粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究|专题研究

# 【粤开策略大势研判】后市走向消费股将为重要变量（附消费股核心资产估值详解）

2020 年 09 月 06 日

**分析师：殷越**
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

**近期报告**

《【粤开策略】2020 年 9 月十大金股及市场展望》2020-08-31

《【粤开策略解盘】静待方向选择-0901》2020-09-01

《【粤开策略解盘】冲关力度关注两大指标-0902》2020-09-02

《【粤开策略解盘】短期难言震荡终结，关注振幅关键信号-0903》2020-09-03

《【粤开策略专题】LCD 行业供给收缩超预期，面板持续涨价》2020-09-04

## 投资要点

### 大势研判：后续消费板块走势是重要变量

本周市场整体走势震荡下行，三大股指周线下跌，沪指累计下跌 1.42%，创业板指累计跌 0.93%。其中非银金融（-2.65%）、综合（-2.63%）和建筑材料（-2.51%）为跌幅前三，汽车（1.74%）、化工（0.94%）和电子（0.69%）行业涨幅前三。本周北上资金净流出 22.62 亿元，上周净流入 79.46 亿元。

**本周中报业绩公布完毕，盈利增速触底反弹，大小板块分化明显。上半年 A 股营收增速整体回暖，单季度除上证 50 外，各主要板块的营收增速均由负转正。**全 A（非金融两油）20Q2 营业收入同比增长 6.81%，环比提升 18 个百分点。主板（非金融）/中小板（非金融）/创业板（剔除温氏股份）/科创板 20Q2 营收增速分别为 0.31%/5.45%/8.48%/4.78%，均由负转正。

**本周市场呈现两极分化，一方面，部分小市值个股疯狂炒作，分散了散户资金，但预计短期炒作热情会降温；另一方面，周五市场受美股科技板块大跌影响低开，前期受机构青睐的食品饮料和医药股下跌。外盘周五晚间续跌可能对周一 A 股有一定扰动，未来存在两种走势可能：**

**1、 若 A 股延续周五强于外围市场的表现，则充分显示 A 股的韧性和独立性，有望在后续美股反弹时顺势挑战前高；**

**2、 若 A 股在周五表现出韧性后，周一补跌，则前期冲关无果叠加外盘干扰，市场情绪可能会有所松动，将使得估值探寻箱体下轨区域。**

**行业配置方面，短期干扰不影响中长期趋势，关注经济复苏及 A 股盈利恢复带来的结构性投资机会：**

**（1）周期性行业；（2）必需和可选消费品；（3）高弹性成长股；（4）金融板块：周日召开的 2020 中国国际金融年度论坛中，官员强调进一步发展直接融资，持续完善资本市场对外开放，我国股市“牛短熊长”正在消失，利好金融板块。**

由于 A 股消费板块近期是近期杀跌主角，类比美股科技股，都是市场核心资产以及前期高估值品种，**因此我们认为影响后续走势的关键变量是消费板块的走势。**

### 消费行业估值详解

**消费板块前期市场表现领先，近期回调引发市场对于其估值过高的担忧。消费板块的高估值源于估值体系的变动：（1）估值体系从 PE 转向 EPS，是成熟市场的发展规律。（2）外资大幅流入 A 股消费板块，价格向价值回归。**外资流入带来食品饮料行业走向价值化，行业定价体系从 PE 主导向 EPS 主导转变。长久来看，外资流入仍将持续。

**（1）估值体系转变，纵向比较意义不大。**A 股消费板块正处于估值体系变革中，如果仅仅将 PE 与历史进行纵向对比，通过历史分位数判断高估或低估，

相当于在两种估值体系中进行比较，不尽合理。

**（2）价值重估，龙头公司将享受估值溢价。**在估值体系重塑过程中，估值将与盈利更加匹配，PE 的功能将从定价功能到估值功能转变。 优势行业享受估值溢价。

**（3）贴现率或为杀估值的风险因素。**在“永续增长”的 DCF 或 DDM 折现模型中，分子现金流和分红稳定，分母宏观贴现因子的增大会造成估值下降。借鉴 1970-1974 年美股“漂亮 50”经验 ,估值下跌时宏观因子变动是主要原因。在全球宏观环境显著变化之前，未来零利率、低增长的趋势不变，**A 股消费板块是宝贵的核心资产。如果未来全球宏观环境出现不利事件如加息、人民币贬值、政策收缩等情况，鉴于外资增配中国公司的趋势并未改变，即使阶段性地被全球宏观环境变化打断，长期来看估值回落的空间也比较有限。**

## 消费行业配置展望

**在内需大循环的背景下，消费景气趋势向好。短期来看，在消费复苏进程中，市场表现预计会随板块景气度轮动，关注低估值修复板块的机会。**

**长期来看，只要全球宏观因子不出现显著变化，A 股的消费核心资产将会持续具备投资价值；而如果未来出现宏观因素变动，由于外资长期流入趋势不变，回落幅度也将比较有限。**

## 风险提示：全球疫情蔓延超预期，全球风险偏好下行，国内疫情反复

# 目 录

一、消费行业估值现状 ..... 4
二、消费板块的高估值源于估值体系的变动 ..... 5
（一）估值体系从 PE 转向 EPS，是成熟市场的发展规律 ..... 5
（二）外资大幅流入 A 股消费板块，价格向价值回归 ..... 6
三、A 股消费核心资产估值贵了吗 ..... 7
（一）估值体系转变，纵向比较意义不大 ..... 7
（二）价值重估，龙头公司将享受估值溢价 ..... 7
（三）贴现率或为杀估值的风险因素 ..... 7
四、大势研判 ..... 8
（一）大消费行业整体配置方向向好 ..... 8
（二）关注经济复苏及 A 股盈利恢复带来的结构性投资机会 ..... 9

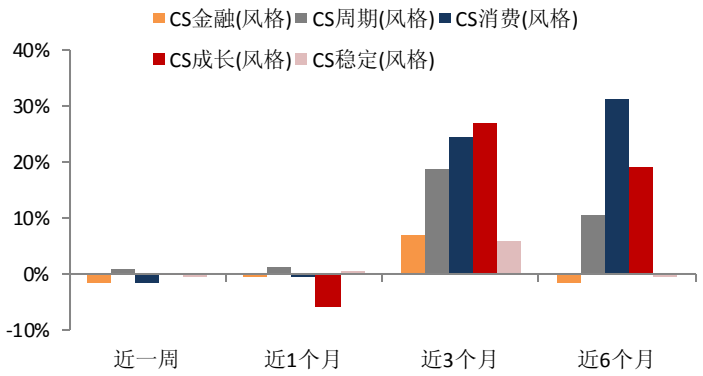
# 图表目录

图表 1： 中信风格板块涨幅对比 ..... 4
图表 2： 各板块市盈率对比 ..... 4
图表 3： 消费细分板块 PE（TTM）估值情况 ..... 4
图表 4： 日经 225 指数 PE 中枢下移，与股价错配 ..... 5
图表 5： 上证指数走势与 PE（TTM）对比 ..... 6
图表 6： 外资持续流入 A 股 ..... 6
图表 7： 外资持股市值结构 ..... 6
图表 8： 2017 年后食品饮料指数与 EPS 走势趋同 ..... 7
图表 9： 采掘指数与 PE 走势一致 ..... 7
图表 10： 19 年末重启 QE，美国联邦基金利率持续走低 ..... 8
图表 11： 农林牧渔、食品饮料 2020 中报业绩稳健 ..... 8

# 一、消费行业估值现状

**消费板块前期市场表现领先，近一个月来小幅回调，引发市场对于其估值过高的担忧。**根据中信 5 个风格板块历史表现，近 6 个月消费风格涨幅 31.5%，大幅领先成长板块（涨幅 19.2%）、周期板块（涨幅 10.5%）、金融板块（跌幅 1.5%）以及稳定板块（跌幅 0.04%）。而近一周消费板块下跌 1.5%居首，市场存在一些担忧情绪。

**图表1：中信风格板块涨幅对比**

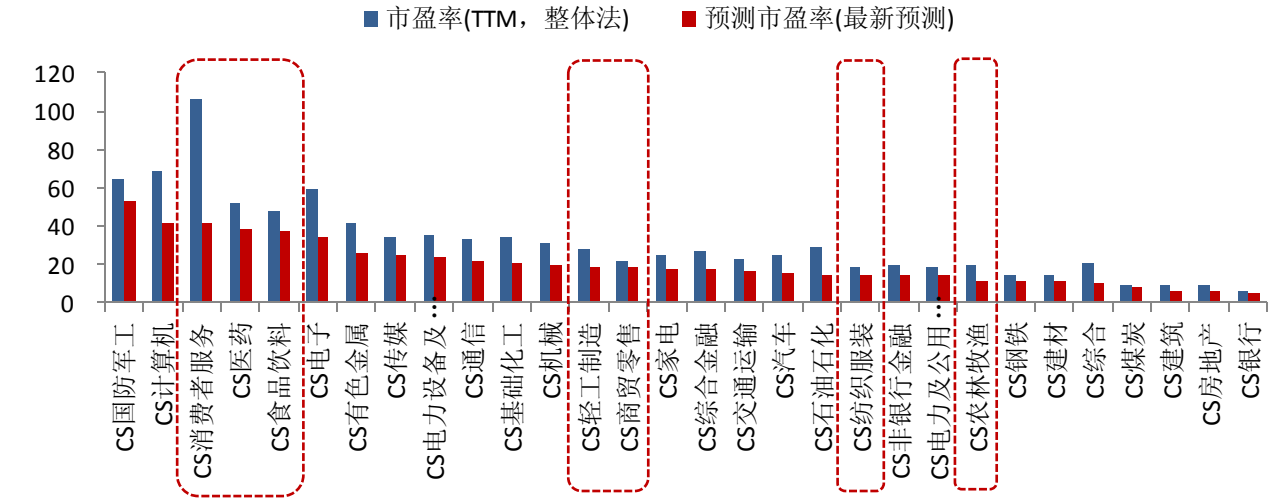



*资料来源：wind、粤开证券研究院*

*注：数据截至 2020 年 9 月 4 日*

对比 A 股全行业的预测市盈率，消费产业中消费者服务、医药、食品饮料的预测市盈率相对较高，轻工制造与商贸零售的预测市盈率位列中游，纺织服装、农林牧渔的预测市盈率位于中下游水平。

**图表2：各板块市盈率对比**

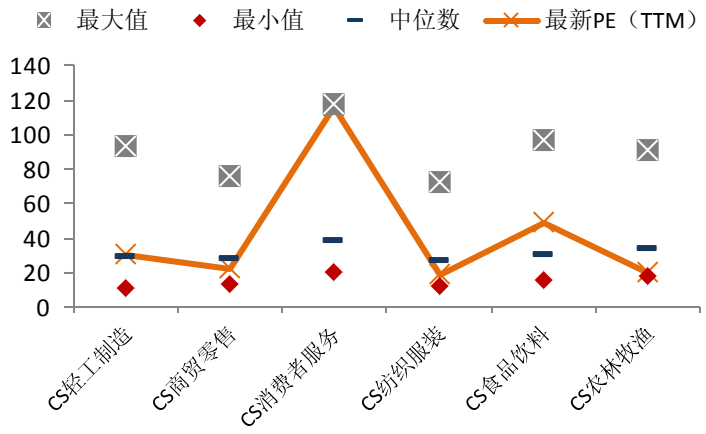



*资料来源：wind、粤开证券研究院*

*注：数据截至 2020 年 9 月 4 日*

消费细分板块的估值表现有差异。取 2005 年以来的 A 股数据，目前，消费者服务估值接近历史高位，由于疫情对线下消费盈利影响较大，PE（TTM）高企；食品饮料行业 PE（TTM）超过历史中值，纺织服装和农林牧渔的 PE（TTM）相对较低。

**图表3：消费细分板块 PE（TTM）估值情况**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

*注：数据截至 2020 年 9 月 4 日*

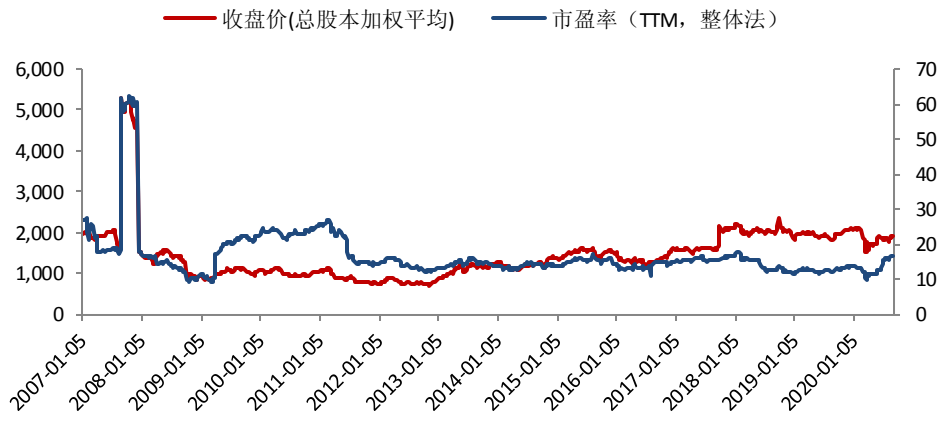
## 二、消费板块的高估值源于估值体系的变动

### （一）估值体系从 PE 转向 EPS，是成熟市场的发展规律

根据定价模型 P=PE·EPS，股价变动来自两个方面。（1）PE 主要反映市场的情绪面，非价值化市场中，股价由 PE 主导；（2）EPS 反应股票基本面，价值化市场中股价与 EPS 较为一致，PE 中枢下移，从而价格实现向价值的回归。

**美日的股市机构化占比高，定价体系为 EPS 主导。**根据 EPS=ROE*BPS，假设每股净资产 BPS 变动不大，则 ROE 是影响 EPS 的重要因子。在 EPS 定价体系中，稳定 ROE 的企业拥有稳定的盈利增速，从而带来稳定上行的 EPS 和股价。以美日为代表的成熟市场估值体系建立在估值与盈利高度匹配之上，优质公司、龙头公司享受估值溢价。

**图表4：日经 225 指数 PE 中枢下移，与股价错配**

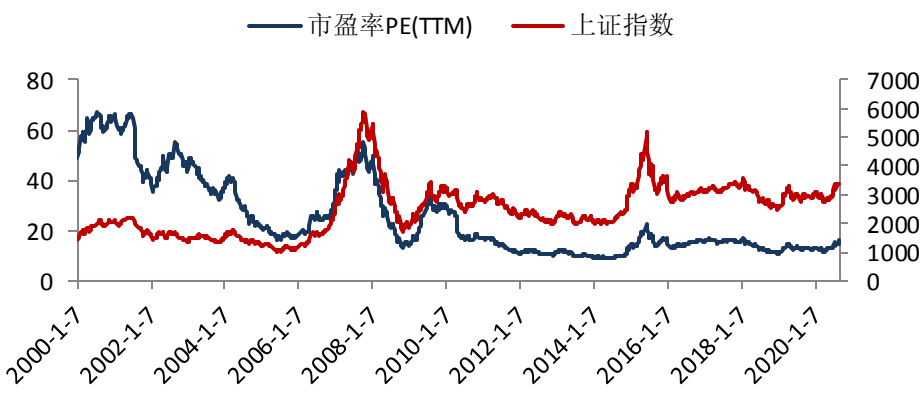



*资料来源：wind、粤开证券研究院*

**A 股过去二十年的投资者结构是散户化主导的，资金决定风格，决定了 A 股由 PE 主导的估值体系。**在永续增长假定下，PE=d（1+g）/（r-g），其中对未来增长的预期 g 是影响 PE 的重要因子，因此在此前的 A 股估值体系中，投资者更加关注短期的业绩增速 g，短期增速决定估值波动。从 A 股的历史走势中可以看出，上证指数与 PE（TTM）

走势较为一致。

**图表5：上证指数走势与 PE（TTM）对比**



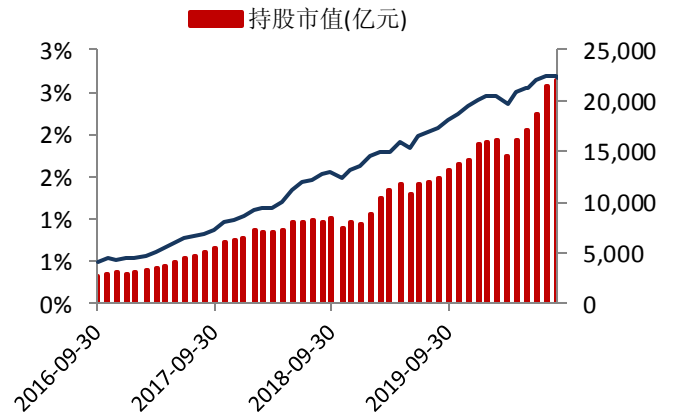

*资料来源：wind、粤开证券研究院*

## （二）外资大幅流入 A 股消费板块，价格向价值回归

2017 年以来外资持有 A 股持续增长，持股市值从 2016 年底约 3,000 亿元，上升至 2020 年 8 月底约 2.2 万亿元，占 A 股总股本由 0.5%提升至 2.7%。外资持股集中于 A 股的核心资产，ROE 具备稳定性和可持续性。从目前外资持股结构来看，食品饮料、医药生物、家电等消费板块持股市值占比加总接近 40%。**从目前外资持股市值结构来看，必选和可选消费、金融、医药、信息技术是外资重点持有的行业。**

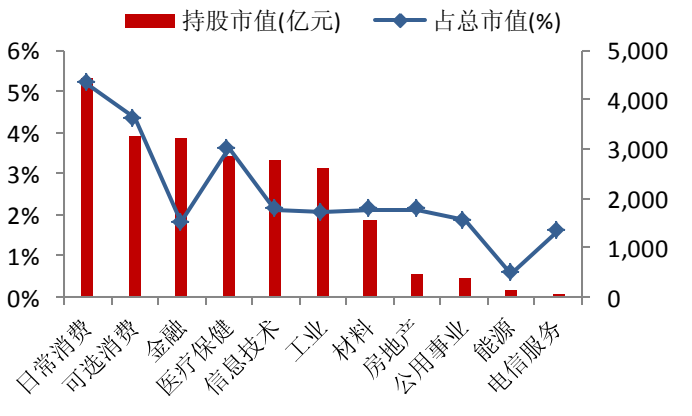
**长久来看，外资流入仍将持续。**当前外资配置 A 股比例仍在 3%左右，随着我国资本市场对外开放继续提速，A 股被纳入 MSCI 指数，外资流入 A 股未来增量空间巨大。

**图表6：外资持续流入 A 股**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

**图表7：外资持股市值结构**

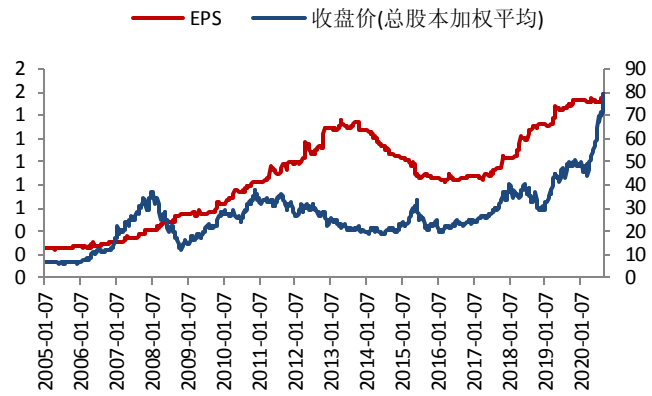



*资料来源：wind、粤开证券研究院*

*注：数据截至 2020 年 9 月 4 日*

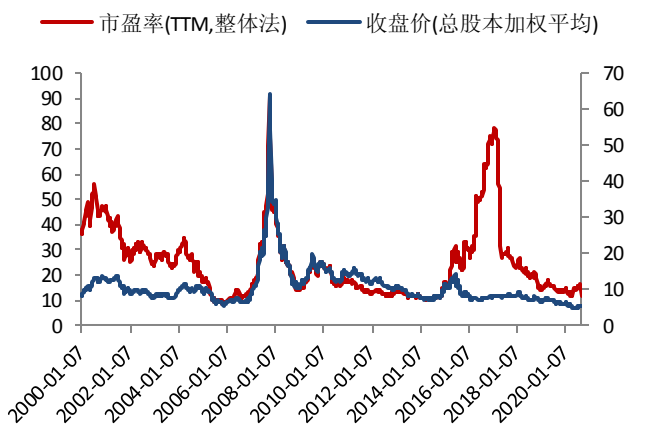
以外资持股占比较高的食品饮料行业为例，**外资流入带来食品饮料行业走向价值化，行业定价体系从 PE 主导向 EPS 主导转变。**而对比外资低配的周期行业，以采掘行业为例，定价体系依旧为 PE 主导。**A 股机构化和国际化的长期趋势下，认为消费行业具备盈利确定性，估值体系将继续完成从 PE 到 EPS 的演进。**

图表8：2017 年后食品饮料指数与 EPS 走势趋同




资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：采掘指数与 PE 走势一致




资料来源：wind、粤开证券研究院

# 三、A 股消费核心资产估值贵了吗

## （一）估值体系转变，纵向比较意义不大

根据前文分析，A 股消费板块正处于估值体系变革中，正在进行从散户化到机构化、从非价值化向价值化的转变，伴随着外资、理财、养老、险资等资金流入，龙头公司将估值回归。**因此如果仅仅将 PE 与历史进行纵向对比，通过历史分位数判断高估或低估，相当于在两种估值体系中进行比较，不尽合理。**

## （二）价值重估，龙头公司将享受估值溢价

**在估值体系重塑过程中，估值将与盈利更加匹配，PE 的功能将从定价功能到估值功能转变。**在价值化的市场中，EPS 主导股市走势，股市由盈利来定价，PE 在定价体系中权重大幅下降，PE 将回归其估值功能，成为为衡量估值与盈利匹配程度的重要指标。优势行业享受估值溢价。

美日等成熟市场及行业中，龙头企业均享受显著溢价。虽然今年以来，以龙头为代表的 A 股核心资产表现优异，**但整体而言，A 股价值化进程任重道远，龙头公司的价值化之路尚大有可为。**

## （三）贴现率或为杀估值的风险因素

对于盈利稳定的消费行业而言，较适用于“永续增长”的 DCF 或 DDM 折现模型来估值。**而在永续增长的贴现模型中，分子现金流和分红稳定，分母宏观贴现因子的增大会造成估值下降。**

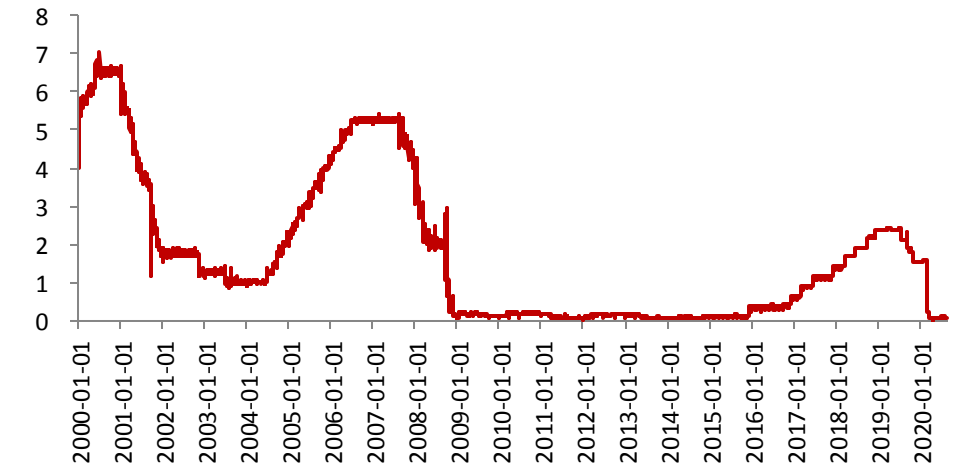
**借鉴 1970-1974 年美股“漂亮 50”经验，估值下跌时宏观因子变动是主要原因。**美股“漂亮 50”行业分布偏重大消费，行情大致可分为普涨-跑赢-熊市初期微跌-熊市后期补跌四个阶段。分析其熊市后期大跌原因，主要是由于宏观环境变动，整体走入熊市。（1）前期大幅的财政赤字和信贷扩张积聚通胀压力，受“粮食危机”影响 1972 年后期通胀阴霾重现；（2）1973 年布雷顿森林体系瓦解后，美元大幅贬值；（3）1973 年 10 月石油危机，通胀进一步恶化。在一系列压力之下，流动性加速收紧，美国经济陷入滞涨，美股转熊。

除此之外，微观因素如企业熊市中盈利稳定性不再，以及科技的崛起进一步加剧了“漂亮50”的下跌。

**在全球宏观环境显著变化之前，未来零利率、低增长的趋势不变。今年以来全球经济受到疫情冲击，宏观上大概率维持零利率和低增长，全球资金的机会成本较低，资产回报率目标也较低，投资目标将放在业绩稳定以及可持续的标的上。中国消费行业经济恢复领先全球，A 股消费板块是宝贵的核心资产。**

**如果未来全球宏观环境出现不利事件如加息、人民币贬值、政策收缩等情况，鉴于外资增配中国公司的趋势并未改变，即使阶段性地被全球宏观环境变化打断，长期来看估值回落的空间也比较有限。**

**图表10：19 年末重启 QE，美国联邦基金利率持续走低**




*资料来源：wind、粤开证券研究院*

# 四、大势研判

## （一）大消费行业整体配置方向向好

**在内需大循环的背景下，消费景气趋势向好。**消费板块估值虽然一直较高，但由于业绩成长预期高度明确，在合理的收益率预期下，整体配置方向向好。中报披露完毕，消费产业整体表现稳健，疫情下行业竞争格局进一步头部集中。上半年市场主要由预期、趋势推动，下半年料将更关注实际经营数据。

**图表11：农林牧渔、食品饮料 2020 中报业绩稳健**

| | ROETTM（%） | | | | | 2020Q2- | 销售净利率TTM（%） | | | | | 2020Q2- |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2020Q2 | 2020Q1 | 2019Q4 | 2019Q3 | 2019Q2 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q1 | 2019Q4 | 2019Q3 | 2019Q2 | 2020Q1 |
| 农林牧渔 | 20.41 | 17.07 | 15.28 | 9.28 | 5.63 | 3.34 | 12.05 | 10.55 | 8.75 | 5.37 | 3.42 | 1.50 |
| 食品饮料 | 20.38 | 18.98 | 20.73 | 21.35 | 21.23 | 1.40 | 17.51 | 17.24 | 17.46 | 18.25 | 17.80 | 0.27 |
| 建筑材料 | 14.60 | 14.12 | 16.18 | 16.03 | 17.54 | 0.48 | 12.85 | 12.69 | 13.04 | 12.83 | 13.78 | 0.16 |
| 家用电器 | 12.84 | 13.70 | 17.00 | 16.78 | 15.27 | -0.86 | 5.44 | 5.77 | 6.35 | 6.20 | 5.61 | -0.32 |
| 房地产 | 10.57 | 10.90 | 12.84 | 13.00 | 13.20 | -0.33 | 10.77 | 11.18 | 11.82 | 12.02 | 12.37 | -0.41 |
| 银行 | 10.29 | 11.00 | 11.90 | 11.96 | 12.12 | -0.72 | 30.89 | 33.48 | 33.64 | 34.62 | 34.72 | -2.59 |
| 非银金融 | 8.61 | 10.07 | 11.84 | 11.77 | 10.67 | -1.45 | 9.13 | 11.01 | 11.88 | 12.11 | 11.18 | -1.89 |
| 医药生物 | 8.48 | 7.50 | 8.60 | 9.57 | 9.35 | 0.99 | 6.63 | 5.80 | 6.11 | 6.91 | 6.86 | 0.84 |
| 建筑装饰 | 8.40 | 8.23 | 9.51 | 9.64 | 9.56 | 0.17 | 3.28 | 3.32 | 3.46 | 3.46 | 3.52 | -0.04 |
| 电子 | 7.02 | 6.38 | 7.10 | 6.23 | 6.30 | 0.63 | 3.19 | 2.91 | 3.01 | 2.70 | 2.70 | 0.28 |
| 公用事业 | 6.83 | 6.00 | 6.98 | 7.40 | 6.77 | 0.83 | 8.88 | 7.85 | 8.30 | 8.91 | 7.77 | 1.03 |
| 钢铁 | 6.75 | 7.42 | 8.34 | 9.67 | 12.21 | -0.67 | 3.23 | 3.58 | 3.83 | 4.50 | 5.71 | -0.35 |
| 电气设备 | 5.82 | 4.95 | 5.36 | 4.18 | 3.73 | 0.87 | 4.95 | 4.41 | 4.40 | 3.61 | 3.38 | 0.54 |
| 轻工制造 | 5.56 | 6.03 | 6.30 | 4.42 | 3.88 | -0.47 | 4.36 | 4.68 | 4.53 | 3.35 | 3.04 | -0.32 |
| 机械设备 | 5.47 | 4.49 | 5.34 | 5.51 | 5.32 | 0.98 | 4.71 | 3.97 | 4.41 | 4.67 | 4.56 | 0.74 |
| 汽车 | 5.21 | 4.95 | 6.91 | 6.50 | 7.03 | 0.26 | 2.77 | 2.63 | 3.20 | 3.03 | 3.24 | 0.14 |
| 商业贸易 | 5.01 | 5.32 | 6.97 | 8.92 | 7.81 | -0.31 | 1.83 | 1.98 | 2.45 | 3.10 | 2.85 | -0.14 |
| 采掘 | 4.48 | 5.88 | 7.43 | 7.50 | 7.85 | -1.39 | 3.38 | 4.22 | 5.10 | 5.26 | 5.53 | -0.85 |
| 综合 | 4.21 | 2.91 | 2.96 | 2.02 | 5.08 | 1.31 | 4.65 | 3.41 | 3.31 | 2.24 | 2.21 | 1.23 |
| 交通运输 | 3.43 | 5.40 | 8.67 | 8.49 | 8.42 | -1.98 | 2.20 | 3.92 | 5.75 | 5.63 | 6.28 | -1.72 |
| 化工 | 2.93 | 3.92 | 6.31 | 7.65 | 8.56 | -0.99 | 1.42 | 1.80 | 2.71 | 3.24 | 3.50 | -0.38 |
| 国防军工 | 2.88 | 3.23 | 2.77 | 2.51 | 1.74 | -0.34 | 3.53 | 4.04 | 3.23 | 2.96 | 2.03 | -0.51 |
| 纺织服装 | 2.40 | 2.50 | 4.45 | 4.08 | 5.15 | -0.11 | 1.73 | 1.93 | 3.15 | 3.56 | 4.50 | -0.20 |
| 计算机 | 2.24 | 2.33 | 3.90 | 5.12 | 4.54 | -0.09 | 2.14 | 2.24 | 3.38 | 4.54 | 4.26 | -0.10 |
| 通信 | 1.66 | -1.09 | -0.43 | 1.17 | 0.88 | 2.75 | 1.47 | -0.96 | -0.36 | 1.03 | 0.78 | 2.43 |
| 有色金属 | 1.50 | 1.58 | 2.23 | 2.07 | 2.51 | -0.09 | 0.60 | 0.67 | 0.96 | 0.71 | 0.95 | -0.07 |
| 休闲服务 | 0.87 | 3.66 | 9.33 | 10.76 | 10.44 | -2.79 | 1.34 | 3.59 | 7.16 | 8.29 | 8.32 | -2.25 |
| 传媒 | -1.26 | -2.78 | -1.80 | -6.33 | -6.71 | 1.52 | -1.33 | -2.80 | -1.74 | -6.60 | -6.99 | 1.47 |

*资料来源：wind、粤开证券研究院*

短期来看，在消费复苏进程中，市场表现预计会随板块景气度轮动，关注低估值修复板块的机会。

长期来看，在前文贴现率是消费板块主要影响因素的假设下，只要全球宏观因子不出现显著变化，A 股的消费核心资产将会持续具备投资价值；而如果未来出现宏观因素变动，如货币政策收缩、利率上行等变化，A 股消费板块可能会随之温和回落。但由于 A 股发展的长期趋势是机构化和国际化，外资长期流入趋势不变，因此回落幅度也将比较有限。

## （二）关注经济复苏及 A 股盈利恢复带来的结构性投资机会

**国内的需求仍处于复苏阶段，预计下半年逆周期政策对于经济的支持仍将持续。**根据我国 7 月经济数据显示，制造业投资累计同比下滑 10.2%，仍是当前经济的主要拖累，消费继续恢复，但整体表现明显弱于市场预期。**展望下半年的政策方向，货币政策对制造业及中小企业仍有结构上的倾斜，融资环境有望持续改善，信用宽松的拐点尚未到来；财政支出后续的确定性较高，税费负担下降对于企业盈利产生的动能有望进一步释放，预计后续 A 股盈利改善仍有空间。但考虑到随着经济的复苏和企业盈利的改善，下一阶段宽信用政策将主要发挥结构性工具的精准滴灌作用，逆周期调节的力度可能较上半年有所降低，叠加二季度盈利改善较为明显，提高了基数水平，三、四季度盈利复苏的幅度可能趋缓。**

**行业配置方面，关注经济复苏及 A 股盈利恢复带来的结构性投资机会：**

**（1）周期性行业。**重点关注产能周期触底回升、补库存、收入改善的行业，**如通用机械、稀有金属、化工、建材等**；

**（2）必需及可选消费品。**高利润率支撑 ROE、卓越的经营现金流，依然是相对优势，**如农林牧渔、食品饮料、医药生物等**；库存消化、现金流改善叠加行业景气周期上行，未来业绩改善趋势将更加明确，**如消费电子、汽车、家电、传媒等**，另外国内疫情控制节奏较好，**酒店、餐饮、旅游等行业具备业绩改善空间**；

**（3）高弹性成长股。重点关注受益于国产替代的半导体、电子元器件、先进制造等。**

**（4）金融板块：周日召开的 2020 中国国际金融年度论坛中，官员强调进一步发展直接融资，持续完善资本市场对外开放，我国股市“牛短熊长”正在消失，利好金融板块。**

## 分析师简介

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号：S0300517040001。

## 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

**股票投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

**行业投资评级标准**

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司( 以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com