年度策略报告

策略专题研究报告

从分化到收敛，从成长到价值
2021 年 A 股市场展望

基本结论

- **宏观环境呈现典型的“经济回升，政策收缩”特征。经济回升驱动力主要来自消费和出口，货币/信用拐点也将逐步显现。**明年疫情冲击逐步弱化，在各类刺激政策的带动下，全球经济共振复苏，中国经济加速恢复。其中核心驱动力来自于消费恢复加快和全球需求复苏下出口继续改善。随着经济逐步复苏，上市公司营收和利润率同步改善，2020 年恢复相对较慢的上游行业或同步加快复苏，各行业业绩增长百花齐放，高增长或不那么稀缺。经济加速复苏同时，政策逐步收缩，货币/信用拐点逐步显现。在正常化货币政策导向下，预计货币政策基准利率大概率不变，货币投放量或缩量。明年资管新规过渡期到期，对信用环境的影响有多大需要密切关注。

- **宏观环境与 2010 年和 2017 年更为相似，均是经济企稳回升的同时政策开始由松趋紧，边际收缩。**但 2010 年主导市场的核心因素是首次国家层面的地产调控，所以参考意义有限。与此同时，2017 年以来部分行业估值发生了较大的变化，比如当前消费和科技部分板块估值创新高。具体来说，从 PB-ROE 的分布来看，除了食品饮料是 PB 和 ROE 同步提升，家电、医药、电子 ROE 改善并不明显，但 PB 明显提升。相对而言，金融板块仍维持相对低估值。

- **市场风格来看，在增长不那么稀缺和利率易上难下背景下，宏观和微观环境逐步偏向价值风格。**首先，当前宏观经济正处在企稳回升的通道，如果明年疫情极大缓和，经济复苏强度持续加强，各行业上市公司业绩有望同步高增长，在高增长不稀缺的背景下，价值股或更为受益。其次，经济复苏和政策收缩预期下，利率易上难下，高估值的成长股或存在估值调整压力，低估值价值股安全边际凸显。此外，当前市场通胀预期有所升温，通胀预期升温大概率表现为利率曲线陡峭化，这对银行保险等价值股相对更为有利。最后，明年公募基金发行规模大概率是高位回落，此前大量偏被动资金持续流入成长板块的趋势或得到缓和。

- **市场展望：整体呈现区间波动趋势，围绕业绩布局。**A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯。“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。从股票风险溢价来看，当前市场风险偏好仍处在高位，风险溢价在过去三年均值的负一倍标准差的位置存在一定的均值回归压力。此外，当前市场对资管新规到期对信用环境挤压以及拜登加税等政策对美股的影响定价相对不足。资金面方面，2020 年大规模密集新发基金，头部基金经理管理规模激增，赚钱效应趋弱的背景下，明年新发公募基金增量资金大概率高位回落。总体来说，指数区间波动，向上空间有限，向下空间同样有限。

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

- **行业配置：1）低估值金融：保险、银行等。**一方面存在估值修复机会，另一方面基本面受益于利率曲线陡峭化；**2）耐用消费品：汽车、家电、家具、消费建材等。**过去两年高增长新开工面积在疫情后将陆续竣工，地产竣工恢复带动产业链景气回升；**3）涨价主线：有色、化工等。**受益于全球需求复苏的全球大宗商品，工业金属和部分化工品种等供给端结构优化的行业；**4）困境反转：航空、机场、酒店等。**疫情极大缓和后，业绩超预期恢复；**5）成长初期：5G、AI 等。**十四五规划窗口，长期来看，存在戴维斯双击机会。

- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险

内容目录

一、宏观环境呈现典型的“经济回升，政策收缩”特征.....4
1.1 全球共振复苏、经济加速恢复.....4
1.2 消费和出口成为经济复苏的驱动力.....4
1.3 非金融企业利润增速在 29%左右，各行业业绩百花齐放.....5
1.4 政策逐步收缩，货币/信用拐点逐步显现.....6
二、宏观和微观环境逐步偏向价值风格.....7
2.1 业绩高增长不稀缺，价值股相对占优.....7
2.2 货币/信用收缩和利率上行周期，价值溢价更为显著.....8
2.3 经济企稳回升，流动性由松趋紧，价值股相对受益.....9
2.4 大宗商品趋势上涨，通胀预期升温有利于价值风格.....10
2.5 资金流动强化风格趋势，新发行偏成长基金增量资金大概率高位回落.11
三、A 股历史上成长风格如何切换到价值风格.....12
3.1 历史上四次典型的成长风格切换至价值风格的阶段.....12
3.2 价值板块中金融（银行、保险）性价比较高.....14
四、市场展望：整体呈现区间波动趋势，围绕业绩布局.....14
4.1 指数区间波动：向上空间有限，向下空间同样有限.....15
4.2 新发公募增量资金大概率高位回落，外资和保险成资金主要来源.....16
4.3 围绕业绩布局：高 ROE 不稀缺，长期持续高 ROE 公司非常少.....17
五、行业配置：低估值金融、耐用消费品、涨价主线、困境反转、成长初期.18
5.1 低估值金融：保险、银行等.....18
5.2 耐用消费品：汽车、家电、家具、消费建材等.....18
5.3 涨价主线：有色、化工等.....19
5.4 困境反转：航空、机场、酒店等.....19
5.5 成长初期：5G、AI 等.....20

图表目录

图表 1：IMF 对全球经济增长预测.....4
图表 2：消费增速仍有上升空间.....5
图表 3：出口增速：中国 VS 东南亚五国.....5
图表 4：自上而下业绩预测.....6
图表 5：工业企业利润总额增速（相关行业收入加权）.....6
图表 6：M2 与名义 GDP 增速.....7
图表 7：经济增长与价值相对成长溢价：美国.....7
图表 8：经济增长与价值相对成长溢价：中国.....8
图表 9：利率与价值相对成长溢价：美国.....8
图表 10：利率与价值相对成长溢价：中国.....9
图表 11：PPI 与工业增加值同比增速.....9
图表 12：M2 与工业增加值和 PPI 差值与国债收益率走势负相关.....10
图表 13：通胀预期与价值相对成长溢价：美国.....10
图表 14：商品期货指数明显上行.....11
图表 15：美国不同类型共同基金净值规模占比.....11
图表 16：A 股市场各类主题基金净值规模占比.....12
图表 17：成长类主题基金新发行规模.....12
图表 18：历次 A 股价值/成长风格切换典型阶段.....13
图表 19：名义 GDP 和国债收益率趋势.....13
图表 20：A 股市场表现：2010 年 VS 2017 年.....14
图表 21：行业 PB-ROE（蓝色为当前 11/27 数据，红色为 2017 年初数据）14
图表 22：A 股股票风险溢价.....15
图表 23：不同利率水平下非金融 A 股估值分布.....15
图表 24：在管基金规模较高的股票基金经理管理基金数.....16
图表 25：在管基金规模较高的股票基金经理管理规模.....16
图表 26：A 股各类机构投资者持仓占比（流通市值口径）.....17
图表 27：ROE 超过 10%的 A 股上市公司数量占比.....17
图表 28：ROE 持续超过 10%公司数量和淘汰率.....18
图表 29：贷款利率与银行业绩增速.....18
图表 30：地产新开工与竣工面积增速.....19
图表 31：工业金属和化工产品价格指数与全球 PMI.....19
图表 32：全球客运航空业恢复相对滞后.....20
图表 33：三大运营商资本开支周期.....20

一、宏观环境呈现典型的“经济回升，政策收缩”特征

1.1 全球共振复苏、经济加速恢复

- 今年在新冠疫情的冲击下，全球各大经济体 GDP 增速均出现了较大幅度的下滑，其中发达经济体预期全年负增长 8%，较去年下降 9.7%，新兴市场国家预期负增长 3%，较去年下降 6.7%。**但随着疫情冲击逐步弱化，以及各类刺激政策的驱动，预期 2021 年全球经济呈现共振复苏的态势。**

图表 1：IMF 对全球经济增长预测

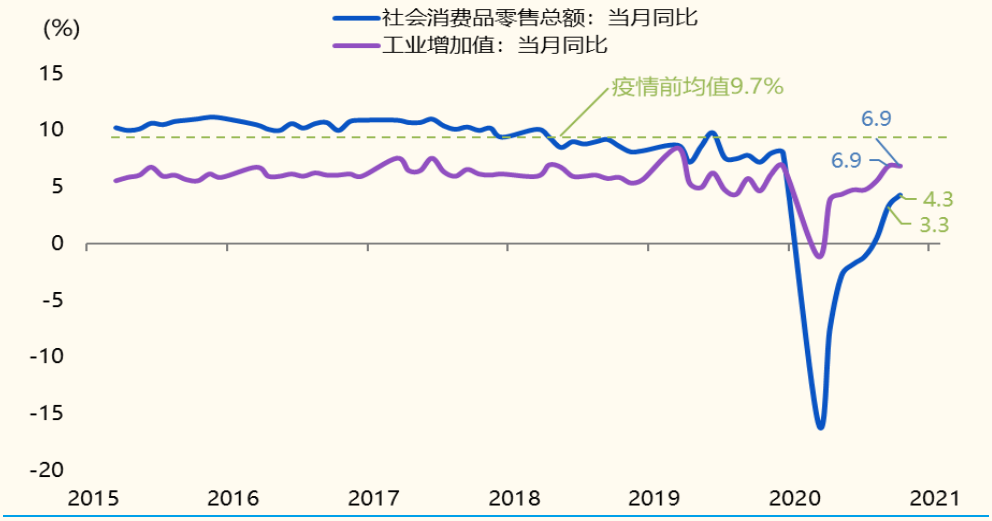
GDP增速	2019年	2020年(E)	2021年(E)
发达经济体	**1.7**	**-8.0**	**4.8**
美国	2.3	-8.0	4.5
欧元区	1.3	-10.2	6.0
日本	0.7	-5.8	2.4
新兴市场	**3.7**	**-3.0**	**5.9**
中国	6.1	1.0	8.2
印度	4.2	-4.5	6.0
东盟五国	4.9	-2.0	6.2

来源：IMF、国金证券研究所

1.2 消费和出口成为经济复苏的驱动力

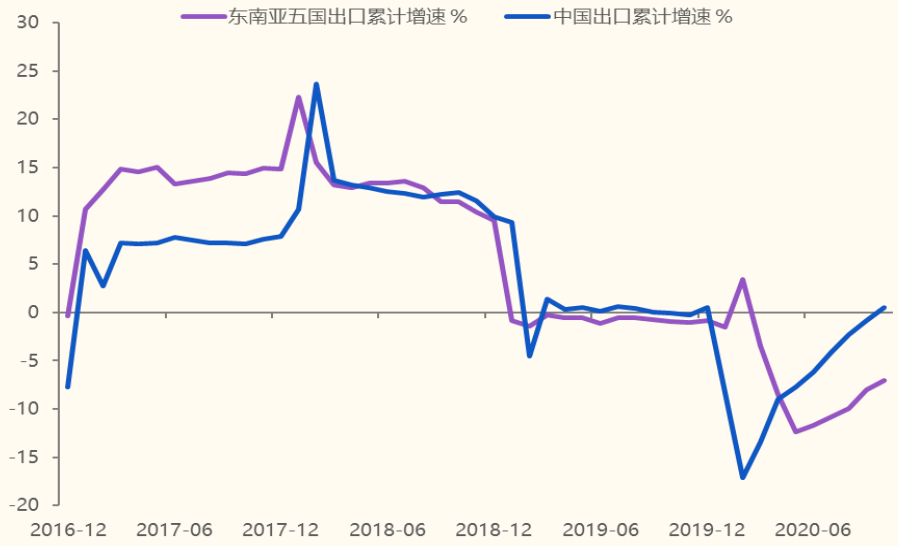
- 疫情冲击下上半年社零消费大幅下降，一方面由于消费场景的限制，服务业线下零售复苏缓慢，另一方面由于收入的下降以及收入结构的变化，人们的消费能力和消费意愿下降。考虑到疫情对收入分配产生了较大的影响，消费修复或需要更长的时间，特别是中低收入家庭的消费。10 月社会消费品零售总额同比 4.3%，距离疫情前的均值 9.7%仍有较大差距。
- 2020 年中国出口表现强劲，截至 10 月，我国出口累计增速恢复到 0.5%，而同期东南亚五国出口累计增速为-7%。出口恢复一方面受益于防疫物资出口以及进口替代效应，另一方面受益于东南亚出口订单转移，这是出口持续超预期的主要原因。**整体而言，今年结构变化是出口强劲的重要因素之一，预期明年结构效应弱化，全球贸易复苏或成为主要推动力。**

图表 2：消费增速仍有上升空间



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：出口增速：中国 VS 东南亚五国



来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

1.3 非金融企业利润增速在 29%左右，各行业业绩百花齐放

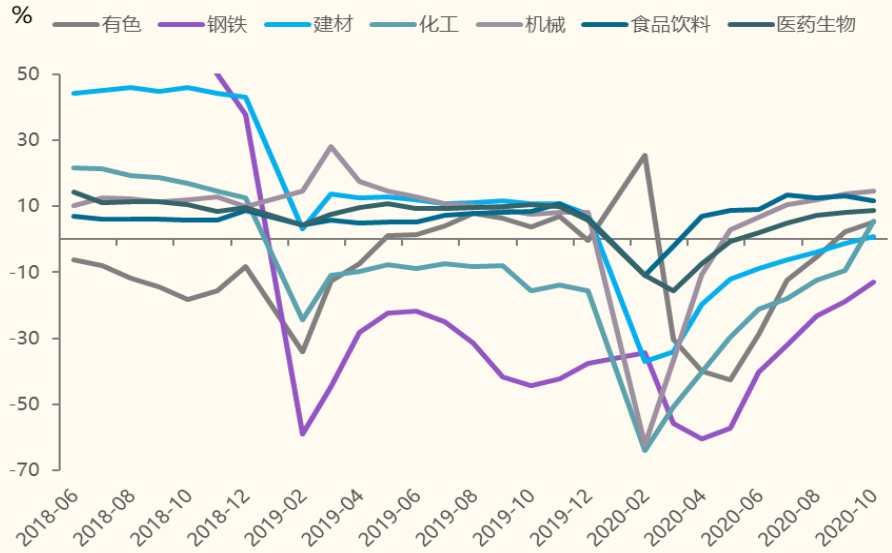
- 随着经济逐步复苏，上市公司营收和利润率将同步改善。一季度在疫情冲击下，A 股（非金融）公司营收和净利增速大幅下滑，达到-12.3%和-52.3%的低点，但随着经济的复苏，上市公司营收和利润率不断改善，预计 2020 全年利润增速小幅负增长，非金融企业利润增速或达-1.5%。**2021 年在低基数和名义 GDP 上行带动下，非金融企业预计利润增速或达 29%左右。**
- 在经济复苏周期的推动下，钢铁、煤炭等恢复相对较慢的上游行业同步加快复苏。截至 10 月，钢铁、煤炭等行业利润总额负增长也明显缩减。

图表 4：自上而下业绩预测

自上而下A股(非金融)盈利预测							
	2018年(A)	2019年(A)	2020Q1(A)	2020Q2(A)	2020Q3(A)	2020年(E)	2021年(E)
营收增速(%)	12.66	7.79	-12.30	-5.07	-1.07	1.00	17.00
净利润率(%)	4.61	4.10	2.86	4.23	5.05	4.00	4.40
净利润增速(%)	-5.4	-4.1	-52.3	-24.4	-5.7	-1.5	28.7
说明：(A)表示实际值、(E)表示预测值							

来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：工业企业利润总额增速（相关行业收入加权）



说明：东南亚五国为印度、越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚

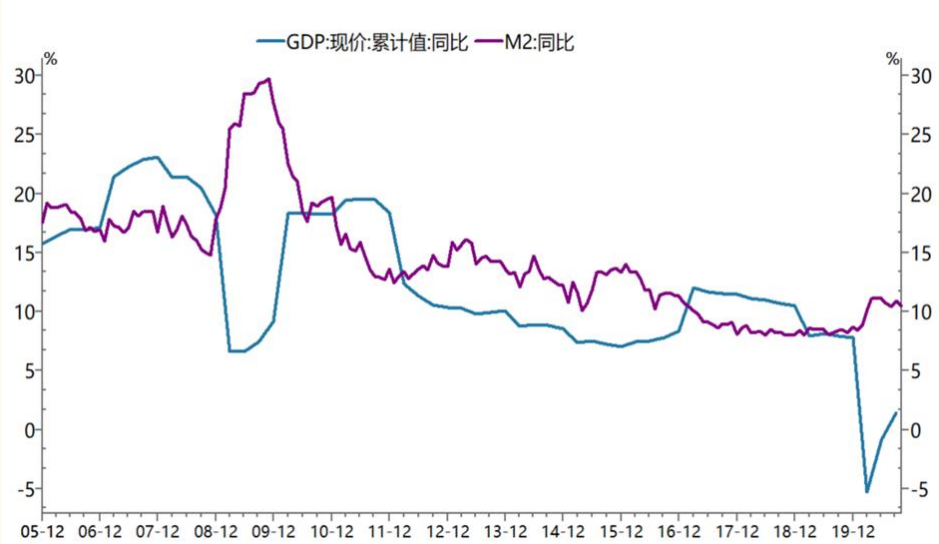
来源：Wind、国金证券研究所

1.4 政策逐步收缩，货币/信用拐点逐步显现

- 货币：今年上半年为了刺激经济复苏，保持流动性合理充裕，央行三次降准降息，同时还通过各类货币政策工具投放了大量的基础货币。下半年之后货币政策逐渐趋于常态化，三季度货币政策委员会例会首提“坚持结构调整的战略方向”，政策导向更加趋向于防风险和调结构。**在正常化货币政策导向下，预计货币政策基准利率大概率不变，货币投放量或缩量。**
- 信用：在政策逐步收缩的背景下，M2 和社融高位回落。明年资管新规过渡期到期，对信用环境的影响有多大需要密切关注。从银行理财投资资产分布来看，规模最大的是债券，2019 年占比达 59.72%，其中在债券资产中信用债占比超过 90%。其次是非标债券类资产，占比达 15.63%。**不能忽视的风险是：1）大量债券类资产倘若无法得到承接，那么抛售潮或对信用债市场造成较大的波动；2）非净值型存量银行理财产品规模存在大规模缩减风险，或进一步挤压市场信用环境，部分企业或面临流动性风险；**

3）银行在处置存量资产过程中同样也存在流动性风险和不良资产激增的风险。

图表 6：M2 与名义 GDP 增速



来源：Wind、国金证券研究所

二、宏观和微观环境逐步偏向价值风格

2.1 业绩高增长不稀缺，价值股相对占优

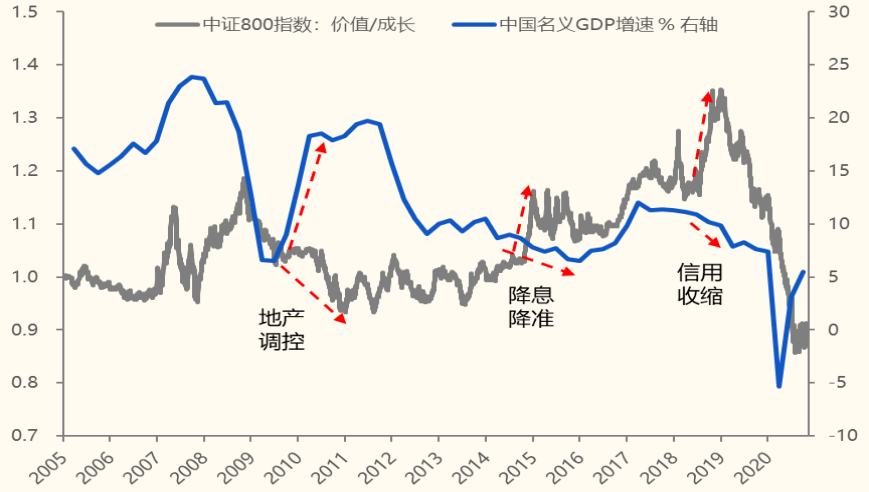
- 低估值的价值股业绩普遍和经济周期关联度较高，在经济回升或者高增长阶段，各行业业绩增速均相对较高，在这个背景下，增长或变得不那么稀缺，价值股相对于成长股往往相对占优。
- A 股市场中价值股和成长股相对表现与名义 GDP 增速也存在一定程度的正相关，除了 2010 年、2014 年底和 2018 年三次政策调控下的典型背离，其中 2010 是首次地产调控，2014 年底是降准降息，2018 年是信用收缩。

图表 7：经济增长与价值相对成长溢价：美国



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：经济增长与价值相对成长溢价：中国

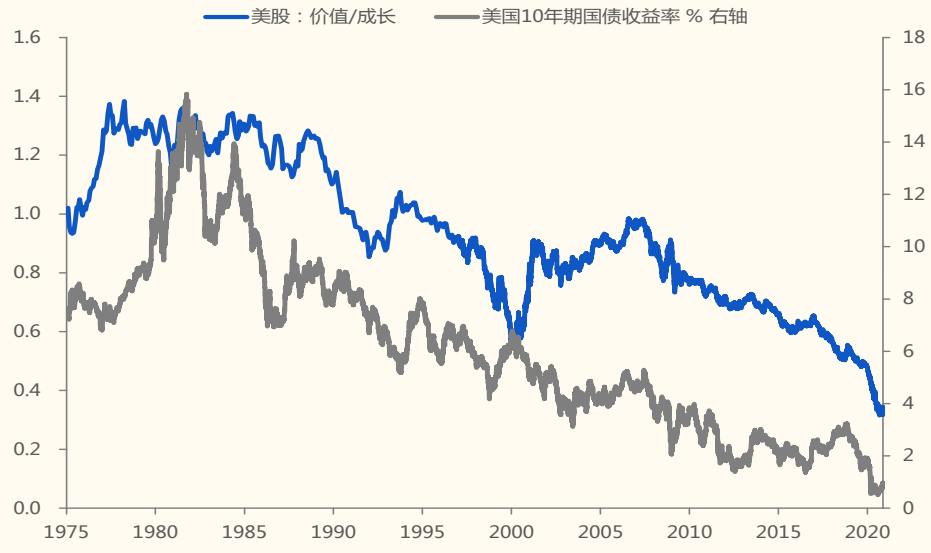


来源：Wind、国金证券研究所

2.2 货币/信用收缩和利率上行周期，价值溢价更为显著

- 成长股作为长久期资产，利率敏感性更高，所以在流动性宽松和低利率环境下，往往能获得明显的超额收益。但如果流动性收缩，利率上行，那么资产久期相对较短的价值股则可能跑赢成长股。
- A 股市场中价值股和成长股相对表现与利率水平之间也存在一定程度的正相关，除了 2010 年、2014 年底和 2018 年三次政策调控下的典型背离。

图表 9：利率与价值相对成长溢价：美国



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：利率与价值相对成长溢价：中国

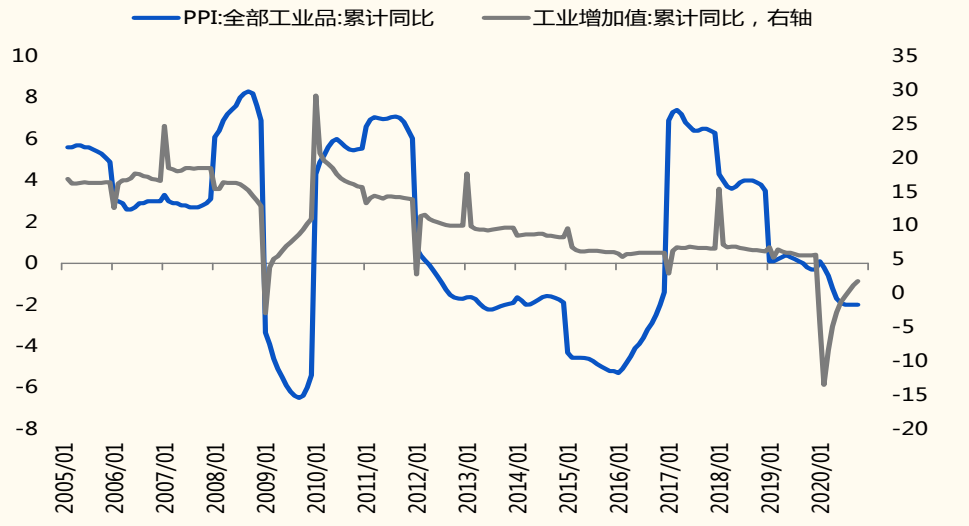


来源：Wind、国金证券研究所

2.3 经济企稳回升，流动性由松趋紧，价值股相对受益

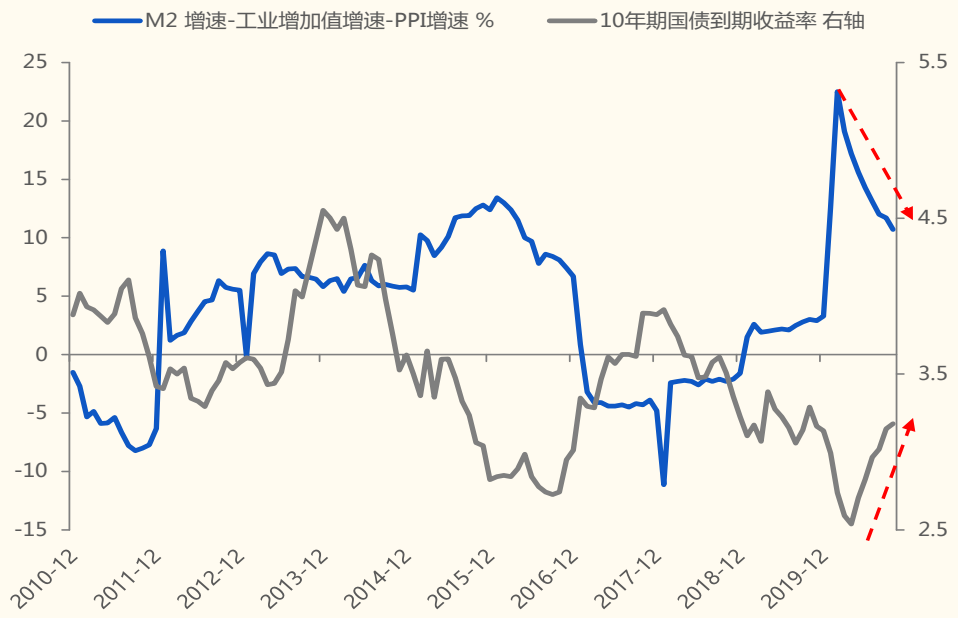
- 经济企稳回升，呈现量价齐驱的态势。具体而言，“量”方面：疫情冲击下工业增加值累计增速 2 月最低达-13.5%，截至 10 月已恢复至 1.8%的正增长，当月增速已经恢复到去年同期水平，实现 V 型反弹。“价”方面：随着经济的回暖，PPI 逐步企稳并回升。
- 流动性整体由松趋紧，具体而言，一方面货币政策逐步趋于常态化，利率易上难下；另一方面，信用环境逐步趋紧，下半年以来 M2、社融增速均从高位回落。

图表 11：PPI 与工业增加值同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：M2 与工业增加值和PPI 差值与国债收益率走势负相关

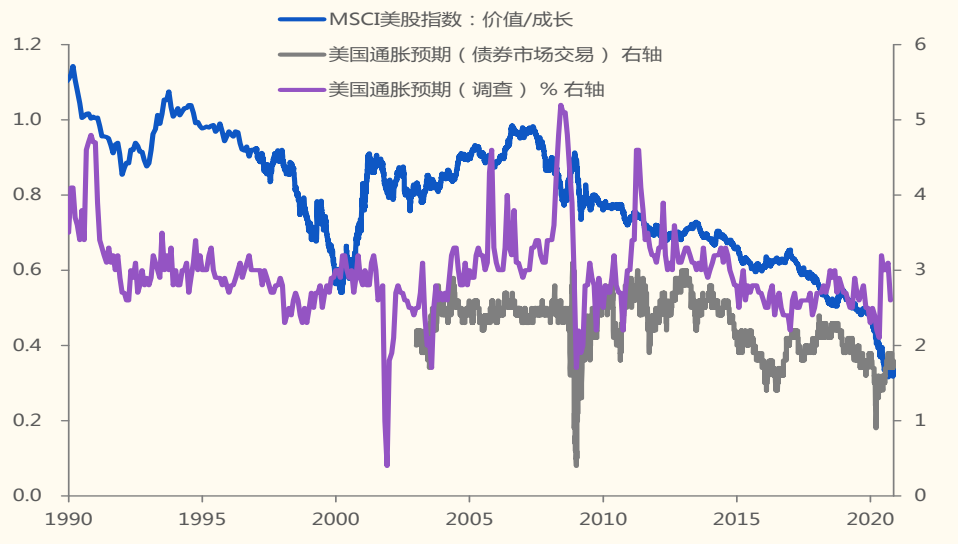


来源：Wind、国金证券研究所

2.4 大宗商品趋势上涨，通胀预期升温有利于价值风格

- 通胀预期的变化一方面反映了市场对经济基本面的预期，另一方面也表现为利率曲线的形态。银行保险等传统价值股基本面受益于利率曲线陡峭化，价值股和成长股相对表现与通胀预期呈现明显的正相关关系。
- 无论是中国还是全球大宗商品，疫情后在供给收缩和需求恢复的背景下商品价格均呈现上升趋势，市场通胀预期逐步升温。标普高盛商品指数从四月至今上升了近 40%，WIND 商品指数（中国）涨幅累计也超过 25%。在大宗商品趋势上涨的背景下，价值风格相对于成长风格或进一步走高。

图表 13：通胀预期与价值相对成长溢价：美国



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：商品期货指数明显上行

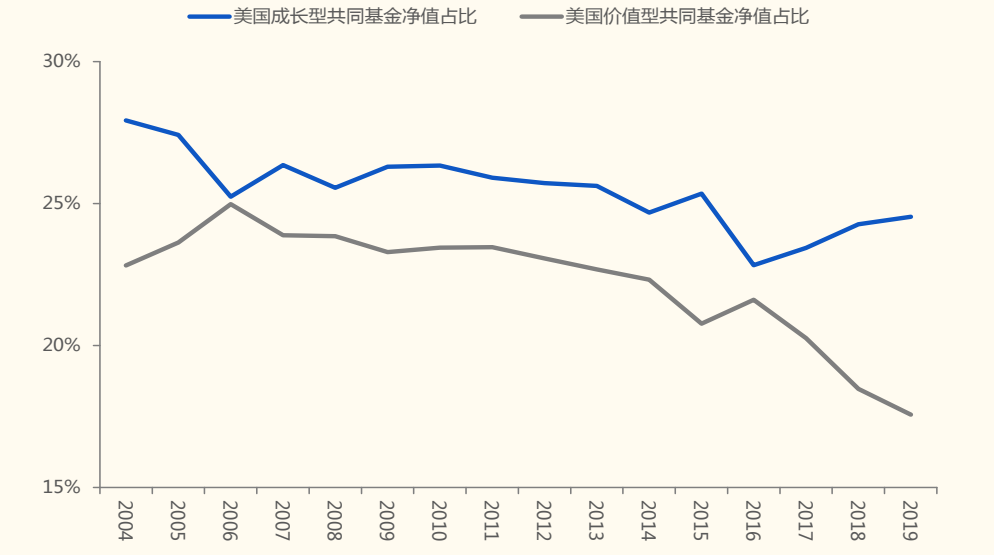


来源：Wind、国金证券研究所

2.5 资金流动强化风格趋势，新发行偏成长基金增量资金大概率高位回落

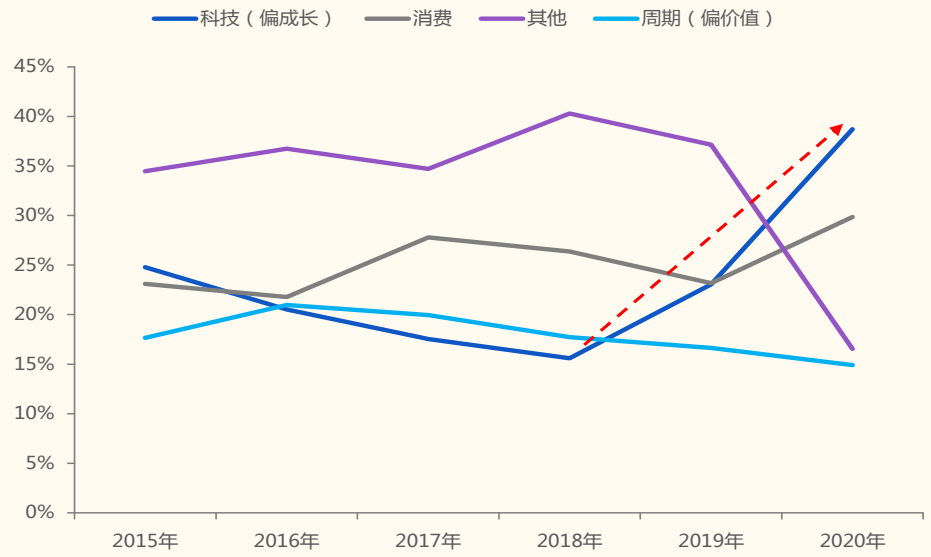
- 不同类型基金规模的变化会与市场风格形成一定的正反馈作用。根据美国不同类型共同基金净值规模占比的历史数据，2016 年以来成长股加速跑赢价值股，与此同时成长类基金规模相对价值类基金规模明显提升。就 A 股市场而言，2019 年以来科技类偏成长的主题基金规模持续增长，与市场风格形成正反馈。2020 年以来新发行基金激增，与此同时成长类主题基金占比显著提升。
- 我们预计明年新发行偏成长基金增量资金大概率高位回落。原因在于：**1）明年市场赚钱效应或趋弱，基金需求或明显回落；2）今年天量新发基金，头部基金经理管理产品数和规模均有明显提升，管理压力明显提升。**

图表 15：美国不同类型共同基金净值规模占比



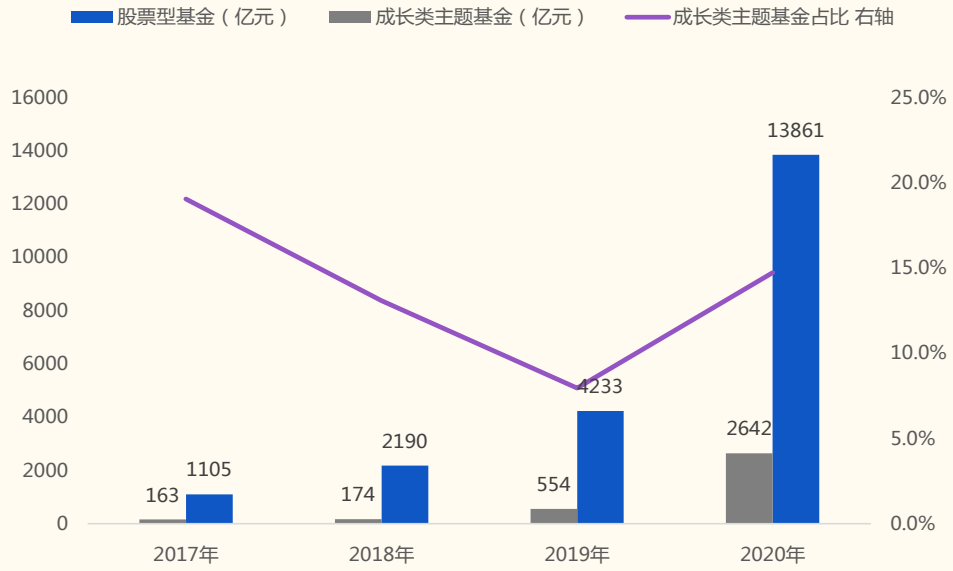
来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：A 股市场各类主题基金净值规模占比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 17：成长类主题基金新发行规模



来源：Wind、国金证券研究所

三、A 股历史上成长风格如何切换到价值风格

3.1 历史上四次典型的成长风格切换至价值风格的阶段

- 2005 年以来 A 股市场有四次典型的成长风格切换至价值风格的阶段，分别发生在 2007 年、2011 年、2014 年底和 2016 年，每一次价值回归的驱动因素各有不同。具体来看，2007 年由于经济过热驱动周期行情，价值股一路走高；2011 年经济从危机中复苏，政策上首次调控地产，对部分产业链形成压制，刺激了第二阶段的价值/成长风格切换；2014 年降息推动金融地产行情，2016 年供给侧改革推动周期行情，这两次政策的变化刺激了第三第四阶段的价值/成长风格切换。

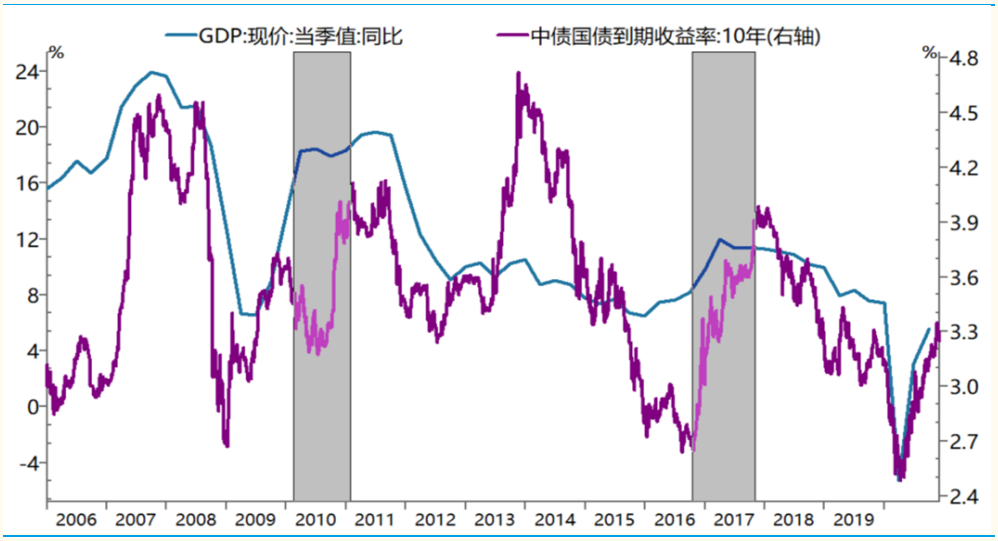
- 纵向对比来看，今年的宏观环境与 2010 年和 2017 年更为相似，均是经济企稳回升的同时政策开始由松趋紧，边际收缩。但 2010 年主导市场的核心因素是首次国家层面的地产调控，所以参考意义有限。回顾 2017 年市场特征，2017 延续了 2016 年供给侧改革的趋势，PPI 增速维持高位，在行业集中度提升的预期下，龙头公司市场表现超额收益明显。但需要强调的是自 2017 年以来 A 股市场行业估值和基本面均发生了较大的变化，其中典型的特征是当前消费和科技部分板块估值创新高。

图表 18：历次 A 股价值/成长风格切换典型阶段



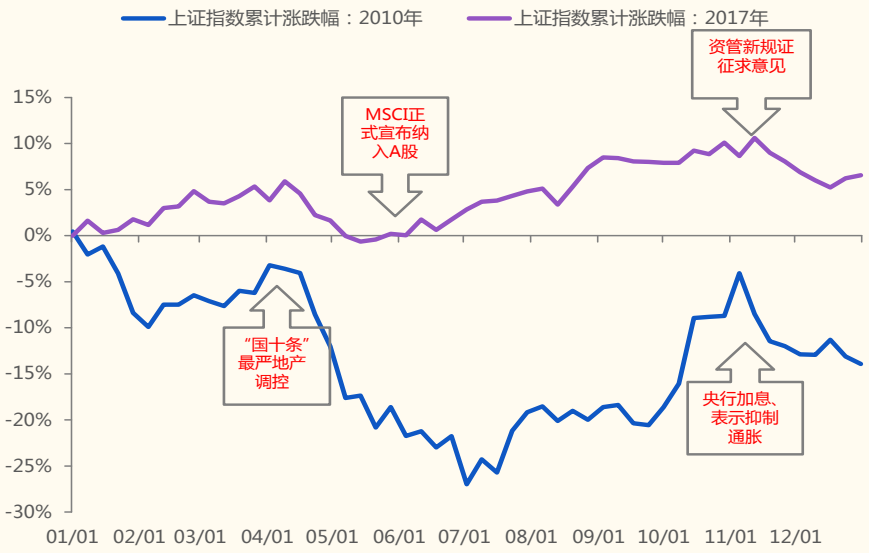
来源：Wind、国金证券研究所

图表 19：名义 GDP 和国债收益率趋势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 20：A 股市场表现：2010 年 VS 2017 年

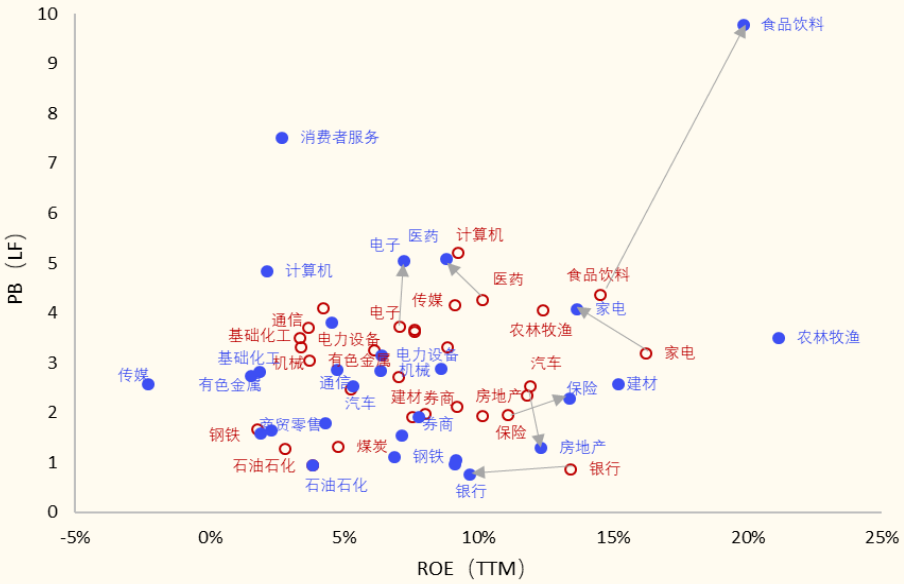


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 价值板块中金融（银行、保险）性价比较高

■ 从宏观经济环境来看，今年的国内宏观环境和 2017 年很相似，但是，从 2017 年以来部分行业估值发生了较大的变化，比如当前消费和科技部分板块估值创新高，具体来说，从 PB-ROE 的分布来看，除了食品饮料是 PB 和 ROE 同步提升，家电、医药、电子 ROE 改善并不明显，但 PB 明显提升。相对而言，金融板块仍维持相对低估值，当前低估值并没有充分对基本面边际改善进行定价，因此具有较高的性价比。

图表 21：行业 PB-ROE（蓝色为当前 11/27 数据，红色为 2017 年初数据）



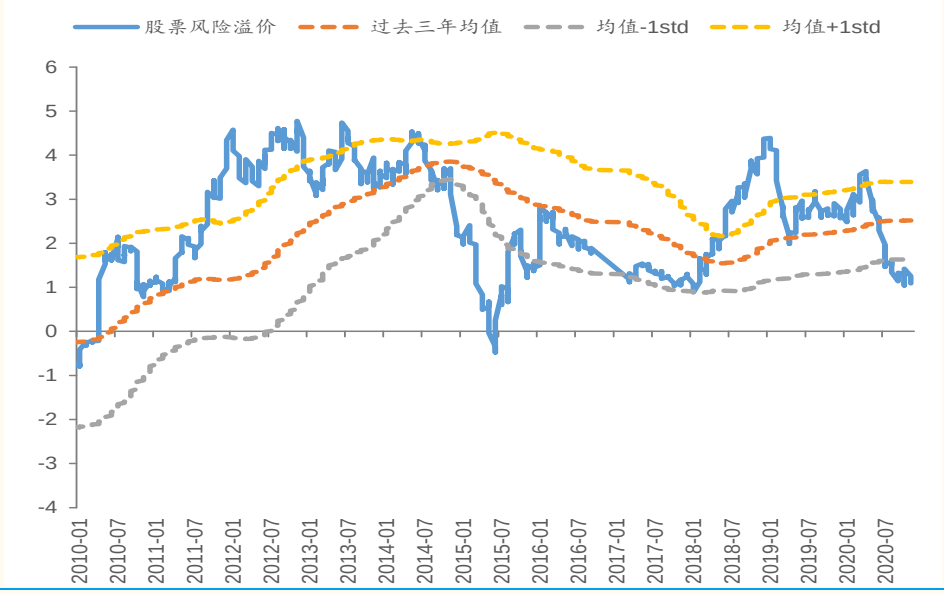
来源：Wind、国金证券研究所

四、市场展望：整体呈现区间波动趋势，围绕业绩布局

4.1 指数区间波动：向上空间有限，向下空间同样有限

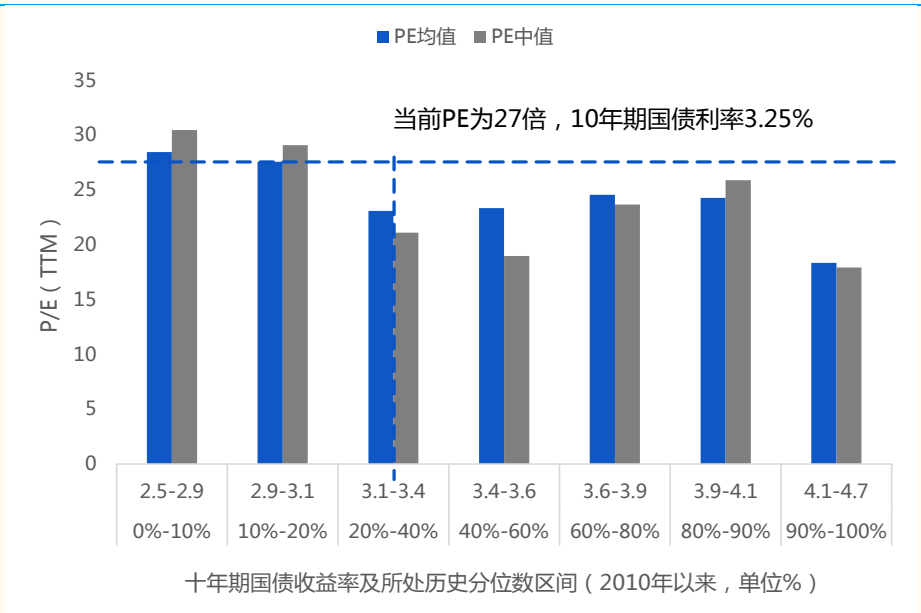
- A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯。“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。从股票风险溢价来看，当前市场风险偏好仍处在高位，风险溢价在过去三年均值的负一倍标准差的位置存在一定的均值回归压力。此外，**当前市场对资管新规到期对信用环境挤压以及拜登加税等政策对美股的影响定价相对不足，总体来说，指数区间波动，向上空间有限，向下空间同样有限。**
- 这一轮市场上行的核心推动因素是流动性宽松背景下业绩持续修复行业估值中枢不断抬升。根据十年国债收益率与 A 股估值的历史分布，当前 10 年期国债利率 3.25%，而 PE 为 27 倍，高于历史水平。当前部分板块的高估值透支了未来多年的增长，如果流动性收缩，高估值或存在一定压力。

图表 22：A 股股票风险溢价



来源：Wind、国金证券研究所

图表 23：不同利率水平下非金融A 股估值分布

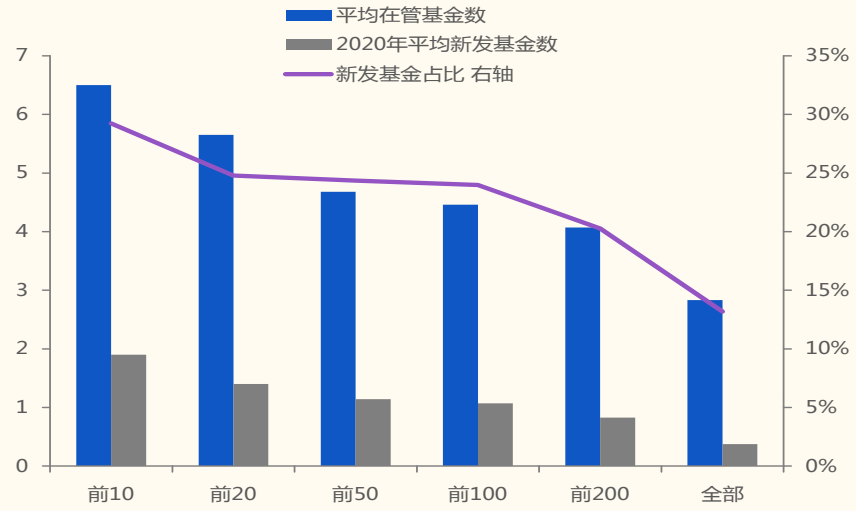


来源：Wind、国金证券研究所

4.2 新发公募增量资金大概率高位回落，外资和保险成资金主要来源

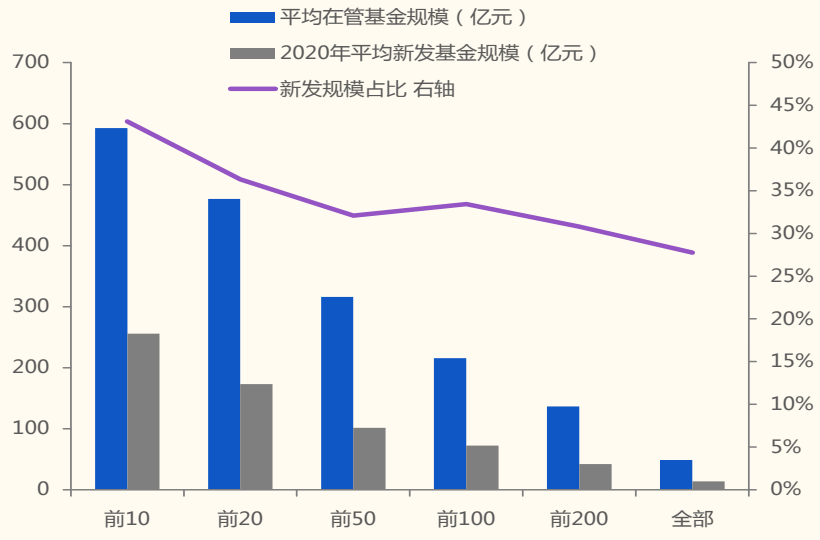
- 资金面方面，2020 年大规模密集新发基金，头部基金经理管理规模激增，新发公募基金增量资金大概率高位回落。外资和保险资金是增量资金主要来源：1）人民币升值周期有利于外资流入；2）保险资金等长期资金加大入市规模；3）资管新规延长过渡期明年到期，银行理财资金增配权益资产（这部分规模短期或相对有限）。

图表 24：在管基金规模较高的股票基金经理管理基金数



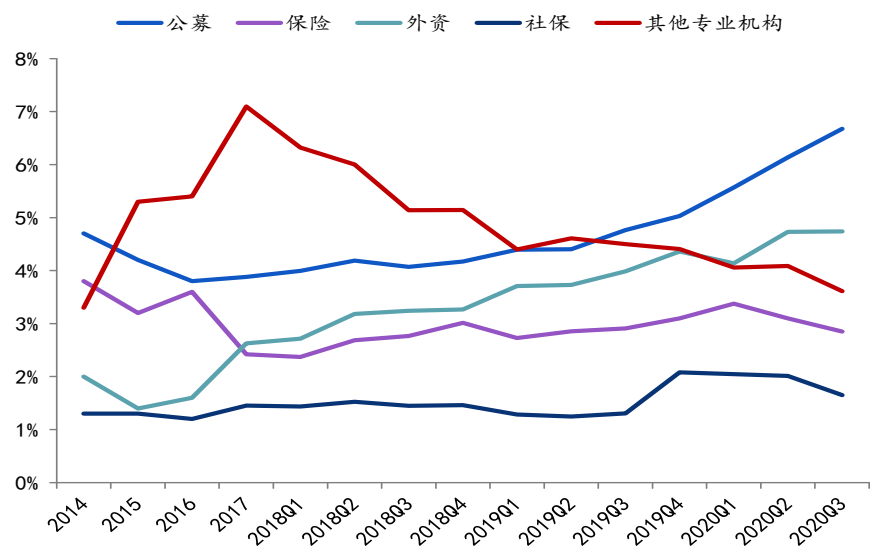
来源：Wind、国金证券研究所

图表 25：在管基金规模较高的股票基金经理管理规模



来源：Wind、国金证券研究所

图表 26：A 股各类机构投资者持仓占比（流通市值口径）

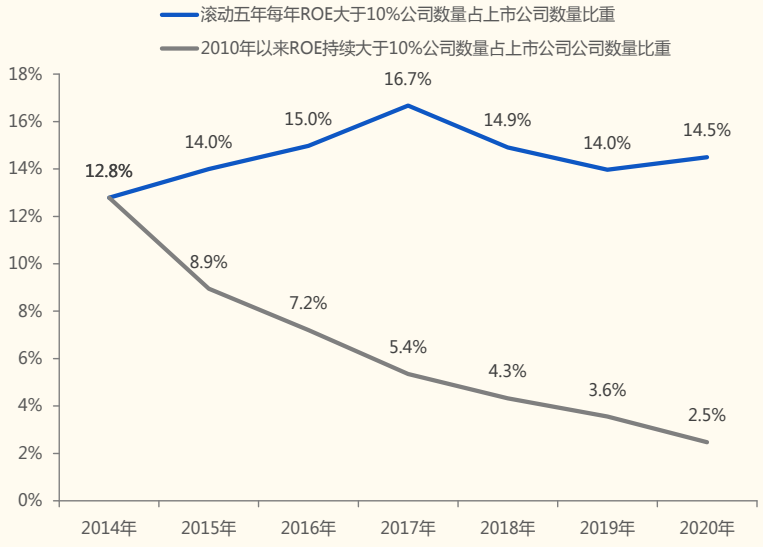


来源：Wind、国金证券研究所

4.3 围绕业绩布局：高 ROE 不稀缺，长期持续高 ROE 公司非常少

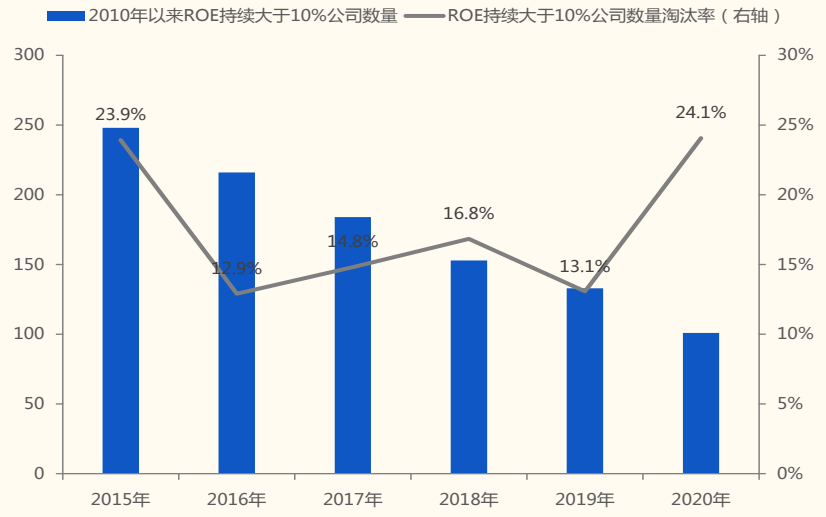
- 从 A 股的数据来看，滚动每五年 ROE 均超过 10%的上市公司数量有好几百家，占全部上市公司比重在 14%左右。但 2010 年以来 ROE 持续高于 10%的公司很稀缺，目前 A 股市场仅有 101 家公司，此外每年超过 15%的公司无法延续此前持续高 ROE 趋势。总体而言，高 ROE 不稀缺，但长期维持的公司不多。

图表 27：ROE 超过 10%的 A 股上市公司数量占比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 28：ROE 持续超过 10%公司数量和淘汰率



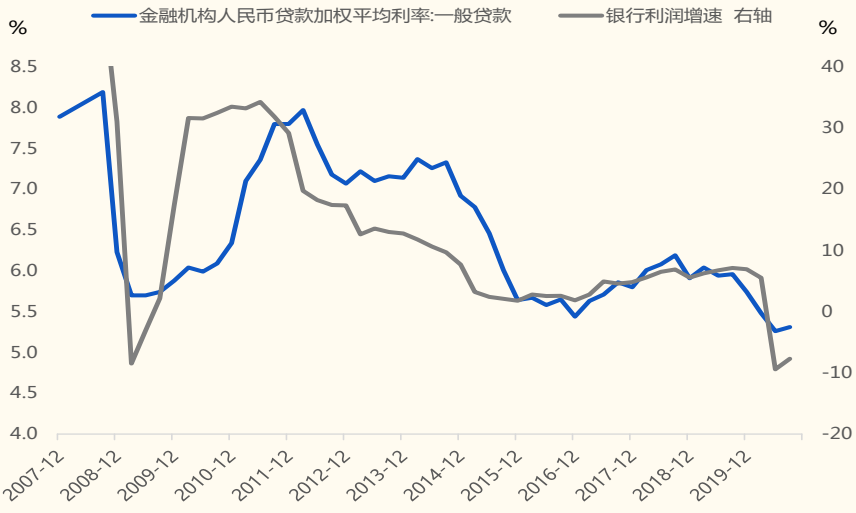
来源：Wind、国金证券研究所

五、行业配置：低估值金融、耐用消费品、涨价主线、困境反转、成长初期

5.1 低估值金融：保险、银行等

- 保险、银行等低估值金融板块一方面存在估值修复机会，另一方面受益于利率曲线陡峭化，基本面不断改善。以银行为例，银行业绩增速与加权贷款利率呈现一定的正相关关系，随着经济的复苏和通胀预期的上升，银行息差触底回升，将推动银行业绩不断改善。保险公司业绩同样会受益于利率曲线陡峭化。

图表 29：贷款利率与银行业绩增速



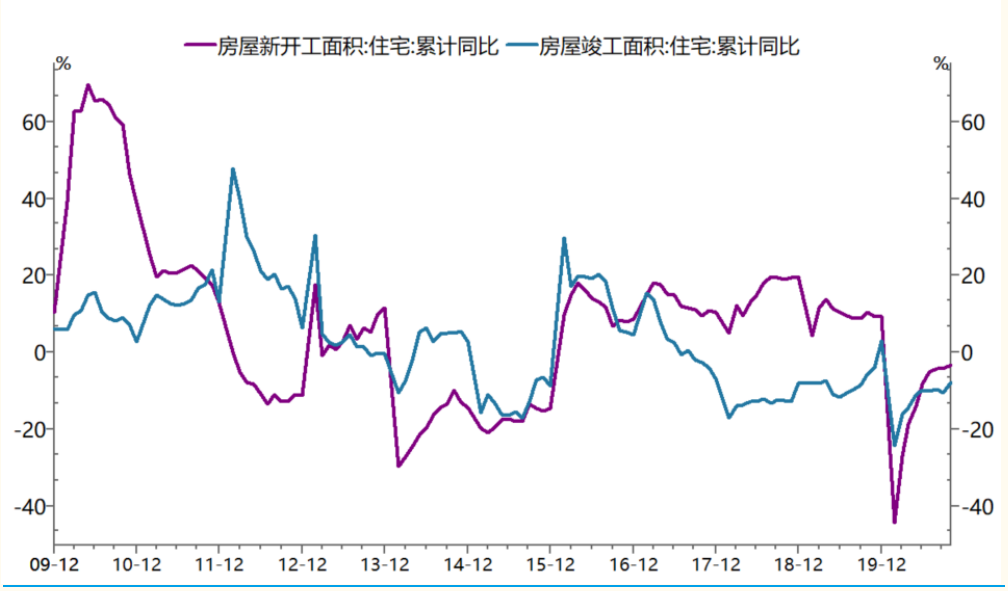
来源：Wind、国金证券研究所

5.2 耐用消费品：汽车、家电、家具、消费建材等

- 耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，同时政策刺激消费也将带来相关行业景气回升，此外明年地产竣工或维持高景气，地产

竣工产业链行业或充分受益。过去两年高增长新开工面积在疫情中断后将加速竣工，地产竣工恢复或带动下游产业链景气回升。

图表 30：地产新开工与竣工面积增速

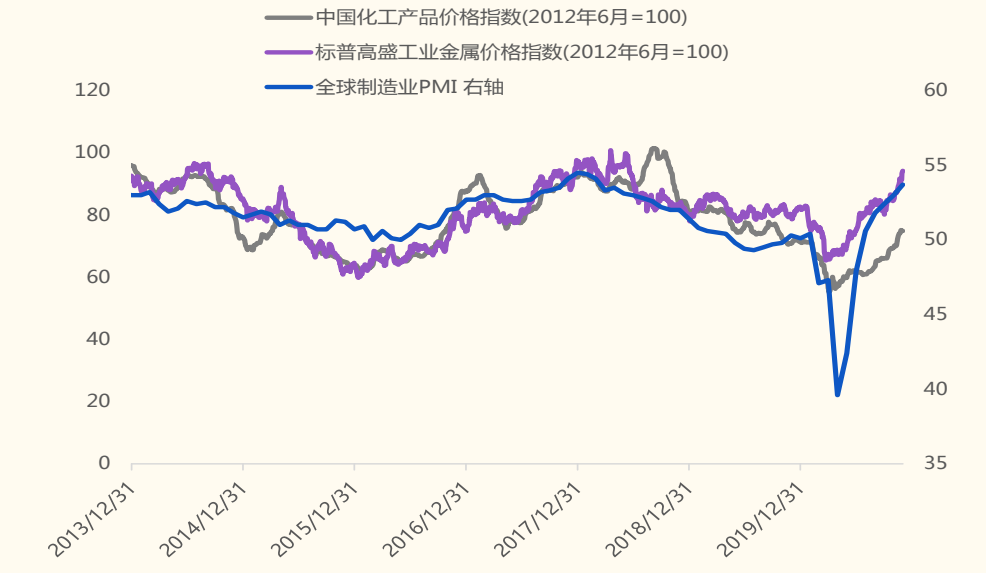


来源：Wind、国金证券研究所

5.3 涨价主线：有色、化工等

- 受益于全球需求复苏，大宗商品、工业金属和部分化工品种或构成涨价主线，特别是那些供给端结构相对优化的品种。工业金属、化工品等属于周期性较强的行业，受到全球需求周期的驱动，价格走势与全球制造业 PMI 走势相关性明显。

图表 31：工业金属和化工产品价格指数与全球 PMI

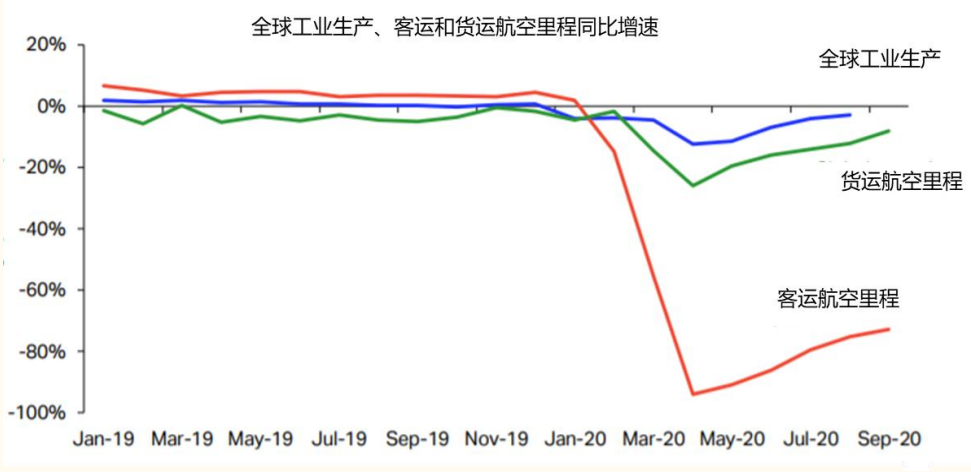


来源：Wind、国金证券研究所

5.4 困境反转：航空、机场、酒店等

- 受到消费场景限制的影响，航空、机场、酒店等在疫情中受冲击较大，后期恢复也相对滞后。对比工业生产和货运里程的增速，客运航空恢复速度较慢，截至目前仍然远远低于往前同期水平。酒店平均客房入住率 10 月已恢复到 66.1%，接近于去年同期，但仍处于负增长区间。预期疫情极大缓和后，航空、机场、酒店等行业困境反转，业绩超预期恢复。

图表 32：全球客运航空业恢复相对滞后

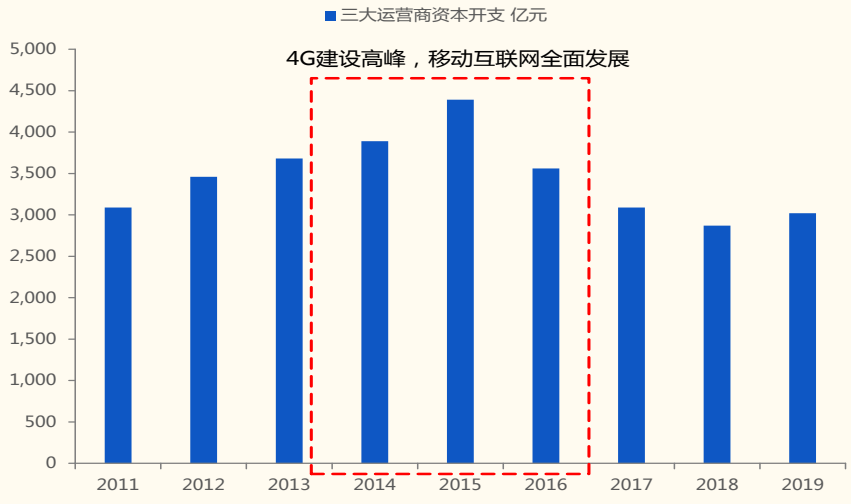


来源：Wind、国金证券研究所

5.5 成长初期：5G、AI 等

- 5G、AI 等初期成长行业长期来看具备较高的成长潜力，存在戴维斯双击机会。“十四五”规划将 5G、AI 等“新基建”行业作为未来国家战略中的重要发展目标，叠加海外技术封锁带来的技术替代需求，预期在中长期维持较高增速。明年相关产业十四五规划也将陆续出台，5G 应用或加速落地。

图表 33：三大运营商资本开支周期



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件（地缘政治风险、主权评级下调等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH