策略研究

流动性拐点临近，A 股风格均衡配置进一步加速

—每周流动性观察

民生 FOCUS　　2020 年 8 月 17 日

报告摘要：

● **宏观流动性：流动性拐点临近，短期重点关注下周一MLF续作情况**

目前以社融增速为代表的的宏观流动性拐点正在逐渐临近，从社融主要分项来看，政府债（包括国债和地方政府债）和企业债融资存量高频同比数据均已在 6 月底至 7 月初见顶，从银行业总资产规模同比增速来看，6 月份数据环比下降 0.75 个百分点，也已经出现拐点迹象。

本周资金端继续保持紧平衡，对于债市而言，虽然有 7 月经济数据略低于预期的利好，但利率整体仍处于上行趋势中，主要矛盾集中在债券的供需上，近两周国债一级招标利率明显上行，显示债券的供给压力过大。在经济复苏的情况下，总量降准降息可能性不大，重点关注下周一 MLF 续作情况，如果继续缩量续作，债市仍将面临压力。

● **市场情绪：情绪小幅回落，科技医药相对明显**

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周小幅回落，科技医药降幅相对明显。

● **主要投资者配置变化：杠杆资金5月底以来首次净流出，北向资金恢复净买入**

本周主要投资者流入流出情况发生反转，北向资金重新恢复净流入，尤其是在周五当天明显回流，以净流入银行股为主。杠杆资金自 5 月底以来首次出现净流出，明显流出前期的热门板块：半导体、证券和医药。市场的主线出现切换迹象，结合当前流动性拐点临近、经济持续复苏的宏观组合来看，A 股结构上风格均衡配置预计将进一步加速。

● **新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达11只**

本周新发权益类基金达 11 只。全 A 上市公司减持规模达 146.4 亿元，环比增加 14.26 亿元，回购规模明显回落，达 9.73 亿元，环比减少 68.19 亿元。

● **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：杨柳

执业证号：　S0100517050002

电话：　(8610)85127730

邮箱：　yangliu_yjs@mszq.com

目录

一、宏观流动性：流动性拐点临近，短期重点关注下周一 MLF 续作情况.....3
（一）宏观流动性预计拐点已到.....3
1、资金端继续保持紧平衡，债市重点关注下周一 MLF 续作情况.....3
2、宏观流动性预计拐点已到.....3
3、PPI 各分项小幅波动，通胀未见明显上行.....4
4、信用利差处于历史较低水平，体现较乐观的基本面预期.....6
（二）国内政策：房企发债规模进一步受限.....7
二、市场情绪：情绪小幅回落，科技医药相对明显.....8
三、主要投资者配置变化：杠杆资金 5 月底以来首次净流出，北向资金恢复买入.....12
（一）整体情况：北向资金恢复买入，杠杆资金 5 月底以来首次净流出.....12
（二）公募基金：加仓计算机和食品饮料，减仓电子、医药.....12
（三）北向资金：加仓银行、保险，减持水泥、白电、手机零部件.....14
（四）杠杆资金：加仓水泥、光伏，减持银行、面板、半导体、保险、证券.....15
四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 11 只.....18
（一）新发基金：新发权益类基金 11 只.....18
（二）产业资本：减持规模小幅增加，回购规模明显扩大.....18
五、风险提示.....20

一、宏观流动性：流动性拐点临近，短期重点关注下周一 MLF 续作情况

目前以社融增速为代表的的宏观流动性拐点正在逐渐临近，从社融主要分项来看，政府债（包括国债和地方政府债）和企业债融资存量高频同比数据均已在 6 月底至 7 月初见顶，从银行业总资产规模同比增速来看，6 月份数据环比下降 0.75 个百分点，也已经出现拐点迹象。

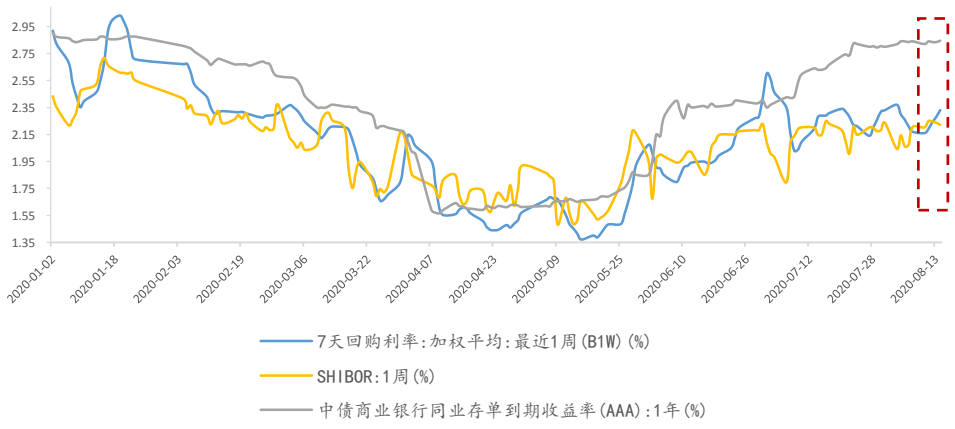
本周资金端继续保持紧平衡，对于债市而言，虽然有 7 月经济数据略低于预期的利好，但利率整体仍处于上行趋势中，主要矛盾集中在债券的供需上，近两周国债一级招标利率明显上行，显示债券的供给压力过大。在经济复苏的情况下，总量降准降息可能性不大，重点关注下周一 MLF 续作情况，如果继续缩量续作，债市仍将面临压力。

（一）宏观流动性预计拐点已到

1、资金端继续保持紧平衡，债市重点关注下周一 MLF 续作情况

本周 7 天回购利率小幅回升 16 个 BP，SHBIOR 利率上升 2 个 BP，一年期 3A 同业存单收益率维持不变。虽然本周有 7 月经济数据略低于预期的利好，但债市利率整体还是维持在上升通道中，资金端继续保持紧平衡。近期债市的主要矛盾在于债券的供需上，近两周国债一级招标利率明显上行，显示债券的供给压力过大，重点观察下周一 MLF 续作情况，如果继续缩量续作，债市仍将面临压力。

图 1：本周资金端利率变动情况

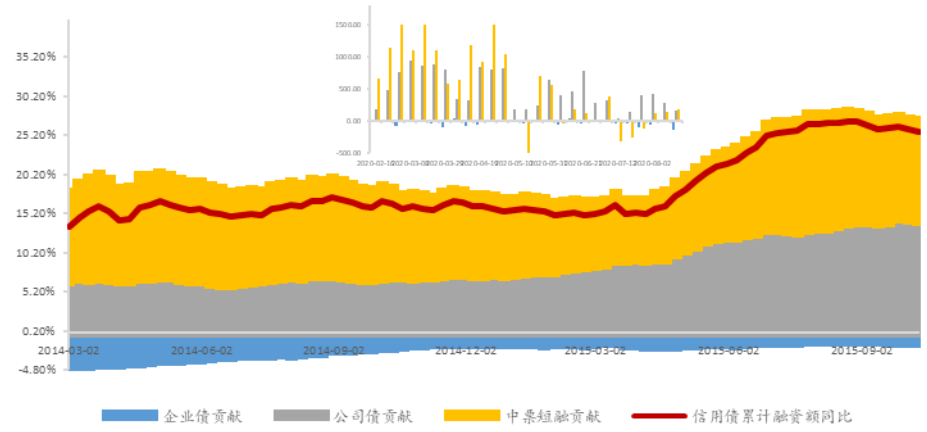


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、宏观流动性预计拐点已到

信用债融资增速继续下行。截止 8 月 16 日，信用债融资余额增速从 25.97%小幅下降至 25.63%，结构上公司债贡献从 14.48%下行至 14.38%，中票短融贡献从 12.69%降至 12.54%，连续十二周下降。信用债融资增速从 7 月初开始正当下滑，说明 5 月份开始边际收紧的货币政策和大幅上升的市场利率已经对市场化程度较高的债券造成负面影响，基本预示着社融整体增速将开始放缓。

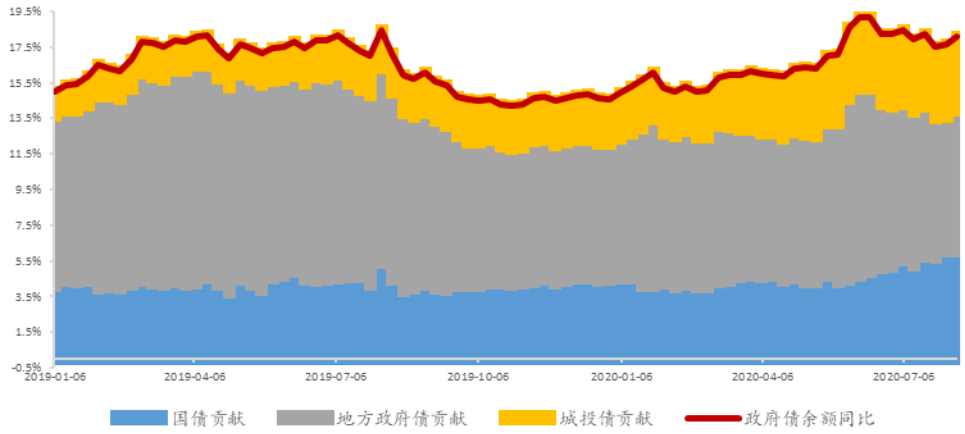
图 2：企业信用债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债融资增速小幅回升。截止 8 月 16 日政府债融资余额同比增速从 18.1%小幅回升至本周 19.4%，其中地方政府债贡献从 7.9%回升至 8.6%，国债贡献维持从 6.0%回升至 6.7%，城投债贡献从 4.2%小幅下降至 4.1%。从趋势上来看，政府债融资增速已经处于震荡下行通道中，对社融增速的推动作用下半年预计将明显小于上半年。

图 3：政府债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

3、PPI 各分项小幅波动，通胀未见明显上行

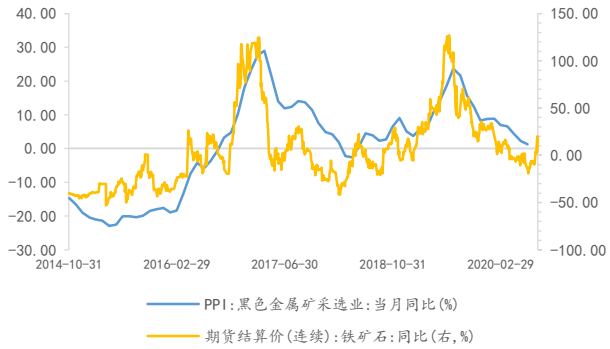
总量流动性拐点将现的背景下，流动性的去向更为重要，尤其是在全球央行大幅扩表的额情况下是否会导致通胀再度回归。目前投资端发力已经在资源品新一轮涨价中体现，其中受海外流动性泛滥影响，国际市场定价的能化、有色价格上涨力度要明显强于国内经济主导的黑色系和建材系，但自 7 月初开始，铁矿石、煤炭、水泥价格同比增速已经开始反弹。本周除铁矿石价格高频同比小幅上涨 1.67%，其余高频数据显示通胀各分项未见明显上行。

图 4：PPI 及其前瞻指标



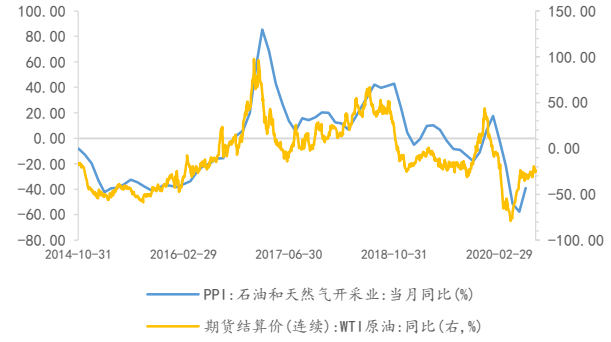
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：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 6：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



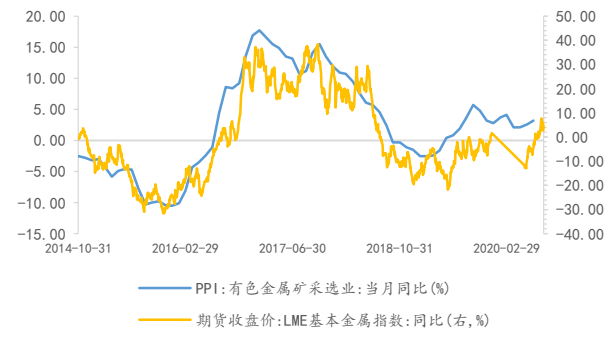
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



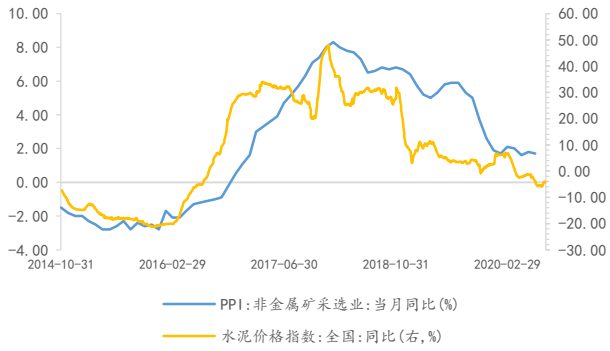
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：有色系分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

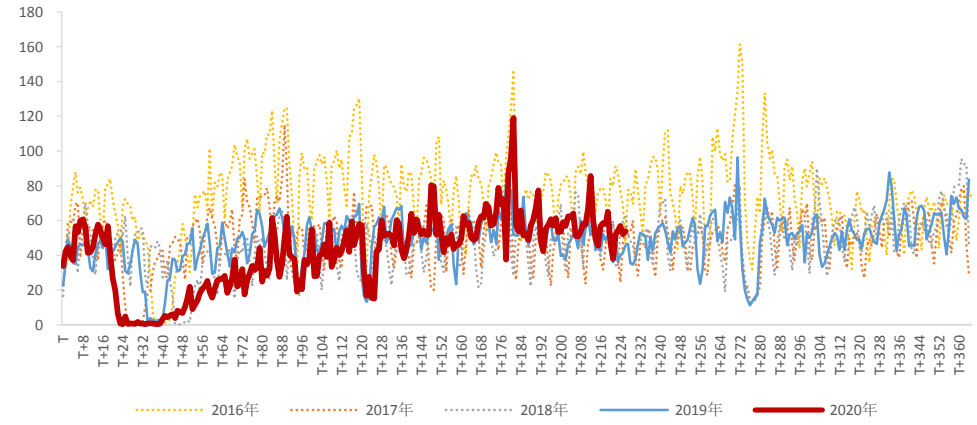
图 9：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

涨价周期的可持续性需要跟踪观察房地产销售情况、经济复苏的节奏等，目前截止 8 月 14 日 30 大中城市商品房成交面积仍然明显高于去年水平，在地产政策边际收紧的背景下，暂未出现滑坡的迹象。

图 10：30 大中城市房地产成交面积情况（万平方米）



资料来源：WIND，民生证券研究院

4、信用利差处于历史较低水平，体现较乐观的基本面预期

重点行业信用利差普遍下行，整体处于历史较低水平，体现信用市场较乐观的经济预期。从 2016 年至今百分位数来看，资源品行业如采掘、有色和煤炭均处于 5%以下分位数。地产基建链条的房地产、钢铁 、建材、建筑装饰大部分处于 20%以下分位数。制造业相关的电子、化工、汽车等大部分处于 30%以下分位数。

表1：重点行业信用利差变动情况

行业	信用利差变动（%）	2016 年至今历史百分位数（%）
采掘	0.0	3.3
传媒	1.6	1.2
电子	-2.6	26.1
房地产	-3.7	16
钢铁	-0.6	6.7
化工	-4.4	4.2
机械设备	-2.9	40.9
建筑材料	-0.6	1.2
建筑装饰	-1.6	17.7
交通运输	-3.4	2.5
汽车	-4.2	16.4
商业贸易	-2.8	0.8
食品饮料	-5.3	27
通信	-1.4	16.4
休闲服务	-1.4	26.1
医药生物	0.8	0.8
有色金属	-1.1	4.6
煤炭开采	0.7	3.7

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）国内政策：房企发债规模进一步受限

房地产市场调控再度收紧，房企发债规模将被限制。今年上半年房地产调控以人才政策、落户政策等宽松刺激为主，包括宁波、杭州、东莞、深圳等地都出现了炒房的现象，从 7 月开始，随着多个城市房价明显上涨，收紧的政策开始出现，例如 7 月 2 日，杭州对人才购房实施五年限售政策，同时扩大限购范围，东莞则对价格涨幅实施限制。7 月 6 日宁波扩大了限购范围，并对地价严格控制。

表2：近一周最新房地产信息汇总

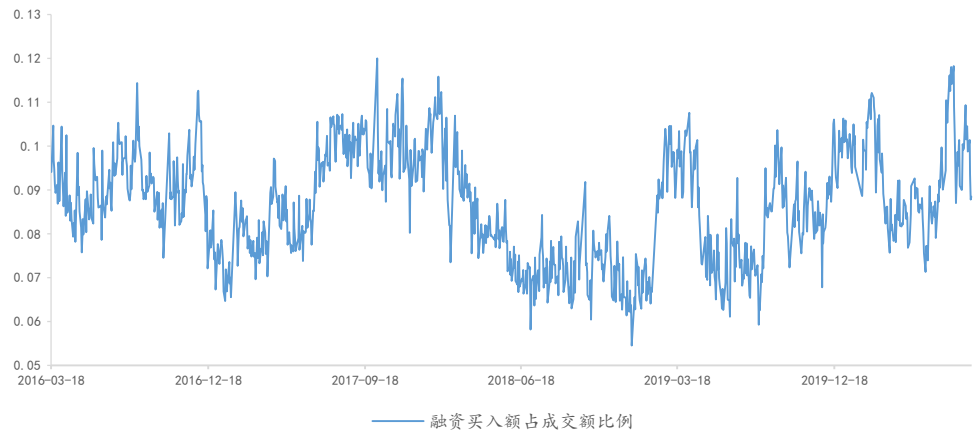
地方	
三亚	8 月 13 日，三亚市委宣传部发布消息称，三亚将开展房地产市场专项整治工作，进一步加大对各方责任主体违法违规行为的查处力度，防止少数企业和个人利用政策炒作房地产。
中央	
央行（未正式下发）	进一步收紧地产债融资，要求开发商保持甚至压降其发行债券的杠杆水平。银行间市场交易商协会要求新备案的债券募集资金仅能用于偿还旧债，此外，8 月 10 日后备案的项目将只允许偿还不超过对应存量债务融资工具的 85%。不过 8 月 10 日之前备案的地产债项目，存量债务融资工具仍可 100%通过新发债券这一渠道。

资料来源：WIND，民生证券研究院

二、市场情绪：情绪小幅回落，科技医药相对明显

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪小幅回落。上一轮杠杆牛市以来，融资买入额占成交额值比的上限较为稳定，都处于 11.5%以下，7 月初随着杠杆资金快速入市，该比例一举突破，最高在 7 月 9 日达到 11.8%，随后迅速回落，本周回落至 8.85%。

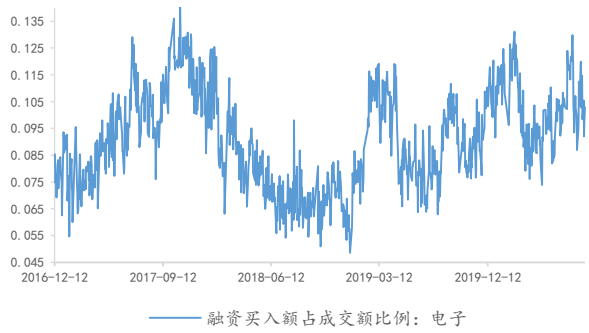
图 11：融资买入额占总成交额比例情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

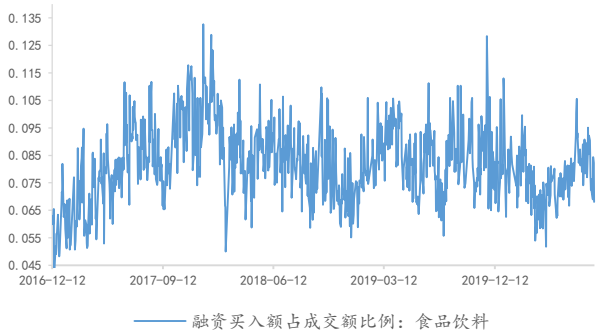
重点行业方面，从融资买入额占比来看，主要热门行业均小幅下行，其中消费者服务、医药、电新回落较为明显。

图 12：融资买入额占总成交额比例：电子



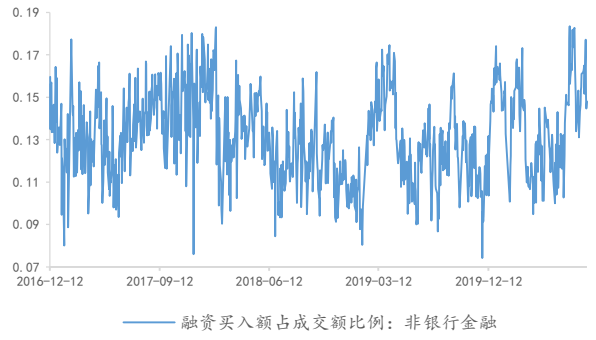
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：融资买入额占总成交额比例：食品饮料



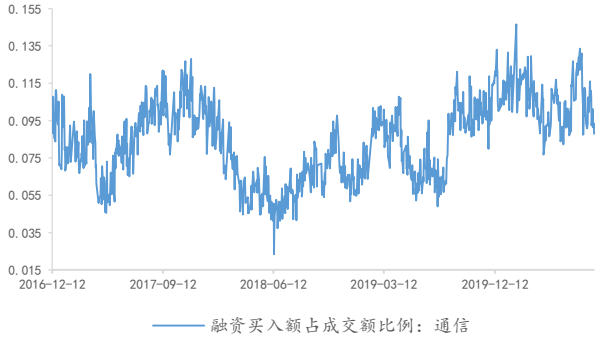
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：融资买入额占总成交额比例：非银行金融



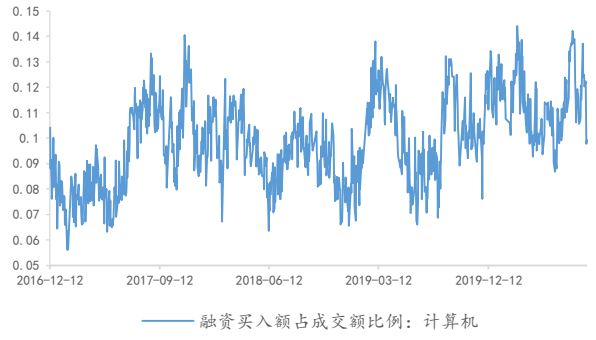
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 15：融资买入额占总成交额比例：通信



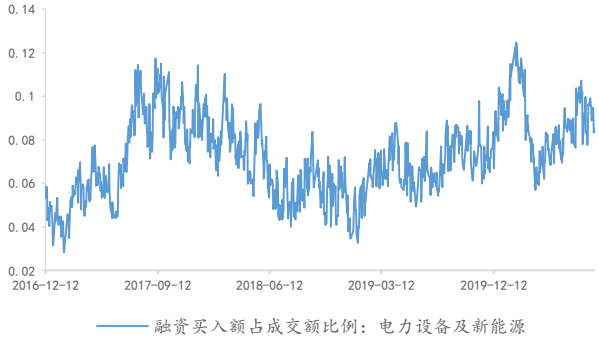
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 16：融资买入额占总成交额比例：计算机



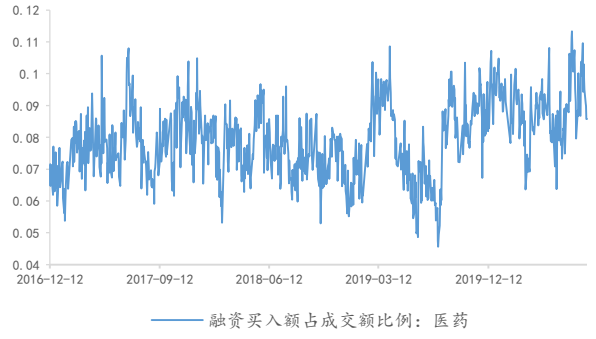
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源



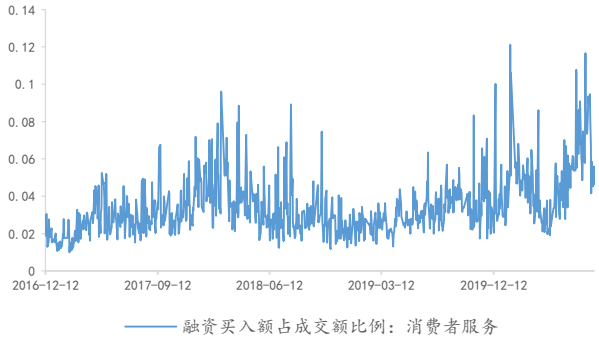
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：融资买入额占总成交额比例：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

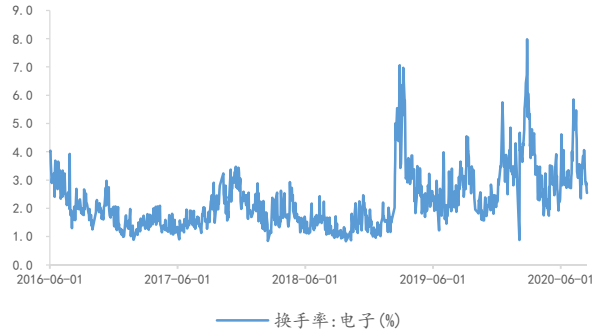
图 19：融资买入额占总成交额比例：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

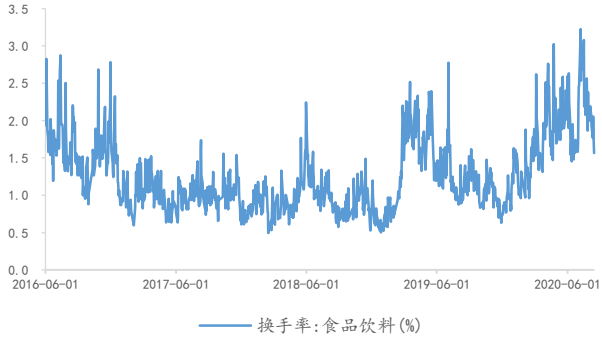
重点行业方面，从换手率来看，本周主要热门行业也小幅下行，其中电子、计算机、医药下行幅度最大。

图 20：换手率：电子



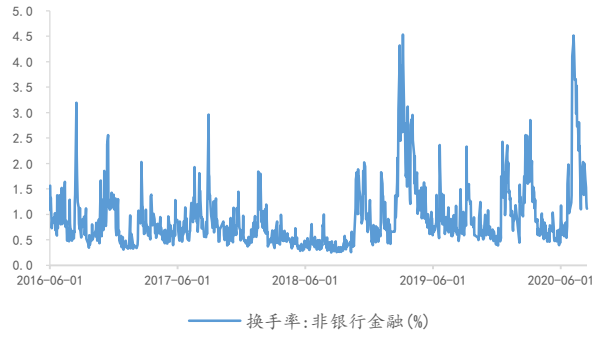
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 21：换手率：食品饮料



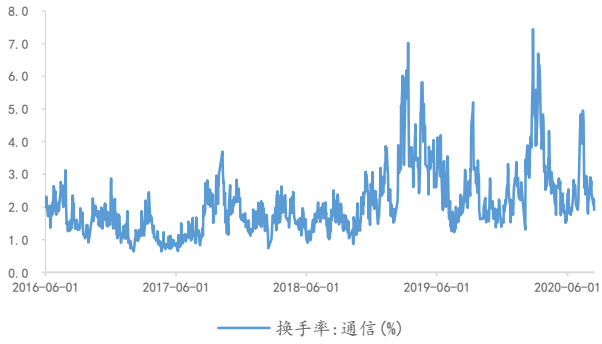
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 22：换手率：非银行金融



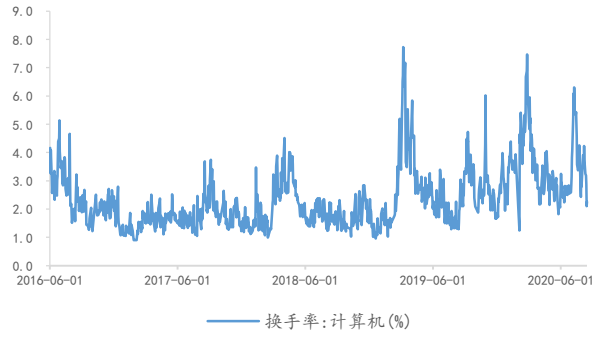
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 23：换手率：通信



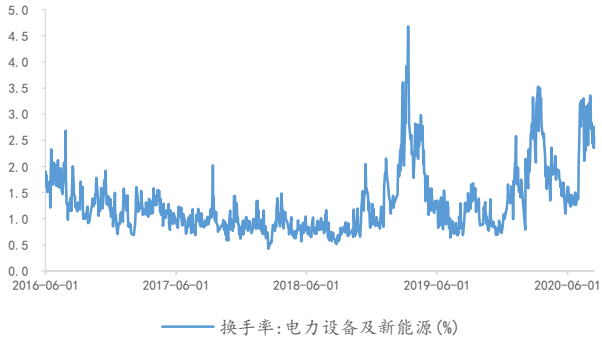
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 24：换手率：计算机



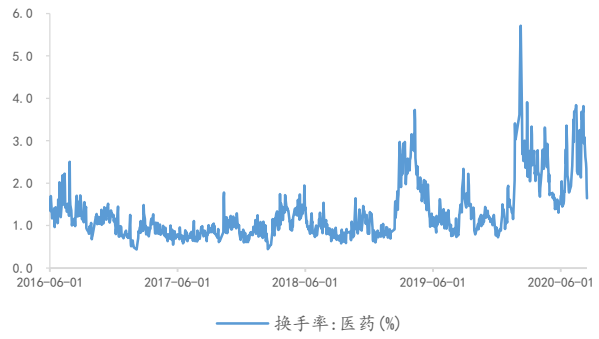
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：换手率：电力设备及新能能源



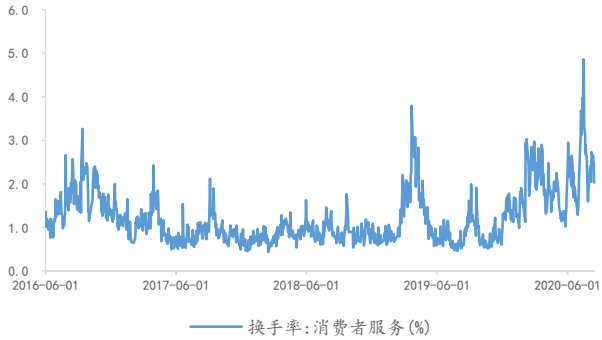
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 26：换手率：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：换手率：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、主要投资者配置变化：杠杆资金 5 月底以来首次净流出，北向资金恢复买入

本周主要投资者流入流出情况发生反转，北向资金重新恢复净流入，尤其是在周五当天明显回流，以净流入银行股为主。杠杆资金自 5 月底以来首次出现净流出，明显流出前期的热门板块：半导体、证券和医药。市场的主线出现切换迹象，结合当前流动性拐点临近、经济持续复苏的宏观组合来看，A 股结构上风格均衡配置预计将进一步加速。

（一）整体情况：北向资金恢复买入，杠杆资金 5 月底以来首次净流出

公募基金仓位继续回升，北向资金恢复买入，融资余额环比出现小幅下降。本周公募基金仓位回升至 85%的水平。北向资金净流入 66.65 亿元，相比上周的净流出 44.5 亿元重新开始转正。融资余额净流出 30.4 亿元，为 5 月底以来首次转负。从历史水平来看，北向资金和杠杆资金仍然处于历史高位，公募基金仓位已经较历史高位回调 2 个百分点左右。

图 28：机构资金整体持仓情况

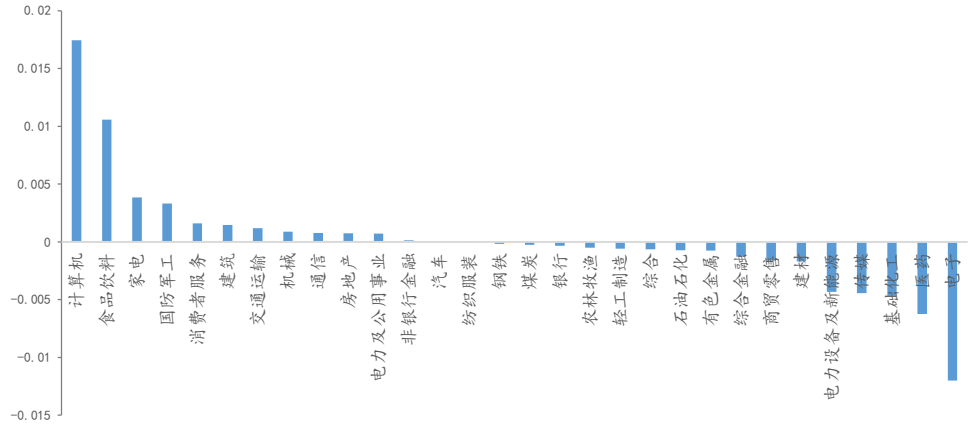


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：加仓计算机和食品饮料，减仓电子、医药

本周公募基金明显加仓了计算机和食品饮料，明显减仓了电子、医药、化工、传媒和电新。

图 29：本周公募基金主要行业持仓变动



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 30：公募基金持仓变动：电子



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 31：公募基金持仓变动：食品饮料



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 32：公募基金持仓变动：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：公募基金持仓变动：非银行金融



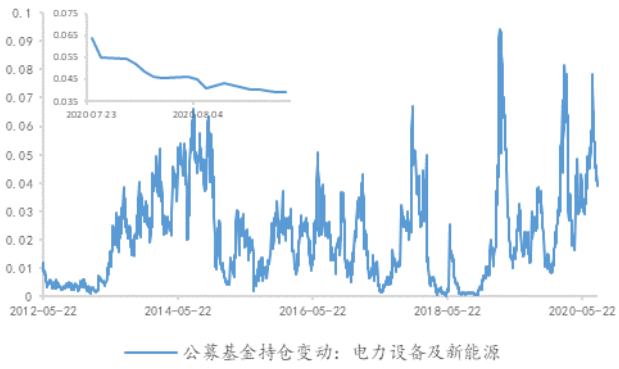
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 34：公募基金持仓变动：计算机



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 35：公募基金持仓变动：电力设备及新能源

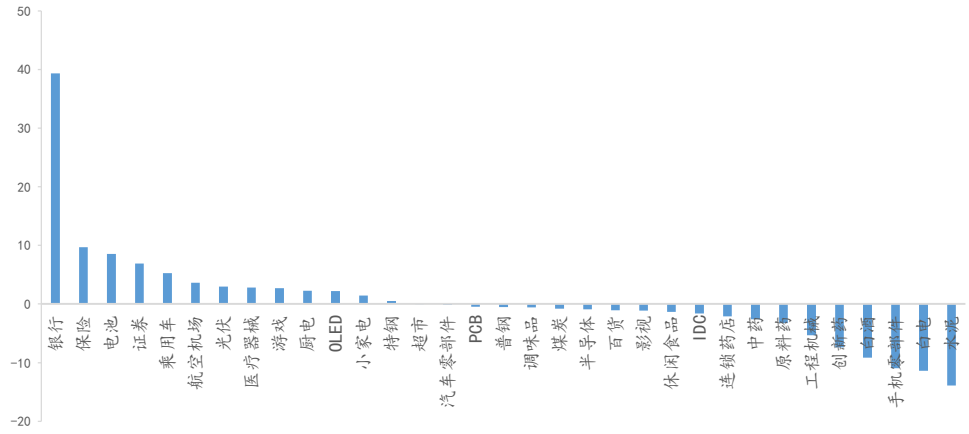


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：加仓银行、保险，减持水泥、白电、手机零部件

本周北向资金主要净流入银行板块，小幅净流入保险、动力电池、证券、乘用车等板块，小幅流出水泥、白电、手机零部件和白酒板块。

图 36：本周北向资金主要净流入(出)板块



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 37：北向资金累计净流入:半导体



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 38：北向资金累计净流入:白酒



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 39：北向资金累计净流入:证券



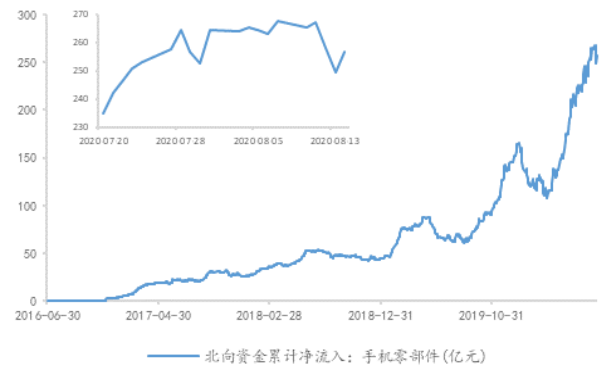
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 40：北向资金累计净流入:创新药



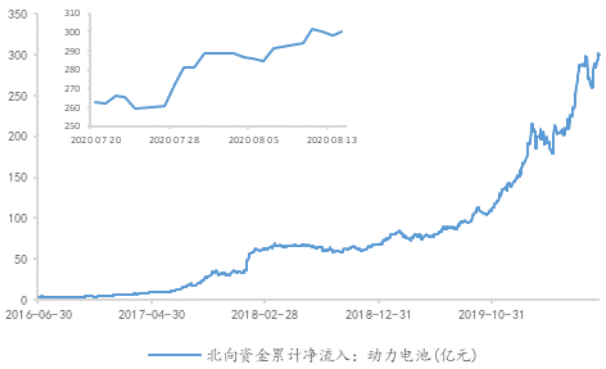
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 41：北向资金累计净流入:手机零部件



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 42：北向资金累计净流入:动力电池

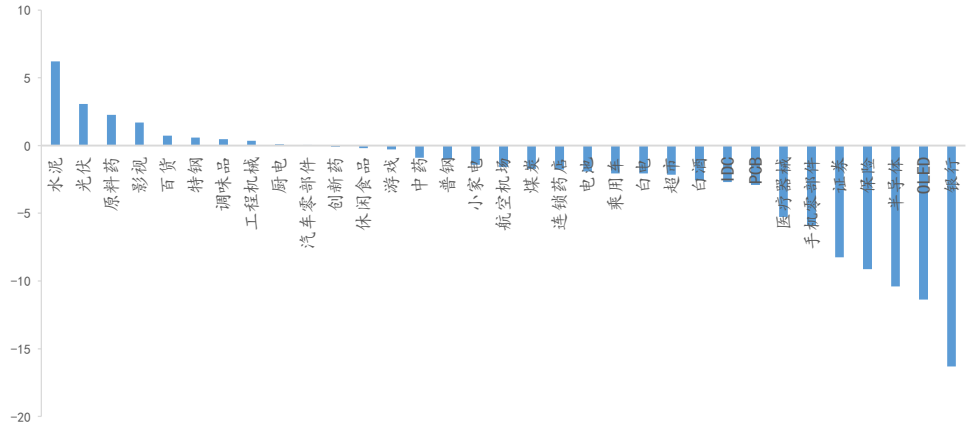


资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：加仓水泥、光伏，减持银行、面板、半导体、保险、证券

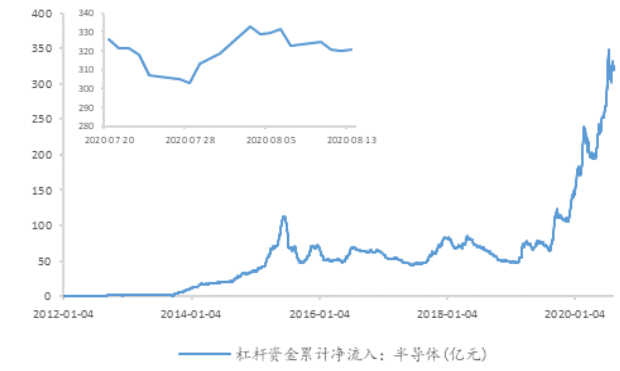
本周杠杆资金小幅净流入水泥、光伏板块，明显流出银行、面板、半导体、保险、证券、手机零部件、医疗器械板块。值得注意的是杠杆资金重新大幅流出前期的热门板块，显示了市场情绪的回落。

图 43：本周杠杆资金主要净流入(出)板块



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 44：杠杆资金累计净流入:半导体



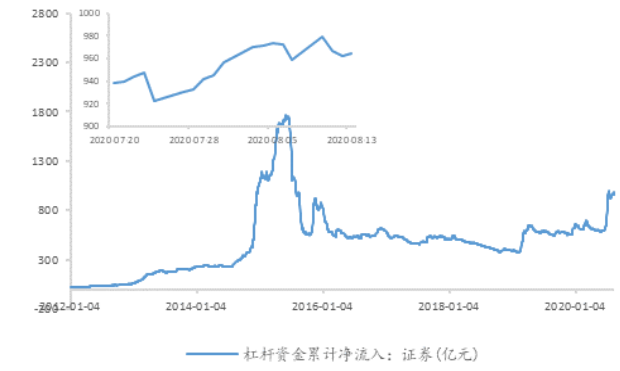
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 45：杠杆资金累计净流入:白酒



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 46：杠杆资金累计净流入:证券



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 47：杠杆资金累计净流入:创新药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 48：杠杆资金累计净流入:手机零部件



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 49：杠杆资金累计净流入:动力电池



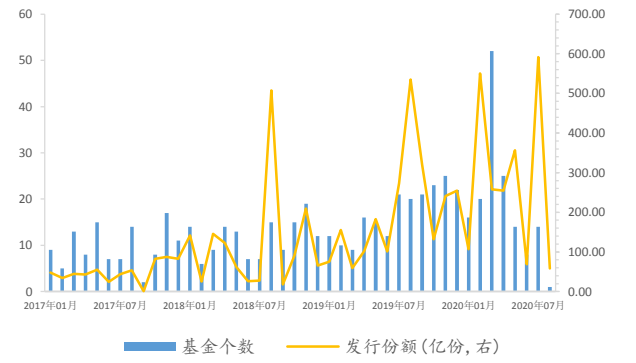
资料来源：WIND，民生证券研究院

四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 11 只

（一）新发基金：新发权益类基金 11 只

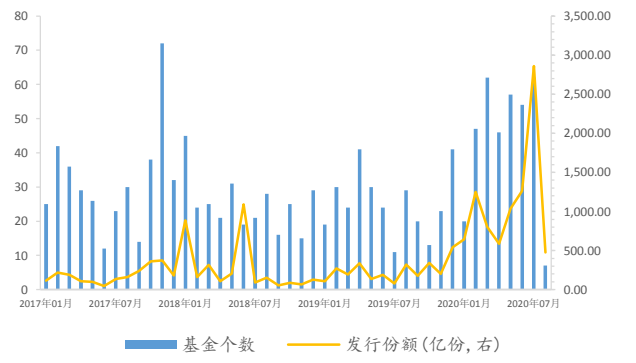
截止 8 月 16 日，以认购起始日统计，8 月新发股票型基金 1 只，混合型基金 7 只，从新发基金份额来看，股票型基金新发 58.21 亿份，混合型基金新发 477.58 亿份。本周新发行主要涉及权益资产的基金 11 只，其中有 2 只普通股票型基金，8 只偏股混合型基金，1 只被动指数型基金。

图 50：股票型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 51：混合型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

表3：本周新发基金情况

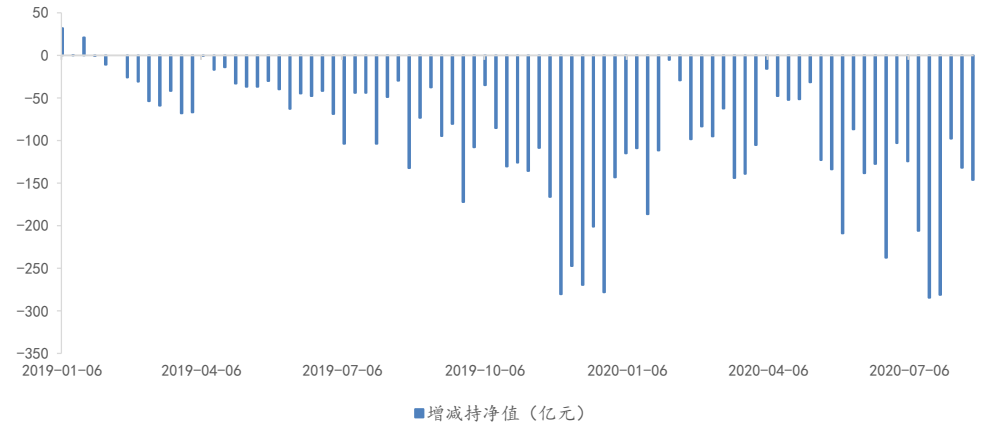
基金简称	投资类型
太平行业优选 A	普通股票型基金
华宝研究精选	偏股混合型基金
易方达信息行业精选	普通股票型基金
天弘创新领航 A	偏股混合型基金
国泰上证综合 ETF	被动指数型基金
圆信永丰研究精选 A	偏股混合型基金
华泰柏瑞品质优选 A	偏股混合型基金
南方创业板 2 年定开	偏股混合型基金
汇添富医疗积极成长一年持有 A	偏股混合型基金
诺德量化优选	偏股混合型基金
银华富利精选	偏股混合型基金

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）产业资本：减持规模小幅增加，回购规模明显扩大

截止 8 月 16 日当周全 A 上市公司减持规模达 146.4 亿元，环比上周增加 14.26 亿元，其中主要减持公司有宁波银行、中兴通讯、海康威视、同仁堂、仁东控股等。

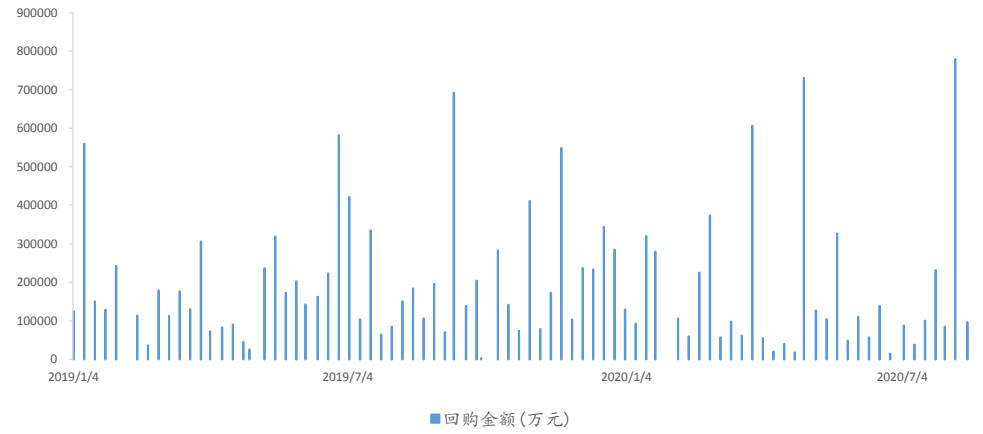
图 52：全 A 上市公司增减持情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止 8 月 16 日当周全 A 上市公司回购金额明显回落，达 9.73 亿元，环比减少 68.19 亿元。

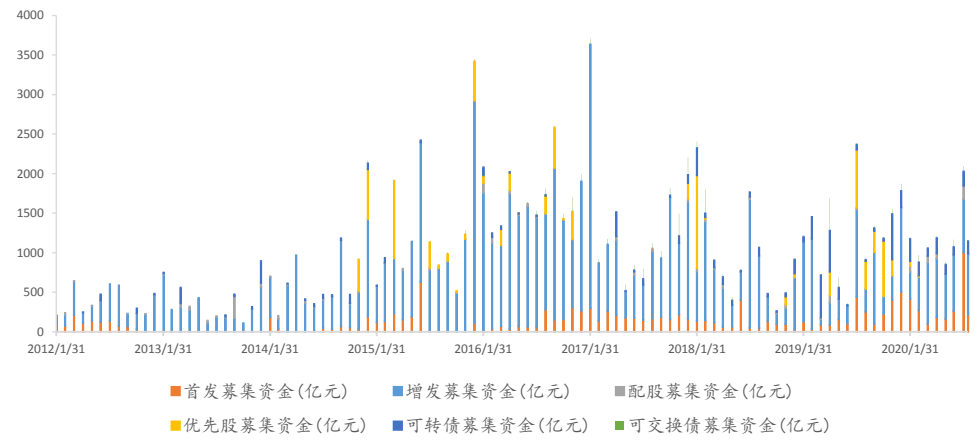
图 53：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止 8 月 16 日，8 月份全 A 一级市场融资达 1150.86 亿元。其中 IPO 融资达 216.50 亿元，增发募资达 768.96 亿元，可转债和可交换债募资达 163.81 亿元。

图 54：全 A 一级市场融资情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

五、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：本周资金端利率变动情况.....3
图 2：企业信用债融资同比增速情况.....4
图 3：政府债融资同比增速情况.....4
图 4：PPI 及其前瞻指标.....5
图 5：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 6：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 7：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 8：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 9：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 10：30 大中城市房地产成交面积情况（万平方米）.....6
图 11：融资买入额占总成交额比例情况.....8
图 12：融资买入额占总成交额比例：电子.....8
图 13：融资买入额占总成交额比例：食品饮料.....8
图 14：融资买入额占总成交额比例：非银行金融.....9
图 15：融资买入额占总成交额比例：通信.....9
图 16：融资买入额占总成交额比例：计算机.....9
图 17：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源.....9
图 18：融资买入额占总成交额比例：医药.....9
图 19：融资买入额占总成交额比例：消费者服务.....9
图 20：换手率：电子.....10
图 21：换手率：食品饮料.....10
图 22：换手率：非银行金融.....10
图 23：换手率：通信.....10
图 24：换手率：计算机.....10
图 25：换手率：电力设备及新能能源.....10
图 26：换手率：医药.....11
图 27：换手率：消费者服务.....11
图 28：机构资金整体持仓情况.....12
图 29：本周公募基金主要行业持仓变动.....13
图 30：公募基金持仓变动：电子.....13
图 31：公募基金持仓变动：食品饮料.....13
图 32：公募基金持仓变动：医药.....13
图 33：公募基金持仓变动：非银行金融.....13
图 34：公募基金持仓变动：计算机.....14
图 35：公募基金持仓变动：电力设备及新能源.....14
图 36：本周北向资金主要净流入(出)板块.....14
图 37：北向资金累计净流入:半导体.....14
图 38：北向资金累计净流入:白酒.....14
图 39：北向资金累计净流入:证券.....15
图 40：北向资金累计净流入:创新药.....15
图 41：北向资金累计净流入:手机零部件.....15
图 42：北向资金累计净流入:动力电池.....15
图 43：本周杠杆资金主要净流入(出)板块.....16
图 44：杠杆资金累计净流入:半导体.....16
图 45：杠杆资金累计净流入:白酒.....16
图 46：杠杆资金累计净流入:证券.....16
图 47：杠杆资金累计净流入:创新药.....16
图 48：杠杆资金累计净流入:手机零部件.....17

图 49：杠杆资金累计净流入:动力电池.....17
图 50：股票型基金新发情况.....18
图 51：混合型基金新发情况.....18
图 52：全 A 上市公司增减持情况.....19
图 53：全 A 上市公司回购情况.....19
图 54：全 A 一级市场融资情况.....20

表格目录

表 1： 重点行业信用利差变动情况.....6
表 2： 近一周最新房地产信息汇总.....7
表 3： 本周新发基金情况.....18

分析师简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

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。