如何看现阶段美股波动的上升

——川财投研看世界系列之二十七（20201020）

核心观点

❖ **美股现阶段的估值偏高且盈利能力减弱，预计震荡还未结束。**2020 年 9 月美股出现了明显回调。由于今年二季度以来美股的短时大幅上涨很大程度上建立在美联储释放大量流动性的基础上，考虑到现阶段美国整体货币政策的想象空间较为有限，预计未来一段时间货币政策对市场的整体支撑力度将存在一定的不确定性和挑战。值得注意的是，现阶段的美股估值偏高，标普 500、道琼斯工业指数和纳斯达克指数的 PE 处于近 20 年除互联网泡沫破灭时期以外的历史最高区间，且美股盈利能力下降，预计美股的高波动期还未结束。

❖ **美股市场出现了明显的交易过热和市场拥挤的情况。**纳斯达克指数在 2020 年二季度单季上涨幅度达到 30.63%，涨幅仅次于互联网泡沫破灭前 1999 年四季度的 48.18%。纳斯达克指数在 2020 年二季度单季成交量达到 2477.34 亿股，为史上单季最大成交量。此前纳斯达克指数最大的单季成交量发生在 2001 年一季度，为 1185.33 亿股。2020 年三季度纳斯达克指数成交量依然处于高位，成交量达到 2327.73 亿股。

❖ **美股市场避险情绪明显上升。**现阶段全球地缘政治风险因素将一定程度上影响美股的走势，叠加美国大选带来的政治不确定性的上升，预计地缘政治问题还将在未来一段时间引发美股的波动。现阶段发达市场的避险情绪较为明显，今年以来发达市场国债热度明显上升，多个发达市场国债收益率创历史新低。此外，今年金价的上涨除了受美联储降息等流动性释放因素的影响以外，也反映了市场较高的避险情绪。

❖ **现阶段美国经济形势难以对美股市场形成强劲支撑。**美国经济自今年 4 月触底以来，虽然现阶段有一定恢复，但经济情况离疫情之前的水平仍有明显差距。鉴于美国现阶段经济基本面情况，预计美股要完全企稳还存在一定的阻力。从通胀水平、就业和消费等经济指标来看，现阶段美国经济尚未企稳，预计美股波动偏高的态势短期难以结束。

❖ **现阶段疫情对美股市场构成一定压力。**今年 10 月以来，美国新冠疫情形势出现了明显反弹。当前阿拉斯加州和科罗拉多州等超过 20 州近日来每日新增病例上升较为明显，美国中西部感染情况较为严峻。考虑到秋冬季节的到来，且美国尚未采取较强的管控措施，不排除疫情未来仍有进一步蔓延的可能性。抗疫措施方面，多项疫苗实验因为安全原因被迫暂停。考虑到疫苗现阶段大概率无法快速有效地大规模应用于市场，预计未来一段时间美股市场的信心仍将受到一定影响。

❖ **风险提示：**经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2020/10/20

分析师

陈 雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、美股现阶段的估值偏高和避险情绪上升 4
1.1 现阶段的美股估值偏高，盈利能力有所下滑 4
1.2 2020 年 9 月美股的回调 8
1.3 现阶段美股的交易过热和避险情绪上升 10

二、美国经济基本面和疫情对美股的影响 13
2.1 美国现阶段经济基本面给美股带来一定挑战 13
2.2 现阶段疫情对美股市场构成压力 16

图表目录

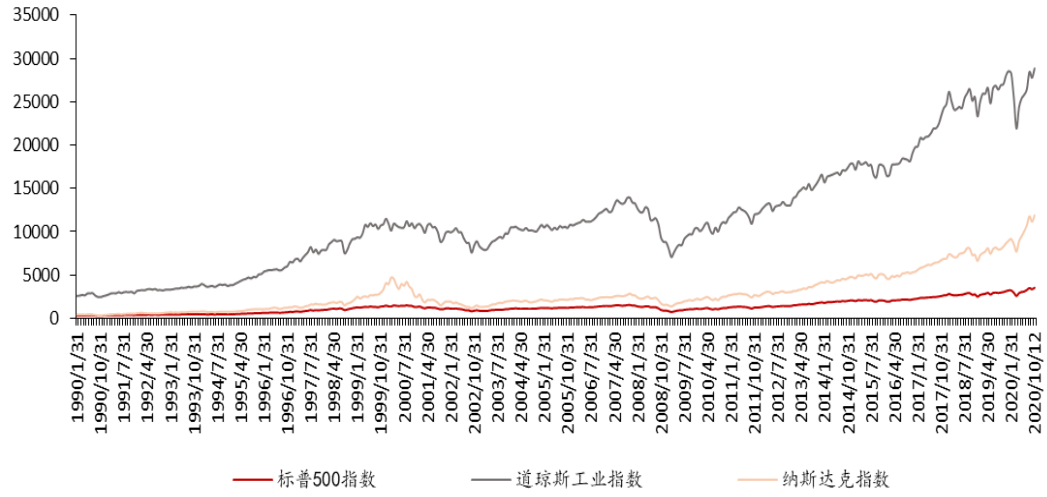
图 1：标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数走势 4
图 2：美股三大指数 PE 5
图 3：美股三大指数 EPS（最近加权每股收益）（美元） 5
图 4：美股三大指数的 ROE(%) 6
图 5：标普 500 信息技术指数和标普 500 非必需消费指数走势 6
图 6：标普 500 非必需消费指数的 PE、PB 和 EPS 7
图 7：标普 500 非必需消费指数的 ROA 和 ROE(%) 7
图 8：标普 500 信息技术指数的 PE、PB 和 EPS 8
图 9：标普 500 信息技术指数的 ROA 和 ROE（%） 8
图 10：2020 年 9 月全球多个股票市场表现（%） 9
图 11：2020 年 9 月美股不同行业的表现（%） 9
图 12：2020 年 3 月-8 月反弹较大的明星科技股在 2020 年 9 月出现明显回调（%） 10
图 13：纳斯达克指数走势和成交量 10
图 14：贝莱德全球地缘政治风险指数 11
图 15：全球地缘政治风险和股市的关系 11
图 16：标普 500 恐慌指数（VIX） 12
图 17：主要发达市场十年期国债收益率（%） 12
图 18：伦敦金走势（美元/盎司） 13
图 19：美国 GDP 环比折年率（%） 14
图 20：美国 CPI 当月同比增速（%） 14
图 21：美国核心 CPI 当月同比增速（%） 14
图 22：美国 ISM 制造业 PMI 15
图 23：美国 ISM 非制造业 PMI 15
图 24：美国 MARKIT 制造业 PMI 15
图 25：美国 MARKIT 服务业 PMI 15
图 26：美国失业率（%） 16
图 27：美国新增非农就业人数（千人） 16
图 28：美国消费者信心指数 16
图 29：美国新冠疫情每日新增病例 17
图 30：美国感染新冠疫情总人数 17
图 31：加利福尼亚州感染新冠疫情每日新增人数 18
图 32：佛罗里达州感染新冠疫情每日新增人数 18
图 33：德克萨斯州感染新冠疫情每日新增人数 18
图 34：伊利诺伊州感染新冠疫情每日新增人数 18
图 35：阿拉斯加州感染新冠疫情每日新增人数 19
图 36：科罗拉多州感染新冠疫情每日新增人数 19

一、美股现阶段的估值偏高和避险情绪上升

1.1 现阶段的美股估值偏高，盈利能力有所下滑

美股在今年 2 月至 3 月出现短时大幅回撤之后，由于美联储释放了大量流动性，美股三大指数均走出迅速回升的行情。在今年 4 月以来的涨幅抹平前期的下跌之后，美股三大指数还出现了上涨。2020 年初至 2020 年 10 月 12 日，标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数分别上涨了 9.39%、1.05%和 32.36%。近期美股的波动有所上升，在刚刚过去的 9 月美股市场出现了较为明显的回调。今年二季度以来美股的短时大幅上涨很大程度上建立在美联储释放了大量流动性的基础上，考虑到现阶段美国整体货币政策的想象空间较为有限，预计未来一段时间货币政策对市场的整体支撑力度将存在一定的不确定性和挑战。值得注意的是，现阶段的美股估值偏高，盈利能力下降，预计美股的高波动期还未结束。

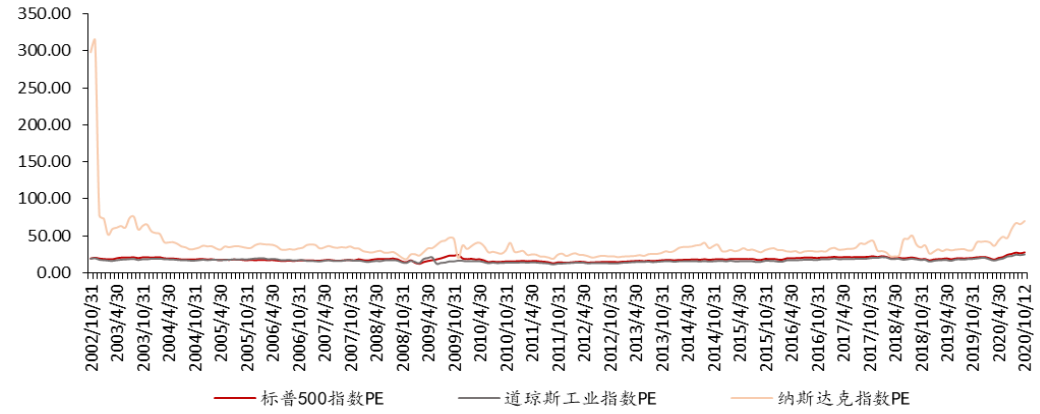
图 1： 标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数走势



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

现阶段美股三大指数的估值处于历史偏高位置。截至 2020 年 10 月 12 日，标普 500、道琼斯工业指数和纳斯达克指数的 PE 分别为 27.53、24.78 和 69.97，处于近 20 年除了互联网泡沫破灭时期以外的历史最高区间。

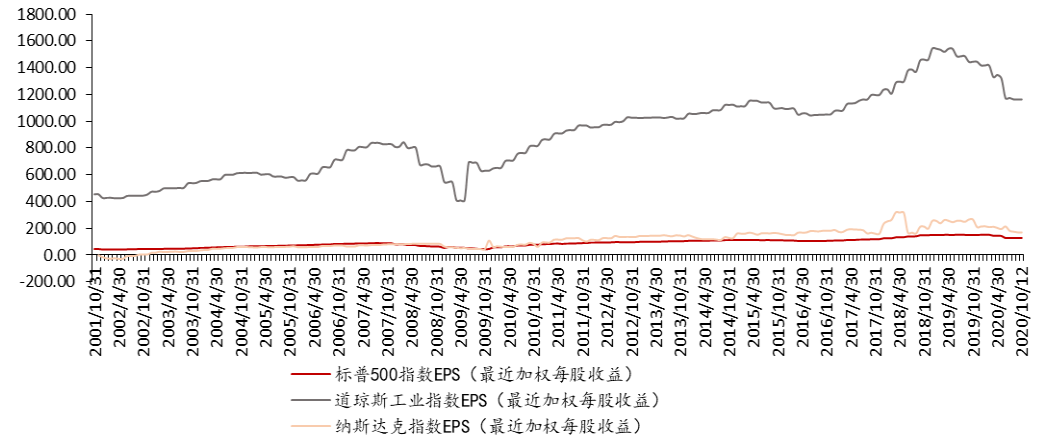
图 2： 美股三大指数 PE



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

现阶段美股盈利能力处于下行阶段。标普 500 指数 EPS(最近加权每股收益)自 2020 年 1 月达到 152.61 美元之后就开始回落，2020 年 10 月 12 日标普 500 的 EPS（最近加权每股收益）回落至 128.37 美元。纳斯达克指数的 EPS（最近加权每股收益）在 2018 年 3 月达到 319.01 美元以后开始回落，2020 年 10 月 12 日纳斯达克指数的 EPS（最近加权每股收益）回落至 169.73 美元。道琼斯工业指数的 EPS(最近加权每股收益)在 2018 年 12 月达到 1543.67 美元的高位之后开始回落，2020 年 10 月 12 日，道琼斯工业指数的 EPS（最近加权每股收益）回落至 1163.55 美元。

图 3： 美股三大指数 EPS（最近加权每股收益）(美元)

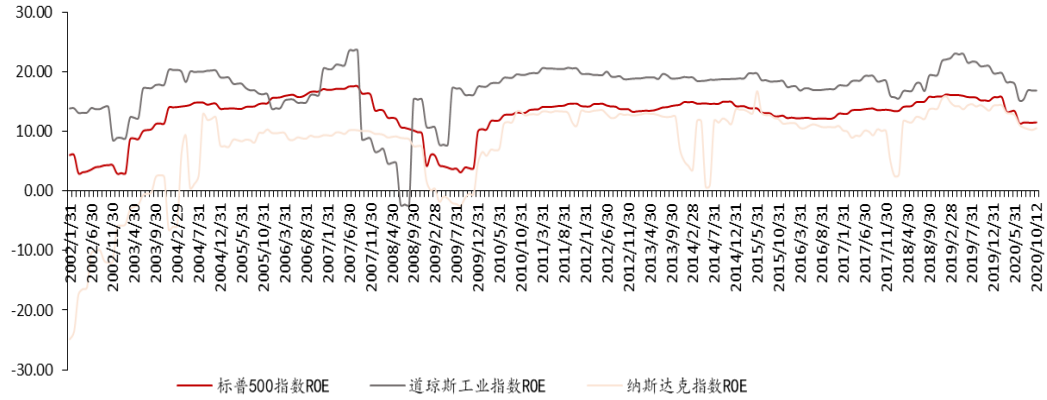


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

标普 500 的 ROE 自 2019 年 1 月达到 16.23%的高位之后开始回落，2020 年 10 月 12 日，标普 500 的 ROE 已经回落至 11.54%。纳斯达克指数的 ROE 在 2019 年 1 月达到 15.92%的历史高位之后开始回落，2020 年 10 月 12 日，纳

斯达克指数的 ROE 回落至 10.55%。道琼斯工业指数的 ROE 在 2019 年 3 月达到 23.08%的高位，在 2019 年下半年之后明显下滑。2020 年 10 月 12 日，道琼斯工业指数的 ROE 回落至 16.87%。

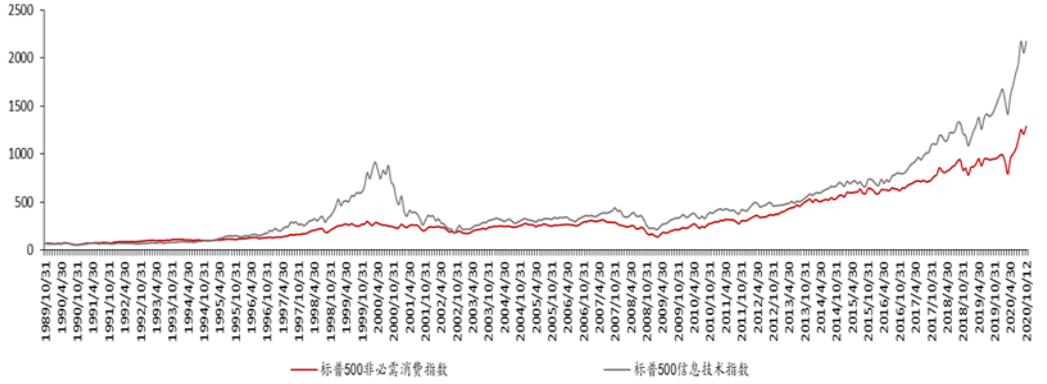
图 4： 美股三大指数的 ROE(%)



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

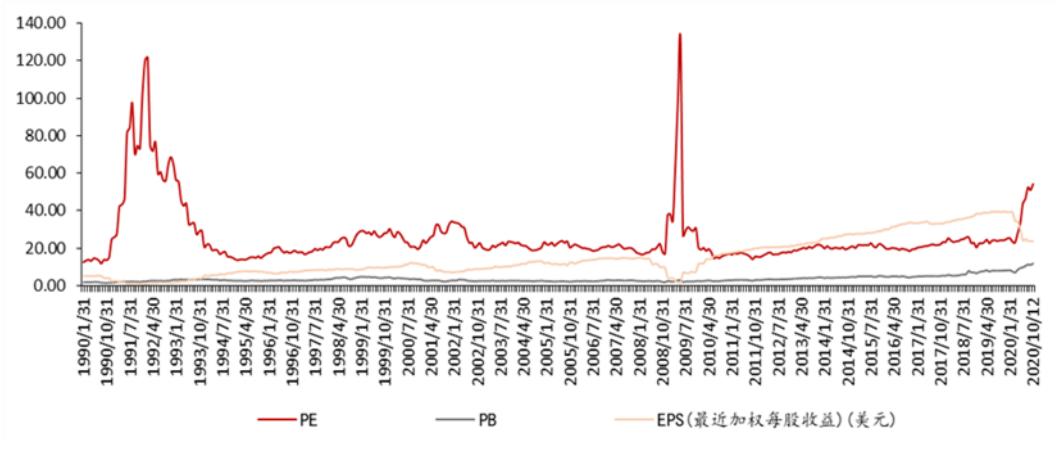
带动之前一波美股牛市的非必需消费行业和信息技术行业的估值在现阶段也处于历史偏高位置。今年 10 月 12 日，标普 500 非必需消费的 PE 为 54.25，处于近十年的历史高位区间，PB 为 11.79，处于近 30 年的历史高位；标普 500 非必需消费指数的 EPS（最近加权每股收益）在 2019 年 11 月达到 39.49 美元以后开始回落，到 2020 年 10 月 12 日，标普 500 必需消费指数的 EPS（最近加权每股收益）回落至 23.73 美元。标普 500 非必需消费的 ROE 在 2020 年 2 月达到 31.01%的历史高位之后开始回落。2020 年 10 月 12 日，标普 500 非必需消费的 ROE 回落至 20.56%。

图 5： 标普 500 信息技术指数和标普 500 非必需消费指数走势



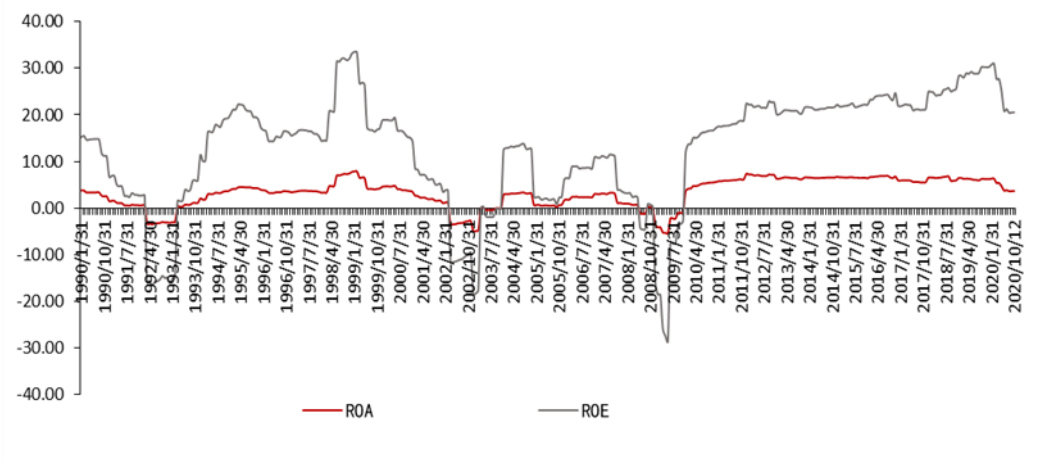
资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 6： 标普 500 非必需消费指数的 PE、PB 和 EPS



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

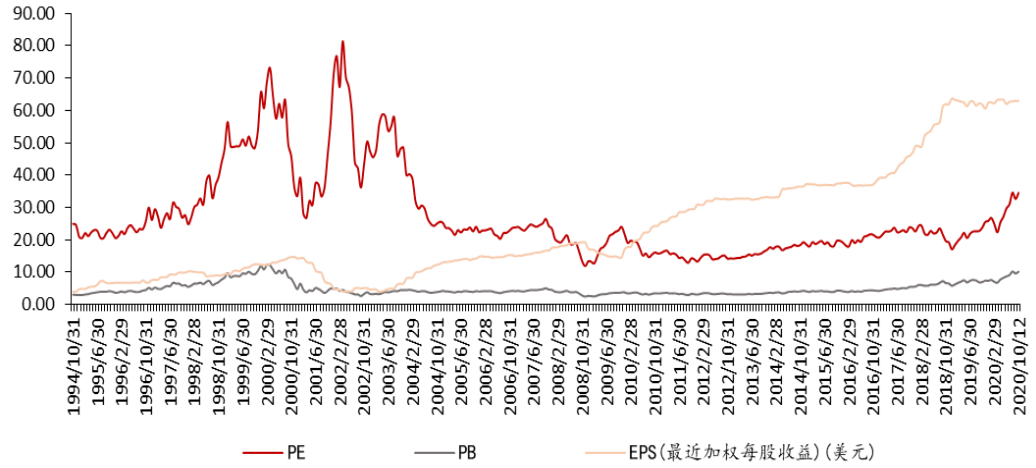
图 7： 标普 500 非必需消费指数的 ROA 和 ROE(%)



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

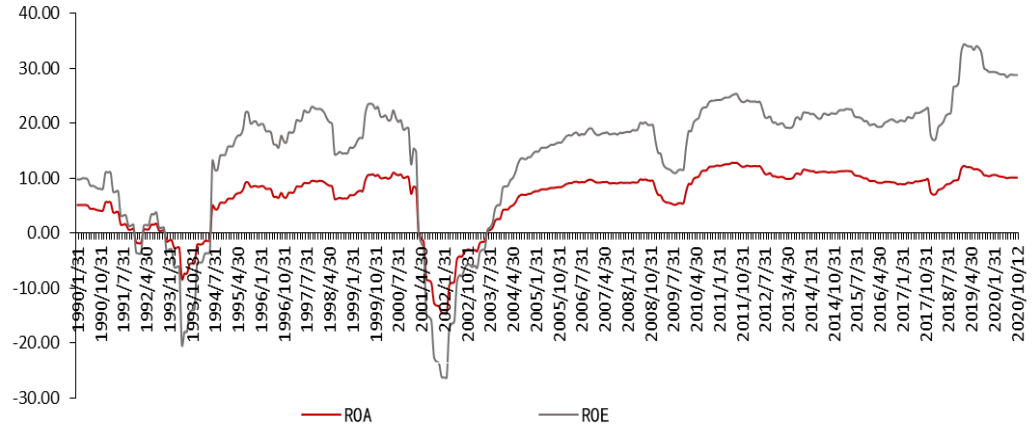
2020 年 10 月 12 日，标普 500 信息技术指数 PE 为 34.51，处于近 16 年的历史高位；标普 500 信息技术指数的 PB 为 10.16，处于近 20 年的历史高位；标普 500 信息技术指数的 EPS（最近加权每股收益）在 2018 年 12 月达到 63.66 美元的高位之后开始回落；到了 2020 年 10 月 12 日，标普 500 信息技术指数的 EPS（最近加权每股收益）回落至 62.93 美元。标普 500 信息技术指数的 ROE 在 2019 年 1 月达到 34.36%的历史高位之后开始下滑。2020 年 10 月 12 日，标普 500 信息技术指数的 ROE 已经回落至 28.81%。

图 8： 标普 500 信息技术指数的 PE、PB 和 EPS



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 9： 标普 500 信息技术指数的 ROA 和 ROE（%）

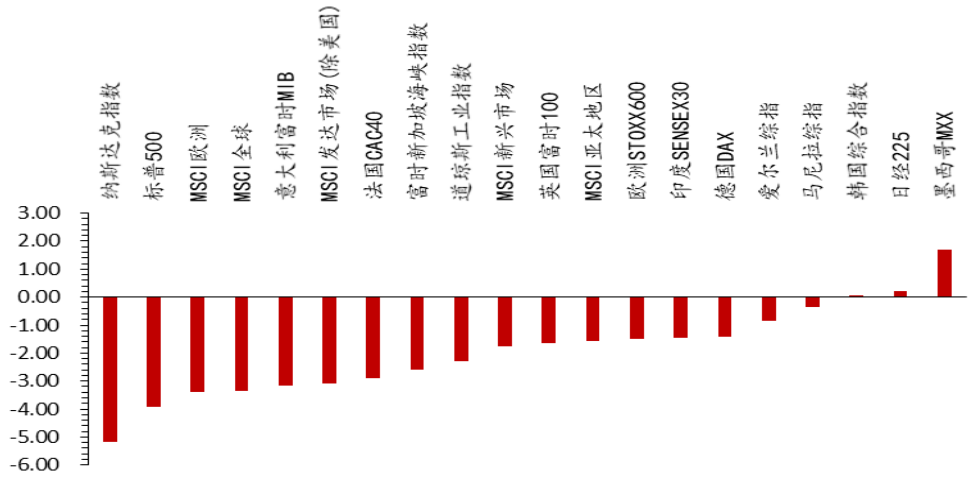


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

1.2 2020 年 9 月美股的回调

现阶段美股的波动较今年二季度明显加大。2020 年 9 月，全球大部分市场均出现了回调，美股的回调力度在全球主要市场中回调幅度仍属于较大的。2020 年 9 月，纳斯达克指数、标普 500 指数和道琼斯工业指数分别下跌了 5.16%、3.92%和 2.28%。

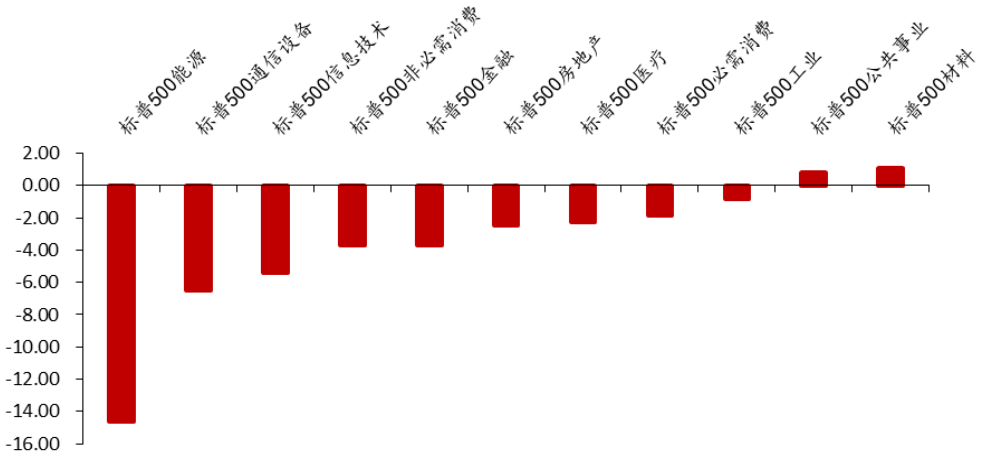
图 10： 2020 年 9 月全球多个股票市场表现（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年 9 月，美股中能源、通信设备和信息技术行业回撤幅度较大。标普 500 能源、标普 500 通信设备、标普 500 信息技术分别下跌 14.64%、6.48%和 5.42%。

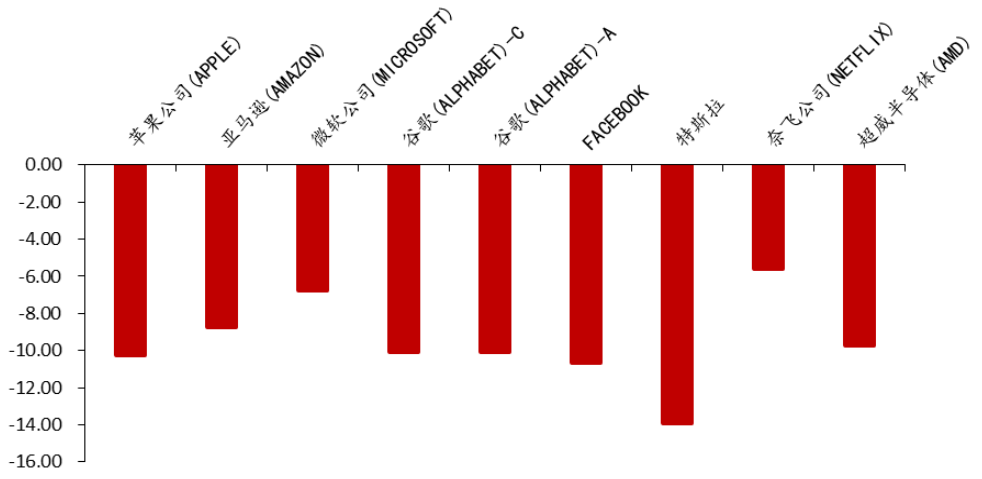
图 11： 2020 年 9 月美股不同行业的表现（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年 3 月-8 月反弹较大的明星科技巨头在 2020 年 9 月出现明显回调。苹果公司、亚马逊、微软公司、谷歌(ALPHABET)-C、谷歌(ALPHABET)-A、FACEBOOK、特斯拉、奈飞公司和超威半导体分别回撤了 10.25%、8.76%、6.74%、10.07%、10.06%、10.68%、13.91%、5.58%和 9.72%。

图 12： 2020 年 3 月-8 月反弹较大的明星科技股在 2020 年 9 月出现明显回调（%）

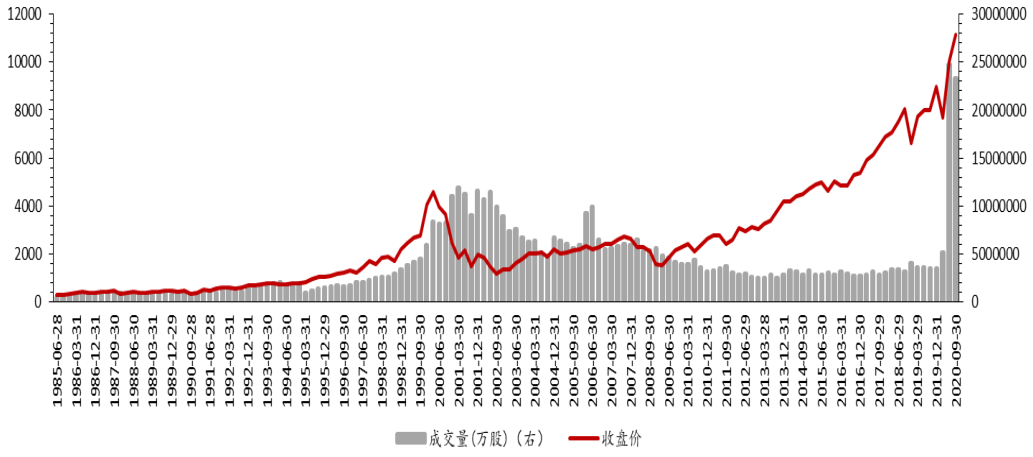


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 现阶段美股的交易过热和避险情绪上升

现阶段美股市场出现了明显的交易过热和市场拥挤的情况，与此同时，避险情绪出现了明显上升。纳斯达克指数在 2020 年二季度单季上涨幅度达到 30.63%，涨幅仅次于互联网泡沫破灭前 1999 年四季度的 48.18%。纳斯达克指数在今年一季度成交量达到 513.76 亿股，在此之前的近十年纳斯达克指数的单季成交量没有超过 500 亿股。纳斯达克指数在 2020 年二季度单季成交量达到 2477.34 亿股，为史上单季最大成交量。此前纳斯达克指数最大的单季成交量发生在 2001 年一季度，为 1185.33 亿股。2020 年三季度纳斯达克指数成交量依然处于高位，成交量达到 2327.73 亿股。

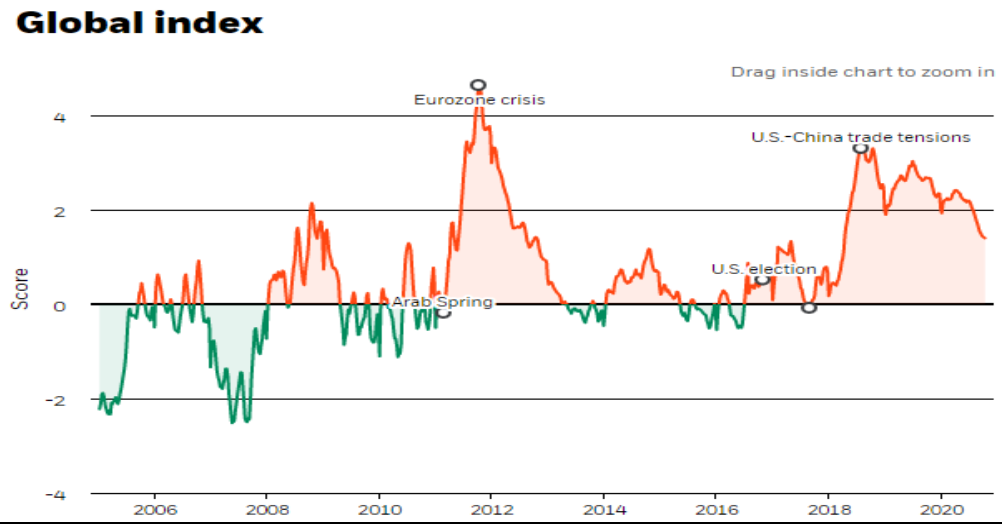
图 13： 纳斯达克指数走势和成交量



资料来源：Wind，川财证券研究所

现阶段贝莱德全球地缘政治风险指数为 1.41，仍处于近 7 年的高位阶段。现阶段全球地缘政治风险因素将一定程度上影响美股的走势，叠加美国大选带来的政治不确定性的上升，预计地缘政治问题还将在未来一段时间引发美股的波动。

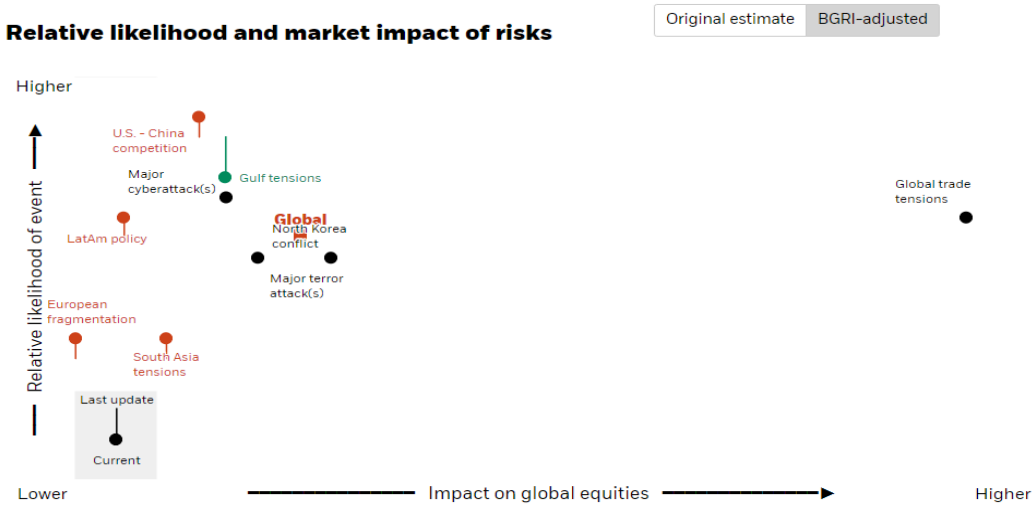
图 14： 贝莱德全球地缘政治风险指数



资料来源：Blackrock，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 10 月 8 日。

图 15： 全球地缘政治风险和股市的关系



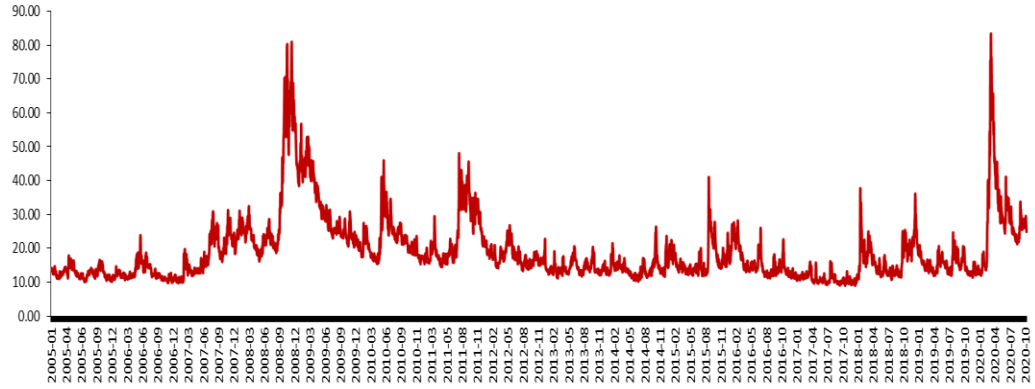
资料来源：Blackrock，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 5 月。

自 2018 年以来，标普 500 恐慌指数（VIX）多次高于 20。2020 年 3 月曾一度高达 85.47，为 2008 年 10 月以来的最高值。2020 年 3 月以后，虽然

标普 500 恐慌指数（VIX）出现明显回落，但是绝大多数时间仍处于高于 25 的区间。截至 2020 年 10 月 12 日，标普 500 恐慌指数（VIX）为 25.7，美股市场整体的波动率仍然处于较高的区间。

图 16： 标普 500 恐慌指数（VIX）

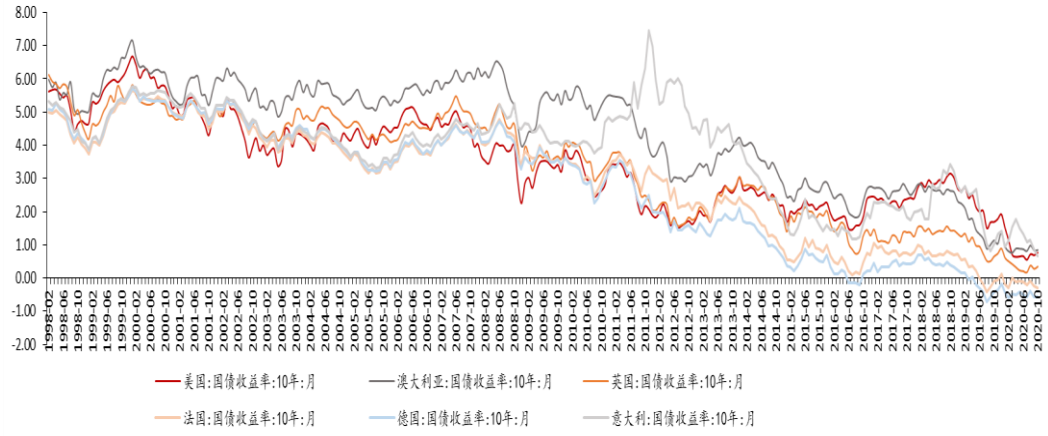


资料来源：wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 10 月 12 日。

现阶段发达市场的避险情绪明显上升。今年以来，发达市场国债热度明显上升，多个发达市场国债收益率创历史新低。2020 年 10 月 12 日，美国 10 年期国债收益率、澳大利亚 10 年期国债收益率、英国 10 年期国债收益率、法国 10 年期国债收益率、德国 10 年期国债收益率和意大利 10 年期国债收益率均处于历史低位区间，分别为 0.764%、0.845% 、0.3446%、-0.284%、-0.56%和 0.674%。

图 17： 主要发达市场十年期国债收益率（%）



资料来源：wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 10 月 12 日。

今年金价的上涨除了受美联储降息等释放流动性因素的影响以外，也反映了市场较高的避险情绪。今年年初至 10 月 12 日，伦敦金上涨了将近 50%。

图 18： 伦敦金走势（美元/盎司）



资料来源：wind，川财证券研究所

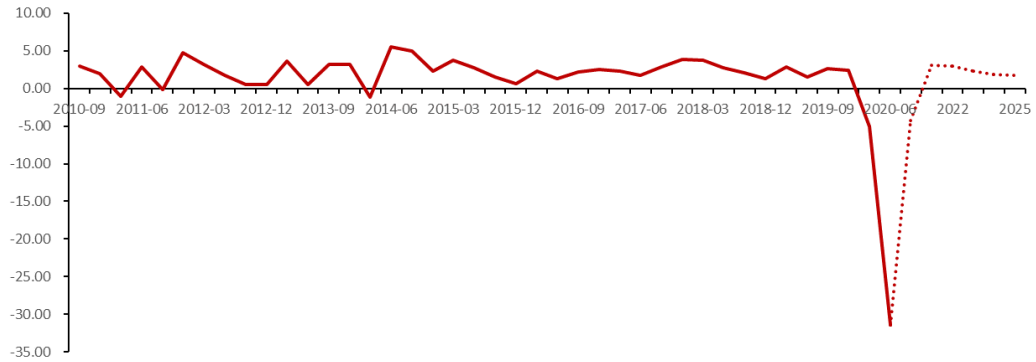
注：统计时间截至 2020 年 10 月 12 日。

二、美国经济基本面和疫情对美股的影响

2.1 美国现阶段经济基本面对美股构成一定挑战

现阶段美国经济形势难以对美股市场形成强劲支撑。美国经济自今年 4 月触底以来，虽然现阶段有一定恢复，但经济情况离疫情之前的水平仍有明显差距，鉴于美国现阶段经济基本面情况，预计美股要完全企稳还存在一定的阻力。美国商务部的数据显示，2020 年第二季度美国 GDP 环比增速为-31.7%，是美国大萧条以来最大的单季跌幅。IMF 在 2020 年 10 月 14 日做出的预测数据显示，2020 年美国 GDP 增速为-4.27%，跟 2019 年 GDP 增速 2.2%相比，出现明显的下降。受经济基本面影响，预计美股的高波动区间尚未结束。

图 19： 美国 GDP 环比折年率（%）

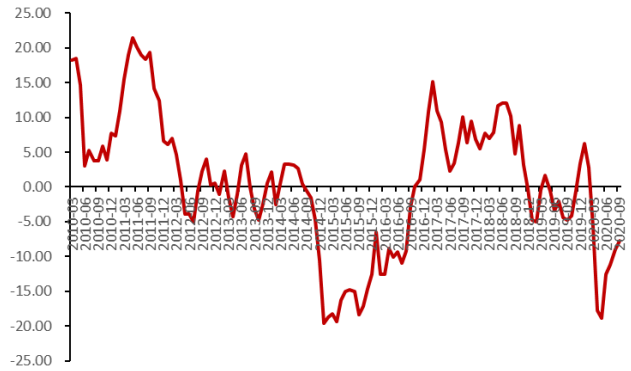


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：虚线部分为 IMF 在 2020 年 10 月 14 日的预测值。

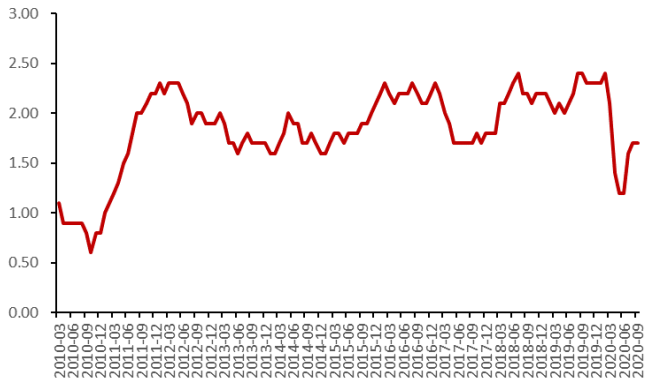
受新冠疫情影响，自今年 2 月以来美国 CPI 增速下降较为明显。今年 9 月，美国 CPI 当月同比增速仅为 1.4%；美国核心 CPI 当月同比增速为 1.7%。从现在美国通货膨胀的恢复程度来看，当前通货膨胀增速离 2%还有一定距离，现阶段美国通货膨胀的复苏情况还没有回到疫情前的水平。

图 20： 美国 CPI 当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

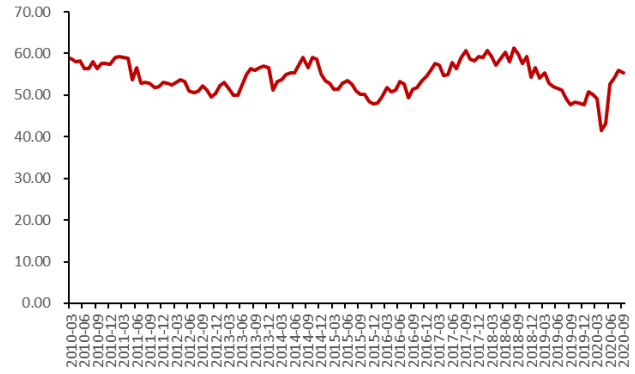
图 21： 美国核心 CPI 当月同比增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

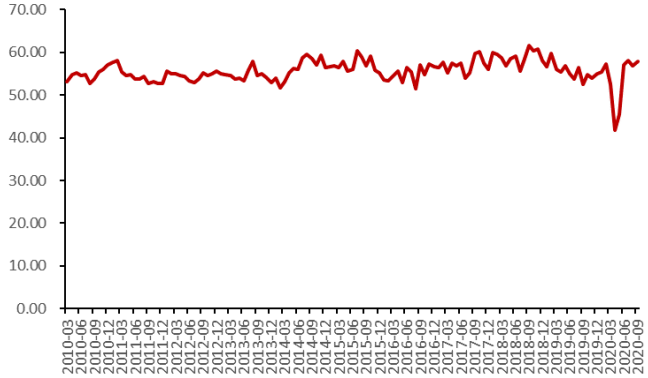
美国现阶段制造业和服务业数据较之前疫情导致的封闭期出现了一定的回升。美国今年 9 月 Markit 制造业 PMI 为 53.2， Markit 服务业 PMI 为 54.6。美国今年 9 月的 ISM 制造业 PMI 为 55.4，9 月 ISM 非制造业 PMI 为 57.8。现阶段美国制造业 PMI 和服务业 PMI 的回升是建立在强制重启经济的基础上，后续的恢复仍存在一定的不确定性。

图 22： 美国 ISM 制造业 PMI



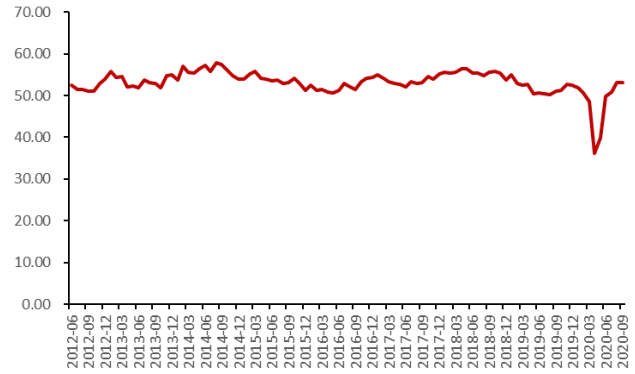
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 美国 ISM 非制造业 PMI



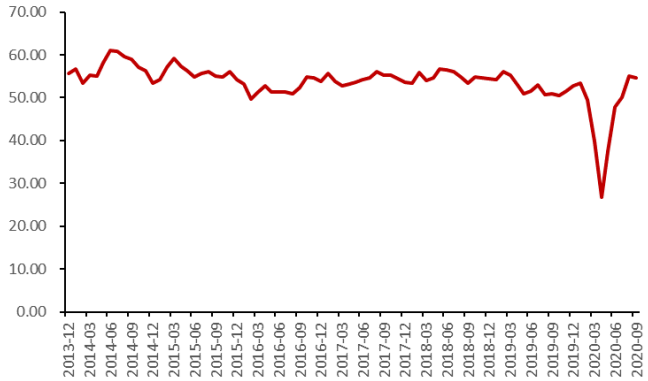
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24： 美国 Markit 制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

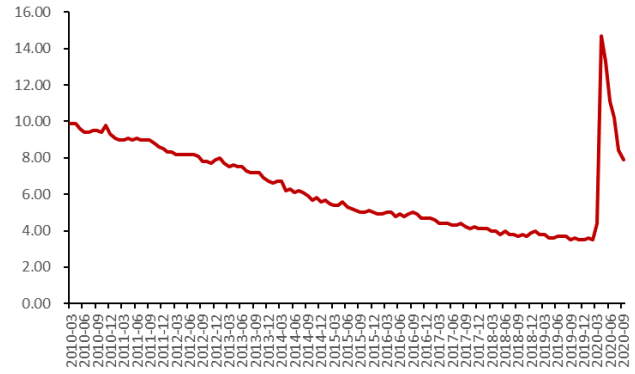
图 25： 美国 Markit 服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

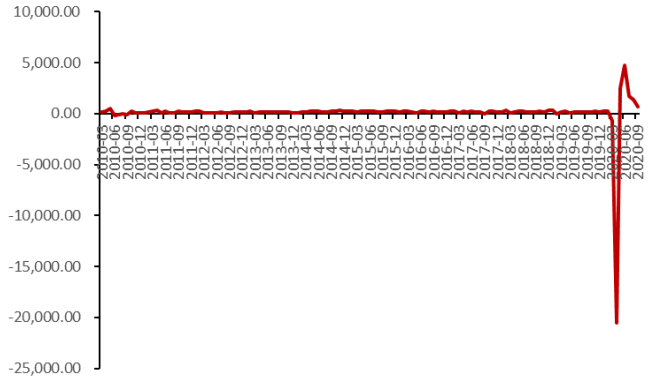
虽然现阶段美国就业有所恢复，但是仍然处于较为疲软的阶段。今年 3-4 月，美国就业受疫情冲击严重。由于经济的重启和逐步复工，今年 9 月美国的失业率降至 7.9%，好于前值 8.4%和预期 8.2%，为连续五个月录得下滑。另一方面，今年 9 月美国的非农就业人数增加 66.1 万，低于预期 80 万人，为今年 5 月以来的最小增长。在今年 3 月和 4 月，非农就业人数减少了超过 2000 万人，然而到了 9 月底，只恢复了大约一半的工作岗位。由于疫情使得美国经济重启受到一定阻碍，且仍有一部分行业处于停摆状态，预计今年年底之前美国就业要较快恢复到疫情前的强劲水平仍存在一定困难。

图 26： 美国失业率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

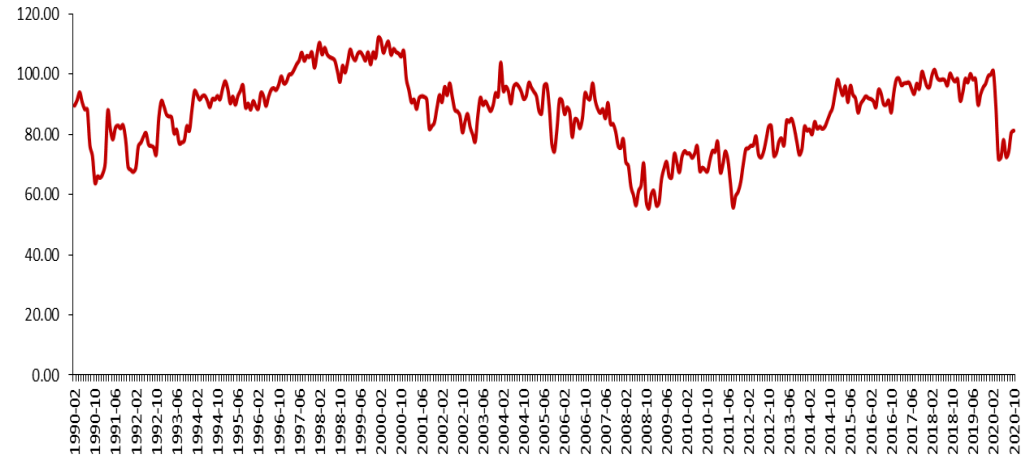
图 27： 美国新增非农就业人数（千人）



资料来源：Wind，川财证券研究所

根据美国密歇根大学最新公布的数据，美国 9 月消费者信心指数为 80.4，10 月为 81.2，自今年 4 月 71.8 的触底水平已经有了明显上升。但和疫情爆发前的过去一年长期高于 95 的水平相比，仍有着较大的差距。从通胀水平、就业和消费这些指标来看，现阶段美国经济尚未企稳，预计美股的高波动时期还未结束。

图 28： 美国消费者信心指数



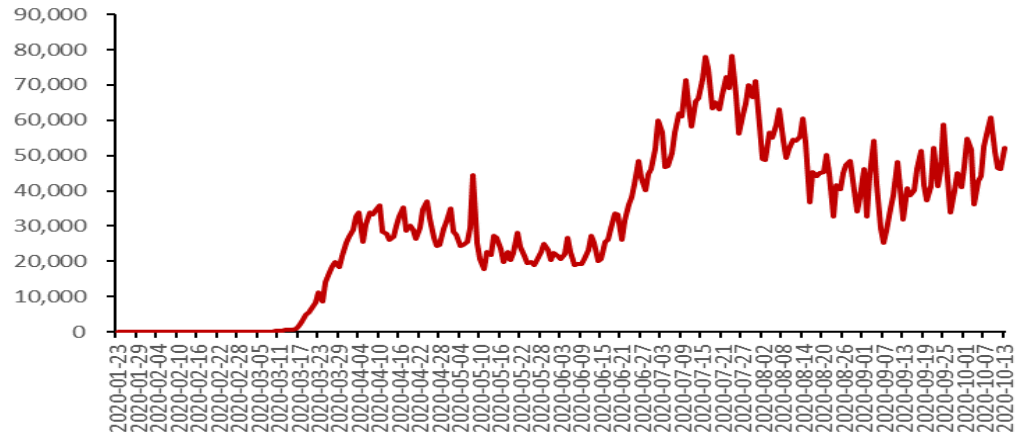
资料来源：wind，川财证券研究所

2.2 现阶段疫情对美股市场构成压力

今年 10 月以来，美国新冠疫情形势出现了明显反弹。目前美国新冠疫情感染总人数已经超过 800 万，位居世界第一。其中累计死亡病例超过 22 万，位居世界第一。今年 10 月 13 日，美国新冠疫情达到 58674 例，连续十日新增感染病例超过

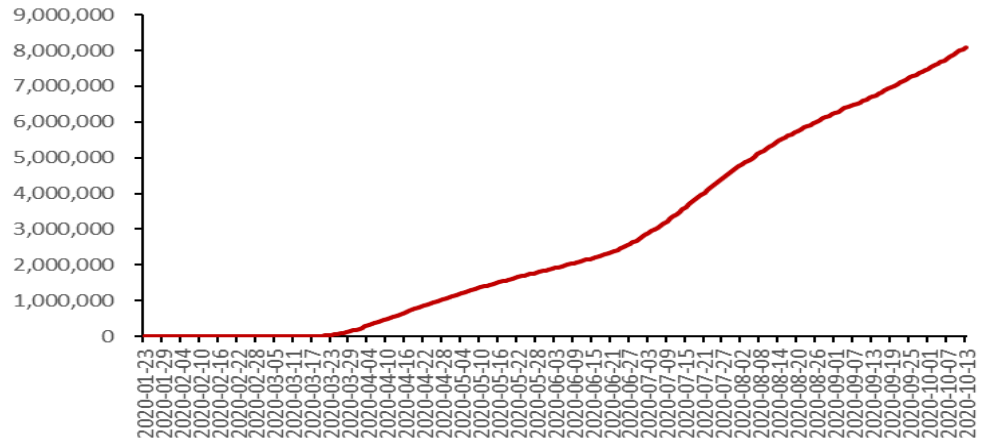
40000 例。当前美国疫情感染基数较大，疫情仍然较为严峻。疫情形势对美国经济的复苏有着一定的压力，预计美股容易保持着较高的波动。

图 29： 美国新冠疫情每日新增病例



资料来源：wind，川财证券研究所

图 30： 美国感染新冠疫情总人数

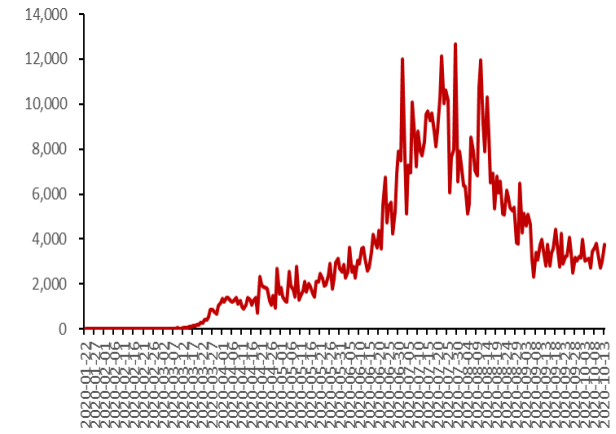


资料来源：wind，川财证券研究所

目前美国疫情较为严重的地区有加利福尼亚州、佛罗里达州、德克萨斯州和伊利诺伊州。今年 10 月 13 日，加利福尼亚州、佛罗里达州、德克萨斯州和伊利诺伊州单日新增感染人数分别是 3756 例、2725 例、6087 例和 2851 例，跟过去疫情巅峰相比，有一定的下降，但是和今年 9 月每日新增感染病例相比，却有小幅的上升。此外，阿拉斯加州和科罗拉多州等超过 20 州近日来每日新增病例增加较为明显，且美国中西部感染情况较为严峻。考虑到秋冬季节的到来，美国尚未采取较严格的管控措施，不排除疫情未来仍有进一步蔓延的可能性。

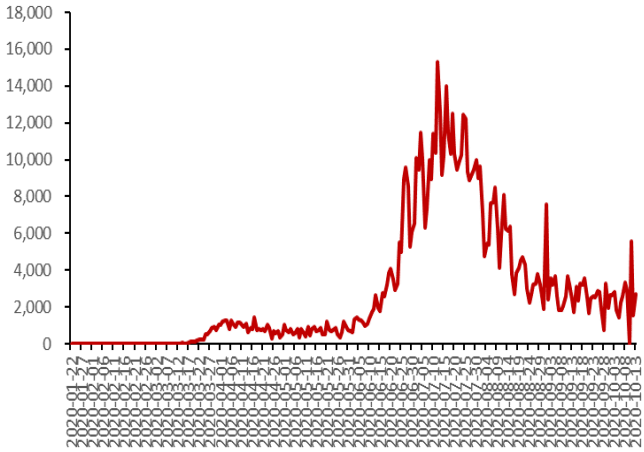
抗疫措施方面，多项疫苗实验因为安全原因被迫暂停。今年 10 月 13 日，强生公司表示，在一项临床试验参与者出现无法解释的疾病后，疫苗实验实施暂停。今年 9 月初，英国阿斯利康制药公司也由于一名受试者出现疑似严重不良反应而暂停新冠疫苗临床试验。考虑到疫苗现阶段大概率无法快速有效地大规模应用于市场，预计未来一段时间美股市场的信心仍将受到一定影响。

图 31： 加利福尼亚州感染新冠疫情每日新增人数



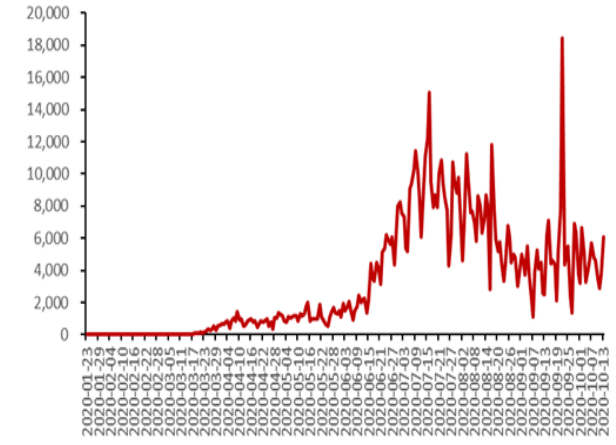
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32： 佛罗里达州感染新冠疫情每日新增人数



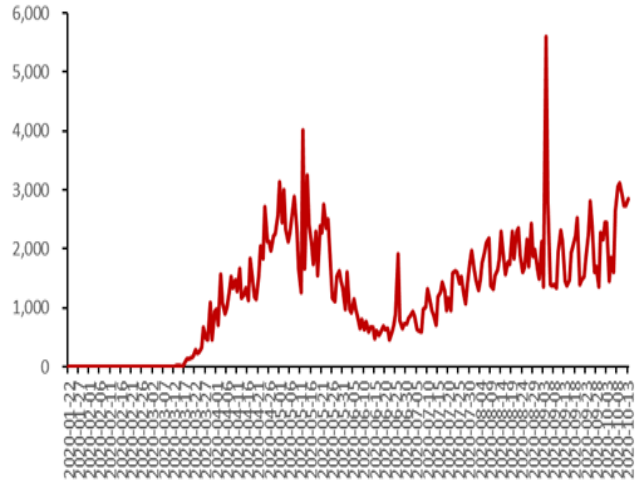
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33： 德克萨斯州感染新冠疫情每日新增人数



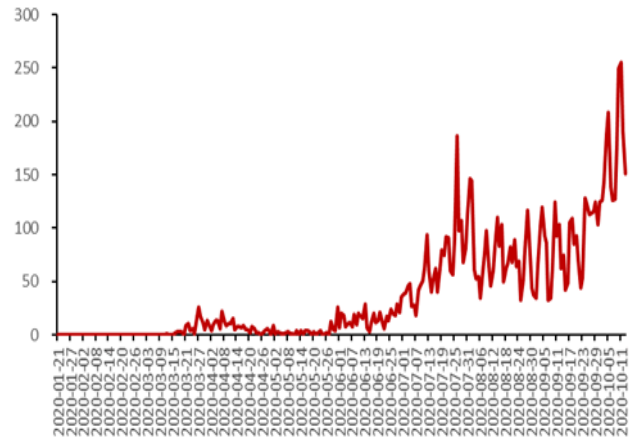
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 伊利诺伊州感染新冠疫情每日新增人数



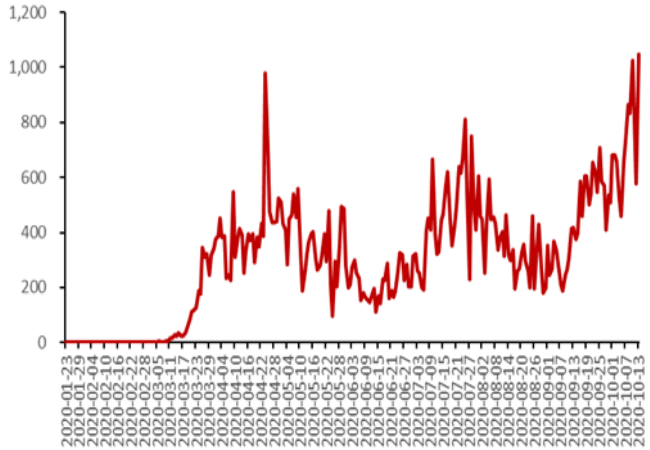
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35： 阿拉斯加州感染新冠疫情每日新增人数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36： 科罗拉多州感染新冠疫情每日新增人数



资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围内黑天鹅事件。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399