策略研究

周期不宜追涨，布局春季行情

民生 FOCUS　　2020 年 11 月 30 日

报告摘要：

● **十二月份月度策略**

当前市场的核心矛盾在于：主线的顺周期板块在目前的盈利预期下，估值切换已经渐次完成，意味着对盈利回升的预期已经基本打满，在整体拔估值较困难的背景下，行情能否继续演绎主要取决于 1、基本面修复能否超预期，2、市场不存在杀估值的系统性风险。

随着新冠疫苗的利好已经被充分的计入顺周期板块的价格中，基本面最近期的催化就主要看下月初美国财政刺激的最新进展。那么在这一空窗期内，叠加机构资金博弈四季度排名逐渐结束，顺周期板块持续上涨的阻力可能较大，相反前期不论是在空间还是时间上回调较充分的科技、医药板块里逻辑依然顺畅的个股，在本月可能会在利空充分消化或者新增订单的催化下迎来修复的机会。

当然市场临近区间上沿，甚至以上证 50 和沪深 300 为代表已经创了新高，回调的风险是存在的，但是系统性杀估值的阶段近期应该还不会到来，十月份良好的工业企业利润数据和最新货币政策表态进一步夯实了市场区间下沿的有效性。概率较小但比较重大的风险可能是：1、疫苗进展出现利空，2、十二月中旬美联储议息会议和后续美国财政刺激双双不及预期，相关事件我们将持续关注。

行业配置上，顺周期板块景气度仍将继续提升，行情会反复演绎，但目前阶段建议以持股为主，弹性较高但持续性不好的个股也可以做获利了结，逢低继续布局消费电子、医药、计算机。

● **本月重点关注的系统性因素**

重点关注以下四点：1、信用风险是否会蔓延到其它企业；2、美国财政刺激计划能否顺利推出；3、美联储议息会议宽松预期能否落地；4、中央经济工作会议对明年经济政策的定调

● **本月重点关注的产业因素**

重点关注以下两点：1、运营商 5G 三期招标情况；2、医药集采和谈判等事件的落地

● **风险提示**

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：　S0100511010001

电话：　(8610) 85127632

邮箱：　lifengyjs@mszq.com

研究助理：钱力

执业证号：　S0100119070037

电话：　(021)60876719

邮箱：　qianli@mszq.com

目录

一、行情复盘 3
二、本月重点关注的系统性因素 4
（一）信用风险是否会蔓延到其它企业 4
（二）美国财政刺激计划能否顺利推出 5
（三）美联储议息会议宽松预期能否落地 5
（四）中央经济工作会议对明年经济政策的定调 6
三、本月重点关注的产业因素 7
（一）运营商 5G 三期招标情况 7
（二）医药集采和谈判等事件的落地 7
四、十二月份投资策略 8
五、附录：流动性监测 10
（一）机构投资者持仓 10
1、公募基金行业持仓 10
2、北向资金行业净流入 10
（二）宏观流动性 11
1、资金端利率 11
2、信用利差情况 12
3、债券市场融资情况 12
4、房地产销售情况 13
5、国内通胀风险 13
6、欧美通胀风险 14
六、风险提示 14

一、行情复盘

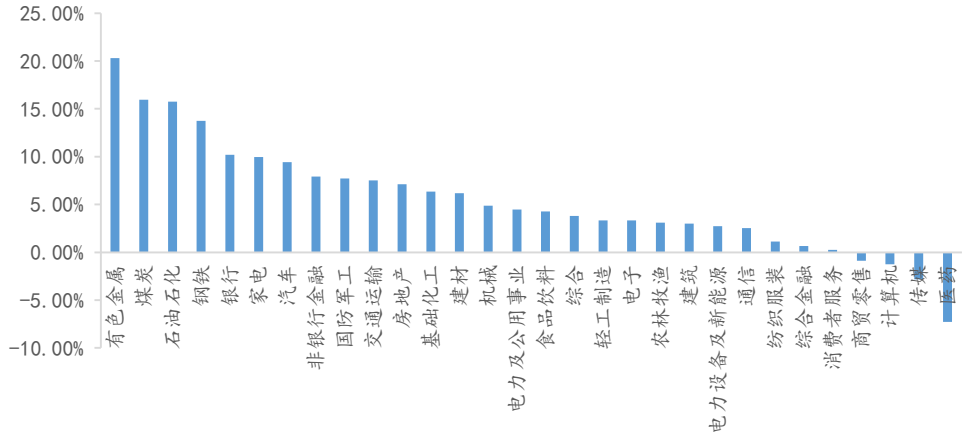
我们在十一月月度策略中提出，市场将会进入从十一月到一月下旬长达近三个月的季报空窗期，这一阶段外部因素将成为影响市场行情的主因，配置上抓住“估值切换”这一关键词，从后续验证来看，方向判断基本正确。

外部因素对市场的影响在十一月表现的尤其淋漓尽致。首先随着美国大选结果的落地，全球避险资金开启了一轮明显的互补。人民币资产方面表现为前期受压制较久的港股开始活跃，A 股内部前期受中美关系压制的半导体、通信等板块出现反弹。而拜登的上台使新能源板块完成了今年年内最后一次估值切换，短期涨幅明显。

但随着美国疫苗研发最新进展的消息传出，避险资金回补的方向被明显改变，顺周期板块交易开始成为市场的主流，并逐渐成为贯穿整个十一月的主线。服务业、汽车、家电再到资源品、大金融均在资金追捧下完成了迟到的估值切换，这背后也反映了四季度后两个月机构资金博弈排名背景下，低估值策略的极致演绎。

截止到十一月末，周期板块内的行情也开始演绎到低估值细分领域，具体表现为行情向上游资源品扩散，向大金融估值洼地扩散，在此带动下甚至沪深 300 和上证 50 突破前高。与此同时，前期回调时间和空间较充分的医药、通信、计算等板块开始出现反弹，这意味着市场主流资金开始对周期风格演绎的持续性产生了分歧，估值重新回归合理区间的科技板块再度受到关注，可能会开始分流周期板块的资金。

图 1：10 月份行业涨跌幅一览



资料来源：WIND，民生证券研究院

二、本月重点关注的系统性因素

整个十二月份仍将处于季报空窗期当中，若干宏观变量的反复拉锯将决定市场行情的走势，这些变量最终都将落脚到对基本面和流动性两个层次的扰动上。基本面方面，企业在债务到期引发信用风险与加大投资之间的摇摆会影响经济修复的持续性，而疫苗分发的进展、美国财政刺激力度将影响经济修复的弹性。流动性方面，对宽松政策预期的反复会放大估值的波动，尤其在当前 A 股和美股市场的估值水平均不低的背景下。

因此，本月遵循观察、验证、调整的一贯思路，我们重点关注以下几个系统性因素的最新进展。

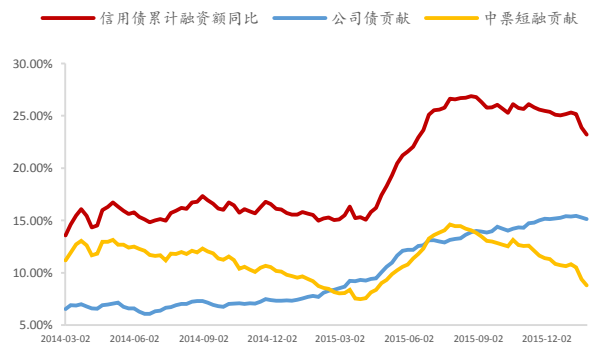
（一）信用风险是否会蔓延到其它企业

以永煤事件为代表的信用债市场风险随着金融委会议的召开，从最高层给信用债市场定了性，这次的会议直接一锤定音，对事件中的一些行为的措辞非常严厉，坚决要求整改。针对本次信用风险事件，开了金融系统最高层级的会议来讨论解决，本身就体现了监管的重视程度，紧接着永煤债务展期方案也随之出台。

但也要意识到，短期信用风险事件的平息并不代表后续就会一帆风顺，去杠杆、破刚兑是大势所趋，一个永煤的债务问题解决，背后的打破国企信仰和国企内部信用分层不可避免，明年也可能见到更多的信用风险事件出现 。而且金融委会议上也特别提到了“市场化、法制化、国际化”，市场化、法制化的意思本身就有风险自担、该破产破产、按法律办的意思，而国际化就更没有刚兑这一说。所以信用趋紧的情况不会改变，流动性难以宽裕将是持续较长时间的宏观特点。

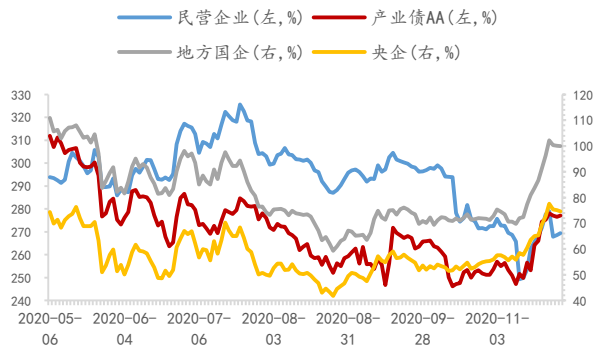
对于信用风险这一因素，我们更多以追踪为主。从央行三季度货币政策执行报告来看，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险是监管的底线，从近期银行间市场流动性情况来看，信用风险向流动性风险的传导也很快被央行 OMO 操作对冲掉，因此即使展望到明年信用风险更多将会表现为对股市情绪性的压制，和对盈利预期的影响，发展成系统性风险的可能非常小。

图 2：企业信用债融资同比增速出现下滑



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：产业债信用利差（中位数）仍处高位



资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）美国财政刺激计划能否顺利推出

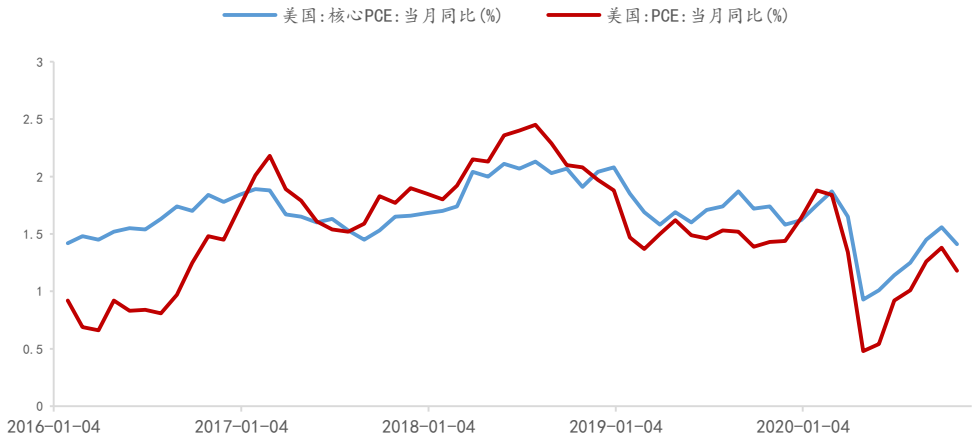
从最新的疫苗开展计划来看，欧美主要国家最快也得明年年中才能完成大部分国民的接种，这意味着虽然中期几个月后海外经济复苏是确定的，但是短期从今年冬季到明年春季几个月时间内，海外经济仍将充满不确定性。

美联储主席鲍威尔在十一月中旬的发言也暗示，美国经济存在二次回落的风险，从数据上看十月份美国 PCE 和核心 PCE 均出现下滑，分别从 1.38%和 1.56%下降到 1.18%和 1.41%，结构上外出就餐和食品成本上涨，但服装和家居摆设等物品价格在下降，这一结构特点意味着美国民众受疫情影响囤积食物的需求在上升，但其它消费需求仍然很疲软，尤其服装和家居主要进口自中国，人民币升值本应带动价格回升的。

从财政刺激对经济拉动的必要性上看，美国国会此前批准的两项临时刺激计划：“大流行失业援助计划”和“大流行紧急失业补偿”将于今年 12 月 26 日到期，1200 万人可能会失去失业救济金，这不仅意味着一部分家庭将无力支付最基本的生活开支，也意味着商品和服务类消费的潜在减少，这将直接影响后续美国经济的修复。

从时间节点验证上看，明年一月五号的美国参议院选举是决定性因素，一个民主党总统和共和党参议院的政治格局将掣肘最终推出的财政政策的规模和方向。但在此之前的十二月份内，市场的预期应该就开始演绎，就像十一月初对美国大选的反映一样，因此需要提前重点关注。

图 4：10 月份美国 PCE 和核心 PCE 出现下滑



资料来源：WIND，民生证券研究院

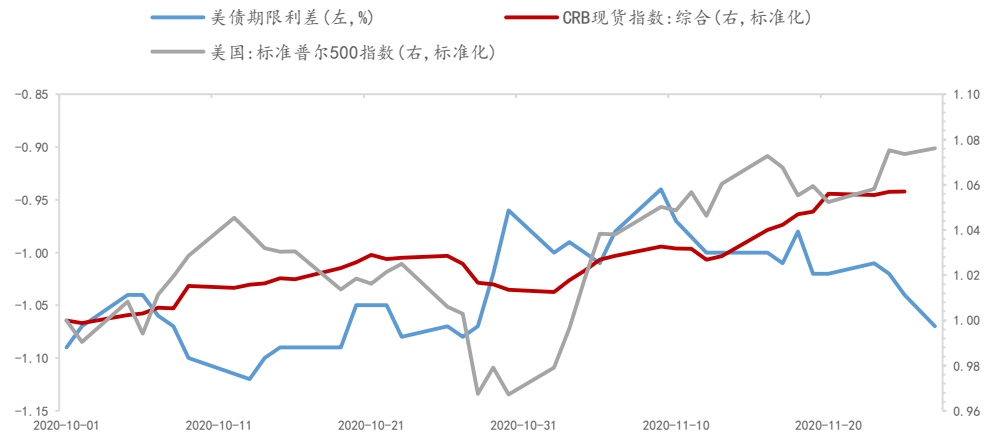
（三）美联储议息会议宽松预期能否落地

由于当前美国财政刺激计划仍然有很大的不确定性，尤其涉及到参众两院的选举等政治性因素，新一轮财政刺激最早很有可能要到明年一季度才能出台。近期甚至发生了美联储和美国财政部之间的争端，财政部试图从美联储那里要回 4290 亿美元尚未用完的紧急贷款工具资金。因此市场对美联储将加码宽松的预期不断升温，十二月中旬美联储将召开年内最后一次议息会议，多家海外机构预计美联储将提高其购买债券的平均期限，也即扭曲操作，以压降期限利差。

这就导致在目前的全球资本市场可以观察到一个很明显的矛盾，即大宗商品市场和股市普遍在交易再通胀，但美国国债的期限利差却并未陡峭化。对于股市而言，本次美联储议息会议如果确能提高对长债的购买，那么较低水平的无风险利率就会保持更长时间，这不仅对支撑当前美股的估值水平具有重要意义，也会通过提振北向资金风险偏好的方式影响到 A 股的估值波动。在信用周期预期见顶的国内流动性环境下，外资将会是影响市场最重要的边际资金。

如果月中的美联储会议没能通过这一决定，那么股市的再度上涨边际上就将完全取决于经济复苏利好的催化，这将使得所有的注意力都集中在第二个因素美国财政刺激计划上，而一旦刺激不达预期，即流动性宽松和财政刺激双落空，那么市场的调整将不可避免。

图 5：风险资产交易再通胀之际美债期限利差持续走低



资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）中央经济工作会议对明年经济政策的定调

今年的股市行情在很大程度上得益于流动性宽松给与的良好宏观环境，突出表现为一二季度流动性托底股价，三、四季度不少个股提前进行估值切换，打满明年的业绩复苏预期。因此明年的行情尤其会受到政策层面的扰动，包括但不限于流动性宽松政策退出的节奏，涉及业绩增长持续性和弹性相关的产业政策支持、经济结构升级方向。因此对于本月中旬左右即将召开的中央经济工作会议要特别重视。

三、本月重点关注的产业因素

（一）运营商 5G 三期招标情况

本轮通信行业 5G 板块的行情起始于 2019 年 12 月后对 5G 规模化建设的预期。今年，国内三大运营商开启 5G 二期招标，正式拉开 5G 建设的序幕。从产业链上看，今年上半年作为新基建的重要抓手，三大运营商均明显加快了 5G 建设节奏，甚至提前一个季度完成了全年 5G 建设目标，下游基站、传输设备等景气度提升明显。但下半年运营商对 5G 设备的需求明显放缓，造成下游设备厂商营收季度性承压。投资者也随着将通信板块以周期股的策略操作，相关个股价格回调明显，以一年期预测 PE 来看，已经明显跌回估值区间下沿。

展望 21 年来看，5G 建设会有两个增长方向，一是欧洲、中东、拉丁美洲等地区的 5G 部署浪潮即将到来，二是 21 年国内可能会有更大规模 5G 建设需求，预计国内运营商仍将持续增加 21 年 5G 资本开支，因此赛道景气度可能迎来重新上行。近期一个重点关注节点就是十二月底（也可能迟至明年初）运营商 5G 三期招标情况。

（二）医药集采和谈判等事件的落地

7、8 月份以来，受高值耗材集采和医保谈判不确定性的影响，医药板块回调明显。整体来看，今年医药板块在国产替代和疫情冲击，叠加流动性宽松的背景下，盈利预期普遍打的比较慢，集中体现为细分赛道龙头公司估值持续高位。但相比于另一大疫情受益板块的食品饮料，医药板块极易受政策变动影响，因此能够提前于市场开始回调消化。

从景气度层面上看细分赛道情况，创新药可能受十二月底医保谈判影响持续受到情绪压制，但对于潜在的降费可能已经充分反映在定价中。CXO 板块从订单储备来看能够支撑明年的业绩增长，不确定性也是在医保谈判的情绪压制上。而疫苗和非集采方向的医疗器械仍然处于较确定的产业上升期。因此整体来看，目前整个板块已经处于估值充分回调，但由于不确定性存在而正当筑底的阶段。

微观上也可以观察到一些底部的信号。在 A 股医药赛道回调的时候，港股的医药股已经开始触底反弹，有几个重要的信号值得关注：一是微创医疗作为前期心血管领域集采被明显影响的标的，十一月份已经反弹了 27%，这意味着市场对即使受疫情影响，但平台型的龙头公司依然看好；二是锦欣生殖十一月份上涨 40%，A 股药房股近几日也略有反弹，体现了市场对医药板块的投资重点转向了消费医药方向。

不确定性方面重点关注本月集采和谈判相关事件的落地，目前医保目录调整工作稳步推进，预计近期就会陆续开展相关品种谈判。

四、十二月份投资策略

表1：板块配置思路

板块名称	主要赛道	配置思路	持仓建议
大消费	**刚需消费品**（调味品、乳制品、速冻食品、造纸、文具等）， **可选消费品**（白酒、啤酒、休闲食品、家电、化妆品等）， **社会服务**（酒店、旅游、餐饮、教育 、航空、超市、免税、快递、游戏等）	大消费板块投资重点转向明年经济正常化下的业绩修复，推荐关注服务业（酒店/餐饮/旅游/航空）和连锁门店尚未恢复的休闲食品	板块内调仓
高端制造	**汽车**（零部件、锂电池、整车）， **消费电子**（元件、模组、面板、半导体等）， **光伏**	1、消费电子板块内明年 iphone、airtag、miniled、下半年 airpods 等景气度仍会明显上行，叠加集中度提升，平台型公司出海，明年行情仍会反复演绎 2、整车行情的背后是国产品牌崛起、产业集中度提升、锂电化的中长期趋势，目前整车的景气度可以看到明年一季度，业绩仍有超预期可能 2、锂电池整体行业空间较大，产业趋势明显，明年仍会反复演绎	板块内调仓
信息化	**5G 通信**（无线网、设备商等）， **云计算**（光通信、服务器、IDC 厂商等）， **软件**（产业软件、网络安全、安防、汽车智能座舱等）	1、三期运营商招标即将落地，景气度有望触底反弹，关注 5G 板块内的设备商、光模块等赛道 2、5G 和云计算驱动下，IDC 厂商仍处于景气上行阶段，叠加国内 REITs 加速推进的利好 3、产品标准化、云化的龙头软件厂商属于 A 股中的稀缺标的，充分回调之后仍具配置价值	加仓
医药	**创新药**（CXO、药企）， **医疗器械**（诊断、骨科、眼科、心血管、口腔等）， **消费医药**（医疗服务、疫苗、血制品、胰岛素、中药等）	年底前谈判和集采压力会是压制医药板块重新上涨的主要因素，但被错杀的部分个股已经开始跌出安全边际	加仓
周期	**地产**（家居、建材等）， **基建**（工程机械、建材、建筑等）， **通胀**（化工、资源品等）， **金融**（保险、证券、银行）， **农业**	1、周期板块受益全球经济共振复苏的预期，预计行情仍会反复演绎，继续推荐化工+有色兼具进攻和价值的组合，但阶段性预期已经打满，等待进一步催化 2、金融板块仍是市场为数不多的低估值洼地，推荐保险/优质银行个股	持有

资料来源：WIND，民生证券研究院

当前市场的核心矛盾在于：主线的顺周期板块在目前的盈利预期下，估值切换已经渐次完成，意味着对盈利回升的预期已经基本打满，在整体拔估值较困难的背景下，行情能

否继续演绎主要取决于1、基本面修复能否超预期，2、市场不存在杀估值的系统性风险。

随着新冠疫苗的利好已经被充分的计入顺周期板块的价格中，基本面最近期的催化就主要看下月初美国财政刺激的最新进展。那么在这一空窗期内，叠加机构资金博弈四季度排名逐渐结束，顺周期板块持续上涨的阻力可能较大，相反前期不论是在空间还是时间上回调较充分的科技、医药板块里逻辑依然顺畅的个股，在本月可能会在利空充分消化或者新增订单的催化下迎来修复的机会。

当然市场临近区间上沿，甚至以上证50和沪深300为代表已经创了新高，回调的风险是存在的，但是系统性杀估值的阶段近期应该还不会到来，十月份良好的工业企业利润数据和最新货币政策表态进一步夯实了市场区间下沿的有效性。概率较小但比较重大的风险可能是：1、疫苗进展出现利空，2、十二月中旬美联储议息会议和后续美国财政刺激双双不及预期，相关事件我们将持续关注。

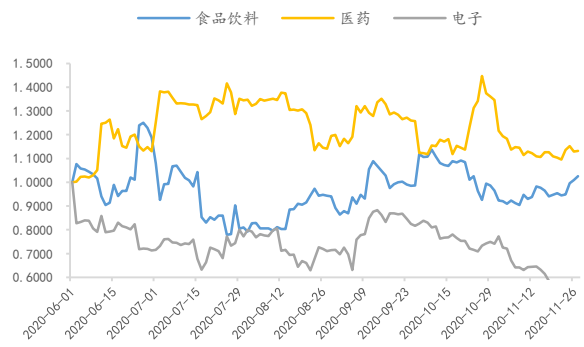
行业配置上，顺周期板块景气度仍将继续提升，行情会反复演绎，但目前阶段建议以持股为主，弹性较高但持续性不好的个股也可以做获利了结，逢低继续布局消费电子、医药、计算机。

五、附录：流动性监测

（一）机构投资者持仓

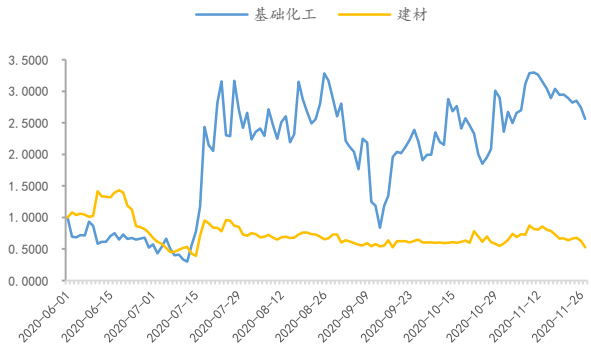
1、公募基金行业持仓

图 6：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



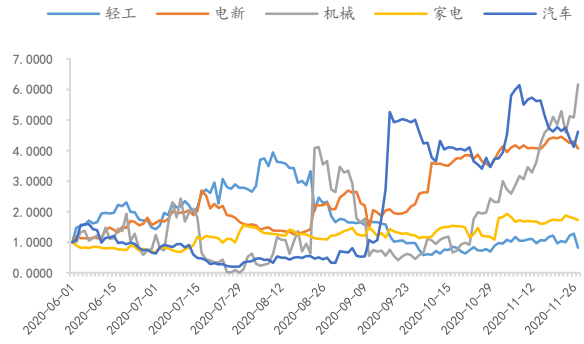
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



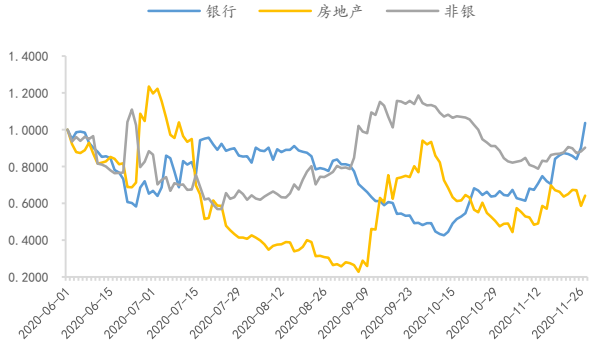
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

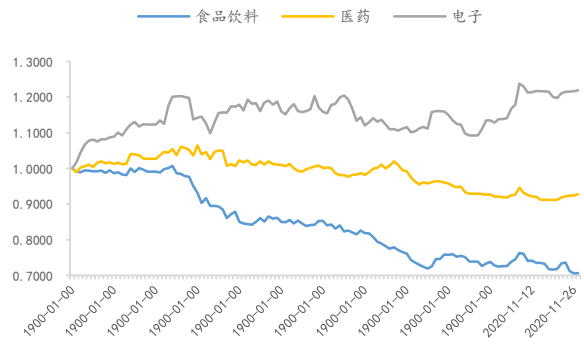
图 9：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

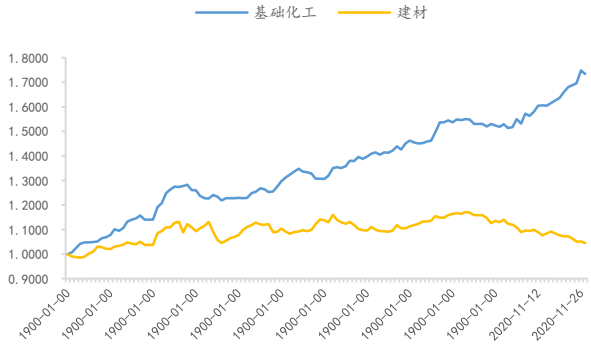
2、北向资金行业净流入

图 10：北向资金行业净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



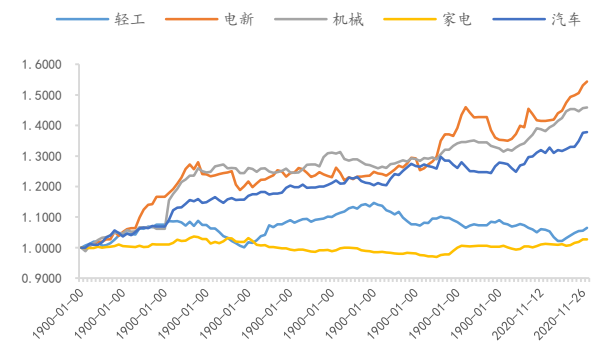
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：北向资金行业净流入：化工、建材（标准化后）



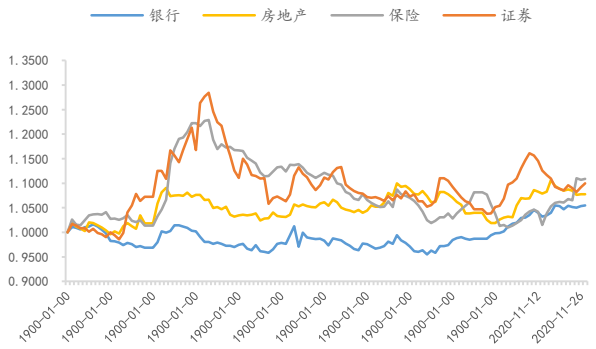
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：北向净流入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：北向资金行业净流入：银行、地产、非银（标准化后）

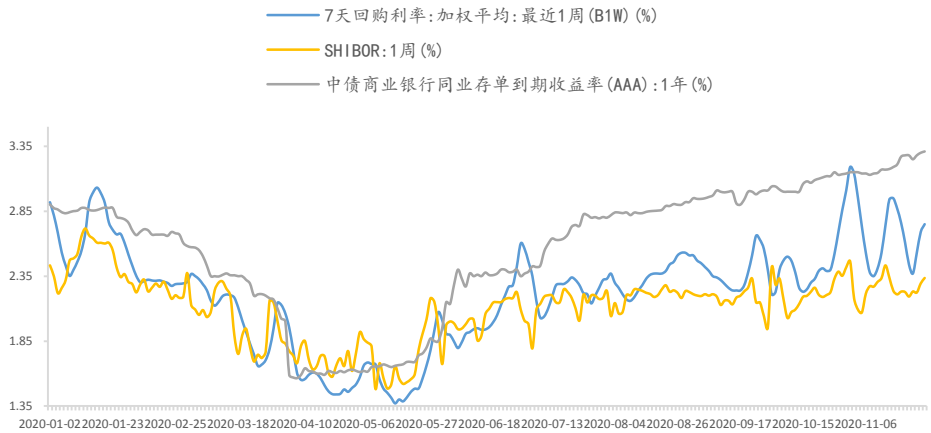


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）宏观流动性

1、资金端利率

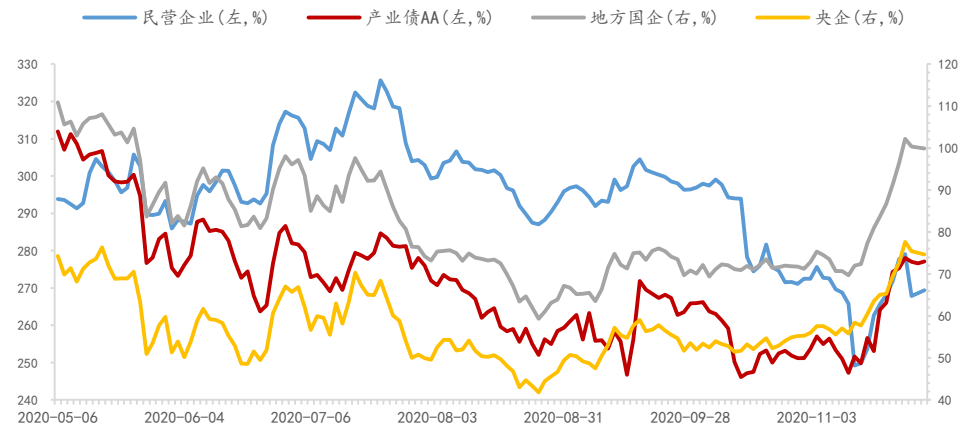
图 14：资金端利率变动情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

2、信用利差情况

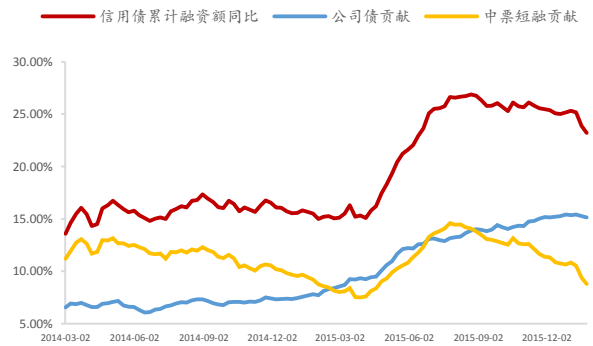
图 15：产业债信用利差（中位数）变动情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

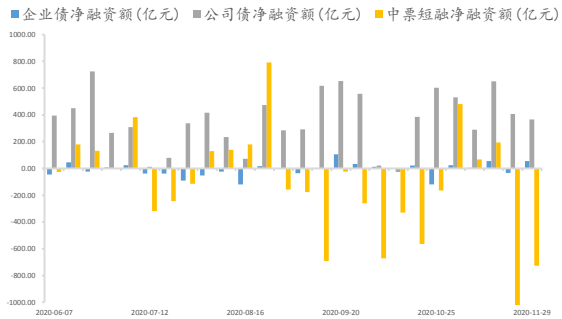
3、债券市场融资情况

图 16：企业信用债融资同比增速情况



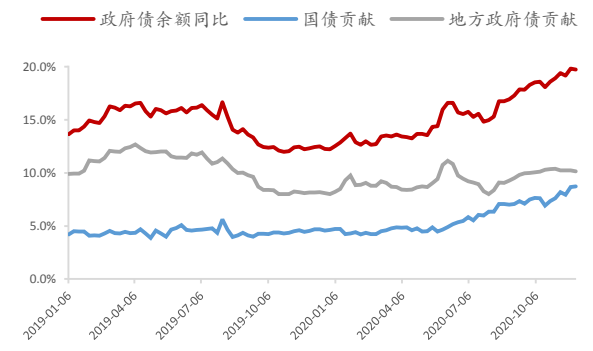
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：企业信用债净融资额边际变化情况



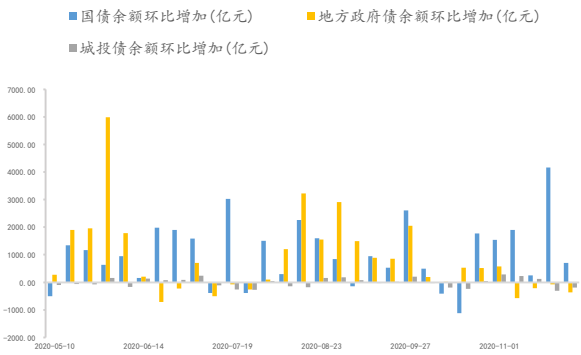
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：政府债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

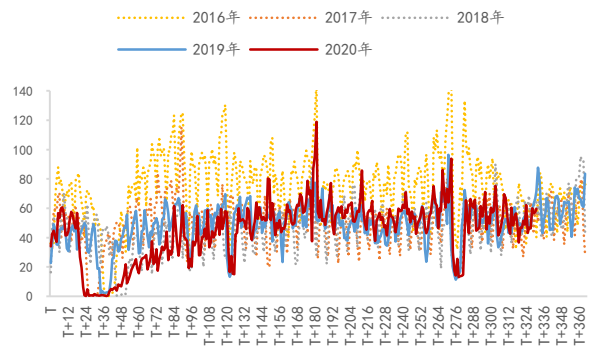
图 19：政府债融资环比变化情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

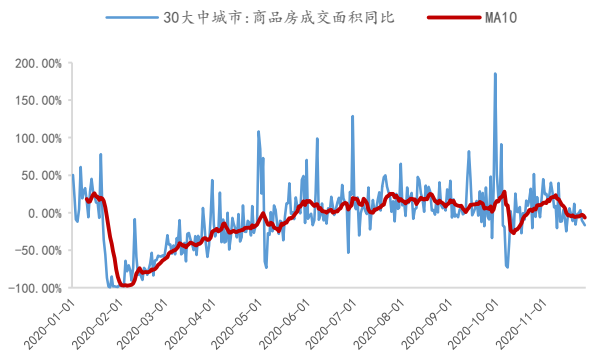
4、房地产销售情况

图 20：30 大中城市房地产成交面积(万平方米)



资料来源：WIND，民生证券研究院

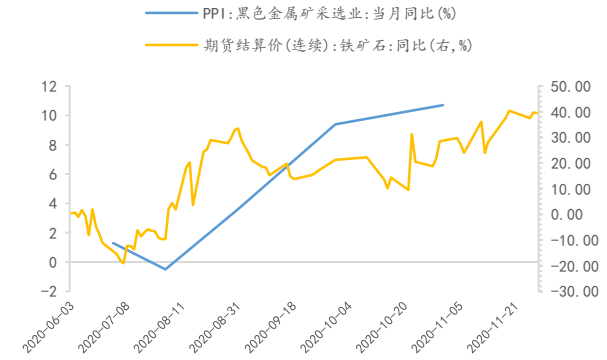
图 21：30 大中城市房地产成交面积同比



资料来源：WIND，民生证券研究院

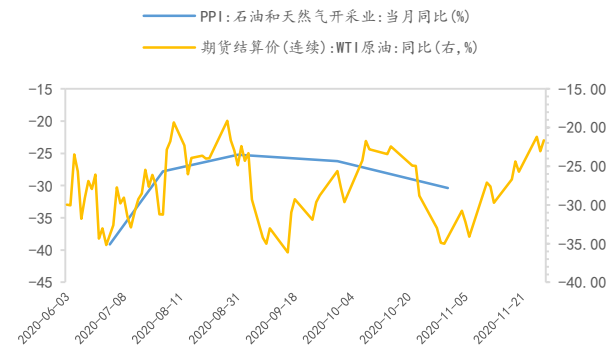
5、国内通胀风险

图 22：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



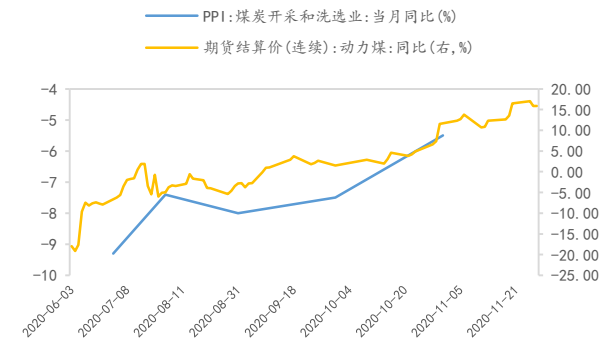
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 23：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



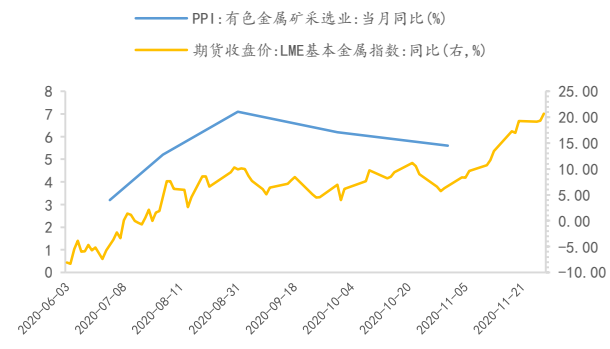
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 24：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



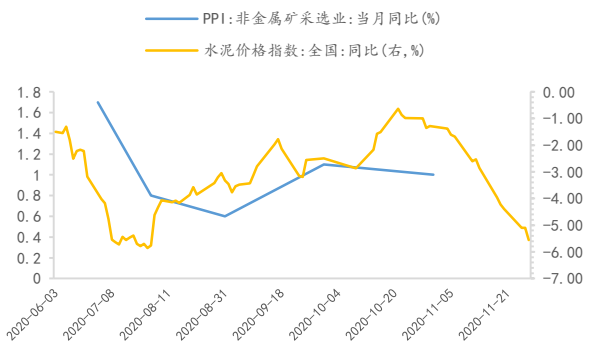
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：有色系分项 PPI 及其前瞻指标



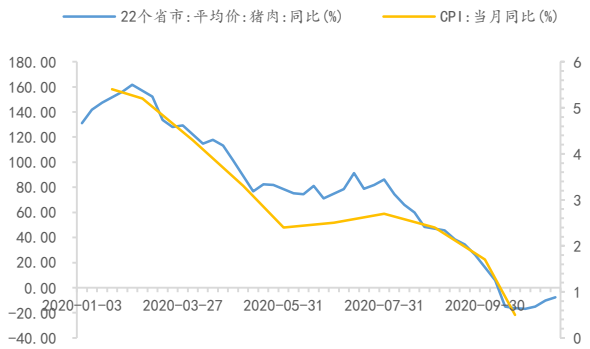
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 26：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

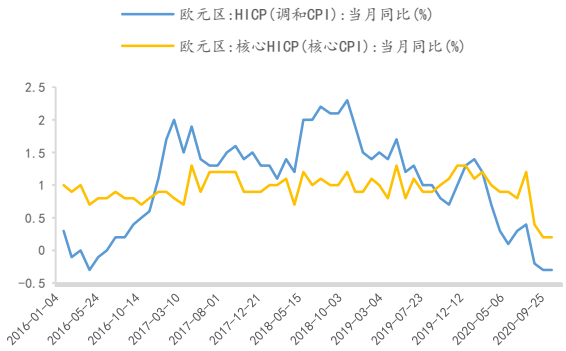
图 27：CPI 及其主要影响指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

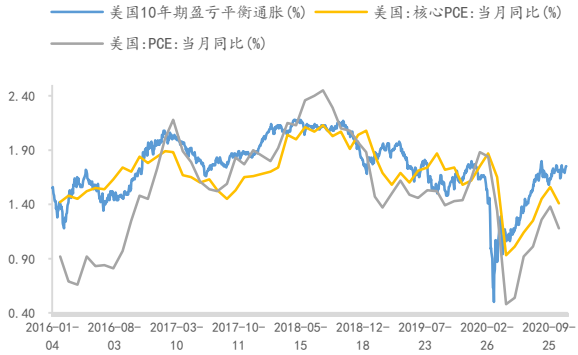
6、欧美通胀风险

图 28：欧元区通胀水平跟踪



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 29：美国通胀水平跟踪



资料来源：WIND，民生证券研究院

六、风险提示

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

插图目录

图 1：10 月份行业涨跌幅一览.....3
图 2：企业信用债融资同比增速出现下滑.....4
图 3：产业债信用利差（中位数）仍处高位.....4
图 4：10 月份美国 PCE 和核心 PCE 出现下滑.....5
图 5：风险资产交易再通胀之际美债期限利差持续走低.....6
图 6：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....10
图 7：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....10
图 8：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....10
图 9：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....10
图 10：北向资金行业净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....10
图 11：北向资金行业净流入：化工、建材（标准化后）.....10
图 12：北向净流入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....11
图 13：北向资金行业净流入：银行、地产、非银（标准化后）.....11
图 14：资金端利率变动情况.....11
图 15：产业债信用利差（中位数）变动情况.....12
图 16：企业信用债融资同比增速情况.....12
图 17：企业信用债净融资额边际变化情况.....12
图 18：政府债融资同比增速情况.....12
图 19：政府债融资环比变化情况.....12
图 20：30 大中城市房地产成交面积(万平方米).....13
图 21：30 大中城市房地产成交面积同比.....13
图 22：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....13
图 23：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....13
图 24：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....13
图 25：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....13
图 26：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....14
图 27：CPI 及其主要影响指标.....14
图 28：欧元区通胀水平跟踪.....14
图 29：美国通胀水平跟踪.....14

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

钱力，策略研究员，美国杜兰大学金融学硕士，三年宏观策略研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。