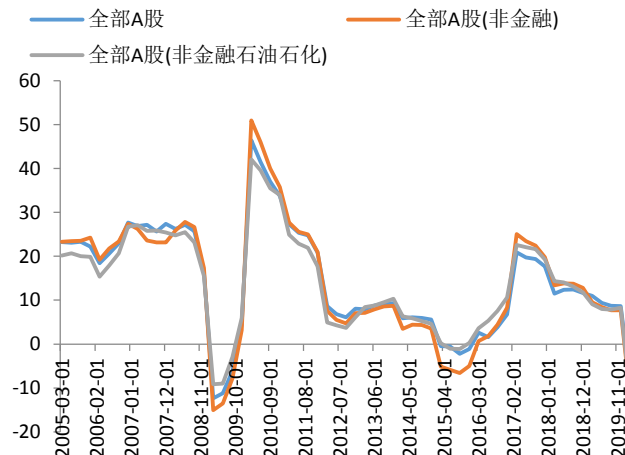
今年一季度受新冠肺炎疫情影响，GDP 当季同比从 2019 年三四季度的 6%大幅回落至 -6.8%。从与工业企业营收累计同比拟合度高的工业增加值累计同比+PPI 累计同比看，期间由于供需两端都受到很大冲击，PPI 同比波动不大，但工业增加值累计同比增速经历大幅负增长，2019M1/2020M1/2020M2/2020M3 分别是 5.7%/-4.31%/-13.50%/-8.40%。从上市公司营收的情况看，全部 A 股营收累计同比增速 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 8.71%/8.62%/-8.76%，全 A 非金融营收累计同比增速分别是 7.68%/7.73%/-12.29%，全 A 非金融石油石化分别是 7.86%/8.30%/-11.18%。金融业营收累计同比增速分别是 13.40%/13%/3.88%，受货币政策更加宽松的政策要求影响，金融机构新增人民币贷款增速在 3 月大幅回升，是金融业一季度营收维持正增长的重要原因。另外，石油石化营收累计同比增速分别是 7.06%/4.56%/-17.16%，受 2020 年一季度国际油价大幅下挫和需求低迷的影响，石油石化行业营收大幅下行。

图 1：1 季度 PPI 变化不大，工业增加值增速大幅下滑



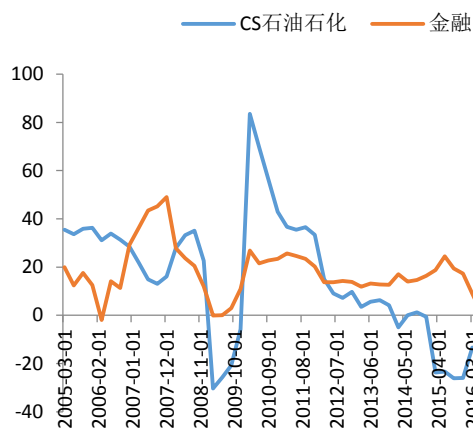
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：全 A 营收累计同比增速走势



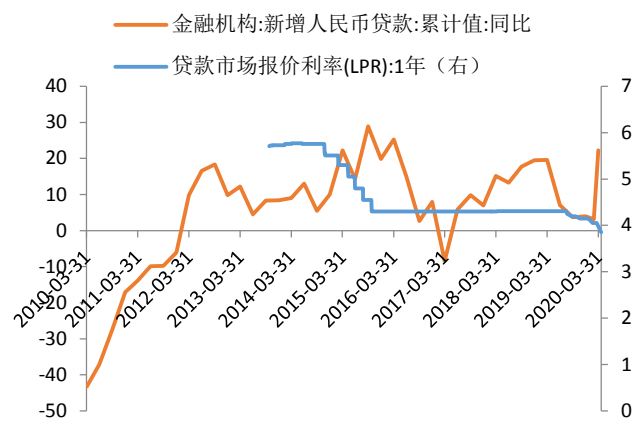
资料来源：Wind, 中原证券

图 3: 金融和石化营收累计同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

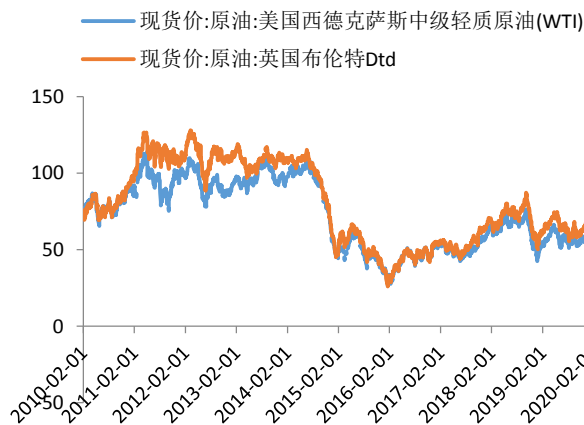
图 4: 1 季度新增信贷大幅放量



资料来源: Wind, 中原证券

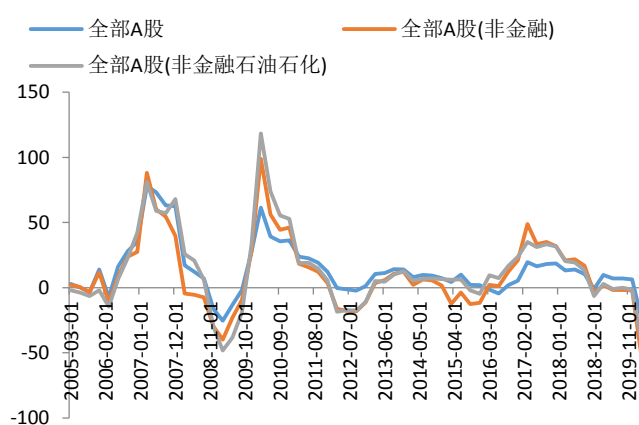
盈利方面, 受 2018 年大额商誉减值侵蚀盈利的低基数效应影响, 2019 年年报盈利增速环比趋势平稳, 全部 A 股归母净利润累计同比增速 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 7.18%/6.45%/-23.95%, 全 A 非金融归母净利润累计同比分别是-1.75%/-2.09%/-52.54%, 全 A 非金融石油石化分别是 0.06%/-1.45%/-42.05%。金融业归母净利润累计同比分别是 16.37%/14.62%/-1.08%, 石油石化行业归母净利润累计同比分别是-19.08%/-4.50%/-203.14%。从单季度指标看, 全 A 单季度归母净利润同比增速 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 7.10%/1.39%/-23.95%, 全 A 非金融分别是-1.99%/-7.22%/-52.54%, 全 A 非金融石油石化分别是 1.71%/-16.65%/-42.05%, 上市公司业绩逐季下滑, 今年 1 季度尤甚。

图 5: 油价暴跌



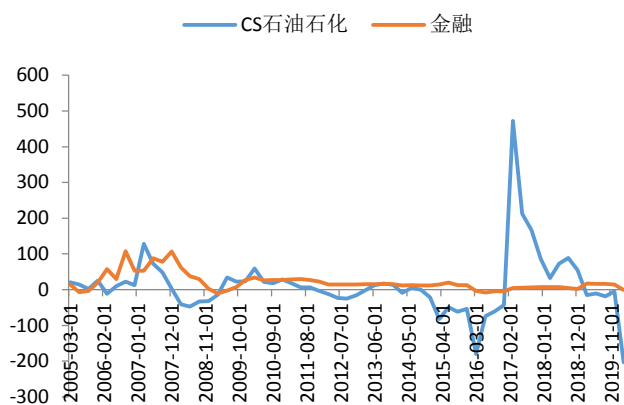
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 全 A 归母净利润累计同比增速



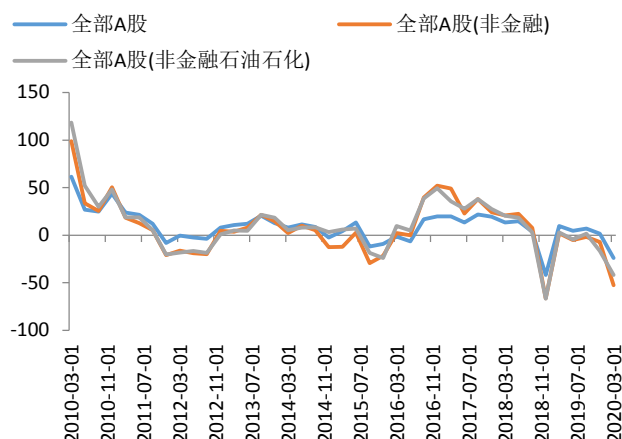
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 金融和石化净利润累计同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

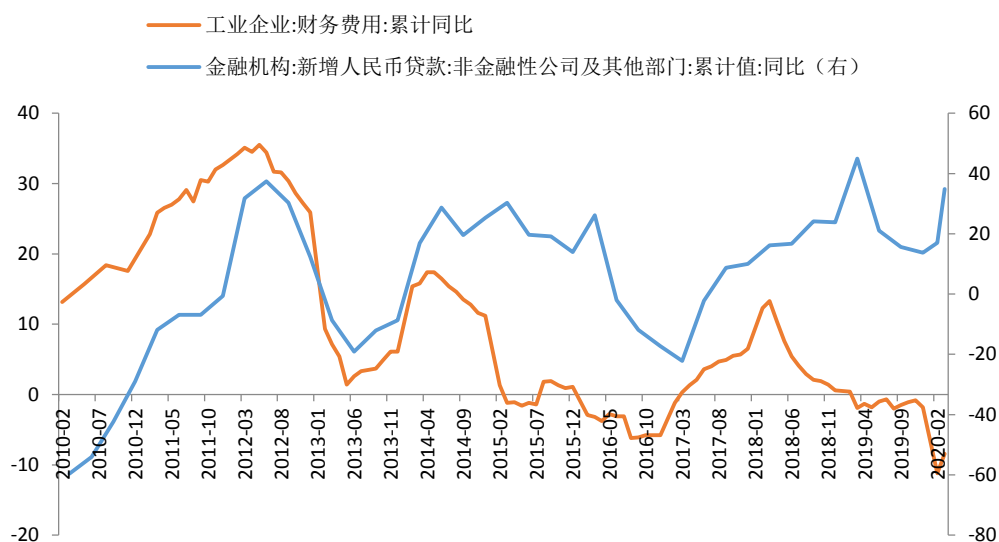
图 8: 全 A 单季度净利润同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

对全 A 非金融石油石化进行业绩拆分可见, 2020 年 1 季度营业总收入降幅 9.9%, 大于营业总成本的下滑幅度, 导致毛利出现 14.99% 的下降。由于营收下降, 税金及附加、销售费用和管理费用也出现两位数的负增长, 但财务费用和研发费用 1 季度增幅分别为 3.99% 和 5.38% 的正增长, 加上价值变动净收益大幅回落 46%, 导致营业利润下行 37.68%, 而积极财政方面减税降费的加大力度也加大企业所得税下降幅度, 1 季度降幅-29.69%, 最终净利润下降 40.75%。其中, 财务费用的增长反映了从宽货币向宽信用的传导途径有所见效, 非金融性公司的贷款增速与财务费用增速走势向上趋同。

图 9: 非金融性公司的贷款增速与财务费用增速走势趋同



资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 全 A 非金融石油石化业绩拆分

	2018 年年报 (亿元)	2019 年 1 季 报 (亿元)	2019 年年报 (亿元)	2020 年 1 季 报 (亿元)	2019 年同比 增速	2020 年 Q1 同比 增速
营业总收入	331773.11	77009.58	363363.71	69383.47	9.52%	-9.90%
营业总成本	314238.16	72200.83	346275.74	66508.18	10.20%	-7.88%
毛利	66303.33	15007.98	70980.16	12758.70	7.05%	-14.99%

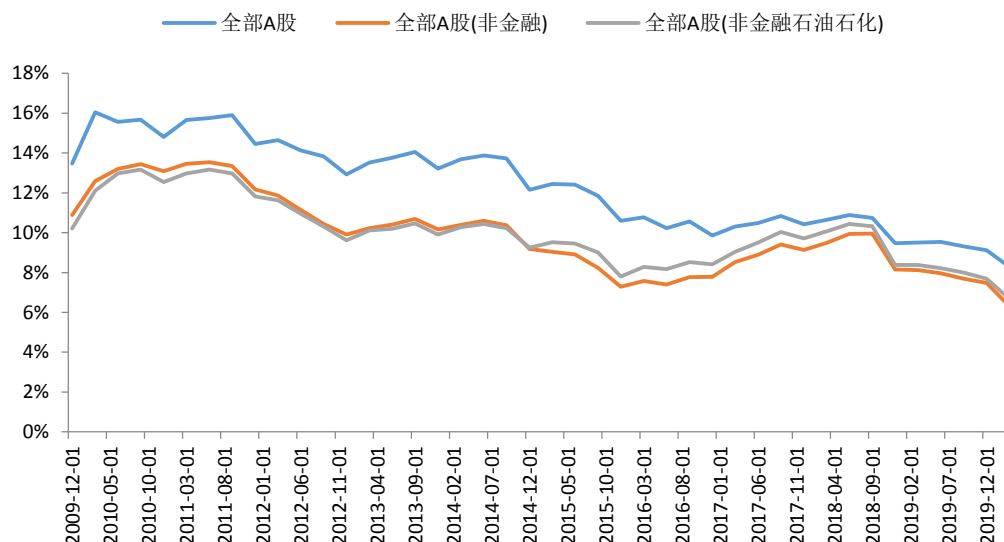
税金及附加	4616.83	958.21	4957.30	822.89	7.37%	-14.12%
销售费用	14960.06	3623.51	16285.63	3117.60	8.86%	-13.96%
管理费用	12726.59	3018.61	13673.12	2958.31	7.44%	-2.00%
财务费用	5351.56	1382.48	5599.04	1437.64	4.62%	3.99%
研发费用	5826.26	1238.62	7063.06	1305.32	21.23%	5.38%
资产减值损失	5406.13	114.65	-4241.32	-180.83	-178.45%	-257.72%
价值变动净收益	4311.32	1075.38	5051.86	580.66	17.18%	-46.00%
营业利润	23994.89	6284.48	24722.56	3916.41	3.03%	-37.68%
所得税	5463.64	1310.04	5724.89	921.05	4.78%	-29.69%
净利润	18447.79	5046.64	18702.32	2990.09	1.38%	-40.75%

资料来源: Wind, 中原证券

## 1.2. ROE(TTM)下滑, 宏观杠杆率大增

全部 A 股 ROE(TTM)2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 9.32%/9.12%/8.28%, 全 A 非金融分别是 7.69%/7.47%/6.30%, 全 A 非金融石油石化分别是 7.99%/7.68%/6.67%。对全 A 非金融石油石化杜邦分解来看, 三项指标全面回落, 杠杆率 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 304.60%/305.05%/303.45%, 受收入下滑影响, 资产周转率 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 56.82%/57.26%/54.89%, 由于净利润下滑幅度大于收入, 销售利润率 3 个阶段是 4.68%/4.45%/4.01%。

图 10: 全部 A 股 ROE(TTM)走势



资料来源: Wind, 中原证券

表 2: 全 A 非金融石化杜邦分解

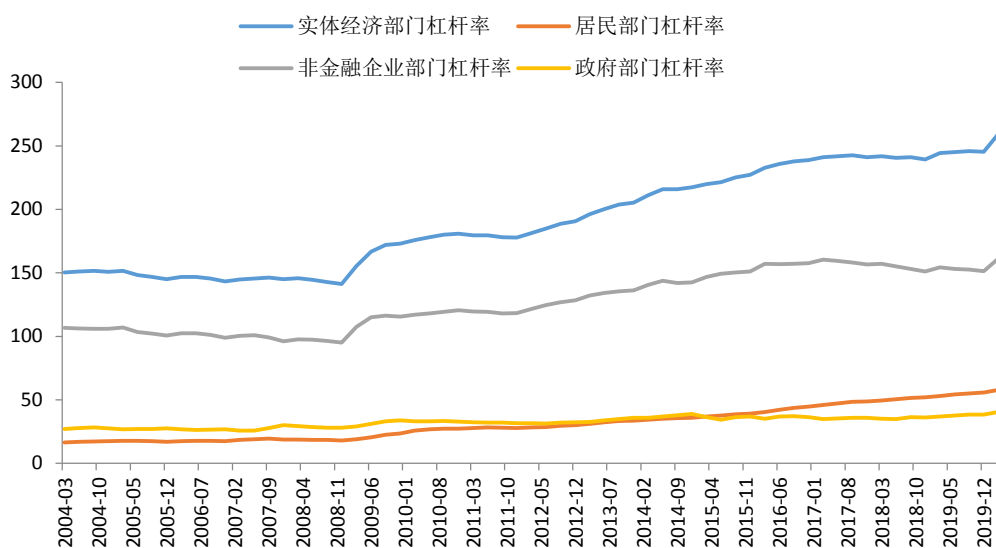
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
杠杆率	289.41%	297.99%	299.14%	301.85%	301.23%	306.46%	304.60%	305.05%	303.45%
资产周转率	57.35%	57.52%	57.25%	57.81%	57.54%	57.38%	56.82%	57.26%	54.89%
销售利润率	6.12%	6.17%	6.07%	4.94%	4.89%	4.73%	4.68%	4.45%	4.01%
ROE(TTM)	10.07%	10.44%	10.32%	8.37%	8.37%	8.21%	7.99%	7.68%	6.67%

资料来源: Wind, 中原证券



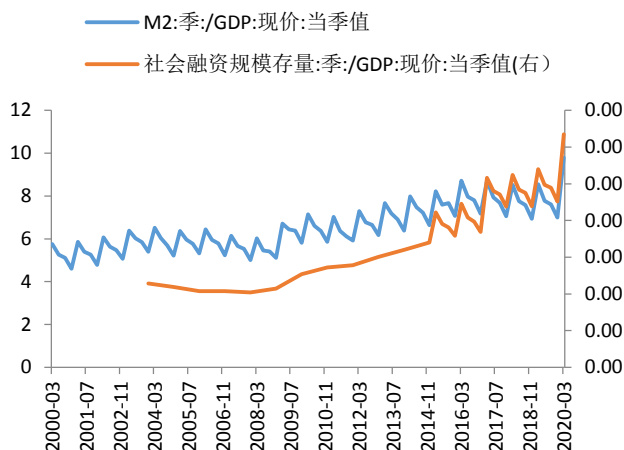
虽然 1 季度上市公司资产负债率略有下滑,但从宏观杠杆率看,1 季度环比有 14 个百分点的回升,2019Q4/2020Q1 实体经济部门杠杆率分别是 245.40%/259.30%,这与 M2/GDP、社融规模存量/GDP 的大幅增长吻合。其中,债务的上升主要来自非金融企业部门,杠杆率从 2019 年的 151.30% 上升到 2020Q1 的 161.10%,居民和政府部门杠杆率 2019Q4/2020Q1 分别是 55.80%/57.70%,38.30%/40.50%。从增速上看,1 季度宏观杠杆率的同比增速为 6.10%,虽然绝对数额持续增长,但相比 2009 年金融危机时最高 22.52% 的增速则较为温和,这一定程度体现政策上结构调整为主,并未大放水的施政方针。

图 11: 1 季度宏观杠杆率攀升



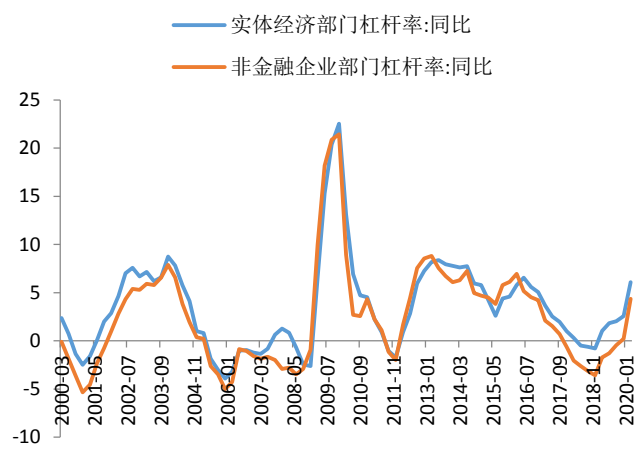
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 1 季度金融深化指数大幅上升



资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 宏观杠杆率增速不及金融危机时期



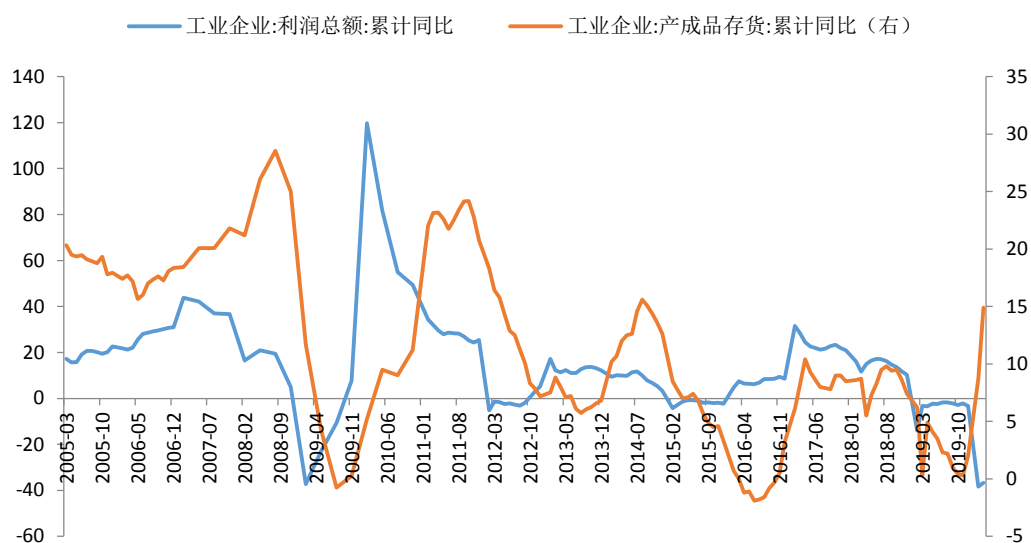
资料来源: Wind, 中原证券

### 1.3. 疫情打乱库存周期时序, 全年盈利回升幅度预计好于营收修复程度

从全 A 非金融盈利周期来看,2006 年 3 月至 2020 年 3 月总共经历 4 轮完整的盈利周期,每轮时长 3-4 年。结合库存周期的角度,今年 1 季度的疫情导致盈利的大幅下挫打乱了库存周期从 2019 年底主动去库存的衰退期向被动去库存的复苏期转化的自然进程。2017 年 4 月至

2019 年 12 月工业企业处于盈利增速与库存增速双降的主动去库存期，2020 年 1 季度经济大幅下滑导致需求停滞库存回升，经济周期切换到被动补库存的滞涨期，随着经济谨慎复苏，需求逐步回暖，积压的库存得到消化，2 季度国内经济预计在滞后 1 期后进入被动去库存的复苏期，盈利增速触底回升。根据 Wind 一致预期 2020 年 GDP 增速约为 2.8% 左右，IMF 预计中国 2020 年 GDP 增速为 1.2%，由于疫苗出来之前需求不会全面反弹，政策上亦不会大放水，但更加积极的财政政策产生的减税降费和宽货币条件下利息费用有望趋势下行，将助力 2020 年盈利增速回升幅度好于营收增速的修复程度。

图 14：2 季度将进入被动去库存期



资料来源：Wind，中原证券

## 2. 分板块和市值来看，疫情对中小企业的冲击更大

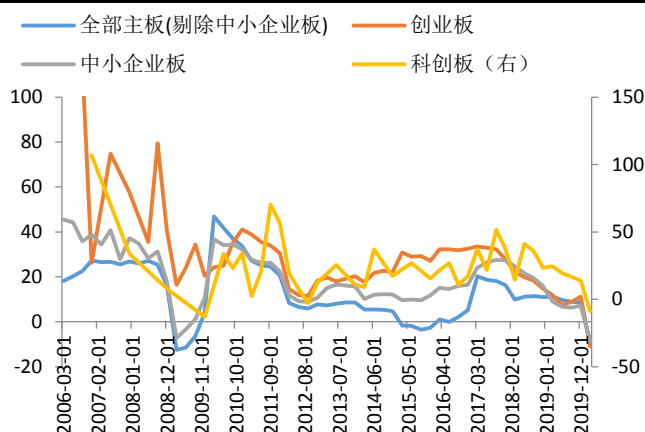
分板块来看，主板上市公司营业总收入同比增速 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 8.95%/8.67%/-8.74%，科创板是 16.81%/13.81%/-8.63%，创业板是 8.89%/11.12%/-10.94%，中小板是 6.33%/7.16%/-8.81%。

归母净利润同比增速主板 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 7.91%/6.60%/-24.60%，科创板是 35.31%/24.80%/13.90%，创业板是 -5.40%/22.92%/-26.27%，中小板是 2.21%/-0.32%/-16.82%。1 季度业绩增速仅科创板为两位数正增长。创业板 2019 年年报在经历商誉减值损失大幅下修盈利后，净利润增速从 2018 年的 -63.58% 增长至 2019 年的 22.92%。

主板 ROE(TTM) 2019Q3/2019Q4/2020Q1 分别是 9.96%/9.70%/8.80%，科创板是 11.16%/8.88%/7.94%，创业板是 2.28%/3.26%/2.80%，中小板是 6.09%/5.97%/5.54%。

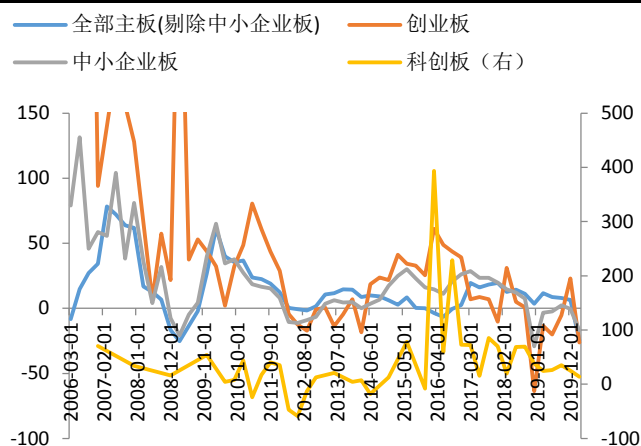


图 15: 各板块营收累计同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 各板块盈利累计同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

对全部 A 股分市值来看, 基本呈现市值越小, 营收和利润增速下滑幅度越大的现象, 1000 亿以上市值上市公司 2019Q3/2019Q4/2020Q 归母净利润增速分别是 12.70%/12.57%/-12.68%, 500-1000 亿市值为 15.46%/11.04%/-38.89%, 100-500 亿市值为 1.26%/-4.56%/-33.79%, 50-100 亿市值为 -14.50%/-22.07%/-57.31%, 30-50 亿市值为 -29.09%/-71.55%/-85.69%, 30 亿以下市值为 -72.53%/-14.55%/-370.12%。疫情对中小企业的冲击更大得多。根据 4 月 17 日政治局会议要求, 接下来更加积极的财政政策和更加灵活适度的货币政策会加大对中小微企业的支持力度。分企业属性来看, 国企和民企 1 季度业绩增速都经历了大幅下挫, 国企 (1104 家) 2019Q3/2019Q4/2020Q 归母净利润增速分别是 4.59%/3%/-37.13%, 民企 (2305 家) 分别是 -0.79%/-1.30%/-28.25%。

表 3: 分市值看, 疫情对中小企业的冲击更大

	分市值	公司数	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
归属母公司股东的净利润合计(同比增长率) [单位] %	1000 亿以上	91	7.27	12.62	13.30	12.70	12.57	-12.68
	500-1000	99	8.87	11.55	9.13	15.46	11.04	-38.89
	100-500	867	2.78	6.17	3.07	1.26	-4.56	-33.79
	50-99	845	-16.62	2.16	-18.09	-14.50	-22.07	-57.31
	30-50	870	-71.45	4.19	-33.13	-29.09	-71.55	-85.69
	30 亿以下	1061	-416.17	-53.98	-59.54	-72.53	-14.55	-370.12
营业总收入合计(同比增长率) [单位] %	1000 亿以上	91	11.79	11.98	11.12	9.82	9.41	-6.20
	500-1000	99	16.10	12.65	12.31	13.07	13.59	-6.65
	100-500	867	13.24	14.25	11.81	11.00	10.27	-8.04
	50-99	845	9.26	6.23	4.05	3.73	4.43	-14.72
	30-50	870	6.36	4.33	0.89	1.85	2.83	-19.69
	30 亿以下	1061	2.20	-8.19	-11.39	-10.49	-7.61	-27.88

资料来源: Wind, 中原证券

### 3. 不同行业一季度业绩增速分化大

分行业看, 1 季度疫情对国民经济大部分行业产生很大冲击。其中, 业绩下滑幅度最大的行业主要有: 1) 交通运输, 2019Q4/2020Q 归母净利润增速分别是 12.77%/-121.79%; 2) 可

选消费类的休闲服务-8.91%/-151.16%、专业零售-23.31%/-158.17%、百货 3.90%/-123.80%、纺织服装-22%/-80.69%、汽车-23.95%/-81.62%；3）由于疫情挤占了其他疾病的医疗资源，医疗服务业绩也出现大幅负增长，2019Q4/2020Q 归母净利润增速分别是-118.46%/-117.58%。4）因原油价格暴跌、煤炭资源库存积压和煤价下跌，导致大类行业中资源能源业绩出现大幅负增长，2019Q4/2020Q1 业绩增速分别是-7.12%/-127.26%。

反之，1 季度业绩增速录得正增长，或受疫情影响小的行业主要有：1）国防军工具有计划经济属性，受宏观周期影响小，由于国防开支持续增长，行业整体景气度向上，并且产业链都在国内，2019Q4/2020Q 国防军工业绩增速分别是 12.70%/39.66%；2）受益宽货币政策产生大额的信贷放量，净利润占比全 A 高达 44.56%的银行业业绩最稳健，2019Q4/2020Q 净利润增速分别是 6.92%/5.52%；3）必须消费类的食品饮料 14.34%/-0.66%，超市-15.71%/21.22%，医疗器械 14.67%/1.48%；4）受猪价高位影响，畜禽养殖和饲料业绩暴增，2019Q4/2020Q 净利润增速分别是 340.02%/948.50%、160.60%/1467.70%。

从大类行业的 ROE(TTM)来看，也是资源能源和交通运输业 1 季度滚动 ROE 下滑幅度最大。金融地产 2019Q4/2020Q 的 ROE(TTM)分别是 11.35%/10.77%，资源能源 6.81%/4.54%，原材料 4.79%/4.15%，设备制造 7.40%/6.09%，工业服务 6.77%/6.08%，交通运输 7.87%/4.82%，消费 11.08%/10.54%，科技 2.21%/1.64%。

表 4：大类行业业绩增速与 ROE(TTM)

	归母净利润累计同比增速 %			ROE(TTM)		
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
金融地产	16.65	14.26	-4.66	11.56%	11.35%	10.77%
资源能源	-11.79	-7.12	-127.26	6.63%	6.81%	4.54%
原材料	-27.66	-47.83	-32.76	6.72%	4.79%	4.15%
设备制造	-2.04	2.68	-56.41	7.13%	7.40%	6.09%
工业服务	20.75	19.31	-33.32	6.95%	6.77%	6.08%
交通运输	8.72	14.82	-127.34	8.15%	7.87%	4.82%
消费	12.88	17.06	-4.50	10.76%	11.08%	10.54%
科技	-1.45	-30.05	-48.49	3.16%	2.21%	1.64%

资料来源：Wind，中原证券

表 5：申万一级行业归母净利润累计同比增速

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
农林牧渔	-28.69	-53.89	90.36	69.26	194.38	392.54
国防军工	-12.46	50.06	33.13	34.25	12.70	39.66
综合	62.28	44.83	5.81	-26.05	-26.74	11.76
银行	5.70	6.80	7.20	7.58	6.92	5.52
食品饮料	26.63	23.07	21.46	19.81	14.34	-0.66
电气设备	-46.47	26.01	6.92	8.25	46.18	-10.72
电子	-19.92	-12.27	-2.48	3.12	24.13	-11.24
医药生物	-6.26	15.14	4.40	4.36	-8.90	-17.90

非银金融	-17.45	71.00	67.57	72.82	64.76	-23.61
公用事业	1.94	19.90	12.69	15.49	5.12	-29.07
建筑装饰	6.88	13.17	4.47	7.67	6.11	-30.38
轻工制造	-37.22	-27.59	-22.69	-12.79	10.27	-35.48
建筑材料	59.18	57.10	19.84	17.57	17.28	-38.02
钢铁	33.35	-47.47	-39.21	-45.40	-45.74	-41.36
房地产	15.36	16.32	21.68	16.83	9.80	-42.38
机械设备	-26.20	28.91	28.17	14.83	6.62	-46.15
家用电器	-9.66	6.93	10.12	12.62	16.38	-46.26
传媒	-155.27	-21.17	-52.92	-42.47	34.15	-49.81
有色金属	-46.66	-39.67	-31.78	-28.08	-45.33	-56.50
通信	-64.94	1,296.33	-172.52	-60.06	-251.18	-56.67
商业贸易	13.30	4.75	-12.52	15.28	-15.11	-72.58
纺织服装	-37.12	3.15	-17.41	-19.32	-22.01	-80.69
汽车	-24.32	-24.72	-31.39	-30.05	-23.95	-81.62
采掘	42.38	7.46	6.34	-2.88	-2.29	-83.90
化工	18.83	-22.91	-21.25	-21.66	-37.48	-107.14
计算机	-44.24	65.02	36.98	25.32	-6.34	-117.80
交通运输	-11.75	12.09	12.68	8.91	12.77	-121.79
休闲服务	10.88	53.18	19.75	7.19	-8.91	-151.16

资料来源: Wind, 中原证券

**风险提示:** 海外疫情失控超预期, 经济下滑超预期, 政策推进不及预期

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。