爱建证券 2020 年四季度策略

策略报告

证券研究报告　　投资策略报告

发布日期：2020 年 9 月 28 日 星期一

爱建证券有限责任公司

研究所

分析师：朱志勇

Tel: 021-32229888-25509

E-mail: zhuzhiyong@ajzq.com

执业编号：S0820510120001

52 周走势比较



板块名称	PE(TTM，整体法)
全部 A 股	22.46
中小企业板	39.97
创业板	113.53
上证 50 指数成份	11.80
沪深 300 成份	14.58

数据来源：WIND

先抑后扬 避高就低

投资要点

逐渐回归理性。在流动性充裕的大幅推动下，市场在二季度末和三季度初出现以提升估值为主的上涨，市场情绪火爆，但同时风险也在累积。管理层对于市场的调控，有助于市场的理性回归。疫情的控制、经济的恢复以及货币政策回归正常都会有助于把市场从交易拉回到投资的路上。我们预计四季度会有市场风格的切换，而切换是在震荡中进行的，我们需要从理性投资的角度选择投资机会。

经济恢复良好。在疫情基本得到控制后，我国经济形势恢复良好，且未来的持续性和可见度高，仍可保持乐观。不过在另一方面，也预示着货币政策的回归常态，导致的货币边际回收。从而会对前期以拉升估值的市场，产生修正。这也将是四季度市场的主要压力。未来的驱动力更多来自于经济的增长和企业盈利能力的提升。因此需关注业绩增速和估值的匹配度。

估值结构性调整。根据 WIND 统计，截至 2020.9.25 全体 A 股整体市盈率(TTM)22.46 倍，市净率 1.92 倍，市场整体估值在 7 月初达到高点后已有明显回落，但是较年初仍有明显提升。同时我看从 10 年来的纵向比较看，市盈率水平早已走出低谷，虽然不在高位，但也不低。当然市场的估值水平也不高，只是短期难以有大幅提升的空间。预计市场更多是结构性的调整，高估值的回归，低估值的恢复。因此预计四季度在震荡中完成高低位的切换。市场估值水平基本保持稳定或稍有回落。我们所要做的是回避前期涨幅较大对于估值已有超前预支的板块，而注意悲观预期修复的板块。

先抑后扬，避高就低。基于对于四季度市场先抑后扬的判断我们认为四季度前期的 10 月份尤其要注意市场的波动。3 季报披露期对于估值过高的品种是压力对于估值低的品种是动力，资金其中的流动必然引起波动，同时，美国大选前的一个月，难免地缘政治波动加剧。同时全球市场也波动加剧，这也是 10 月份值得谨慎的原因。不过，市场的调整不是坏事，只是风格的切换，我们需要把更多的精力放在经济的回升上，更大受益经济回升的行业和板块将逐渐成为主角。同时，政策密集期的相关主题驱动力强，交易机会增加。而这个时点预计将是在 10 月底和 11 月初，此时业绩、地缘乃至政策都趋明朗，市场安全边际提升，时间窗口到来。从机会上看我们认为是更大受益于经济回升的行业，周期性的行业如有色、能源以及前期受益疫情得到控制影视传媒、航空机场等，科技类的板块长期受益于我国经济结构的转型，同时四季度的政策驱动力可预期性高，因此同样值得关注。核心的逻辑基础依然是估值，注意避高就低。

目　　录

一、逐渐回归理性 4
市场震荡未改 4
情绪起伏较大 5
制度加速完善 5
逐渐回归理性 6
二、经济恢复良好 6
经济恢复确定 6
货币边际回收 8
经济恢复良好 9
三、估值结构性调整 9
业绩增速回升 9
整体估值不低 10
估值结构性调整 11
四、先抑后扬，避高就低 12
震荡格局未变 12
投资范围扩大 12
主题机会是四季度常客 14
先抑后扬 避高就低 15
五、风险提示 15

图表目录

图 1 2020Q3 各指数涨幅（单位：%）（截至 2020.9.25） 4
图 2 2020Q3 个股涨跌家数分布（单位：%）（截至 2020.9.25） 4
图 3 2020Q3 分行业涨幅（单位：%）（截至 2020.9.25） 4
图 4 2020Q3 市场走势（截至 2020.9.25） 4
图 5 2020 年来市场日均交易金额（单位：亿元）（截至 2020.9.25） 5
图 6 2020 年来融资余额走势（单位：亿元）（截至 2020.9.25） 5
图 7 我国 GDP 增速走势情况（单位：%） 6
图 8 我国三大需求对于 GDP 贡献率（单位：%） 6
图 9 消费信心和零售增速走势（单位：%） 7
图 10 固定资产投资情况（单位：%） 7
图 11 我国进出口额同比 7
图 12 城镇新增就业人数增速 7
图 13 中国采购经理人指数走势 7
图 14 全球主要经济体 PMI 7
图 15 国外疫情新增趋势图（单位：%） 8
图 16 国外疫情累积趋势图（单位：%） 8
图 17 SHIBOR 走势（单位：%） 8
图 18 央行公开市场操作（单位：%） 8
图 19 我国货币供应量同比增速情况 9
图 20 我国中长期政策利率 9
图 21 2019Q1-2020H1 业绩季度增速走势 10
图 22 2020H1 分行业业绩增速（单位：%） 10
图 23 年初以来市场市盈率走势（截至 2020.9.25） 11
图 24 年初以来市场市净率走势（截至 2020.9.25） 11
图 25 10 年来市场市盈率走势（截至 2020.9.25） 11
图 26 1 年来市场市净率走势（截至 2020.9.25） 11
图 27 规模以上企业业绩增速（截至 2020.9.27） 12
图 28 规模以上企业利润率走势（截至 2020.9.27） 12
图 29 2020 年 1—8 月份规模以上工业企业利润同比增速（分行业）（截至 2020.9.27） 14

表 1 市场板块估值及增速情况（截至 2020.9.25） 10
表 2 行业整体估值、增速和涨幅（截至 2020.9.25） 13

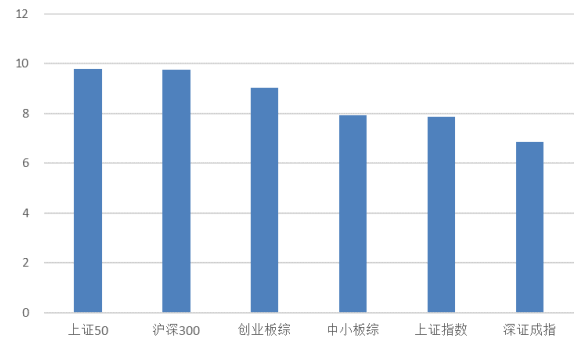
一、逐渐回归理性

市场震荡未改

2020 年 3 季度前期市场延续 2 季度的涨势，但也仅仅是 7 月初出现大幅上涨。随后市场开始震荡回落。各指数表现差异不大，最终上证综指和深证成指截至 2020 年 9 月 25 日涨幅分别 7.87%和 6.85%。同时我们统计除当季新股外 3854 支股票涨跌情况，其中涨 2536 家，平盘 18 家，下跌为 1300 家，占比分别约为 66%、0%、34%，上涨个股较多。分行业看休闲服务、国防军工、汽车等行业涨幅较突出，通信、计算机、传媒等出现了下跌。市场整体上涨，但是整个 3 季度的行情以震荡为主。

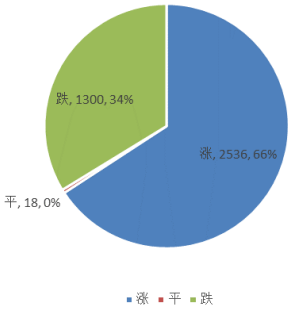
2020 年三季度流动性充裕，同时国内疫情控制良好，经济复苏较快，市场活跃度在前期有明显提升，但是也在累积风险。如我们中期策略预计，市场波动较大，要注意控制回撤。随着经济的恢复，货币政策也将回归常态，流动性的预期将回落，拉估值的动力减小，市场业绩短期难以跟上，市场仍有回归要求。

图 1 2020Q3 各指数涨幅（单位：%）（截至 2020.9.25）



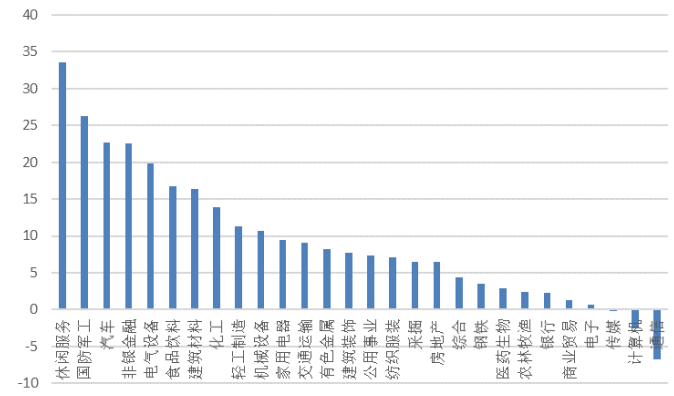
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 2 2020Q3 个股涨跌家数分布（单位：%）（截至 2020.9.25）



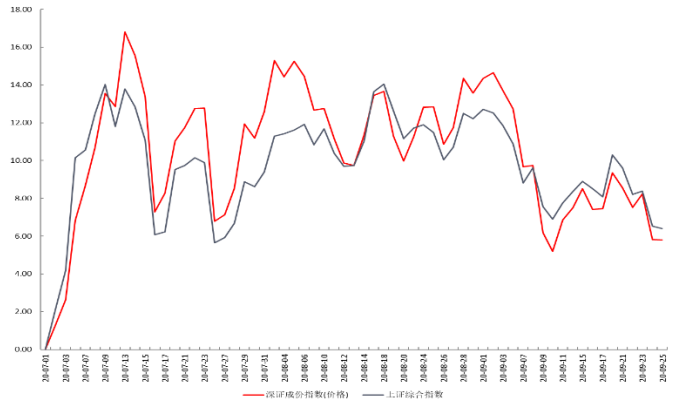
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 3 2020Q3 分行业涨幅（单位：%）（截至 2020.9.25）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 4 2020Q3 市场走势（截至 2020.9.25）



数据来源：CHOICE 数据 爱建证券研究所

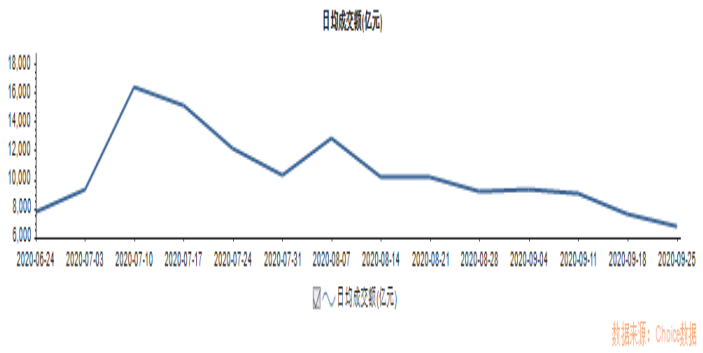
情绪起伏较大

从市场交易活跃度来看，2020 年 3 季度前期日均交易金额快速拉升，日均交易额从 8000 多亿快速上升到 16000 多亿。不过火爆之后市场情绪开始回落，在整个 3 季度是回归的过程，目前已回落的 7000 亿左右的水平。而融资余额也在前期大幅上升之后逐渐平稳并有所回落。3 季度市场情绪成为市场的主导力量，也是市场波动的主要原因。

我们一直以来，都认为市场情绪具有两面性，虽然可以提升活跃度，但同时也提升风险。尤其国内中小投资者为主体的市场结构，更容易为情绪所推动，从而不理性的投资活动增加。管理层对于市场的监管，有助于市场的理性也是对中小投资者的保护。

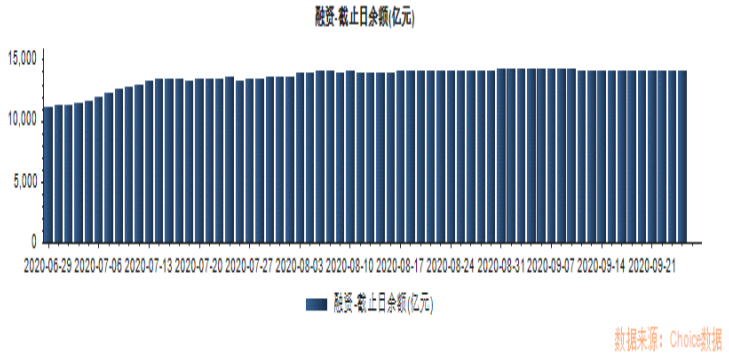
在悲观环境下，我们需要刺激情绪来稳定市场，但是随着疫情的控制和经济的回升，未来市场情绪更多的是来自于市场的理性判断，而不是资金的推动。因此未来日均交易金额和融资金额也将逐渐回归，过度的交易行为回落，市场的投资又将回归到理性。

图 5 2020 年来市场日均交易金额（单位：亿元）（截至 2020.9.25）



数据来源：CHOICE 数据 爱建证券研究所

图 6 2020 年来融资余额走势（单位：亿元）（截至 2020.9.25）



数据来源：CHOICE 数据 爱建证券研究所

制度加速完善

我国证券市场的改革积极推进中，市场制度加速完善。上市公司的再融资政策放松，同时创业板、注册制、新三板的改革也在积极推进中。金融是国家重要的核心竞争力，资本市场的地位愈发重要。

8 月 24 日 18 家公司在深交所创业板集体开市交易，这标志着创业板正式迈入注册制时代。不到一年时间科创板、创业板相继注册制，市场改革速度加快。同时金融市场的开放力度继续加大，整个资本的市场在快速成长中。

资本市场地位的重要性不言而喻，尤其在疫情对经济增速下行的压力下，企业的融资需要资本市场的稳定。未来市场制度依然是进一步完善中，国内市场的稳定预期乐观。

逐渐回归理性

在流动性充裕的大幅推动下，市场在二季度末和三季度初出现以提升估值为主的上涨，市场情绪火爆，但同时风险也在累积。管理层对于市场的调控，有助于市场的理性回归。疫情的控制、经济的恢复以及货币政策回归正常都会有助于把市场从交易拉回到投资的路上。我们预计四季度会有市场风格的切换，而切换是在震荡中进行的，我们需要从理性投资的角度选择投资机会。

二、经济恢复良好

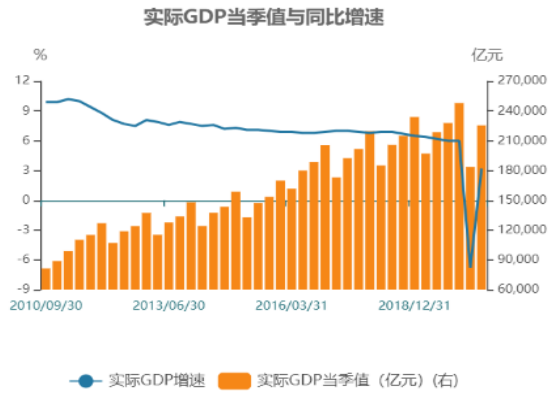
经济恢复确定

2020 年我国第二季度 GDP 同比增长 3.2%较第一季度同比下降 6.8%，又明显的回升。从分项目来看零售增速、固定资产投资增速、进出口、就业率都有明显回升，同时 PMI 指数也在荣枯线以上，预示可见的持续性良好，国内的经济恢复确定性高。同时全球经济在也有明显的回升，发达经济的景气指数乐观。但是随着秋冬季的来临，海外疫情又再起一波的趋势，这个为未来的海外经济恢复增加了不确定性。

中共中央政治局 7 月 27 日召开会议指出我国遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

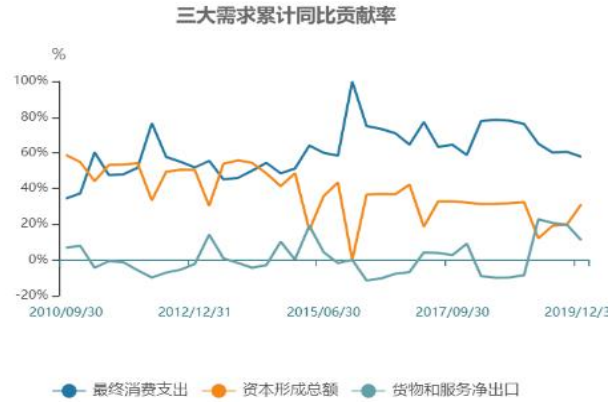
全球经济增速下降基本确定，我国更多的是需要靠自身的内循环来提升经济的活力，因此新基建、消费等是未来推动经济回升的主要动力。在经济的回升上基本确定，预计再 4 季度能恢复到 6%左右的水平。

图 7 我国 GDP 增速走势情况（单位：%）



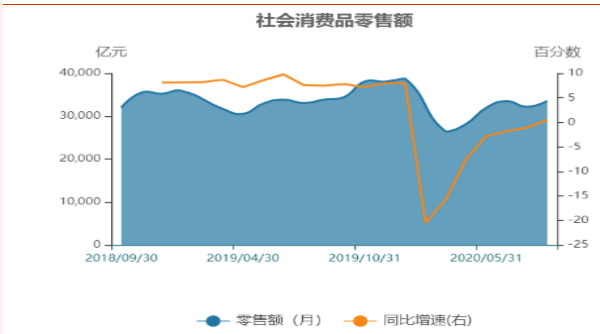
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 8 我国三大需求对于 GDP 贡献率（单位：%）



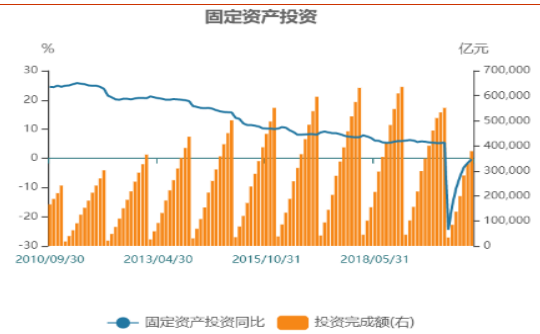
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 9 消费信心和零售增速走势（单位：%）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 10 固定资产投资情况（单位：%）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 11 我国进出口额同比



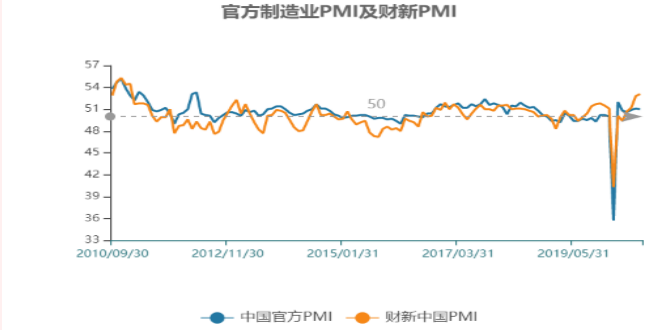
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 12 城镇新增就业人数增速



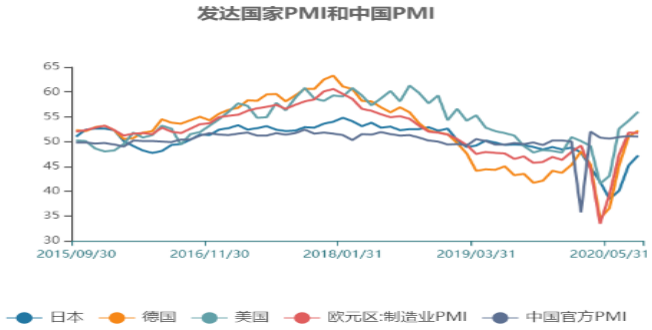
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 13 中国采购经理人指数走势



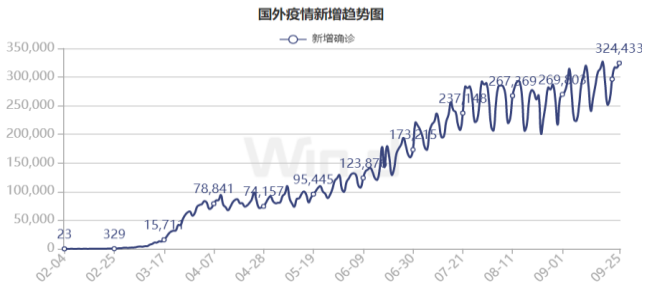
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 14 全球主要经济体 PMI



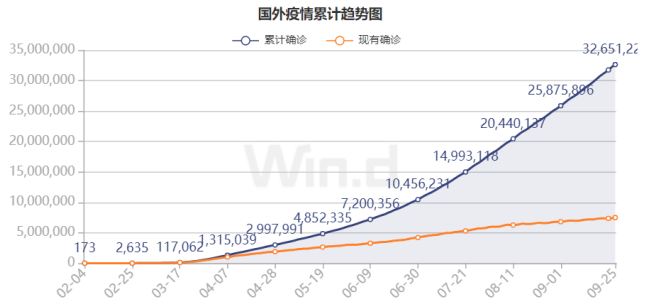
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 15 国外疫情新增趋势图（单位：%）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 16 国外疫情累积趋势图（单位：%）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

货币边际回收

随着经济的好转，货币政策也将逐渐回归常态。中央会议和央行的多次表态，也预示着战疫模式的货币政策将逐渐退出。虽然不是收紧，但是边际回收应是可预期的。紫 7 月以来 M2 增速已连续两月回落，虽然幅度不大，但也预示着边际的回收，同时从利率来看，银行间拆借利率和政策利率，中长期限都较前期有明显的回升。央行通过公开市场操作更灵活的调控货币市场。

当然国内经济的恢复虽然确定性较高，但是国际环境的不确定性，也决定了我们不能很快的收紧货币。未来的流动性仍可乐观，只是随着经济的逐渐好转而下降。除非海外疫情的爆发难以控制，严重影响经济而导致再度以流动性对冲，否则未来 M2 增速的下降依然是可预期的，而这会对市场估值产生一定的压力。值得注意观察的时点是 10 月初的 GDP 数据和年末的经济运行情况，都会对货币预期产生较大的影响。

图 17 SHIBOR 走势（单位：%）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 18 央行公开市场操作（单位：%）



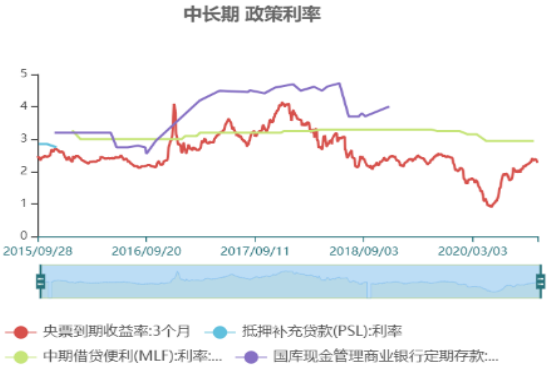
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 19 我国货币供应量同比增速情况



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 20 我国中长期政策利率



数据来源：WIND 爱建证券研究所

经济恢复良好

在疫情基本得到控制后，我国经济形势恢复良好，且未来的持续性和可见度高，仍可保持乐观。不过在另一方面，也预示着货币政策的回归常态，导致的货币边际回收。从而会对前期以拉升估值的市场，产生修正。这也将是四季度市场的主要压力。未来的驱动力更多来自于经济的增长和企业盈利能力的提升。因此需关注业绩增速和估值的匹配度。

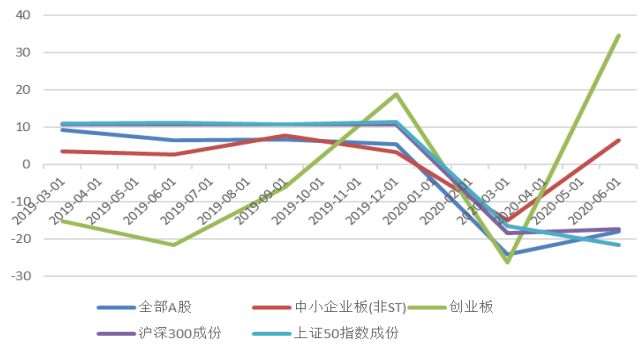
三、估值结构性调整

业绩增速回升

根据 WIND 统计已公布的业绩数据，2020 年中期，全部 A 股的整体业绩增速为-17.99%，依然是下降，但是从走势来看，较 1 季度已有明显回升，尤其是创业板表现出良好的恢复能力。而权重类的 300 指数和 50 指数，是拖累整个增速主要力量。分行业通信、农林牧渔、电气设备等同比增速表现良好，也源于基数较低的缘故，休闲服务、交通运输、采掘等受疫情影响较大增速居后。

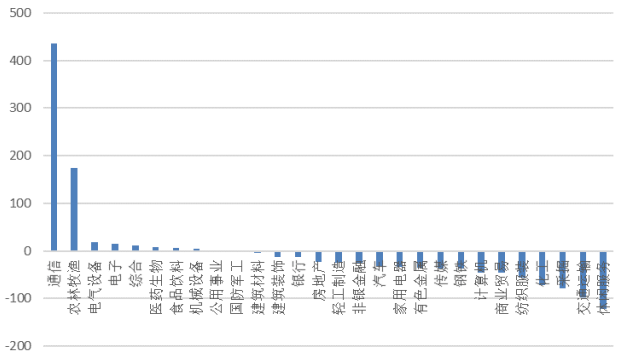
整体上看，上市公司的业绩依然是下降中，但是新兴经济的代表创业板和中小板，表现出良好的恢复能力，这也和国家的经济发展的导向一致。随着政策的扶持和经济转型效果的逐步显现。未来的成长性依然乐观。不过从整体来看，由于传统产业权重较大，市场整体的业绩增速回升更多的取决于传统产业。三四季度经济有望持续回升，这对于上有的周期性行业是一个有力的支撑，这对于权重类的业绩增速是有力的因素，市场整体业绩增速回归到正增长应是可预期的。

图 21 2019Q1-2020H1 业绩季度增速走势



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 22 2020H1 分行业业绩增速（单位：%）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

整体估值不低

根据 WIND 统计，截至 2020.9.25 全体 A 股整体市盈率(TTM)22.46 倍，市净率 1.92 倍，市场整体估值在 7 月初达到高点后已有明显回落，但是较年初仍有明显提升。同时我看从 10 年来的纵向比较看，市盈率水平早已走出低谷，虽然不在高位，但也不低。

整体上，经过前期的调整，风险有一定的释放，但是目前业绩增速依然处于下降中，虽然未来恢复可期，但是短期也难以缓解估值的压力。流动性对于估值的提升短期有效，而业绩缓解估值压力的时间较长，因此一旦预期改变，短期市场自动修复的压力增加。从融券余额大幅增加角度看，这也是市场估值压力的体现。

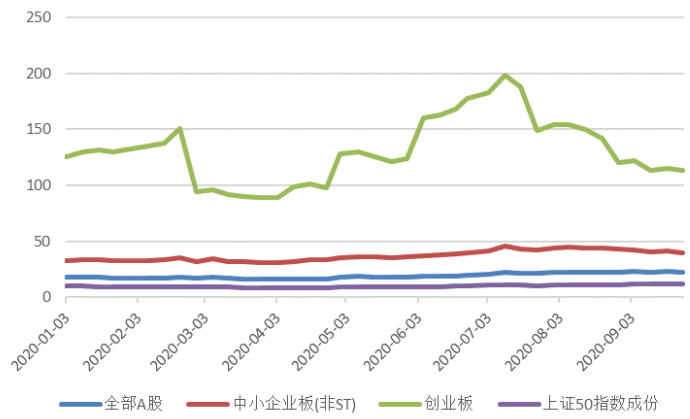
我们看好经济恢复前景，对于上市公司业绩的回升也保持信心。但是流动性边际回收的预期下，我们认为市场短期估值难以有大幅上行的空间。前期的上涨对于部分行业估值已有超前兑现，因此未来有估值回归的过程。而前期由于过于悲观的行业在经济恢复阶段预计会有估值恢复的过程。因此市场整体估值水平预计基本保持稳定，主要是结构性的调整。这也是我们从中需要挖掘的机会所在，市场的高低位切换而诞生的机会，预计是四季度市场主要投资机会。

表 1 市场板块估值及增速情况（截至 2020.9.25）

板块名称	PE(2019,整体法)	PE(TTM，整体法)	2020H1 净利润同比增长率%
全部 A 股	19.88	22.46	-21.11
中小企业板	42.94	39.97	3.42
创业板	135.62	113.53	9.51
上证 50 指数成份	10.03	11.80	-24.58
沪深 300 成份	13.65	14.58	-20.16

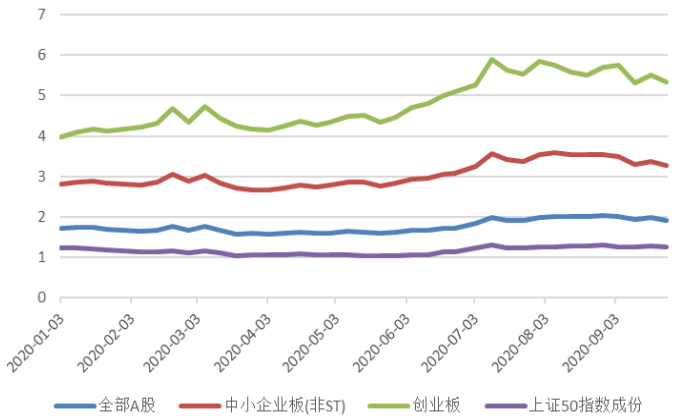
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 23 年初以来市场市盈率走势（截至 2020.9.25）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 24 年初以来市场市净率走势（截至 2020.9.25）



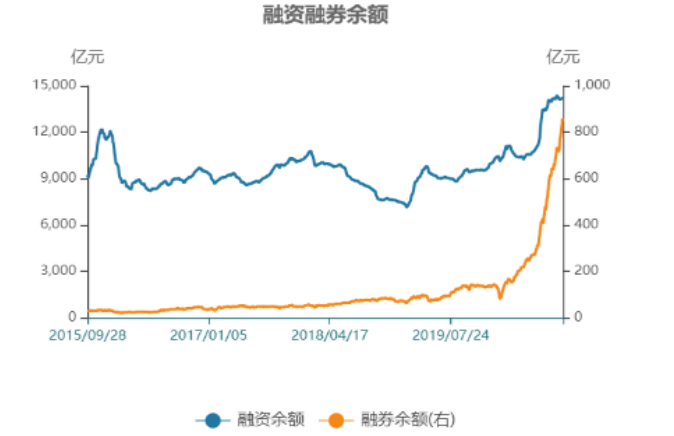
数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 25 10 年来市场市盈率走势（截至 2020.9.25）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 26 1 年来市场市净率走势（截至 2020.9.25）



数据来源：WIND 爱建证券研究所

估值结构性调整

经过前期的上涨，市场估值已有较大的提升，同时未来业绩增速也难以短期内缓解，尤其在货币边际回收的预期下，目前市场估值水平已不低，当然市场的估值水平也不高，只是短期难以有大幅提升的空间。预计市场更多是结构性的调整，高估值的回归，低估值的恢复。因此预计四季度在震荡中完成高低位的切换。市场估值水平基本保持稳定或稍有回落。我们所要做的是回避前期涨幅较大对于估值已有超前预支的板块，而注意悲观预期修复的板块。

四、先抑后扬，避高就低

震荡格局未变

在我们的 2020 年度中期策略里，我们认为“根据上面的判断，我们认为从时间节点来看，7 月份开始的中报披露期，由于 市场目前估值较高而业绩增速难以超预期，因此市场压力较大，注意市场波动的风险，8、9 月份随着压力的释放，市场将较为稳定，但是 10 月份开始的三季报压力将再使市场压力增加。”从目前来看，基本符合预期，而市场的最后调整预计在 10 月份完成，因此十月份市场的波动尤其值得注意。估值结构性调整完成之后，市场的机会将会显现，这将是四季度良好的投资窗口期。尤其是年末的会议密集期将是行业选择和布局的良好时机。预计将会在四季度中期来临。

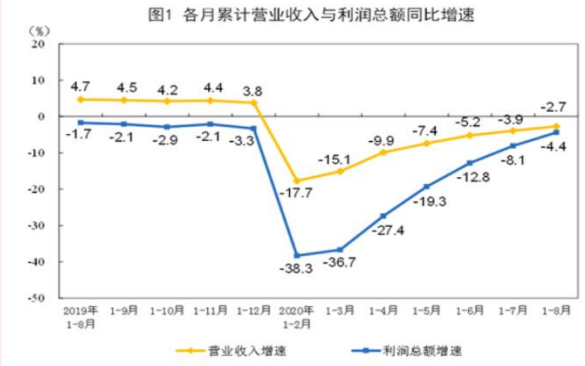
对于四季度我们整体的判断是先抑后扬，在估值结构性调整完成之后，市场具有较好的投资机会，因此依然是震荡判断，不过恰恰是调整带来了交易的空间，我们只是要更好的选择时点进入。

投资范围扩大

基于我们对于未来经济持续回升的判断，我们认为周期性的板块，业绩回升的弹性更大，同时由于前期的悲观预期，市场涨幅也不大，整体安全边际较高。同时防御性的食品饮料、休闲服务、医药生物等由于今年以来涨幅已大，特别是在市场缺少投资机会的背景下，预期过于释放，在经济回升的背景下，资金具有更多的选择，因此上述行业仍具向下修正的动力，这并不是坏事，从长期看，在估值得到合理修复后将仍具价值。

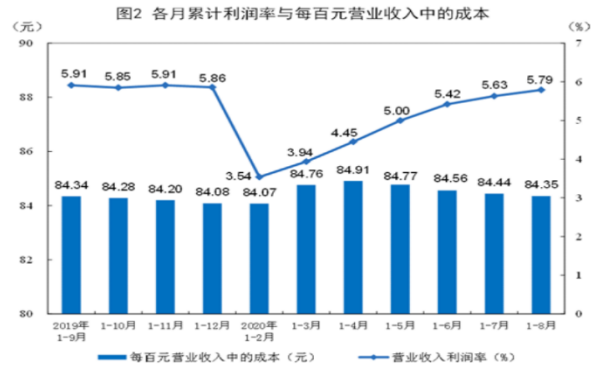
经济的回升主要来自于新老基建的投资的推动，老基建推动周期性行业如有色金属、黑色金属、能源等等需求。新基建则是如通信、计算机软硬件等。同时人们活动活跃度提升也增加了如餐饮、影视传媒、交通运输等行业的需求。因此四季度乃至明年经济回升的动力都有助于提升这些行业的业绩，业绩恢复弹性较大。综合比较前期涨幅从四季度看我们认为交通运输、化工、有色、钢铁、传媒、通信等行业机会值得挖掘。

图 27 规模以上企业业绩增速（截至 2020.9.27）



数据来源：国家统计局 爱建证券研究所

图 28 规模以上企业利润率走势（截至 2020.9.27）



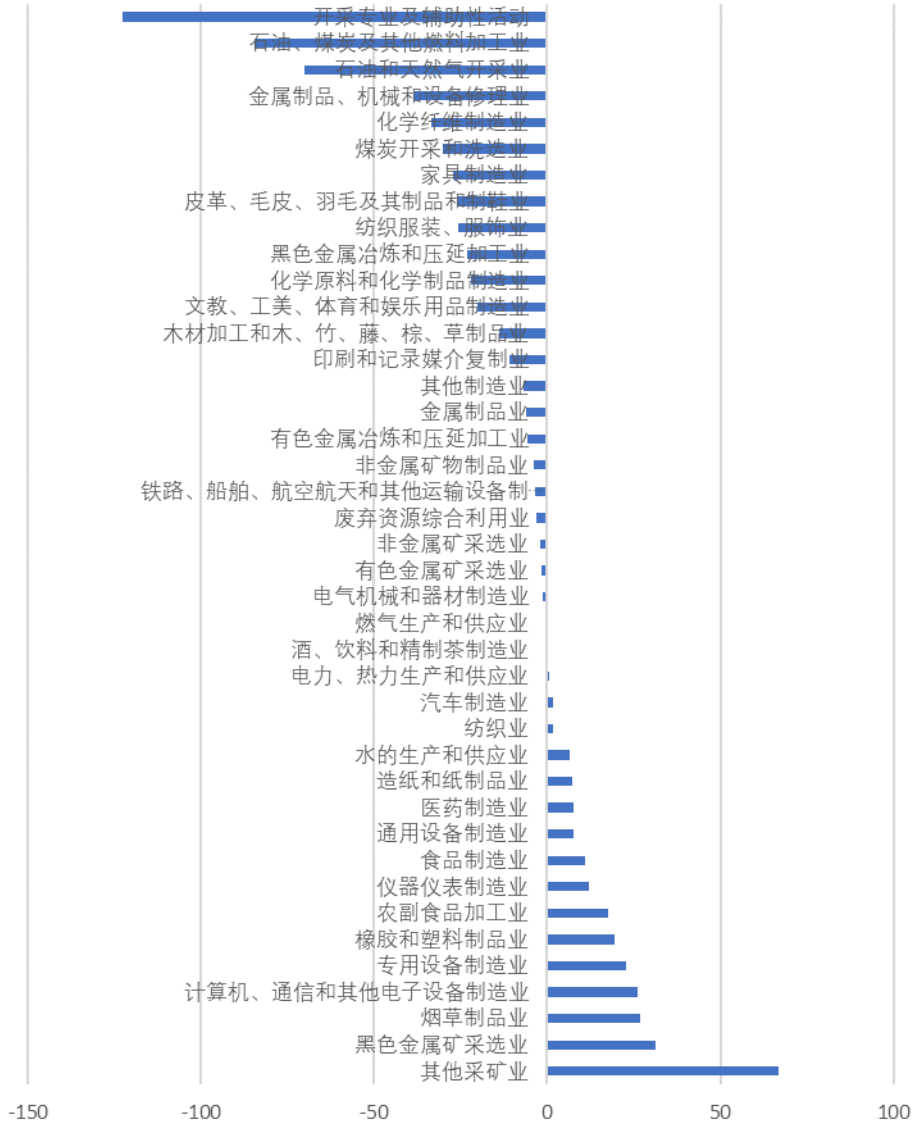
数据来源：国家统计局 爱建证券研究所

表 2 行业整体估值、增速和涨幅（截至 2020.9.25）

板块	年初以来涨幅（%）	市盈率(TTM,整体法)	2020H1 同比增速（%）
采掘	-16.26	22.67	-78.04
银行	-10.19	6.15	-9.42
房地产	-3.08	10.54	-20.06
建筑装饰	-2.74	9.40	-8.89
钢铁	-2.17	13.65	-34.95
交通运输	-0.91	48.48	-99.28
通信	-0.69	132.13	446.39
公用事业	0.22	21.49	5.14
纺织服装	2.01	86.65	-54.37
有色金属	4.18	172.53	-32.85
非银金融	10.19	22.81	-22.69
综合	11.94	53.94	-90.82
家用电器	12.46	27.33	-31.24
商业贸易	12.67	33.39	-44.60
化工	14.76	38.45	-70.76
轻工制造	16.12	48.60	-21.43
传媒	16.55	-159.54	5.93
计算机	19.68	229.34	-44.54
机械设备	20.08	49.77	7.48
电子	21.18	65.03	17.95
汽车	21.79	43.94	-30.42
建筑材料	24.29	15.27	-1.49
农林牧渔	25.90	20.18	185.34
国防军工	33.23	101.16	2.95
医药生物	46.38	69.83	10.62
电气设备	46.68	56.39	22.39
食品饮料	48.48	47.27	9.83
休闲服务	67.98	438.55	-122.22

数据来源：WIND 爱建证券研究所

图 29 2020 年 1—8 月份规模以上工业企业利润同比增速（分行业）（截至 2020.9.27）



数据来源：国家统计局 爱建证券研究所

主题机会是四季度常客

每年的四季度都是会议和政策的密集期，这回给市场带来很多事件驱动力。因此从交易角度看，四季度的主题机会不容忽视。

在四度的会议中我们重点关注 10 月在北京召开中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议。十四五规划将是未来五年的长期投资方向指引，短期具有较强事件驱动力。同时还

有年末的中央经济工作会议，这将为明年的投资指引方向，同样是值得关注。

虽然会议还未召开，但是未来我国新兴经济成为支柱是必然方向，科技类相关的各个主题如 5G 通信、云计算、大数据、物联网、智慧与新能源汽车等等都是预期范围内的，只是政策力度的大小值得关注，如果有超预期因素出现，短期交易机会较大。

先抑后扬 避高就低

基于对于四季度市场先抑后扬的判断我们认为四季度前期的 10 月份尤其要注意市场的波动。3 季报披露期对于估值过高的品种是压力对于估值低的品种是动力，资金其中的流动必然引起波动，同时，美国大选前的一个月，难免地缘政治波动加剧。同时全球市场也波动加剧，这也是 10 月份值得谨慎的原因。不过，市场的调整不是坏事，只是风格的切换，我们需要把更多的精力放在经济的回升上，更大受益经济回升的行业和板块将逐渐成为主角。同时，政策密集期的相关主题驱动力强，交易机会增加。而这个时点预计将是在 10 月底和 11 月初，此时业绩、地缘乃至政策都趋明朗，市场安全边际提升，时间窗口到来。从机会上看我们认为是更大受益于经济回升的行业，周期性的行业如有色、能源以及前期受益疫情得到控制影视传媒、航空机场等，科技类的板块长期受益于我国经济结构的转型，同时四季度的政策驱动力可预期性高，因此同样值得关注。核心的逻辑基础依然是估值，注意避高就低。

五、风险提示

1、宏观经济下行超预期。

2、政策低于市场预期。

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上
推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%～15%
中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内
回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。 我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。 本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888　邮编：200122

网站：www.ajzq.com