

货币信用“弱双宽”对 A 股的启示

——周末五分钟全知道（5 月第 4 期）

报告摘要:

- 两会定调货币信用“弱双宽”周期延续，A 股仍处于权益友好环境。2020 年《政府工作报告》相比去年删除了 M2/社融增速与 GDP 增速匹配提法，强调了“明显高于去年”，定调了本轮货币+信用的“弱双宽”周期。回顾自 2003 年以来的四轮“双宽”周期，A 股均录得正收益。
- 货币政策仍有空间，信用条件保持较阔。货币端，“推动贷款利率持续下行”，3.5%通胀目标放宽约束，中美利差处于高位的背景下降准/降息/再贷款等未来仍具空间。但企业盈利修复，压缩套利空间等指向宽松边际力度最大的阶段已经过去。信用端，本轮扩张将更依赖基建线索，地产以稳为主。财政、货币政策基本符合市场预期下限，预计基建形成信用扩张的支撑但难以持续形成陡峭上拉力量。
- 本轮宽松幅度较弱仅影响 A 股上行的斜率，不改变市场方向。“双宽”周期中宽松力度与 A 股涨幅正相关，但仅决定 A 股的上涨斜率，并不改变市场方向。与历史相比，预计本轮双宽周期货币端的力量居中而信用端的力量偏弱，因此估值具备支撑，但盈利的改善力度相对温和，维持 A 股整体震荡向上但斜率较缓的慢牛判断。盈利温和修复，关注业绩修复弹性和政策刺激的方向，20 年中国财政刺激“投资/消费”兼顾，利润率潜在抬升的消费/科技制造有望取得超额收益。
- 贴现率下行驱动“金融供给侧慢牛”，关注 Q3 后期政策是否出现微调。历次“双宽”周期的终结大概率伴随着盈利修复出现一个季度以上的回升且单季同比为正，同时盈利预期出现趋势性乐观改善，表现为长端利率的持续上行。预计 A 股盈利将逐季改善但难以 V 型修复，政策收紧节奏也将相应温和，关注 Q3 后期政策是否出现微调。历史经验看，双宽结束后，若有一项条件仍保持扩张则 A 股继续上行。若在单项收紧后进一步进入“双紧”阶段则 A 股表现不佳。未来大的方向还是去年初我们提出的贴现率下行驱动“金融供给侧慢牛”。
- 利用非核心矛盾的冲击配置科技成长+可选消费。两会“底线思维”决定了增长修复的斜率不高，考虑到美国经济衰退和美股面临二次探底风险，预计贸易摩擦全面升级的可能性很小，更多地关注科技等领域的限制，体现在风险偏好的抑制和局部行业的增长受损，而中国货币信用双宽的方向是没有疑问的，只是力度偏弱。市场底同步于 Q1 “盈利底”但难以复刻 08 年底的 V 型修复，继续建议由“业绩相对优势”的必需消费/线上科技，阶段性转向增长预期驱动的可选消费/线下科技：（1）全球疫情逐步可控的线下科技成长（新能源车/IDC/软件）；（2）景气触底且绝对和相对估值优势显现的可选消费（乘用车/空调/休闲服务）。
- 风险提示：疫情控制反复，全球经济下行超预期，海外不确定性。

分析师:

戴康



SAC 执业证号: S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师:

俞一奇



SAC 执业证号: S0260518010003

SFC CE No. BND259



010-50335057



yuyiqi@gf.com.cn

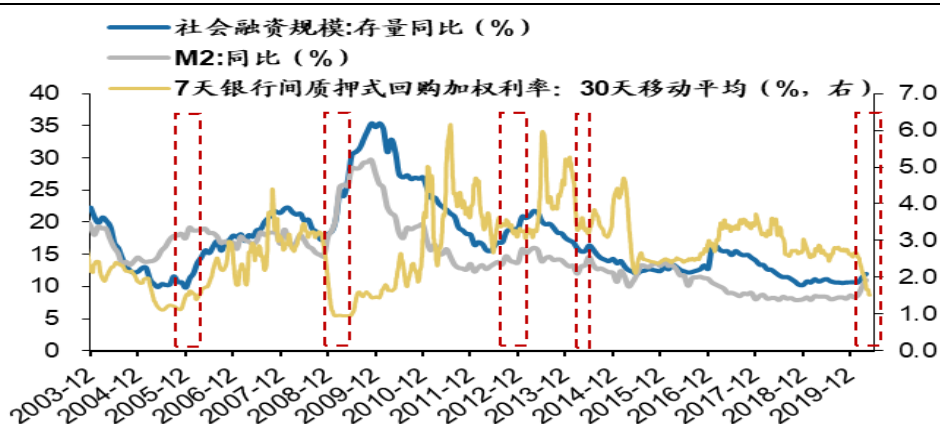
相关研究:

- | | |
|---------------------|------------|
| 修复初期，两会前瞻：——周 | 2020-05-17 |
| 末五分钟全知道（5 月第 3 期） | |
| 渐入佳境，增配可选消费：—— | 2020-05-10 |
| 一周末五分钟全知道（5 月第 2 期） | |

一、核心观点速递

(一)《政府工作报告》定调货币信用“弱双宽”周期延续，A股仍处于权益友好环境。5月22日，全国两会作2020年《政府工作报告》，关于增长相关的政策基本符合市场预期的下限（详见我们05.22报告《底线思维——20年两会政府工作报告点评》）。会议的九大核心要点中，对于A股市场最为重要的是货币信用政策的描述。相比去年删除了M2/社融增速与GDP增速匹配提法，强调了“明显高于去年”，定下了货币信用“双宽”的基调，考虑到“供给侧改革”的总体思路，我们判断是定力和张力并举的“弱双宽”。我们回顾自03年以来有过的四轮货币和信用双宽的组合，分别是06年1月-06年5月、08年12月-09年6月、12年8月-13年2月、14年4月-14年6月（一轮较小的非典型双宽周期），在这几轮双宽周期中，A股市场均录得正收益。A股本轮自4月以来进入“盈利修复+维持宽松”的权益友好组合，3月下旬以来短端利率低位震荡，4月上旬长端利率见底。货币政策边际宽松力度最大的阶段已经过去，信用扩张因为缺少了房地产这个最重要的抓手而比较缓慢。

图1：自2003年以来共有四轮“双宽”周期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二)货币政策仍有空间，但边际力度最大的阶段已经过去。从货币端来看，未来仍要“推动贷款利率持续下行”，后续LPR持续调降的概率较大，同时为平衡负债端压力、打开净息差空间，MLF利率调降以引导LPR利率下行势在必行。地方债、特别国债的发行也需要降准等政策配合。中美利差处于高位的背景下降准/降息/再贷款等货币政策工具未来仍具有空间，3.5%的通胀目标也为货币政策放宽约束。但盈利进入修复阶段，且为防止套利和大幅加杠杆的场景重现，货币政策重现前期宽松力度的可能性不高，宽松边际力度最大的阶段已经过去。

信用条件保持较阔，“房住不炒”基调下，基建成为信用扩张的主要抓手。从信用端来看，历次经济增长压力较大的环境下，信用扩张初期通常都依靠基建或地产两大抓手。地产方面，总的基调坚持“房住不炒”，但重提“因城施策”并删除“房产税立法”表述，预计后期将以稳为主。4月社融数据中非标融资表现平庸亦指向本轮信用扩张对地产的依赖度有所下降，本轮信用扩张将更多依赖基建线索。基建方面，政府工作报告未提及铁路、公路水运投资计划，中央预算内投资安排6000亿元，较去年提升不到300亿；但地方政府专项债券发行3.75万亿，较去年的2.15万亿明显提升，再加上赤字率3.6%以上和1万亿特别国债，财政“更加积极有为”相应体现。然而当前社融存量增速和M2增速（分别是12.0%、11.1%）已明显高于去年（10.7%、8.7%），“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”可消除短期收紧的可能，但并不对后期形成定量指引。两会报告定调“六保”底线思维，我们一直以来判断决策层“供给侧改革”思路下“投资型/消费型”财政刺激兼顾（参见4.21《混合型财政，A股能否刻舟求剑？》）。财政、货币政策基本符合市场预期下限，预计基建投资形成信用扩张的支撑但难以继续出现陡峭的上拉力量。

(三) 货币和信用政策将维持宽松, 但本轮的力度或较历史“双宽”周期偏弱。宽松幅度影响A股上行的斜率, 不改变市场的方向。09年的货币和信用宽松力度均最大, A股相应也在双宽周期中录得最高涨幅; 06年的货币和信用宽松力度次之, 涨幅亦次之。而12年是信用宽松力度大于货币宽松, 14年双宽周期中两者的宽松幅度均最弱, A股涨幅相应偏小。宽松幅度影响A股的上涨斜率, 但并不改变A股市场的方向。与历史相比, 预计本轮双宽周期货币端的力量居中而信用端的力量偏弱: 货币端力度接近于06年, 略弱于09年; 信用端的改善由于缺少地产这个抓手程度仅优于14年。因此A股市场的估值具备支撑, 但盈利的修复比较慢, 维持A股整体震荡向上但斜率较缓的判断。

表1: 四轮“双宽”周期与当前的资产表现

开始时间	结束时间	货币	信用	股票市场		债券市场			商品市场
				上证综指 (%)	万得全A (%)	10Y 国债变化 (BP)	表现	信用利差 AA+-国债: 5年	南华工业品指数 (%)
2006-01	2006-05	1.61-1.70	11.33-15.64	41.36	52.22	-1	先下后上	-	51.99
2008-12	2009-06	2.71-1.00	18.19-30.45	58.16	77.33	32	熊陡	1.60-1.76 ↑	45.04
2012-08	2013-02	3.63-3.20	16.89-20.66	12.45	13.99	25	熊陡	2.08-1.83 ↓	8.31
2014-04	2014-06	3.40-3.18	15.48-16.41	0.74	3.82	-34	牛陡	2.25-2.14 ↓	-0.6
2020-01	2020-05	2.61-1.51	10.70-12.00	-7.75	-3.13	-42	牛陡	1.06-1.44 ↑	-11.7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注1: 货币指7天银行间质押式加权利率的30天移动平均值变化情况, 单位%

注2: 信用指社会融资规模存量同比的变化情况, 单位%

本轮A股盈利缓慢修复的“弱双宽”周期中业绩弹性+政策扶持的方向受益, 消费/科技制造有望取得超额收益。历史上“双宽”的组合下, 盈利V型反转阶段常呈现普涨, 财政刺激以“投资型”为主, 杠杆率驱动的地产/基建行业能获得很高的超额收益, 如06年和09年。而盈利温和修复的阶段, 业绩弹性+政策扶持的方向表现最优, 如12年的汽车家电和14年的双创。20年中国兼顾“投资型/消费型”混合型财政刺激, 利润率潜在抬升的消费/科技制造有望取得超额收益: 国内需求扩张, 消费刺激优化利润率(商贸、食品、医疗); 政策扶持加码, 制造升级改善利润率(半导体、装备制造)。

表2: 历次双宽周期中的A股内部结构

开始时间	结束时间	A股风格		A股行业表现		A股除金融两油 PE(TTM)	
		大小盘	风格	表现最强	表现最弱	均值	最低值
2006-01	2006-05	均衡	消费/周期/成长	非银、军工、有色	通信、公共事业、交运	28.6	24.8
2008-12	2009-06	小盘	金融/成长/周期	采掘、汽车、有色	公共事业、建筑、化工	31.6	16.7
2012-08	2013-02	均衡	金融	银行、军工、汽车、家电	餐饮、纺服、休服	22.2	19.8
2014-04	2014-06	小盘	成长	军工、通信、计算机	交运、餐饮、纺服	22.0	21.3
2020-01	2020-05	小盘	成长	医药、农牧、餐饮	采掘、非银、地产	29.0	25.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

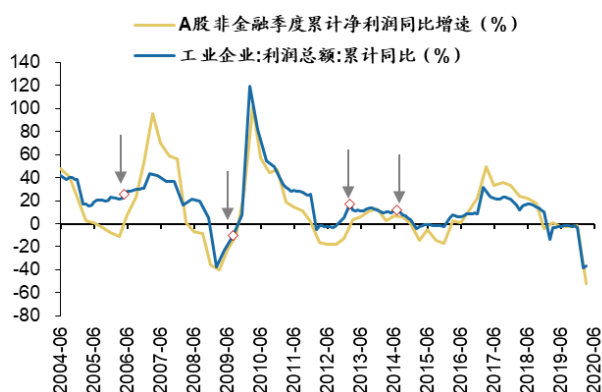
注1: 大小盘采用申万大小盘指数进行区分; 风格采用中信风格指数进行区分。

（四）从持续性上来看，历次“双宽”周期的终结大概率伴随着盈利修复出现一个季度以上的回升且单季同比为正，同时盈利预期出现趋势性乐观改善，表现为长端利率的持续上行。展望当前，预计A股盈利将逐季改善但难以复刻09年的V型反转，政策收紧节奏也将相应温和，关注Q3后期政策是否出现微调。（1）06年的中国经济处于快速上行期，05Q4创下盈利底后进入快速修复周期，06年5月底的货币政策执行报告开始关注“流动性过多”的风险，货币端开始收紧。（2）08Q4为盈利底，盈利持续改善之后09年7月央行上调回购利率，8月发布的《二季度货币政策执行报告》中指出“动态微调”。（3）12Q3为盈利底，之后进入弱复苏，13年2月央行的货币政策执行报告对经济增长前景的态度较三季度进一步偏向于乐观，且加大了对通胀的关注。货币政策开始逐步收紧，信用扩张的步伐也伴随着8号文对表外流动性的约束而有所减缓。（4）14年7月由于金融数据和经济数据大幅超预期，引发了市场对于经济改善的预期使得利率回升，尽管后期经济复苏预期证伪，利率重回趋势性下行。但127号文《关于规范金融机构同业业务的通知》和43号文《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》却约束了融资需求的扩张，叠加整体需求不足，社融增速持续回落。

除14年这一轮较为特殊的非典型小型“双宽”周期之外，其余三轮“双宽”均发生在盈利底初期，而“双宽”的结束也往往伴随着盈利一个季度以上的改善，以及经济增长预期或通胀预期的上行。本轮A股的盈利底已在20Q1确认，之后盈利大概率呈现逐季改善。但由于本轮盈利冲击巨大且难以复刻V型修复，因此盈利修复相对温和，政策收紧的节奏也会相应缓和，Q3后期关注政策是否出现微调。

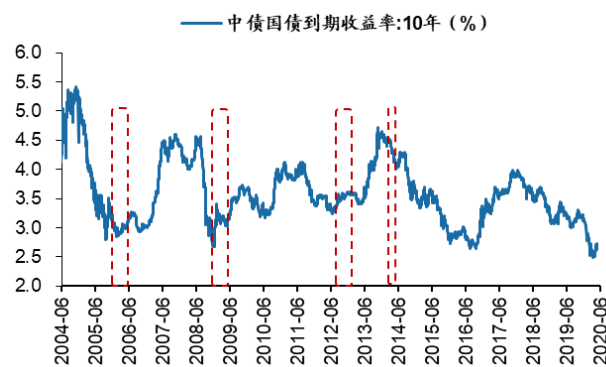
“双宽”的终结常以货币政策收紧先行，进入紧货币+宽信用的格局，A股相应出现一段震荡调整，仅14年进入了宽货币+紧信用的格局，当时为“脱实入虚”。历史经验来看，双宽结束后，若有一项条件仍保持扩张，如06年直到08年初的“紧货币+宽信用”，或14年的“宽货币+紧信用”，A股均继续上行。但若在紧货币之后进一步收紧信用进入“双紧”阶段，如10年和13年，则A股均表现不佳。未来大的方向还是去年初我们提出的贴现率下行驱动“金融供给侧慢牛”。

图2：“双宽”周期结束常伴随盈利的趋势性改善和单季转正



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：盈利底的“双宽”周期中，长端利率上行反映增长预期改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（五）A股金融供给侧慢牛，利用非核心矛盾冲击配置科技成长+可选消费。两会“底线思维”决定了定力和张力并举之下增长修复的斜率不高，当前投资者普遍担心美股和地缘政治风险，考虑到美国经济衰退和美股面临二次探底风险，我们预计贸易摩擦全面升级的可能性很小，更多地关注科技等领域的限制，也就是体现在风险偏好的抑制和局部行业的增长受损，而中国货币信用双宽的方向是没有疑问的，只是力度上偏弱，金融条件宽松构成A股核心支撑，因此大体是缓慢向上的慢牛走势。“投资+消费”兼顾的混合型财政刺激下，市场底同步于“Q1盈利底”但难以复刻08年底的V型修复，利润率驱动的消费+科技构成中长期方向。建议从“免疫”转向“修复”，由“业绩相对优势”的必需消费/线上科技，阶段性转向增长预期驱动的可选消费/线下科技。行业配置：（1）全球疫情逐步可控的线下科技成长（新能源车/IDC/软件）；（2）景气触底且绝对和相对估值优势显现的可选消费（乘用车/空调/休闲服务）。

二、本周重要变化

(一) 中观行业

1. 下游需求

房地产：Wind30大中城市成交数据显示，截至2020年05月22日，30个大中城市房地产成交面积累计同比下跌28.55%，相比上周的-30.15%有所上升，30个大中城市房地产成交面积月环比下降15.97%，月同比下降10.45%，周环比下跌8.16%。国家统计局数据，4月百城房价为15233元/平方米，月环比上涨0.25%，月同比上涨2.93%。

汽车：乘联会数据，5月第2周乘用车零售销量同比增速下降3%，相比上周下降7%大幅上涨。

航空：3月民航旅客周转量为246.06亿人公里，比2月上涨83.96亿人公里。

2. 中游制造

钢铁：本周钢材价格均上涨，螺纹钢价格指数本周涨0.92%至3658.42元/吨，冷轧价格指数涨0.87%至3732.93元/吨。本周钢材总社会库存下降0.22%至756.05万吨，螺纹钢社会库存增加1.97%至288.81万吨，冷轧库存跌1.80%至103.92万吨。本周钢铁毛利均下跌，螺纹钢跌10.23%至1009.00元/吨，冷轧跌0.10%至1047.00元/吨。

水泥：全国高标42.5水泥均价环比上周上涨0.49%至469.1元/吨。其中华东地区均价环比上周涨0.60%至482.86元/吨，中南地区保持不变为493.33元/吨，华北地区涨0.94%至431.0元/吨。

化工：化工品价格稳中带涨，价差上行。国内尿素保持不变为1617.14元/吨，轻质纯碱（华东）大跌3.17%至1200.71元/吨，PVC(乙炔法)涨4.65%至5940.43元/吨，涤纶长丝（POY）涨4.82%至5435.71元/吨，丁苯橡胶跌0.70%至8057.14元/吨，纯MDI涨6.52%至13764.29元/吨，国际化工品价格方面，国际乙烯涨14.55%至551.00美元/吨，国际纯苯稳定在731.50美元/吨，国际尿素跌2.92%至190.00美元/吨。

3. 上游资源

煤炭与铁矿石：本周铁矿石价格下跌，铁矿石库存下降，煤炭价格上涨，煤炭库存下降。国内铁矿石均价跌1.73%至745.58元/吨，太原古交车板含税价跌1.54%至1280.00元/吨，秦皇岛山西混优平仓5500价格本周涨2.33%至474.80元/吨；库存方面，秦皇岛煤炭库存本周减少6.63%至394.50万吨，港口铁矿石库存减少1.52%至10926.08万吨。

国际大宗：WTI本周涨15.38%至34.44美元/桶，Brent涨7.27%至35.12美元/桶，LME金属价格指数跌14.99%至2433.20，大宗商品CRB指数本周涨3.82%至129.53；BDI指数本周涨22.36%至498.00。

(二) 股市特征

股市涨跌幅：上证综指本周下跌1.91%，行业涨幅前三为商业贸易(0.15%)、食品饮料(-0.10%)和休闲服务(-0.48%)；涨幅后三为通信(-5.87%)、综合(-6.31%)和电子(-6.53%)。

动态估值：本周A股总体PE(TTM)从上周18.49倍下降到本周18.05倍，PB(LF)从上周1.61倍下降到本周1.57倍；A股整体剔除金融服务业PE(TTM)从上周34.11倍下降到本周33.22倍，PB(LF)从上周2.18倍下降到本周2.13倍；创业板PE(TTM)从上周154.08倍下降到本周148.56倍，PB(LF)从上周4.53倍下降

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

到本周 4.35 倍；中小板 PE (TTM) 从上周 52.71 倍下降到本周 51.08 倍，PB (LF) 从上周 2.85 倍下降到本周 2.77 倍；剔除 18/19 年报商誉减值公司后，创业板 PE (TTM) 从上周的 70.44 倍下降到本周的 67.74 倍，PB (LF) 从上周的 5.31 倍下降到本周的 5.07 倍；中小板 PE (TTM) 从上周的 38.10 倍下降到本周的 37.12 倍，PB (LF) 从上周的 2.97 倍下降到本周的 2.89 倍；A 股总体总市值较上周下降 2.37%；A 股总体剔除金融服务业总市值较上周下降 2.61%；必需消费相对于周期类上市公司的相对 PB 由上周 2.70 倍上升到本周 2.74 倍；创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 从上周 12.77 倍下降到本周 12.56 倍；创业板相对于沪深 300 的相对 PB (LF) 从上周 3.39 倍下降到本周 3.32 倍。

基金规模：本周新发股票型+混合型基金份额为 671.19 亿份，上周为 135.59 亿份；本周基金市场累计份额净减少 487.51 亿份。

融资融券余额：截至 5 月 21 日周四，融资融券余额 10834.68 亿，较上周上升 0.35%。

限售股解禁：本周限售股解禁 0.07 亿，预计下周解禁 0.02 亿。

大小非减持：本周 A 股整体大小非净减持 80.00 亿，本周减持最多的行业是医药生物(-19.58 亿)、房地产(-14.54 亿)、计算机(-8.94 亿)，本周增持最多的行业是公用事业(3.27 亿)、钢铁(1.61 亿)、银行(0.05 亿)。

北上资金：本周陆股通北上资金净入 79.47 亿元，上周净入 40.62 亿元。

AH 溢价指数：本周 A/H 股溢价指数上涨至 127.56，上周 A/H 股溢价指数为 127.97。

(三) 流动性

截止 2020 年 5 月 24 日，央行公开市场操作净投放（含国库现金）共计 0 亿元。流动性截至 2020 年 5 月 21 日，R007 本周上涨 14.60BP 至 1.5%，SHIBOR 隔夜利率上涨 23.00BP 至 1.094%；长三角和珠三角票据直贴利率本周都下降，长三角下跌 6.00BP 至 2.40%，珠三角下跌 9.00BP 至 2.41%；期限利差本周下跌 23.81BP 至 1.23%；信用利差下跌 6.17BP 至 1.11%。

(四) 海外

美国：周一公布 5 月 NAHB 住房市场指数为 37，高于前值 30；周二公布 4 月私人住宅新屋开工为 81.1 千套，低于前值 105.0 千套；周五 5 月美联储理事布雷纳德将发表讲话。

欧元区：周二公布 5 月 ZEW 经济景气指数为 46.0，高于前值 25.2；周三公布 4 月 CPI 同比为 0.7%，低于前值 1.2%；周三公布 4 月 CPI 环比为 0.3%，低于前值 0.5%；周四公布 5 月制造业 PMI 为 39.5，高于前值 33.4。

日本：周一公布第一季度 GDP 同比为-2%，低于前值-0.7%；周四公布 5 月制造业 PMI 为 38.40，低于前值 43.70；周五公布 4 月 CPI 环比为-0.1%，低于前值 0.0%。

英国：周二公布 4 月失业率为 5.8%，高于前值 3.5%；周三公布 4 月 CPI 同比为 0.8%，低于前值 1.5%；周三公布 4 月 CPI 环比为-0.2%，低于前值 0%；周三公布 4 月产出 PPI 同比为-0.69%，低于前值 0.26%；周三公布 4 月产出 PPI 环比为-0.69%，低于前值-0.17%；

本周海外股市：标普 500 本周跌 2.26%收于 2955.45 点；伦敦富时跌 2.29%收于 5993.28 点；德国 DAX 跌 4.03%收于 11073.87 点；日经 225 跌 0.70%收于 20388.16 点；恒生跌 1.79%收于 22930.14。

(五) 宏观

社会消费品零售总额：2020 年 4 月份，社会消费品零售总额 2.82 万亿元，同比下降 7.5%。2020 年 1-4 月识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

份，社会消费品零售总额 10.7 万亿元，同比名义下降 16.2%。

三、下周公布数据一览

下周看点：

5 月 25 日周一：德国 5 月 IFO 景气指数。

5 月 26 日周二：美国 4 月新房销售；日本 3 月非农产业活动指数；美国 4 月芝加哥联储全国活动指数。

5 月 27 日周三：中国 4 月工业企业利润；美国 5 月里奇蒙德联储制造业指数。

5 月 28 日周四：美国第一季度 GDP(预估)；欧盟 5 月经济景气指数。

5 月 29 日周五：日本 4 月失业率；美国 4 月工业生产指数；美国 4 月人均可支配收入；美国 4 月核心 PCE 物价指数。

四、风险提示

疫情控制反复、经济增长低于预期，海外不确定性。

广发投资策略研究小组

- 戴 康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑 恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹 柳 龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞 一 奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈 伟 斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪 赓：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。
- 韦 冀 星：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。