信义山证 汇通天下

山证策略·8月观点

市场震荡下关注结构性机会

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA.执业登记编码（S0760518070001）

策略研究/月度报告

基本面

- 宏观：供需持续回暖，基建企稳反弹，进出口超预期，消费分化，医药消费持续走强。
- 政策：加快锻长板，构建双循环。财政积极有为、注重实效，货币总量宽松边际趋稳。
- 疫情：国内零星反复，国外未见拐点，支撑医药需求。

8月策略

- 7月大涨后A股估值整体拉升，呈现结构性高估。宽信用稳货币的背景下估值继续上升的空间有限。但景气度回升估值尚处在低位板块或重新吸引资金关注。8月份A股整体性价比有所降低，但市场内仍具备结构性机会。
- 指数方面，稳货币下8月沪指将维持震荡格局；以科技创新为主的新经济得到政策支持，创业板盈利预期好于主板，重点关注景气度与中报业绩。

行业配置

- 景气度持续走高且估值合理：农林牧渔、机械、建材（玻璃、水泥）、快递；业务回暖、估值洼地：煤炭；高景气高增长（板块内的alpha机会）：5G、计算机、游戏；高景气但估值偏高，回调后可关注：医药、可选消费

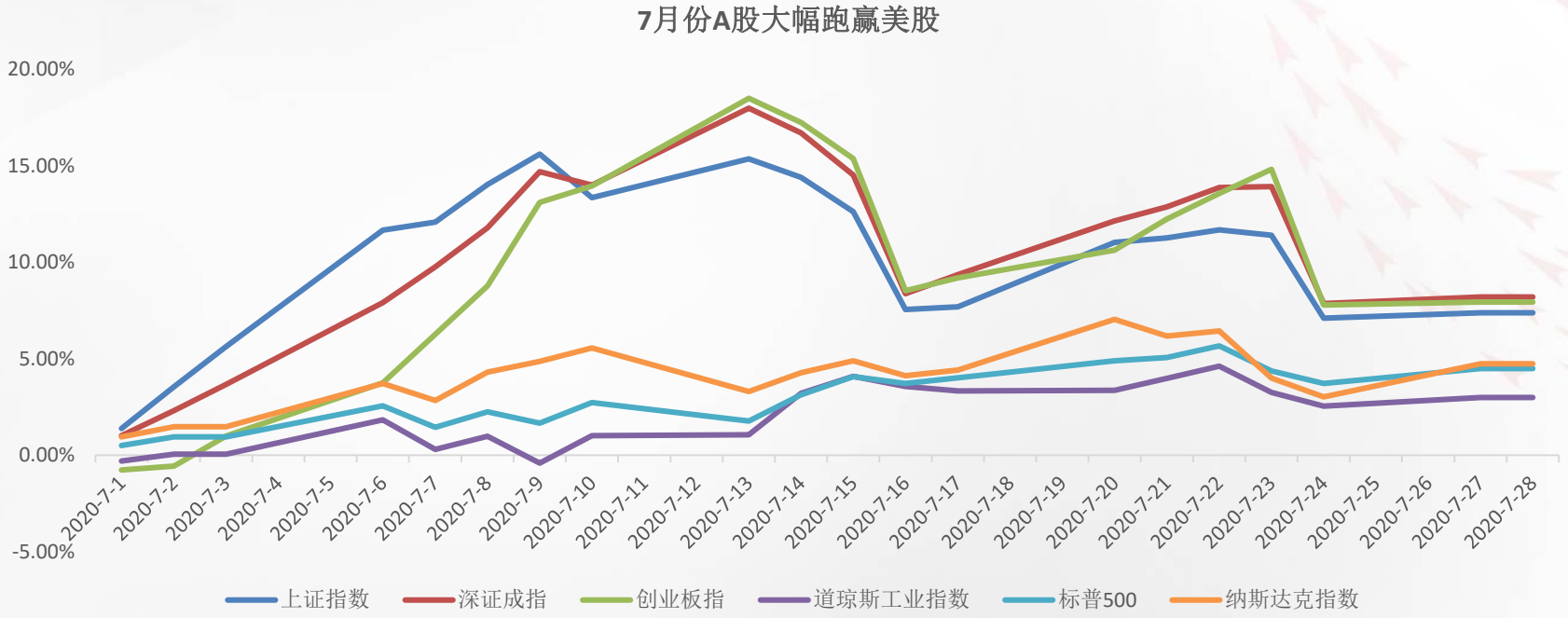
风险提示：中美摩擦升；，疫苗研制进度不达预期；政策力度不达预期

市场回顾
宏观分析&展望
市场分析&展望
策略建议

7月份行情可分为两个阶段：

- 其一是7月1日至13日的放量上涨阶段，流动性宽松推动了低估值板块的补涨，沪指上涨至3453点，两市呈现出普涨行情。

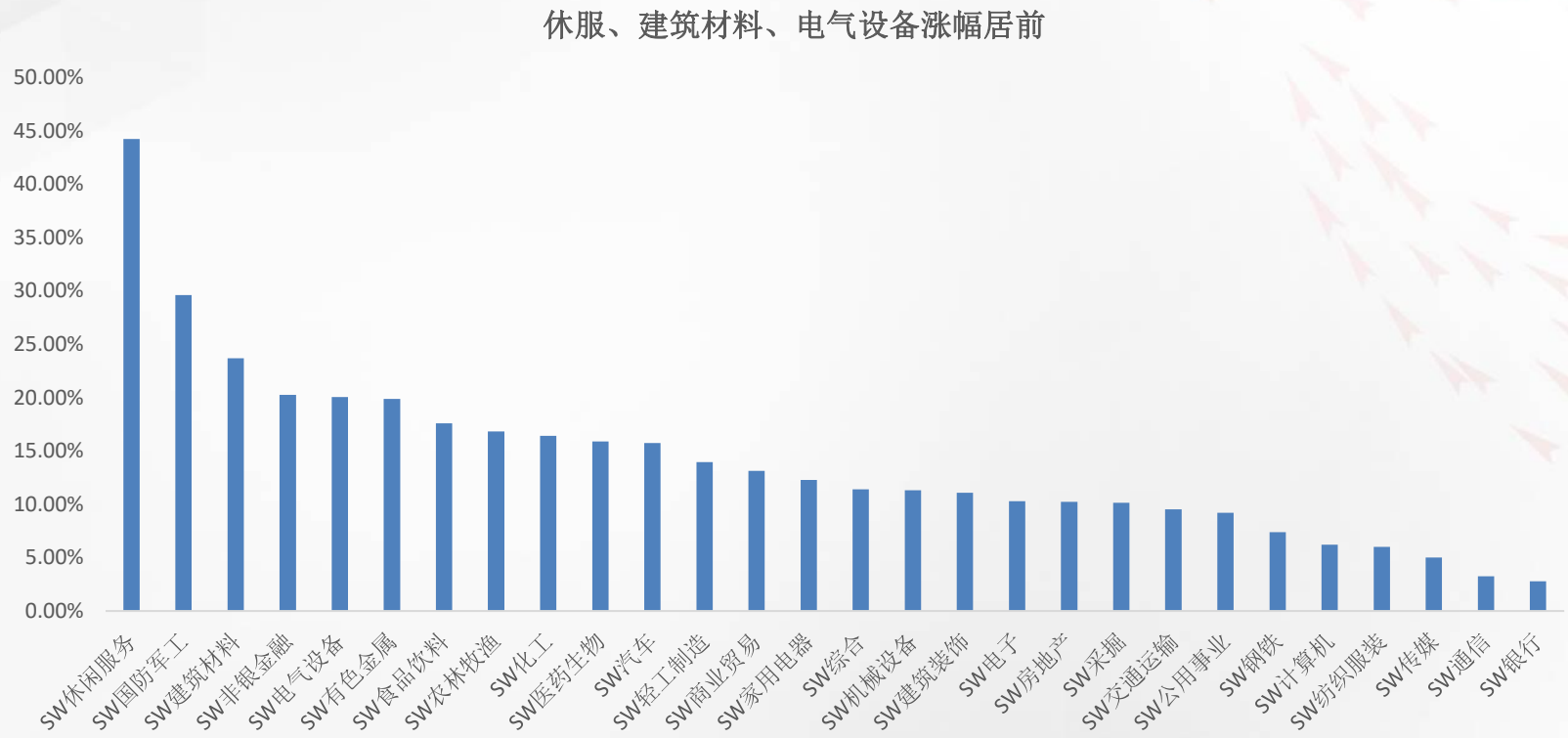
- 其二是7月14日至月末的震荡回调阶段。沪指在11个交易日内涨幅达到16%左右，获利浮筹较多；监管发声清理配资后，两市回调。月末中美互关领事馆再次打断了市场的修复路径。



数据来源：山西证券、wind

7月行情回顾：两市普涨，国防军工、休服及有色涨幅居前

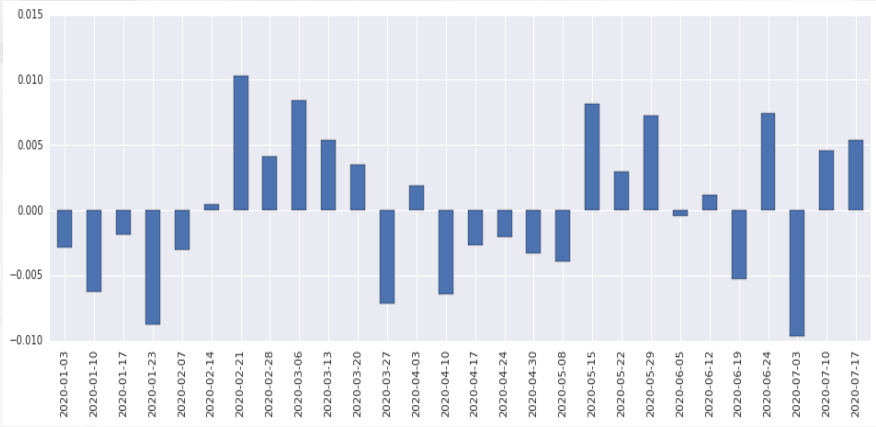
- 7月28个申万一级行业全线上升。
- **我们重点推荐的5个行业全线上涨，有色、农林牧渔涨幅靠前。**



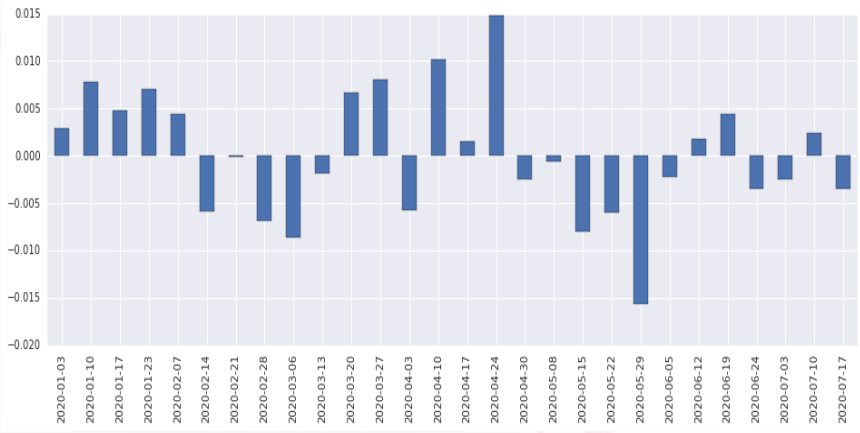
数据来源：WIND、山西证券研究所

7月行情回顾：低估值板块补涨为主

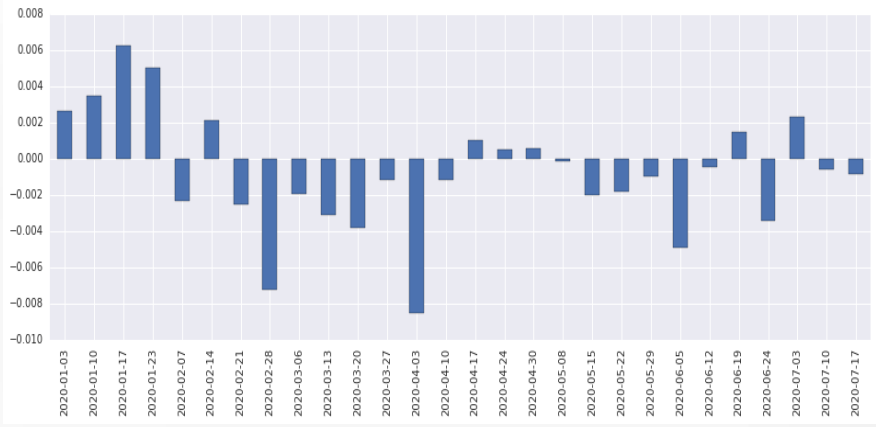
低估值因子



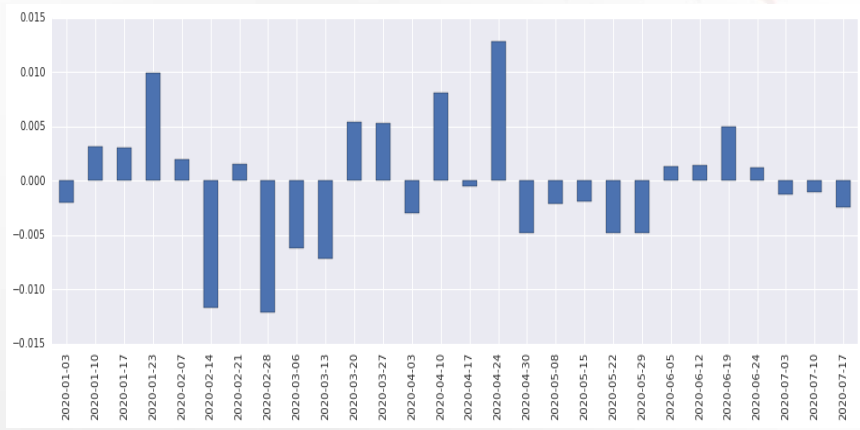
收益质量因子（第三周）



趋势因子：7月份首周贡献最大

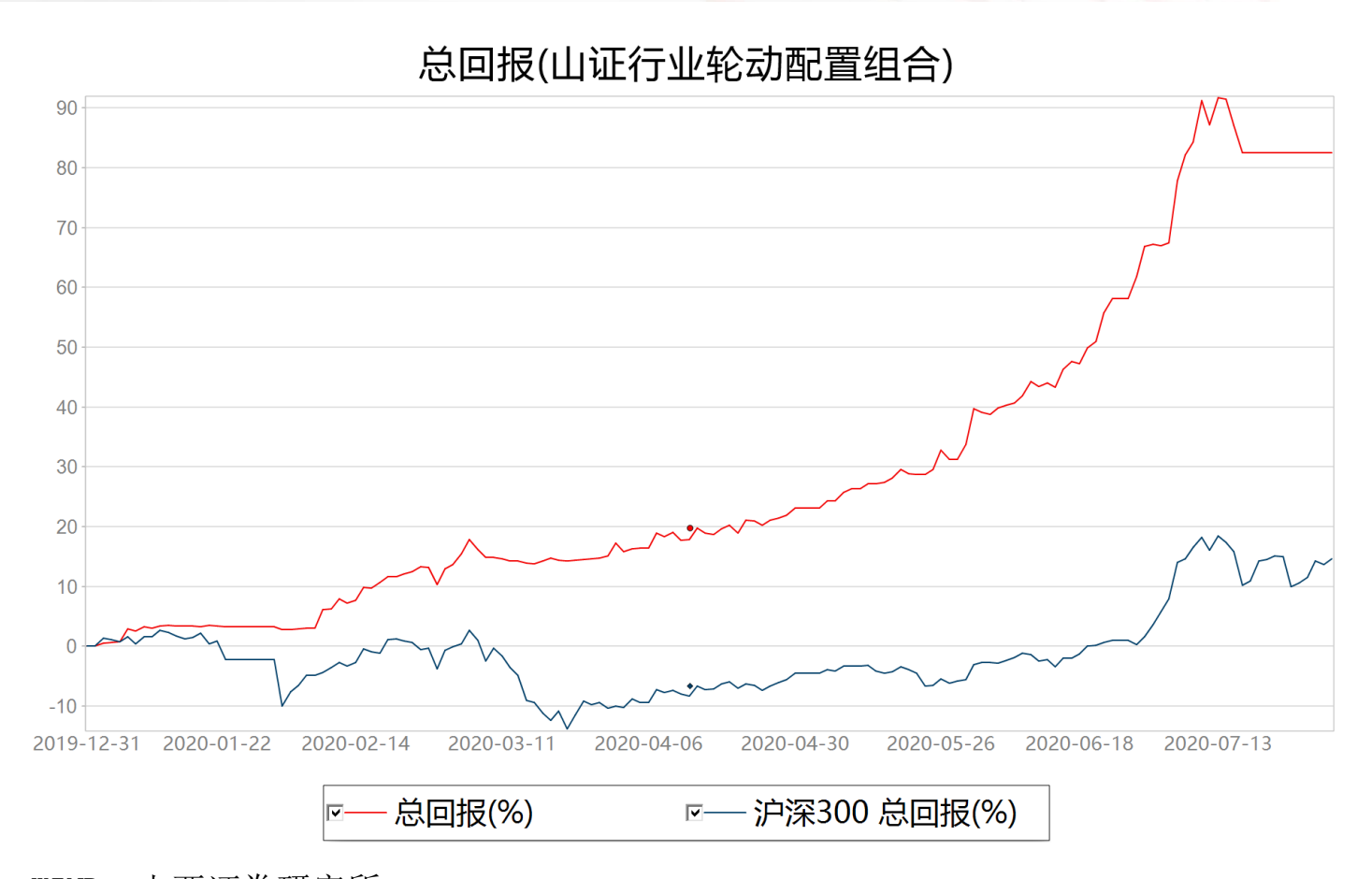


图表32 规模因子



数据来源：WIND、山西证券研究所

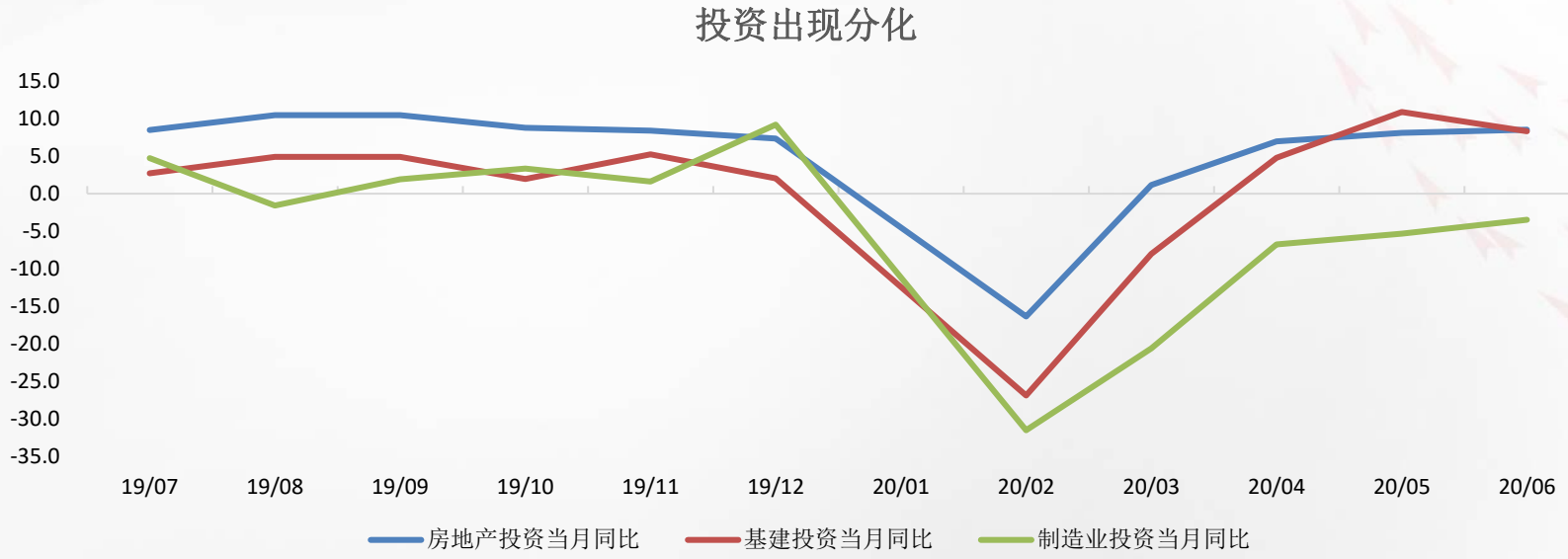
- 7月份组合总收益为9.40%。
- 超额收益为-3.36%。



数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
基本面分析&展望
市场分析&展望
策略建议

- **房地产**：房地产投资韧性依旧。三大投资中房地产投资受疫情影响最小，但反弹迅速。政治局会议定调房住不炒，稳定市场预期。
- **基建**：6月份基建增速略有下降。政治局会议未再度加码基建。基建在投资方向上，删除了传统基建投资，再次强调了新基建，新增了灾后重建。
- **制造业**：恢复相对缓慢。制造业投资一直弱于房地产和基建，6月份制造业投资仍未转正，受外部需求收缩及产业结构转型的影响，预计制造业投资仍维持弱势。

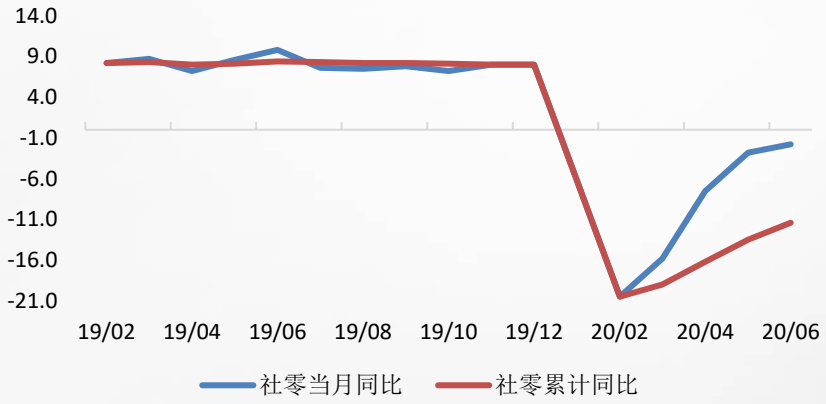


数据来源：WIND、山西证券研究所

- **社零总额增速：**从绝对值来看，6月社零仍未转正。从趋势来看，6月社零增速仍旧维持上升趋势，但是较上月相比回弹力度减弱。这意味着

- **医药、办公用品、通讯器材：**受益于疫情和复工，3-4月份消费增速率先回升，但在5月份回落，6月份再度上升。
- **汽车：**受去年基数影响，5月份零售同比转正，在6月份出现回落。
- **家电、化妆品：**等商品受到“618”促销影响，在6月份出现回补性消费。
- **服装：**目前仍受制于疫情，仍在恢复过程中，暂未出现回补性消费。

社零增速延续反弹态势



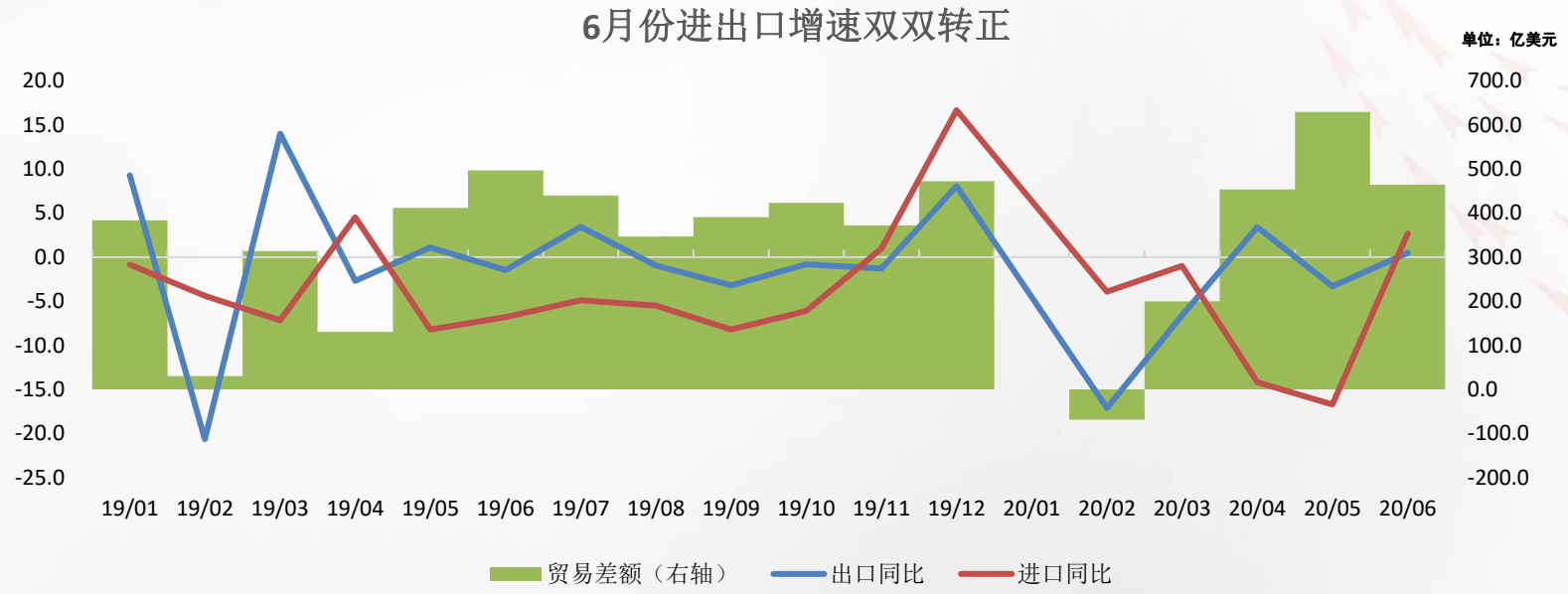
商品之间出现分化



数据来源：WIND、山西证券研究所

- **前期表现出较强韧性，后续失速风险已经不大。**防疫物资需求常态化、欧美发力稳定其内需市场是我国出口反弹的重要因素，进口方面，我国经济复苏加大了对原油、有色金属的需求，促进了进口转正。

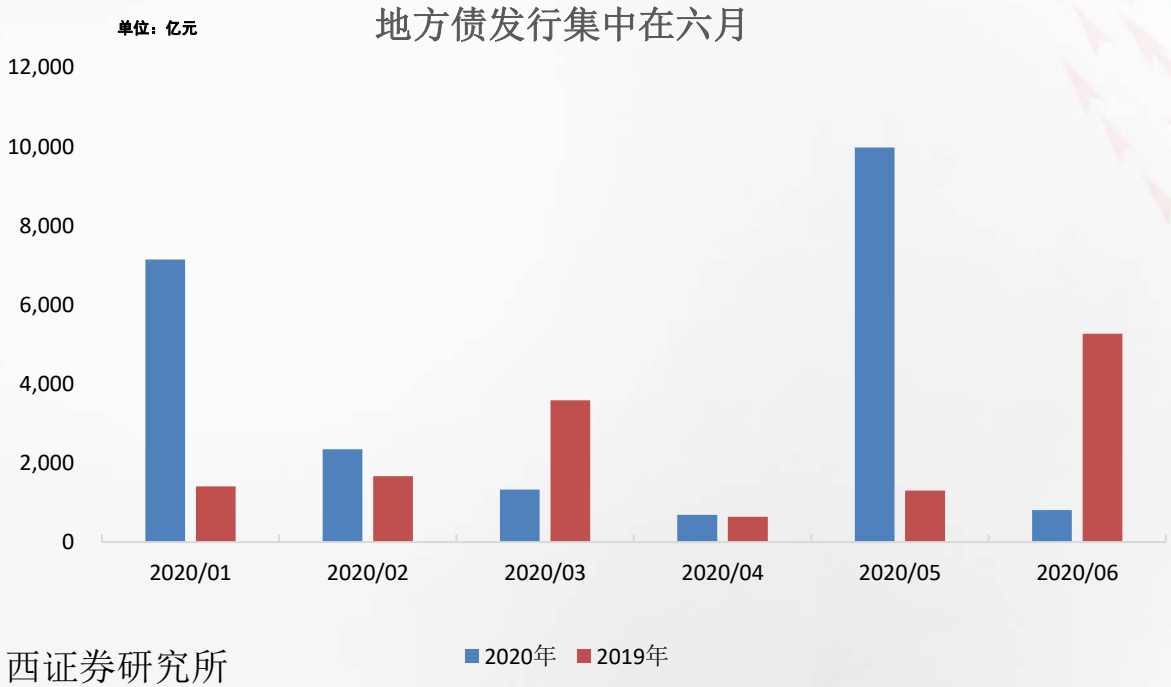
- **从长期来看，外需难以维持此前的增长态势，已有多重迹象佐证这一观点。**其一，中国首次提出国内大循环、国内国际双循环的思路。其二，美联储表示，美国未来的复苏不确定，需要考虑的是通缩而非通胀，美国GDP占全球GDP的25%左右，美国经济的低迷不利于全球需求复苏。其三，中美冲突由经贸向其他领域延伸，不确定性增加。



数据来源：WIND、山西证券研究所

- **与一季度的政治局会议相比，本次的政治局会议以落实投资为主，财政扩张力度在预期之内。**本次政治局并未进一步安排发行地方债，中央无意再度扩大财政政策的规模。近期南方洪涝灾害可能会影响到基建项目短期落地进度，故中央再次强调 “要保障重大项目建设资金，注重质量和效益”。

- **在投资方向上，删除了传统基建投资，再次强调了新基建，新增了灾后重建。**表明中央并不想再加码大基建。在新基建方面，要“要加快新型基础设施建设”。此外，南方受灾，年中政治会议中也提到了灾后重建。

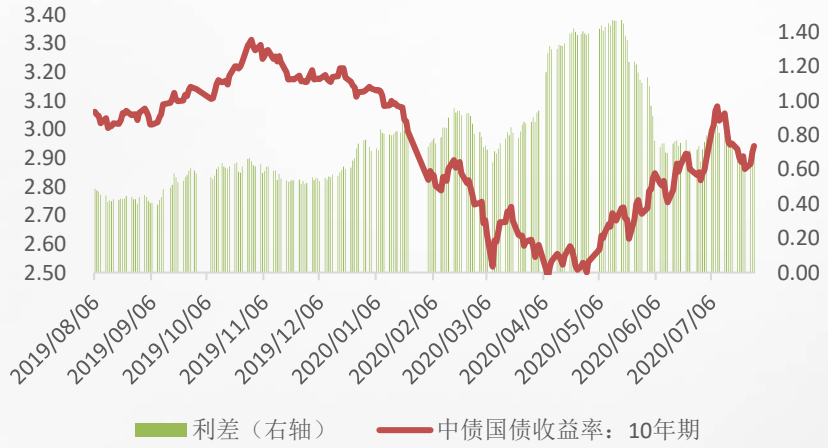


数据来源：WIND、山西证券研究所

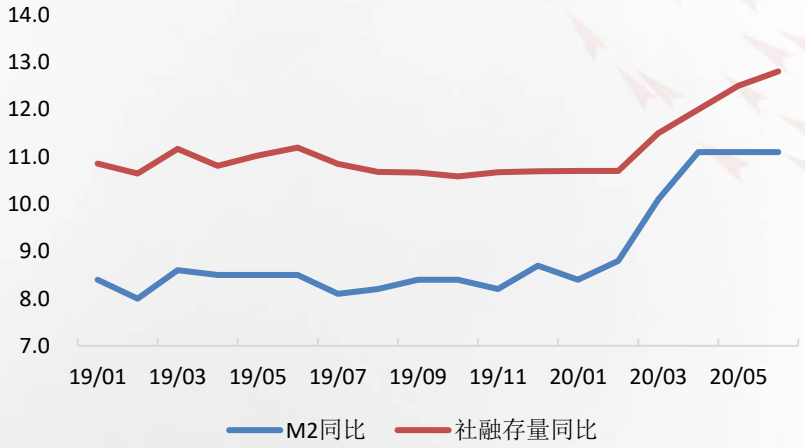
- **从从总量来看，中央提到“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，这表明流动性宽裕的格局不会改变。**此前央行在答记者问时也提到，“下半年稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕”。所以从总量上来看，流动性仍旧是宽松的。

- **但从边际上来看，措辞已发生边际变化，货币政策由此前的宽货币宽信用向稳货币宽信用转变。上一季度政治局会议中提到的“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行”的表述被删除。**虽然政治局会议也提到“推动综合融资成本明显下降”，但综合融资成本下降并不单纯的依赖于降准降息。央行此前提到，要“抓住合理让利这个关键，继续深化LPR改革”来实现综合融资成本的下降。

国债收益率及利差



社融同比和M2同比较去年比均有明显提高



数据来源：WIND、山西证券研究所

疫情：国内疫情反复，海外疫情再创新高

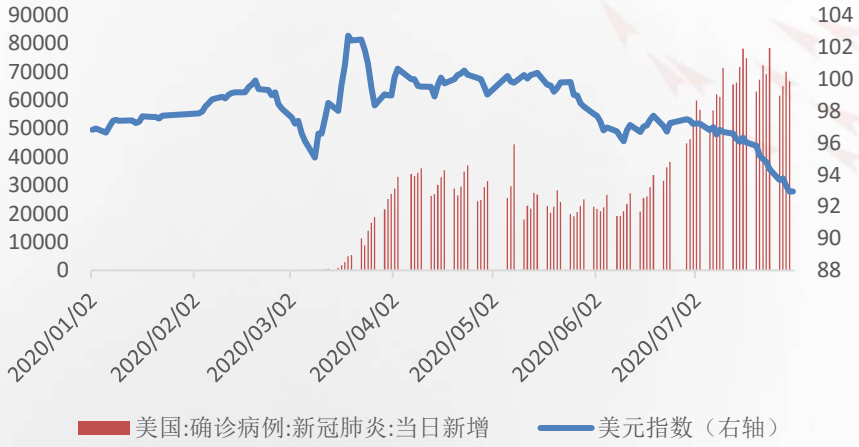
- **国内疫情：**关注三点。其一，疫情前后波及三地，新疆疫情最为严重，辽宁疫情波及最广。北京辽宁两地疫情均与进口海鲜相关。其二，全员核算检测成为控制疫情的标配手段，7.29国常会发文要求全国每个县在秋冬季之前必须有一所医院具备核算检测能力。其三，疫苗研发进展顺利，疫苗将成为完全控制疫情的重要手段。

- **国外疫情：**其一，全球确诊已达1700余万，美国达450余万，美国仍为确诊病例最多的国家；世界卫生组织判断，第一波传播远未结束；其二，新冠病毒不受季节性影响，传播在夏季并不会减弱，加大了防控难度。其三，疫情重创经济使失业人数增多，而失业人口增多又迫使管控措施放松，反复之下欧美疫情持续恶化。

国内疫情仍有反复



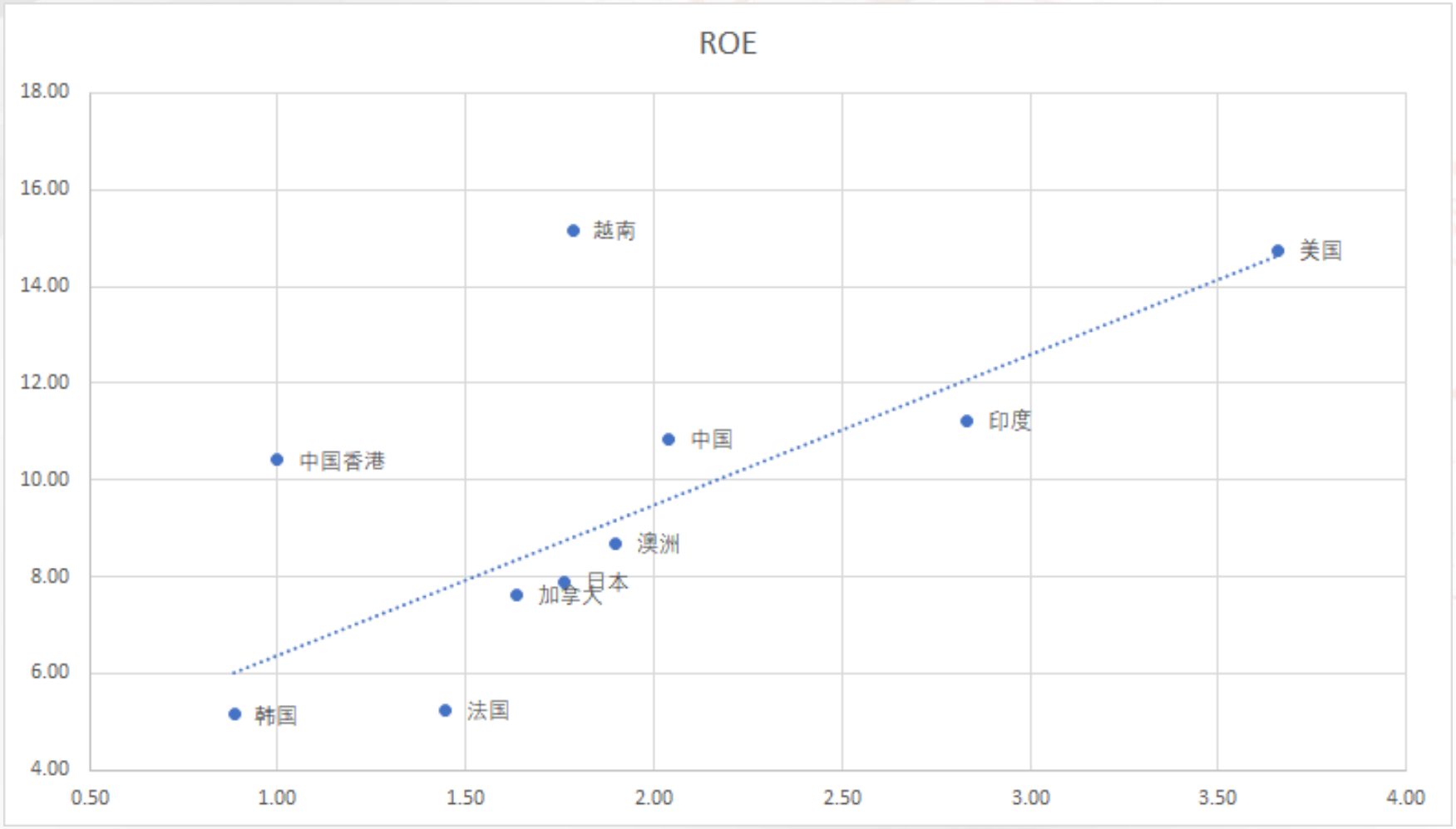
新冠疫情影响下美元指数持续回落



数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
宏观分析&展望
市场分析&展望
策略建议

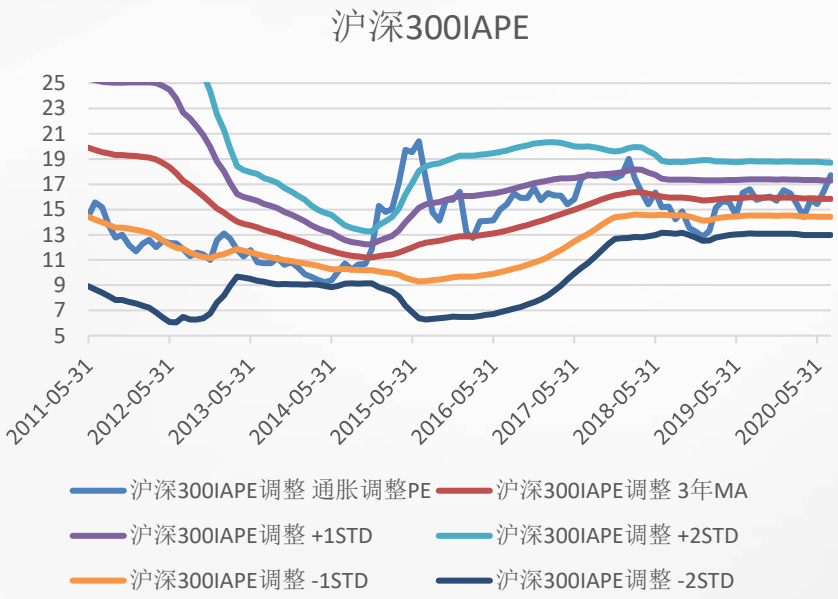
市场估值：大涨后A股整体性价比有所降低，但市场内仍具备结构性机会

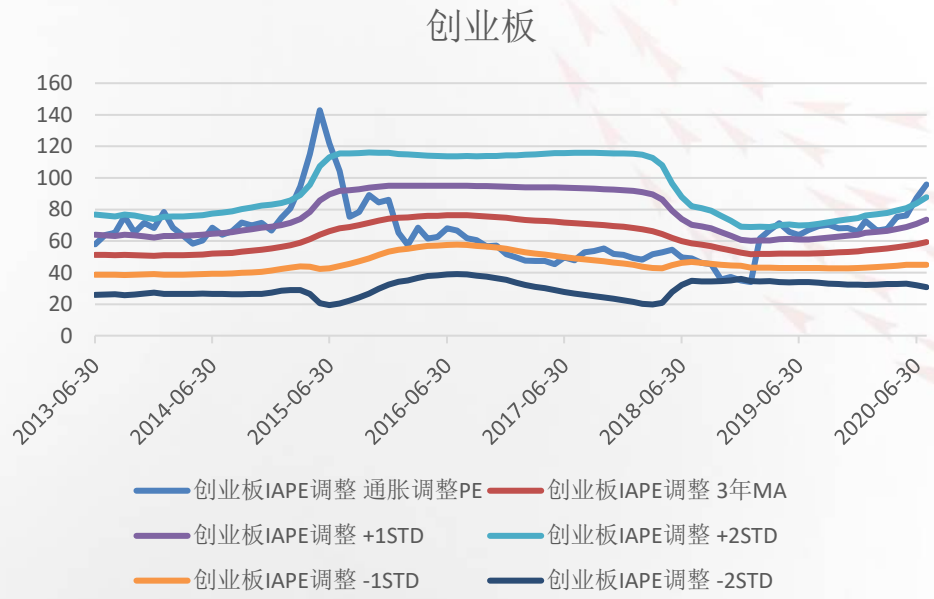


数据来源：WIND、山西证券研究所

指数估值：A股估值短期大幅拉升

- A股整体估值短期大幅拉升，沪深300通胀调整PE7月13日上冲2倍标准差警戒线后快速回落，目前仍处于1倍标准差上方，创业板仍在2倍标准差警戒线上方震荡。





数据来源：WIND、山西证券研究所

行业估值：A股内部板块冰火两重天，下半年资金有望再平衡配置

山西证券 SHANXI SECURITIES

- A股内部结构估值呈现冰火两重天，食品饮料、休闲服务、医药、计算机估值处于历史高位而采掘、建筑、银行等蓝筹板块处于显著低位，下半年资金再平衡配置有望出现。

山西证券股份有限公司 SHANXI SECURITIES CO., LTD.

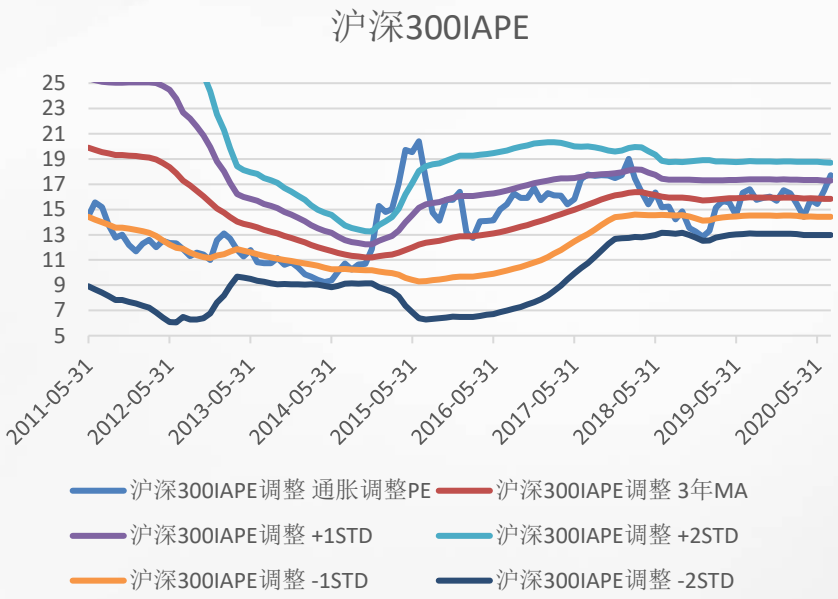
A股行业估值表

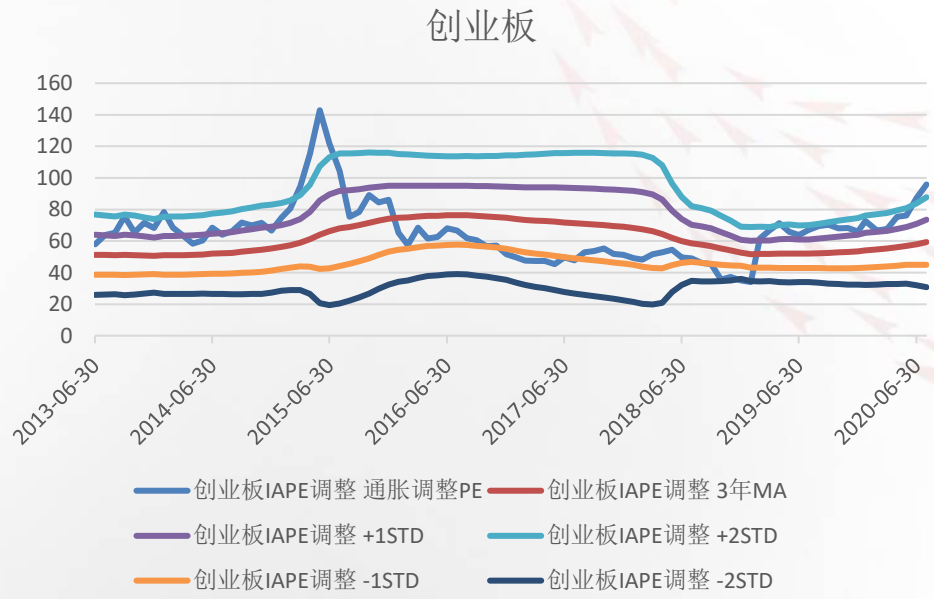
	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	14.0	28.9	12.7	45.0	17.2	10.6	42.8	32.2	72.4	28.9	21.9	32.2	27.6	27.7	22.8	46.9	112.8	60.3	22.2	22.5	9.6	58.6	81.3	50.5	46.8	6.0	18.9	48.6
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	31.6	26.7	52.8	97.6	60.0	102.3	46.9	112.8	65.8	39.2	37.6	28.4	103.0	143.6	125.7	85.2	11.5	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	9.0	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	18.7	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.4	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	16.8%	56.3%	22.6%	53.7%	34.4%	21.8%	66.3%	57.1%	60.5%	98.3%	93.2%	68.9%	27.7%	52.9%	1.6%	100.0%	100.0%	99.1%	47.0%	75.6%	12.6%	71.4%	92.4%	61.3%	65.5%	21.8%	60.5%	60.5%
PB	1.0	2.3	0.9	2.5	2.5	1.0	3.3	2.5	3.4	1.8	3.5	1.8	2.1	1.8	4.3	9.0	6.6	5.3	1.4	1.4	1.3	4.5	5.0	2.9	3.0	0.7	1.9	2.4
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.6	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	9.0	7.1	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.9	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.9	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	4.2%	41.1%	21.0%	29.4%	68.0%	5.0%	66.3%	50.4%	63.0%	26.0%	82.3%	21.0%	36.9%	24.3%	81.5%	100.0%	99.1%	87.3%	10.9%	35.2%	6.7%	89.0%	69.7%	24.3%	68.0%	2.5%	49.5%	29.4%

数据来源：WIND、山西证券研究所

指数估值：A股估值短期大幅拉升

- A股整体估值短期大幅拉升，沪深300通胀调整PE7月13日上冲2倍标准差警戒线后快速回落，目前仍处于1倍标准差上方，创业板仍在2倍标准差警戒线上方震荡。





数据来源：WIND、山西证券研究所

- **普涨阶段结束，市场情绪降温。**7月行情中，资金大幅流入大市值权重股，使得指数短时间内大幅上涨，也带动增量资金入场。但随着监管降温以及资金限制，A股持续回落。从各项指标来看，除成交额仍旧维持在高位后，其他指标均已大幅回落，市场情绪降温明显。



	分位数
沪深两市成交额(周）	93.90%
成交额占流通市值比例（%，右轴）	86.30%
融资买入额（亿元）	92.50%
融资买入占两市成交额（%，右轴）	79.00%
沪指换手率(%)	80.20%
深成指换手率(%)	87.40%
创业板指换手率(%)	78.20%

数据来源：WIND、山西证券研究所

资金：多路资金加速入市，看好A股中长期表现

- **外资：**4月策略我们明确提出看好中国资产，外资将持续流入A股得到市场验证，年内外资通过陆股通持续流入A股金额接近1200亿元，我们认为在我国经济率先走出泥潭、A股比较优势明显的大背景下预计外资仍将持续流入A股。

- **基金：“房住不炒”抑制了房地产价格快速上涨的趋势，房地产的投资回报率下降。**自2019年以来，股票基金新发行份额较此前显著提高，基金回报率也持续上升。较高的回报率吸引了更多的居民投资基金，而更多的基金入市使A股机构化程度进一步提高，形成正向循环。**居民资产借道基金流入股市，促进了A股机构化程度提升。**

- **鼓励、培育中长期资金入市：**中国银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，设置差异化的权益类资产投资监管比例，保险公司投资权益类资产的比例最高可到占上季末总资产的45%，而目前保险公司实际投资权益类占比仅为22.57%，提升空间较大。从监管态度来看，监管鼓励保险公司增配权益类资产，利好A股的中长期表现。

陆港通流入情况



股票基金新发行份额



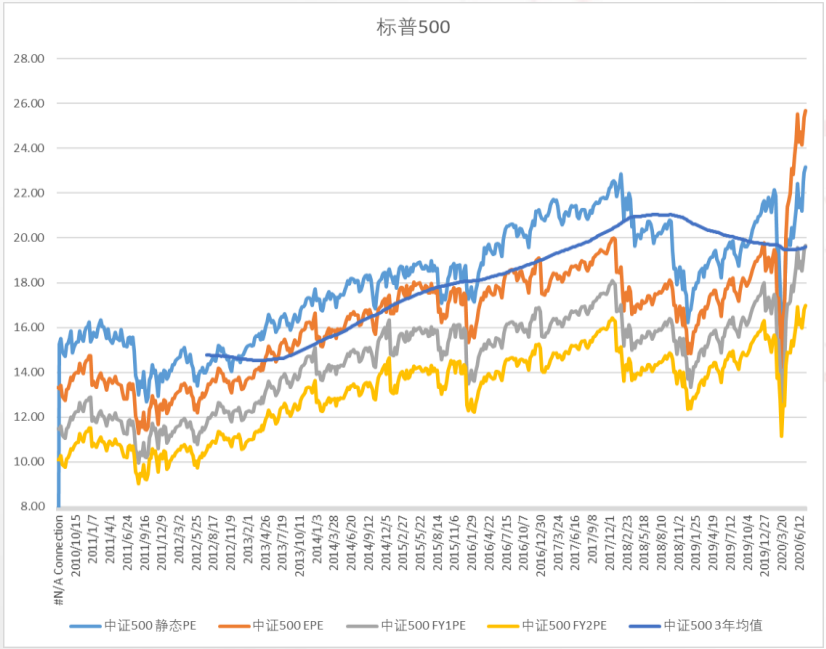
数据来源：山西证券、wind

资金：外资或成为影响8月走势的重要因素

- **以黄金计价的道琼斯指数自2018年以来持续回落，近期反弹的主因是流动性宽松。**自疫情以来，美国财政端投放三万亿美元，货币端美联储将政策利率降至0，并宣布为股市提供无限流动性。这些因素是今年美股反弹的重要支撑。美国二季度GDP疲软，预计财政货币政策将持续宽松，利好美股及全球股市的表现。

- **与美股相比，A股性价比更高，外资有望成为影响A股走势的重要因素。**与美股对比，A股目前预期PE在5年移动平均PE下方而美股大幅超过历史均值，但是考虑到美联储预期3年不会退出刺激政策的表态来看，预计美股高估值仍将延续，假设3年后在美联储恢复常态化运作后PE回归均值，标普500预计3年年化收益率约为5%，而同期中证500的3年年化收益率预计在24%，虽然A股短期拉升降低了当前收益率预期，但A股性价比仍明显高于美股。

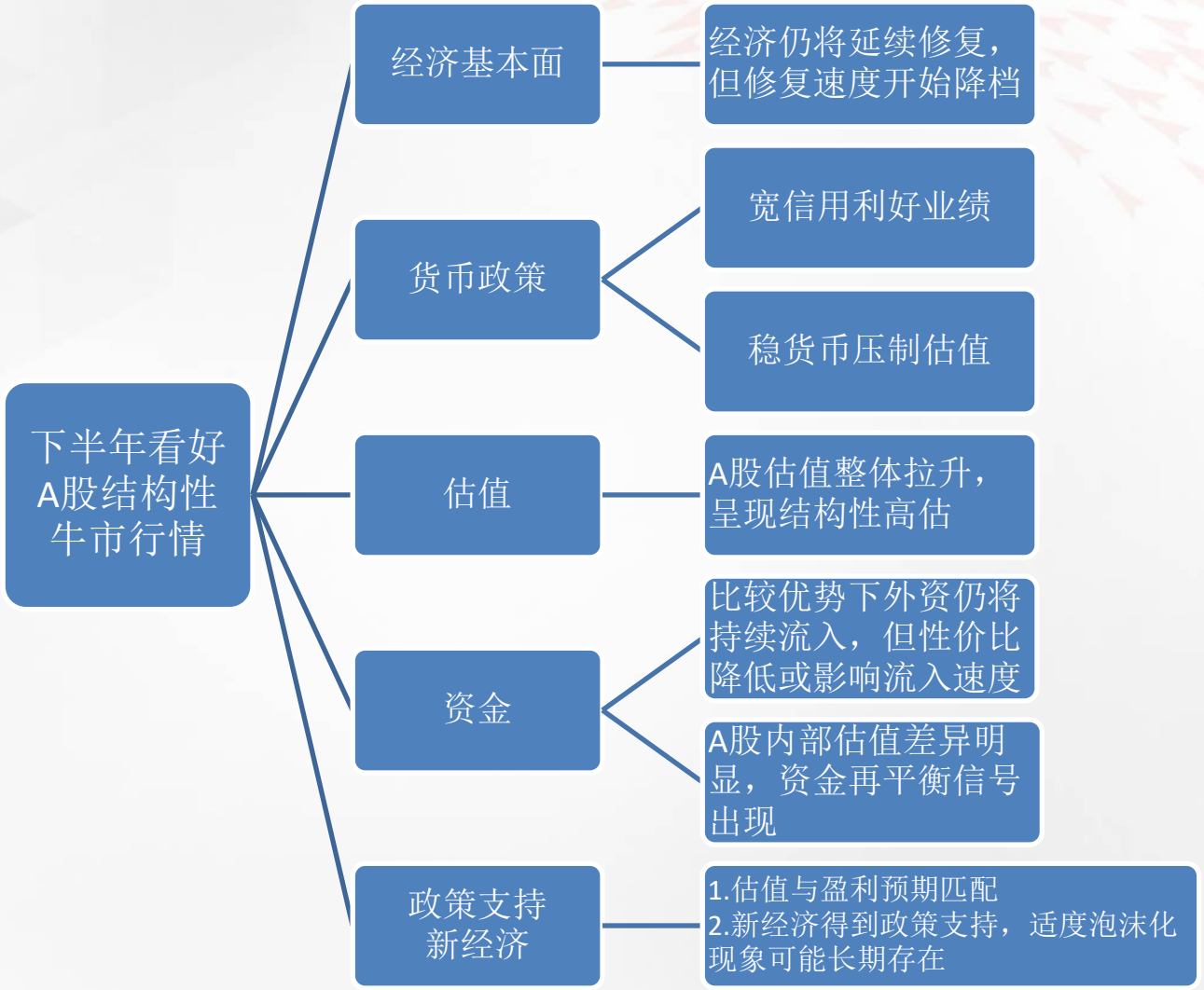




数据来源：山西证券、wind

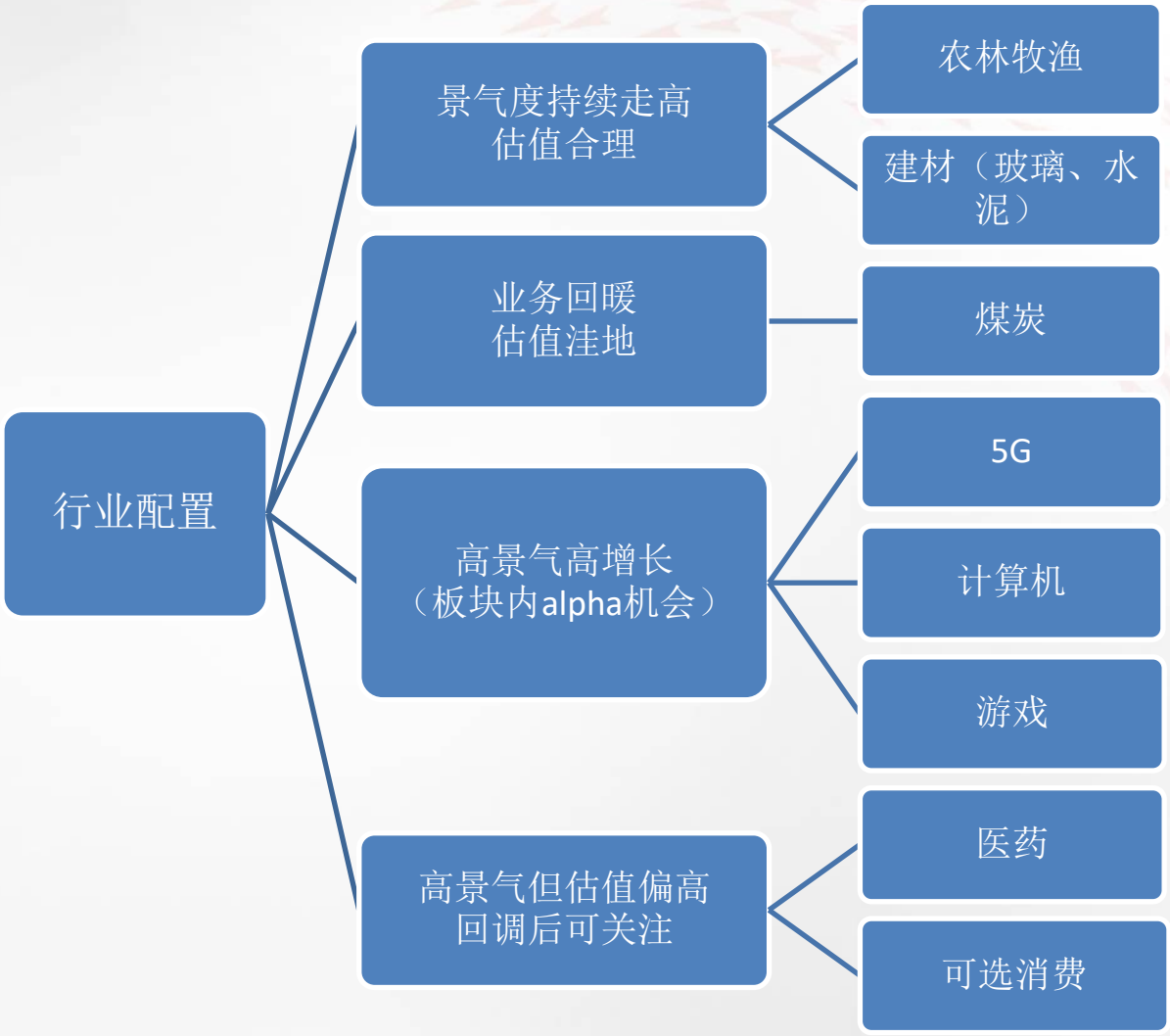
市场回顾
宏观分析&展望
市场分析&展望
策略建议

- 8月份A股整体性价比有所降低，但市场内仍具备结构性机会。宽信用稳货币的背景下高估值延续上升趋势受阻，但景气度回升估值尚处在低位板块或重新吸引资金关注。



数据来源：WIND、山西证券研究所

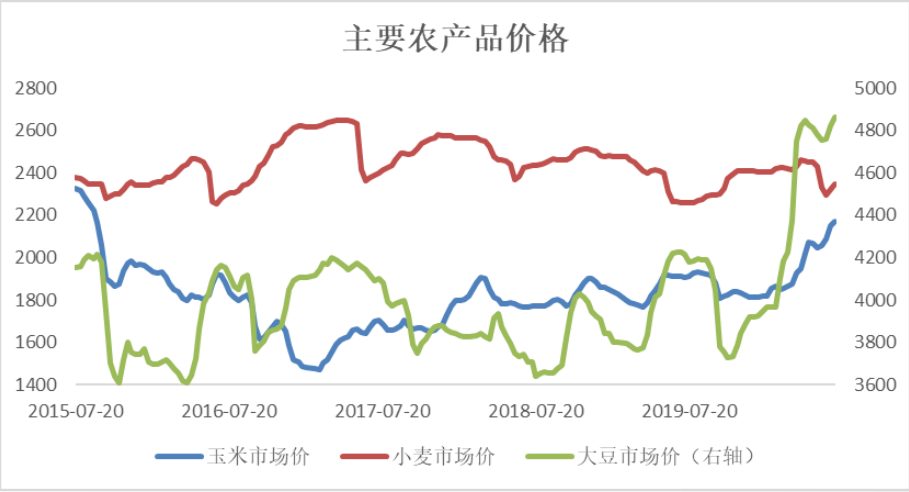
- 以基本面向好、估值合理以及业绩的确定性为主线进行布局，重点关注四大方向。

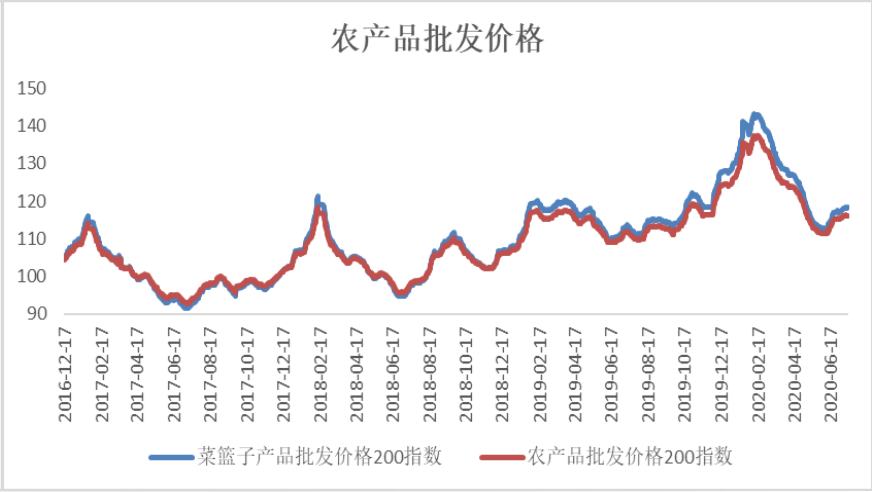


数据来源：WIND、山西证券研究所

种业：盈利改善+中央重视，亦可对冲外部风险

- 上周，国内绝大部分主粮品种现货均价上涨，主产区玉米、大豆、小麦、粳稻周涨幅为1.13%、0.18%、0.13%、0.4%、0.51%，中晚稻持平，早稻微跌。从历史来看，国内粮食政策变化和库存波动具有周期性。当前时点，国内粮食政策和库存均面临拐点，粮价有望在政策和市场协同作用下逐渐上行。此外，近期高层释放的高度重视粮食安全信息值得重视。粮食安全主要通过“藏粮于技”和“藏粮于地”来实现，上述信息有利于催化产业链相关行业实质性利好政策的落地。看好主粮板块，建议关注粮价上行和粮食安全政策利好预期的投资机会。

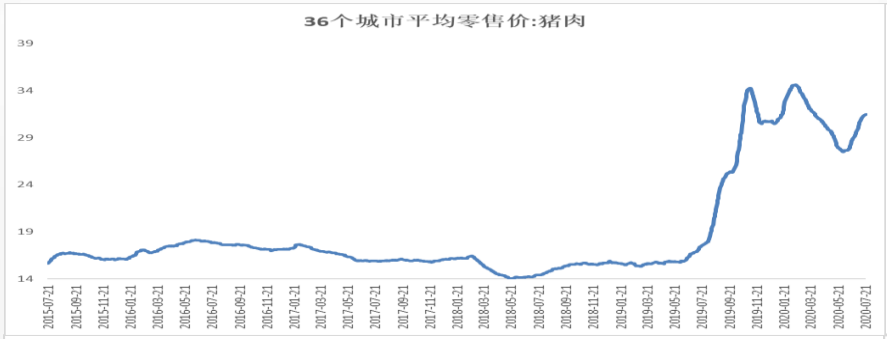




数据来源：Wind、山西证券研究所

养殖：出栏价有望维持高位，风险点在于进口放开

- 南方暴雨非瘟疫情抬头，主流猪企7月出栏价或明显改善：①本周生猪价格小幅调整至36.84元/公斤。在非瘟疫情长期存在的大背景下，普通养殖户在种猪资源、资金支持、生物安全防控等方面均处于劣势，规模养殖场尤其是大型集团公司集中度正加速提升。非瘟疫情造成种猪产业链重创，二元母猪断档三元补，而三元留种又造成生产效率大降，维持2020-2021年猪价高位运行的判断不变；此外，猪肉进口或受境外疫情的快速发展而放缓，连续暴雨致部分地区非瘟疫情抬头，猪价高位运行的逻辑再次被强化。②猪肉进口有望放缓。据海关总署发布数据，1H2020中国猪肉进口量212.3万吨，同比增长159.3%，其中，3-6月进口量分别为38.4万吨、39万吨、36.5万吨、40.3万吨，同比分别增长202%、186%、95%、151%。随着境外疫情的快速发展，我国加强进口冷链食品的源头管理。若海外疫情无法得以缓解，我国猪肉进口量或环比回落。③南方持续暴雨，非瘟疫情抬头。受南方持续暴雨影响，南方部分省份非瘟疫情明显抬头。据涌益咨询公布数据，7月17日-23日全国90公斤以内生猪出栏占比14.52%，周环比回升1.3个百分点，较5月29日-6月4日最低点8.94%提升5.58个百分点。④猪价维持高位，补栏积极性强。由于生猪价格维持高位，散养户补栏积极性回升，本周规模场15公斤仔猪出栏价1936元/头，周环比上升0.9%，本轮调整较3月中旬高点2356元最多下跌17.8%；规模猪场补栏积极性相对稳定，本周50公斤二元母猪价格5462元/头，周环比持平，较4月初高点5794元/头回落5.7%









数据来源：Wind、山西证券研究所

- 水泥各项数据止跌，中建材水泥整合超预期本周水泥价格逐步止跌，开工率回升库存下降，雨水天气尾声施工旺季将逐步到来。中建材旗下资产整合超预期，水泥板块投资价值凸显。玻璃价格继续加速上涨，各项指标表现优异。
- 水泥价格跌幅放缓，开工率回升库存下降：本周全国水泥行业景气度仍呈现下滑趋势，全国熟料均价比上周下滑2.26元/吨，P·O42.5均价比上周下滑5.43元，P·S32.5价格比上周下滑2.26元；需要注意的是磨机开工率相比上周提升2.02pct，熟料库容比相比上周减少0.75pct，水泥行业价格仍下滑，但量表现有所改善。分区域看，东北、华中、河北水泥和熟料价格均已停止下降，华东和华南地区水泥粉末价格分别平均下降5元/吨和6.67元/吨。开工率华北、华东、华中提升较快；库存华东和华中下降较快。总体看，本周华中地区各项数据表现较好，其次是华东地区。

- 玻璃价格继续加速上涨：平板玻璃含税价格平均上涨1.06元，厂商库存同比进一步下降2.2pct。分区域看，广东和四川平板玻璃价格平均上涨2.24元/重箱和2.0元/重箱；河北地区库存同比下降3.8pct，幅度较快，山东、湖北、四川等省份库存也有较明显下降。总体看本周广东省各项数据表现较好，其次是湖北省。



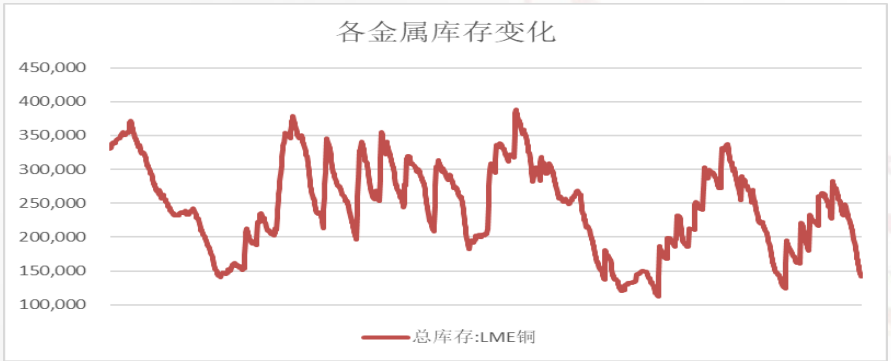


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 一季度美国名义产出缺口占GDP比重从0.45%跌至-1.4%，创下2008年四季度以来最大单季跌幅，这意味着美国经济产出回到2016年一季度的水平，完全回吐了特朗普第一任期经济政策的刺激成果，未来产出缺口进一步扩大或意味着美联储难以把基准利率保持在零以上。市场开始逐渐纳入美元负利率预期，一旦负利率敲定预计黄金仍将大幅攀升，我们看好贵金属长线逻辑不变。

- 铜方面，据我的有色和 SMM，上周冶炼铜 TC 和冶炼铜主要消费区显性库存均开始小幅上升，港口铜精矿库存上周也小幅上涨但仍处低位，均预示供给紧张格局短期趋于缓解。据 SMM，秘鲁铜矿积极复工，目前开工率基本恢复正常；赞比亚和刚果金等粗铜产地物流改善，前期积压的库存发出集中到港，也缓解了国内供给紧张的局面。但智利疫情仍未缓解导致部分矿山减产和暂缓扩张规划，并且智利铜矿劳工谈判风波再起，供给端不确定性仍存。鉴于短期进入消费淡季和供需格局短期趋缓，弱势美元和中美关系扰动需求预期正负影响冲抵，我们认为铜价将维持高位震荡。









证券研究报告

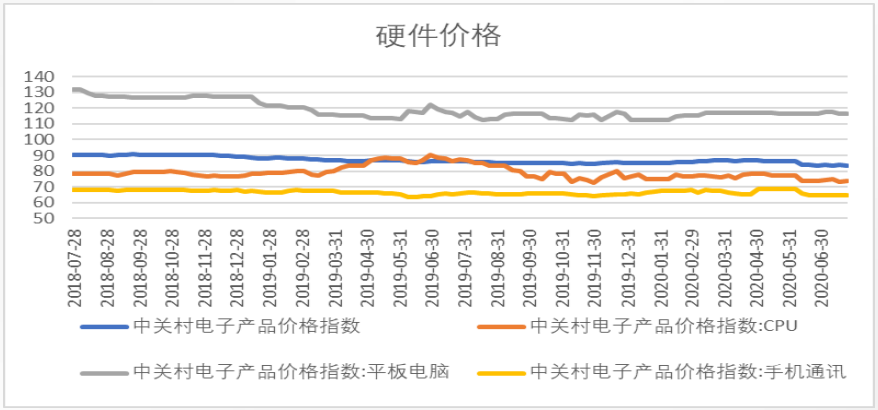
数据来源：Wind、山西证券研究所

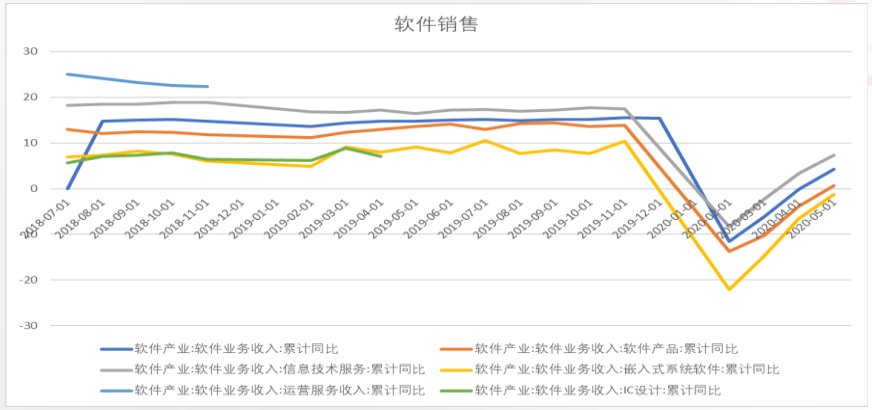
计算机：云计算、新基建、新创确定性高，短期估值较高等待回调后长期布局机会

- 云计算、新基建、信创确定性高。云计算软件持续高景气度，Q2基金对于计算机软件相关司持股持续增长。IDC数据中心成为新基建的重点内容，数据中心行业景气度上升，IDC作为云计算的基础设施需求持续提升，认为IDC的竞争已经从资源第一的阶段进入了资源+成本+运维多项竞争的阶段。信创项目持续推进，政府和行业同步推进，国产化已经成为了信息安全、大数据和人工智能等上层应用的基础，国家重视程度越来越高。

- 随着复工复产的推进，行业上市公司二季度的业绩表现预计将好于一季度，但受一季度基数的影响，行业上市公司上半年的业绩表现整体上仍将承压。在行业估值仍处于较高水平的情况下，短期内仍需关注行业回调的风险。但中长期看，随着复工复产在下半年的持续推进，预计行业的恢复将进一步加快。作为我国数字经济发展的重要推动力量，信息技术产业未来发展前景广阔。看好计算机行业中长期的投资机会。

- 建议重点关注云计算、网络安全、信创、医疗IT、金融IT和智能汽车等主题。

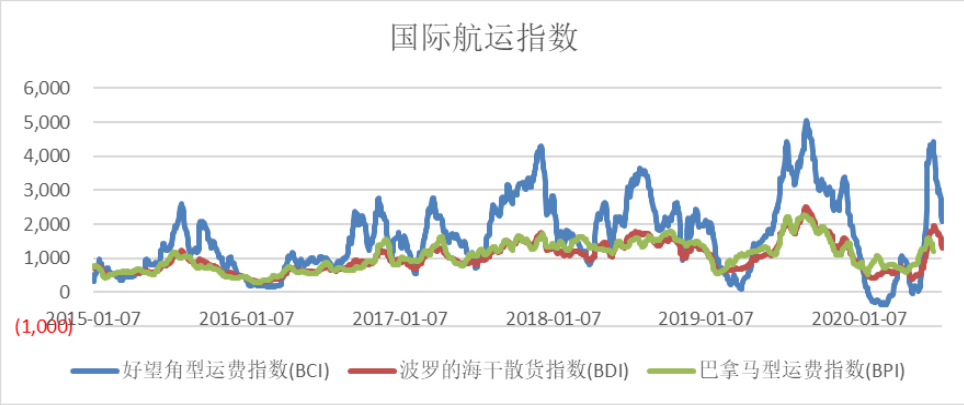


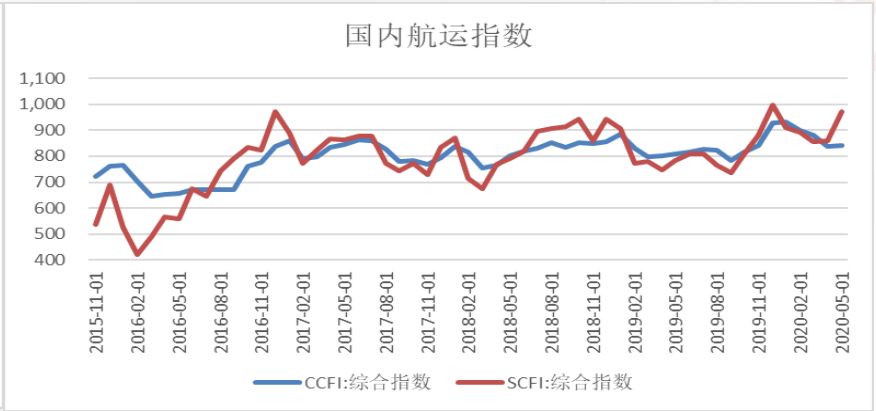


数据来源：Wind、山西证券研究所

快递：高增长持续价格战有望开始缓解，民航有望进一步复苏

- 快递：淘宝天猫物流时效升级，6月顺丰高增长持续，通达系价格竞争有所缓解，提价或早于预期。
- 航空：国内民航进入暑运模式，市场需求有望进一步复苏，国际航班政策升级为“一国一策”。
- 机场：深圳和上海机场客流量持续回升，民航局发布支持粤港澳大湾区民航协同发展的实施意见，上海浦东综合交通枢纽专项规划获批。
- 公路铁路：二季度以来，公路铁路客流量持续恢复。



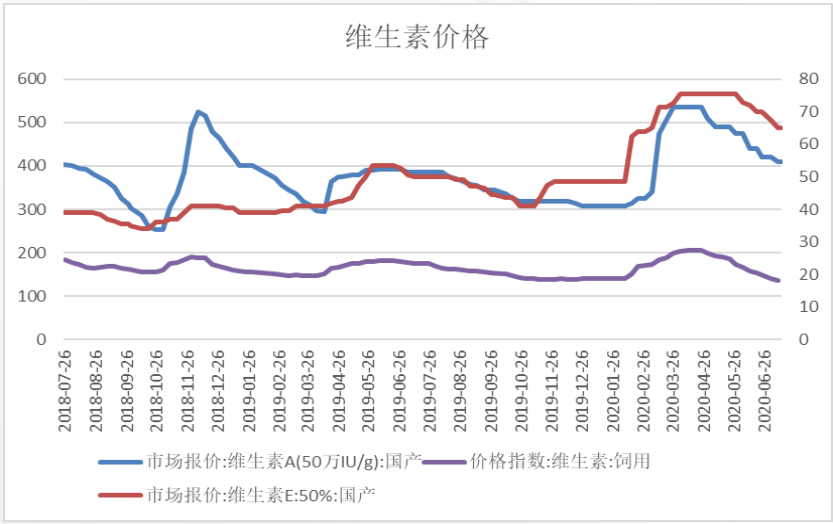


数据来源：Wind、山西证券研究所

医药：短期受中报业绩催化强势震荡

- 海外以轻持续创出新高且扩散势头持续。
- 医药整体需求探底概率较小。
- 中报业绩逐步出炉，部分企业中报业绩远超市场预期有望带动市场中报行情。





数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示：

- 疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期
- 中美摩擦再度升级
- 政策力度不达预期

数据来源：Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com