民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

市场情绪继续回落，等待新的主线出现

——每周流动性观察

民生 FOCUS　　2020 年 7 月 27 日

报告摘要：

- **宏观流动性：信用扩张步伐有边际放缓迹象，政策是否调整静待年中政治局会议**

经济活跃度的持续提升仍然是宏观流动性当前的主要支撑力量。

微观上来看信用扩张的步伐有边际放缓的迹象，信用债融资增速受公司债和中票短融增速影响，已经出现下行迹象，这体现了 5 月份货币政策边际收紧已经开始影响市场化程度最高的债券融资。房地产方面，本周南京也加入了地产调控的行列，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，但从 7 月开始，楼市调控正从宽松变为收紧。7 月份以来的几次重要经济会议释放了经济形势企稳确认，但困难和问题仍存的政策信号。月底前最重要的政策观察目标就是年中政治局会议，以确定在增长和防风险宏观政策方面会出现怎样的微调。

- **市场情绪：受海外因素压制继续趋势性回落**

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周小幅反弹，但仍处于下行趋势中，从周五市场跌幅来看，市场情绪受外部因素影响继续回落。结构上从融资买入占比和换手率来看，主要热门行业也均处于下滑阶段。

- **主要投资者配置变化：入市脚步放缓，等待新的热点主线出现**

本周机构投资者入市脚步放缓，其中北向资金继续大幅净流出，杠杆资金入市规模进一步缩小，但公募基金逆市小幅加仓 0.2 个百分点。

分行业来看，公募基金小幅增持医药、电子、消费者服务，其中医药持仓占比创本轮行情新高。北向资金净大幅流出白酒、证券、保险、动力电池、医药、光伏等前期强势板块，但值得注意的是，北向资金结束了 7 月 13 日以来对半导体板块的减配，本周逆市增持。杠杆资金主要交易方向发生明显变动，大幅流出大金融板块，尤其明显减配证券、保险，暂未出现新的热点主线。

- **新发基金和产业资本：新发 5 只涉及科创主题基金**

本周新发行涉及权益资产的基金 11 只，其中有 1 只普通股票型基金，2 只平衡混合型基金，6 只偏股混合型基金，2 只被动指数型基金，值得注意的是从名称主题来看，有 2 只科创板基金、2 只创业板基金，1 只主题为科技创新主题的偏股混合型基金。

本周全 A 上市公司减持规模有所扩大，达 307.96 亿元，为 2019 年 11 月份以来新高，环比上周扩大 64.14 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：信用扩张步伐有边际放缓迹象，政策是否调整静待年中政治局会议.....3
（一）经济持续复苏，热点城市地产调控继续加码.....3
1、高频指标指向经济继续复苏.....3
2、信用债融资增速小幅反弹，政府债融资增速进一步下滑.....4
3、房地产政策严把房住不炒主线，热点城市调控加码升级.....5
（二）政策动向：宏观政策是否调整静待年中政治局会议.....6
二、市场情绪：受海外因素压制继续趋势性回落.....7
三、主要投资者配置变化：入市脚步放缓，等待新的热点主线出现.....11
（一）整体情况：机构资金入市脚步放缓.....11
（二）公募基金：小幅增持医药、电子，减仓电新、食品饮料和军工.....11
（三）北向资金：整体大幅流出，逆势小幅加仓半导体板块.....13
（四）杠杆资金：明显流出大金融板块.....14
四、新发基金和产业资本：新发5只涉及科创主题基金.....17
（一）新发基金：新发权益类基金11只，5只明确涉及科创板或创业板.....17
（二）产业资本：减持规模继续扩大.....17
五、风险提示.....19

一、宏观流动性：信用扩张步伐有边际放缓迹象，政策是否调整静待年中政治局会议

经济活跃度的持续提升仍然是宏观流动性当前的主要支撑力量。

微观上来看信用扩张的步伐有边际放缓的迹象，信用债融资增速受公司债和中票短融增速影响，已经出现下行迹象，这体现了 5 月份货币政策边际收紧已经开始影响市场化程度最高的债券融资。房地产方面，本周南京也加入了地产调控的行列，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，但从 7 月开始，楼市调控正从宽松变为收紧。

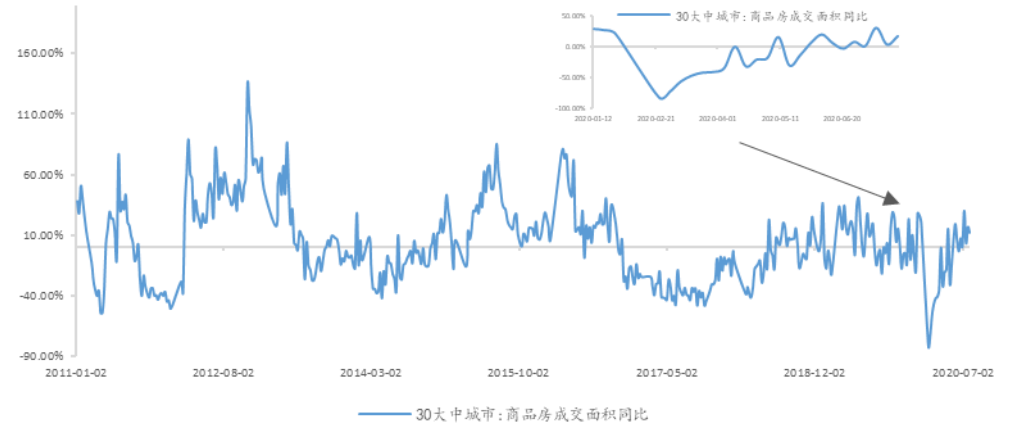
7 月份以来的几次重要经济会议释放了经济形势企稳确认，但困难和问题仍存的政策信号。月底前最重要的政策观察目标就是年中政治局会议，以确定在增长和防风险宏观政策方面会出现怎样的微调。

（一）经济持续复苏，热点城市地产调控继续加码

1、高频指标指向经济继续复苏

体现经济活跃度的高频指标地产销售显示仍处于上升趋势中。截至 7 月 26 日，30 大中城市商品房成交面积同比为 11.97%，环比较前周的 16.43%的增速略有下降，仍处于正值和扩张趋势中。

图 1：商品房成交面积同比仍然处于上升趋势



资料来源：WIND，民生证券研究院

重点行业信用利差普遍下降，整体上看仍处于下行趋势中，从 2016 年至今百分位数来看，资源品行业如采掘、钢铁、化工、建材、有色和煤炭均处于 25%以下分位数，体现了信用市场较乐观的经济预期。

表1：重点行业信用利差变动情况

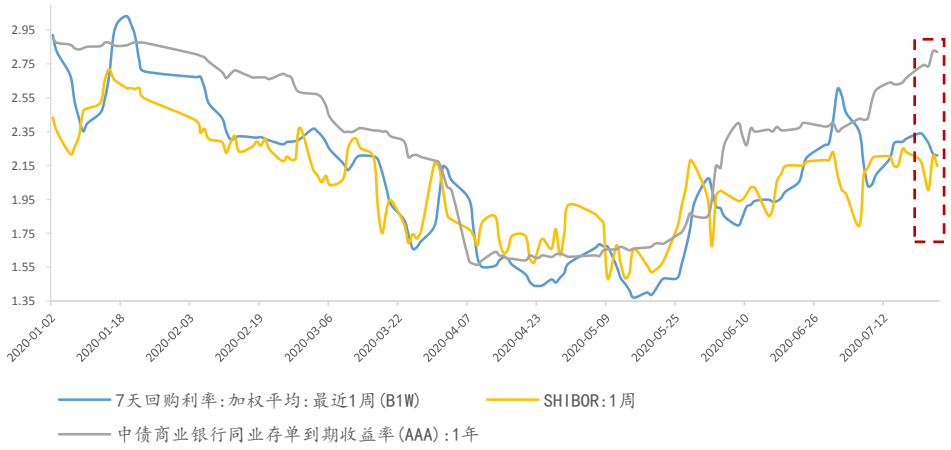
行业	信用利差变动（BP）	2016年至今历史百分位数（%）
采掘	-12.08	11.1
传媒	-11.19	11.1
电子	-4.19	32.0
房地产	-10.82	50.8
钢铁	-7.73	24.3
化工	-4.01	22.2
机械设备	2.54	76.9
建筑材料	-7.3	16.2
建筑装饰	-9.52	27.7
交通运输	-6.44	31.1
汽车	-3.14	41.8
商业贸易	-11.44	7.20
食品饮料	-10.60	38.8
通信	-10.71	40.1
休闲服务	-2.52	32.9
医药生物	-8.83	14.5
有色金属	-1.85	11.5
煤炭开采	-6.97	9.40

资料来源：WIND，民生证券研究院

2、信用债融资增速小幅反弹，政府债融资增速进一步下滑

成本端利率继续小幅震荡，其中7天回购利率下降10个BP，SHBIOR利率下降8个BP，一年期3A同业存单收益率上行15个BP。

图2：成本端利率本周继续震荡上行

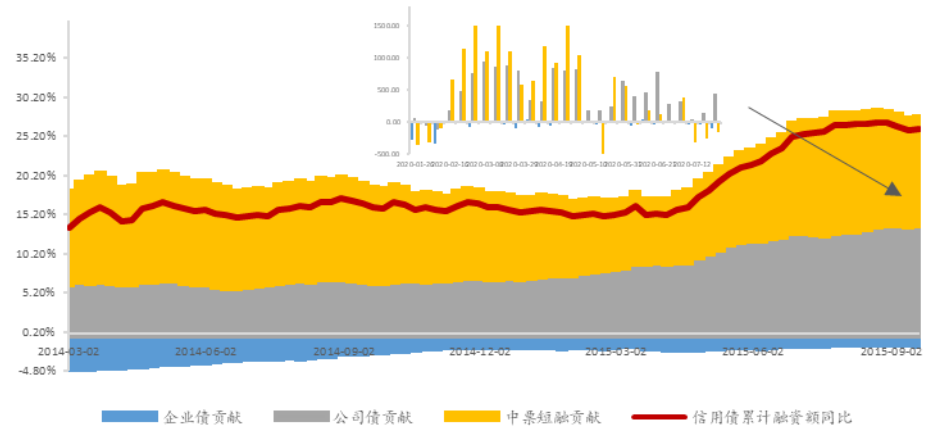


资料来源：WIND，民生证券研究院

信用债融资增速小幅反弹。截至7月26日，企业信用债融资余额增速从25.98%小幅回升至26.04%，结构上公司债贡献从14.03%回升至14.23%，中票短融贡献从13.05%降至12.98%，连续九周下降。企业融资出现增速从7月初开始不断下滑，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，本周

在公司债净融资增加的推动下小幅回升，但持续性未知，月初至今的债券融资增速放缓是否是流动性拐点的信号，需要继续跟踪观察。

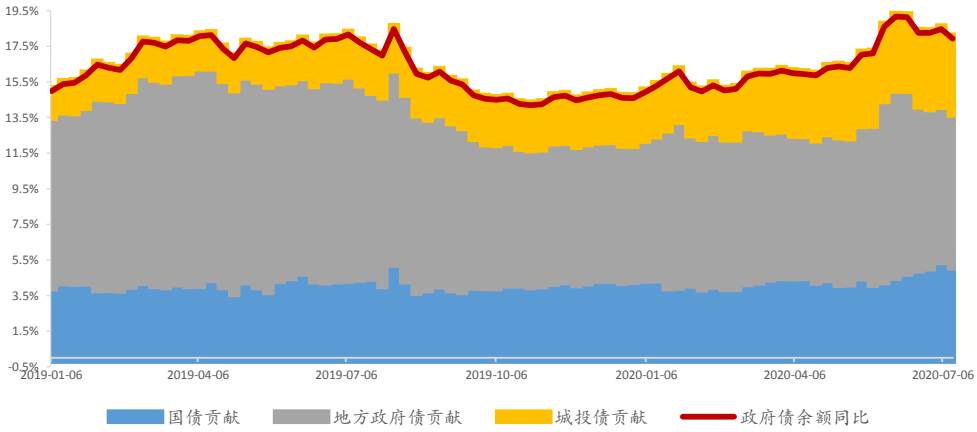
图 3：企业信用债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债融资增速进一步下滑。截至 7 月 26 日政府债融资余额同比增速从 18.2%下滑至至本周 17.5%，其中地方政府债贡献从 8.4%继续下滑至 7.8%，国债贡献维持在 5.7%，城投债贡献维持在 4.1%。考虑到政府债融资的大头地方政府债融资高点历史上一般在 7 月份出现，因此预计政府债融资增速高点已经出现，后续对社融和信用扩张的推动将减小。

图 4：政府债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

3、房地产政策严把房住不炒主线，热点城市调控加码升级

7 月以来的楼市调控正从宽松变为收紧。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，同时罚到限购范围，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：近一周最新房地产政策汇总

地方调控政策	
南京	1、在限购政策上，规定夫妻任何一方在离异后两年仅买房的，仍按离异前家庭总套数计算。
中央政策	
房地产工作座谈会	1、牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，减持不将房地产作为短期刺激经济的手段，减持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策，一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳发展。 2、要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）政策动向：宏观政策是否调整静待年中政治局会议

7月份以来的几次重要经济会议释放了经济形势企稳确认，但困难和问题仍存的政策信号。月底之前最重要的政策观察目标就是年中政治局会议，以确定在增长和防风险宏观政策方面会出现怎样的微调。

表3：近期经济相关政策汇总

经济形势逐步回稳，但困难挑战特别是就业压力仍十分突出	
经济形势座谈会	进来经济呈现恢复性增长势头，表现出逐步回稳态势…**但国际环境不确定性仍在增加，形势仍然严峻，国内经济面临的困难挑战特别是就业压力仍十分突出，要做好继续打硬仗的准备。**
发改委座谈会	我国经济逐步企稳回升，充分展现出潜力足、韧性强的鲜明特征，为实现全年经济社会发展目标任务奠定了坚实基础。下一步，要继续保持清醒头脑，加强形势预判研判，完善政策措施。
消除供需两端温差	
发改委座谈会	要更加注重消除供需两端“温差”，把长期和短期结合起来，做好扩大内需这篇大文章。
增强宏观政策实施的时效性	
经济形势座谈会	要增强宏观政策实施的有效性。

资料来源：WIND，民生证券研究院

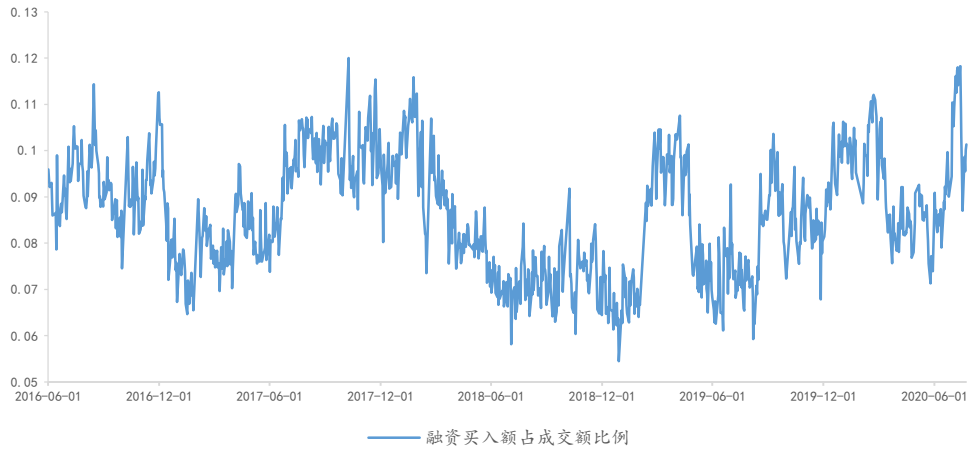
7月22日路透社《暂停放宽政策，以免下药过猛》对下半年货币政策走势做了报道，引起广泛关注。文章透露了几个信息：1）货币政策宽松步伐放慢，避免债务膨胀和房地产泡沫，也预留政策空间；2）下半年货币政策宽松的频率将下降，但依然有降准降息的空间。主要内容基本在市场预期之内，从信用债市场融资情况来看，5月份货币政策边际收紧对信用扩张的影响已经在7月初开始出现，政策是否转向会在政治局会议上落定。

7月21日国办下发了旧改了文件，由于涉及房地产也值得关注，整体上旧改规模远不及棚改，对房地产市场的影响有限。首先棚改由国务院下发文件，而旧改只是国办下发，文件级别就要低于棚改。二是从投资规模上，2013至2019年棚改等累计完成投资超10万亿元，年均1.4万亿元，而旧改根据2019年住建部统计显示，综合改造最高投资可达4万亿元，远小于棚改。三是棚改有土地收益，老旧小区改造作为公益性项目，收益较少。

二、市场情绪：受海外因素压制继续趋势性回落

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周小幅反弹，但仍处于下行趋势中，从周五市场跌幅来看，市场情绪受外部因素影响继续回落。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，本周小幅回升至 10.13%。

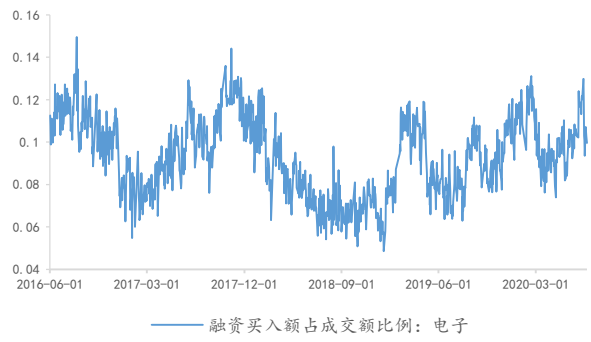
图 5：融资买入额占总成交额比例情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

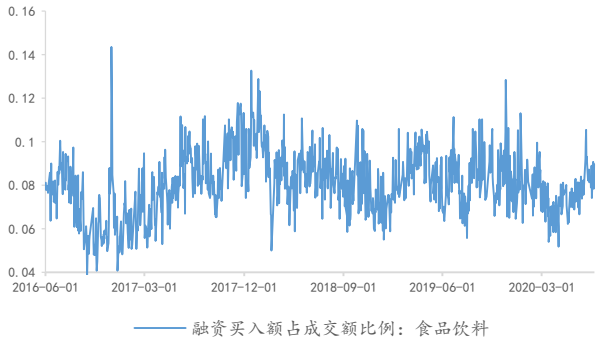
重点行业方面，从融资买入额占比来看，主要热门行业仍处于下行趋势中。从指标历史波动区间来看，食品饮料已回至历史均值附近，非银和消费者服务仍然较高。

图 6：融资买入额占总成交额比例：电子



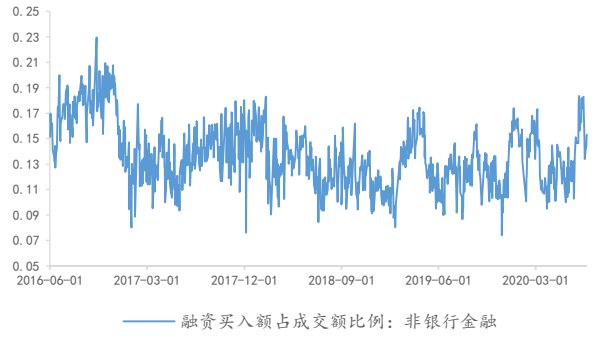
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：融资买入额占总成交额比例：食品饮料



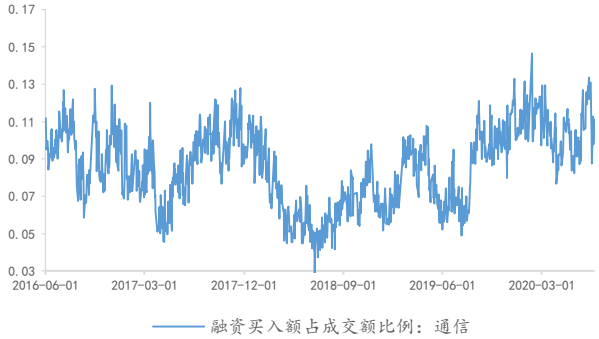
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：融资买入额占总成交额比例：非银行金融



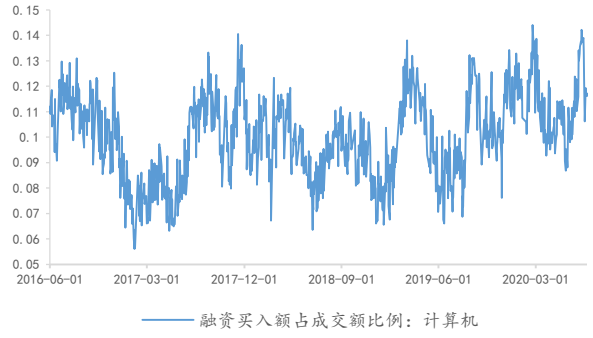
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：融资买入额占总成交额比例：通信



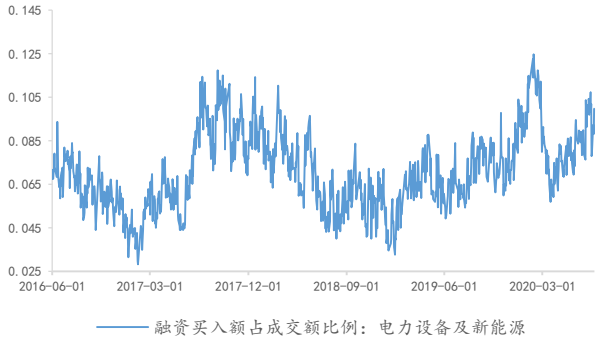
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：融资买入额占总成交额比例：计算机



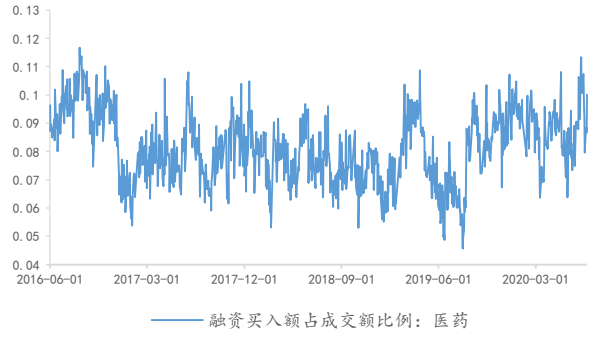
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源



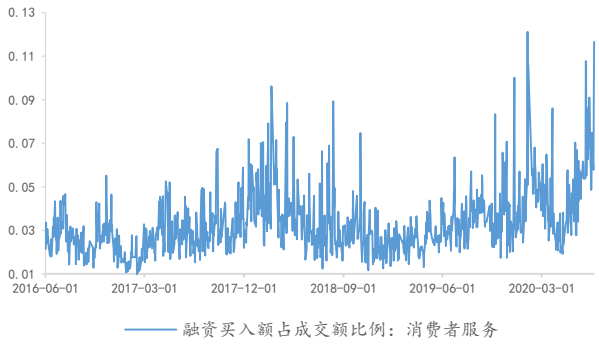
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：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

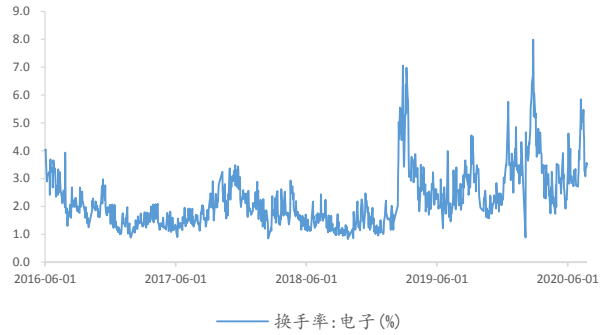
图 13：融资买入额占总成交额比例：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

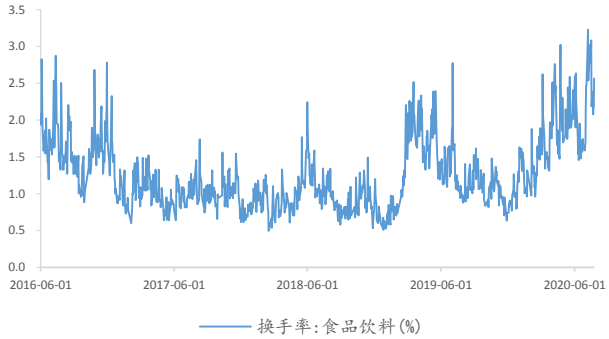
重点行业方面，从换手率来看，主要热门行业也均趋势回落。换手率数据也支持市场情绪仍处于下行通道。值得注意的是换手率和融资买入占比在消费者服务上的判断有所分歧，从换手率数据来看，消费者服务行业的情绪仍然趋势回落，这可能跟杠杆资金以外，散户、外资和基金对食品饮料行业交易量较大相关。

图 14：换手率：电子



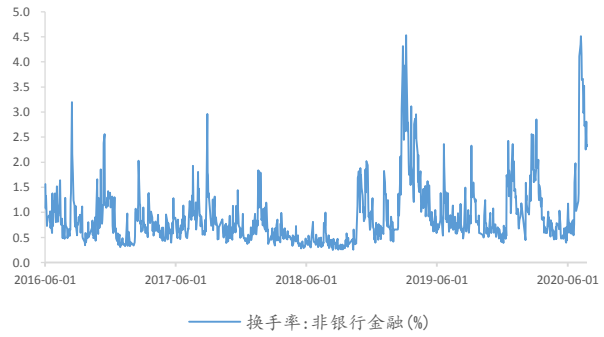
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 15：换手率：食品饮料



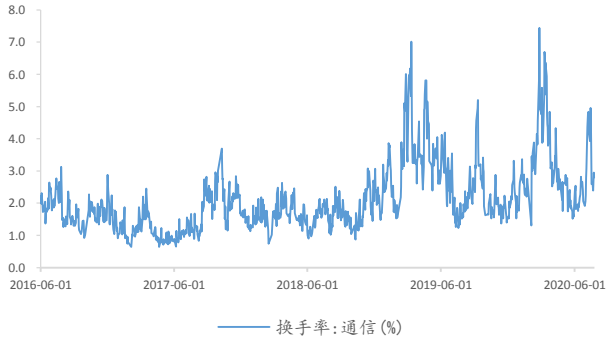
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 16：换手率：非银行金融



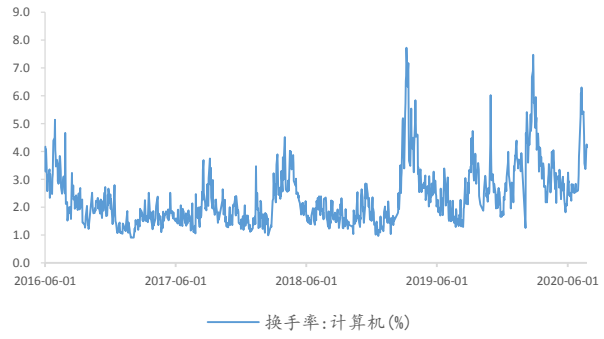
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：换手率：通信



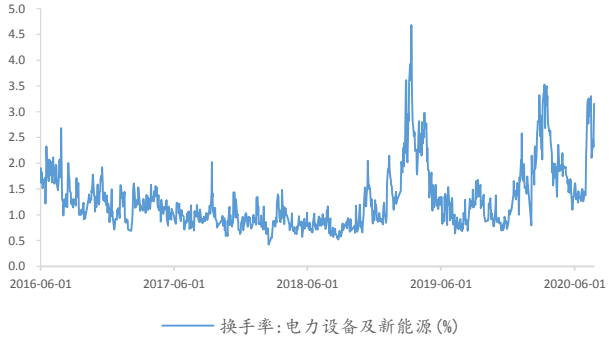
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：换手率：计算机



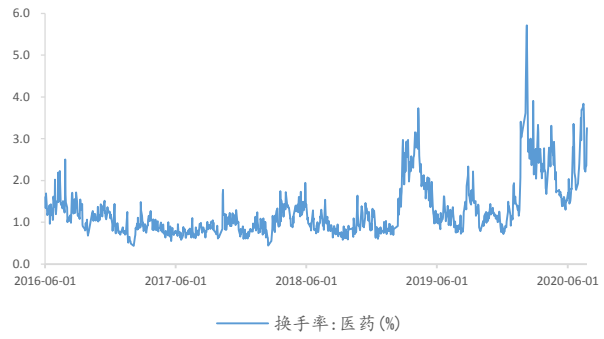
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 19：换手率：电力设备及新能源



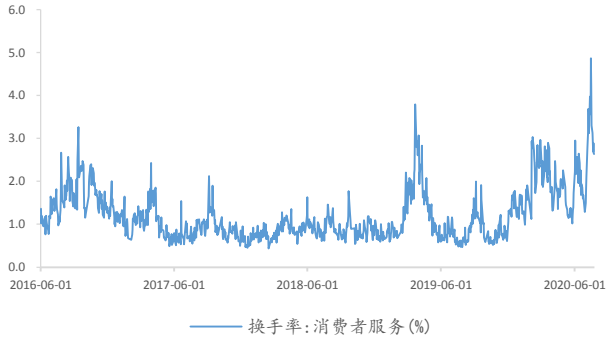
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 20：换手率：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 21：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：入市脚步放缓，等待新的热点主线出现

本周机构投资者入市脚步放缓，其中北向资金继续大幅净流出，杠杆资金入市规模进一步缩小，但公募基金逆市小幅加仓 0.2 个百分点。

分行业来看，公募基金小幅增持医药、电子、消费者服务，其中医药持仓占比创本轮行情新高。北向资金净大幅流出白酒、证券、保险、动力电池、医药、光伏等前期强势板块，但值得注意的是，北向资金结束了 7 月 13 日以来对半导体板块的减配，本周逆市增持。杠杆资金主要交易方向发生明显变动，大幅流出大金融板块，尤其明显减配证券、保险，暂未出现新的热点主线。

（一）整体情况：机构资金入市脚步放缓

基金和北向资金仓位明显下降，杠杆资金入市规模大幅缩小。本周公募基金仓位增加 0.2 个百分点，北向资金净流出 247.51 亿元，融资余额净增加 233.12 亿元，规模继续减小。从历史水平来看，北向资金和杠杆资金仍然处于历史高位，其中那个杠杆资金继续创历史新高，公募基金仓位已经较历史高位回调 2 个百分点左右。

图 22：机构资金整体在 7 月 13 日以后明显缩小

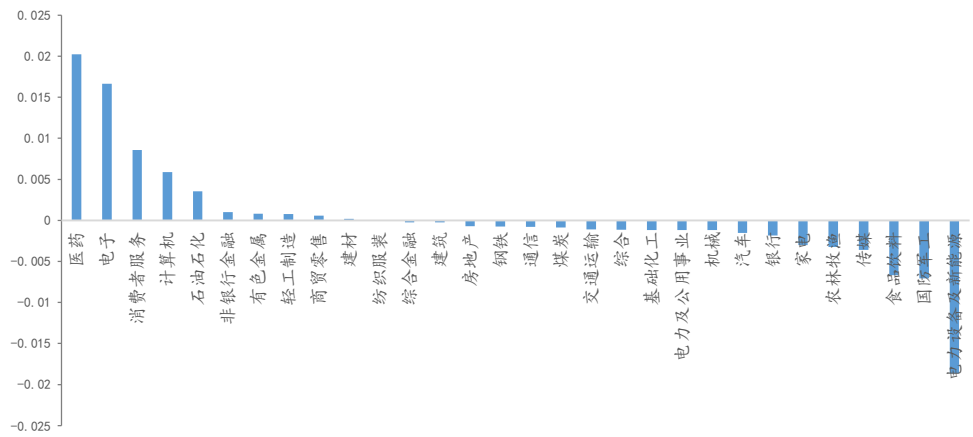


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：小幅增持医药、电子，减仓电新、食品饮料和军工

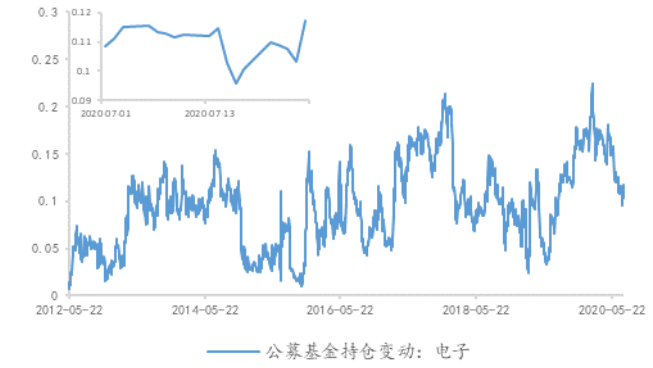
本周公募基金明显加仓了医药、电子、消费者服务、计算机、石油石化，明显减仓了电新、国防军工、食品饮料。

图 23：7 月 26 日当周公募基金主要行业持仓变动



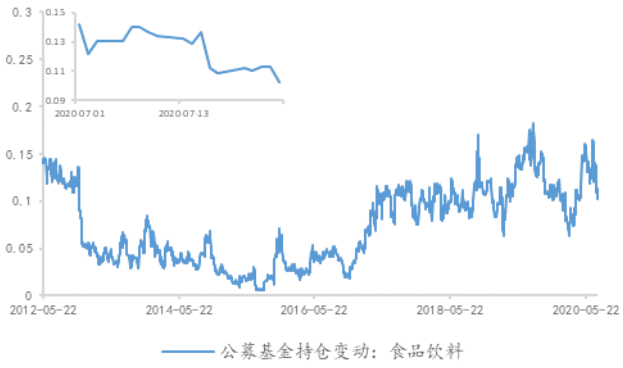
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 24：公募基金持仓变动：电子



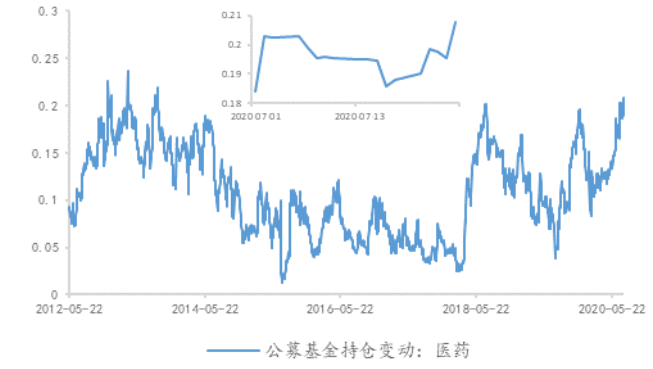
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：公募基金持仓变动：食品饮料



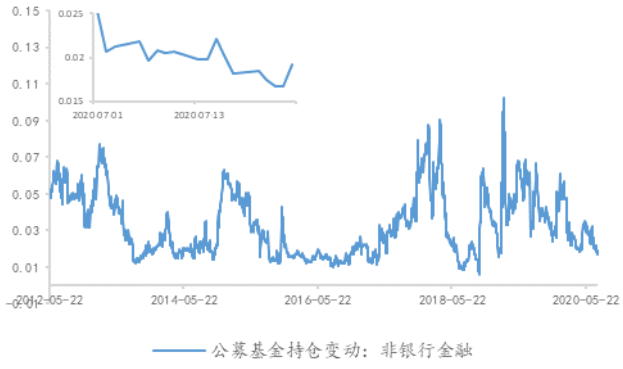
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 26：公募基金持仓变动：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：公募基金持仓变动：非银行金融



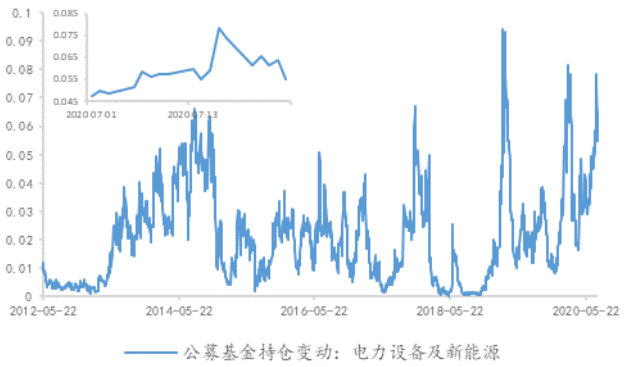
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 28：公募基金持仓变动：计算机



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 29：公募基金持仓变动：电力设备及新能源

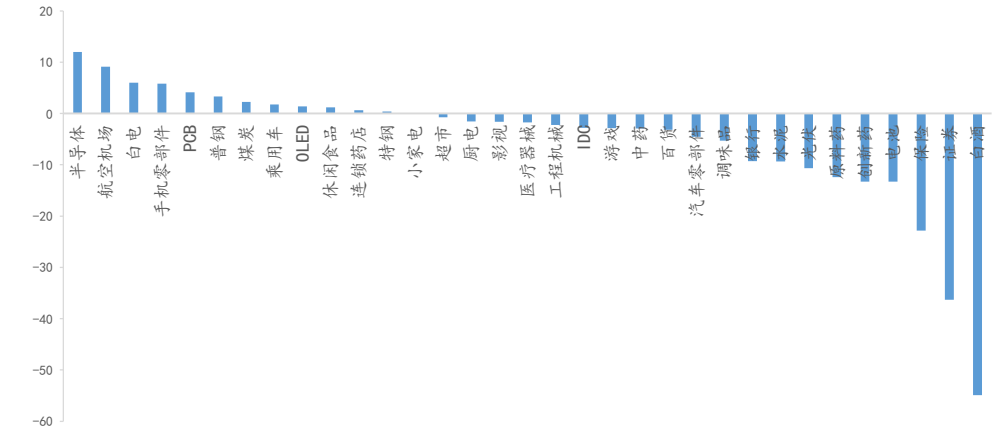


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：整体大幅流出，逆势小幅加仓半导体板块

本周北向资金主要净流入半导体板块，结束了自 7 月 13 日以来的大幅流出趋势。小幅流入航空、机场、白电、手机零部件，大幅流出白酒、证券、保险、动力电池、医药、光伏。整体上以净流出为主，值得注意的是北向资金减持的主要是前期涨幅较大的热点板块，且也减持了前期持续逆市流入的保险板块，体现了国际政治摩擦下的避险需求。

图 30：7 月 26 日当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 31：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 32：北向资金累计净流入:白酒



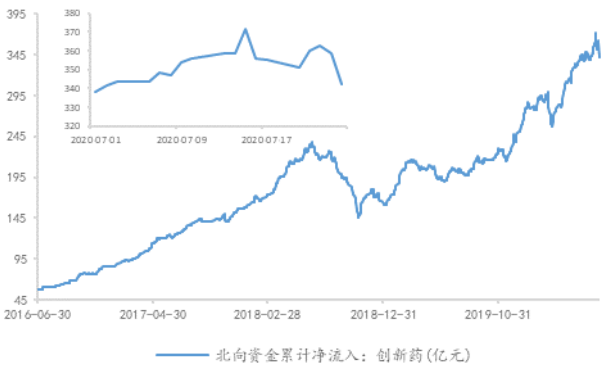
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：北向资金累计净流入:证券



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 34：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 35：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 36：北向资金累计净流入:动力电池



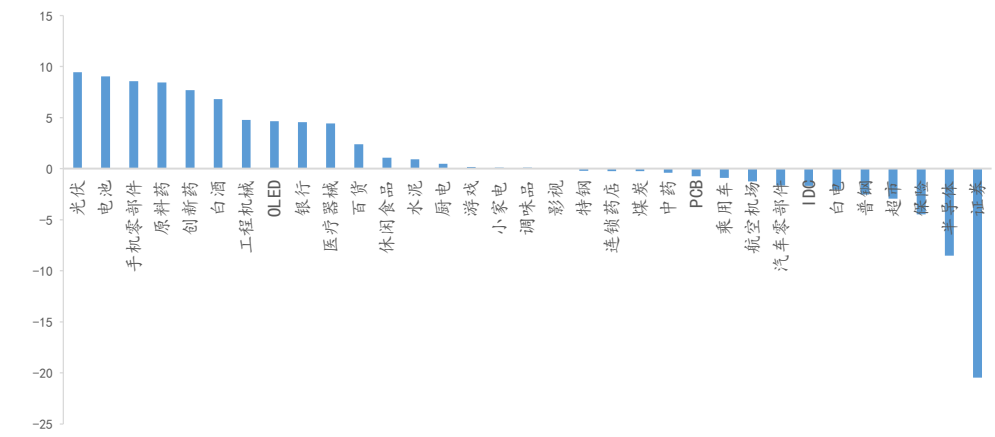
资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：明显流出大金融板块

本周杠杆资金流入状况明显减弱，值得注意的是，杠杆资金开始大幅净流出前期主攻的证券、保险板块，偏防御型的银行仍然得到小幅净流入。另外，杠杆资金还小幅净流入光伏、电池、手机零部件、医药、白酒，配置上仍然偏向前期热点板块，说明情绪并未受

市场下跌而大幅走坏。

图 37：7 月 26 日当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 38：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 39：杠杆资金累计净流入:白酒



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 40：杠杆资金累计净流入:证券



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 41：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 42：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 43：杠杆资金累计净流入:动力电池



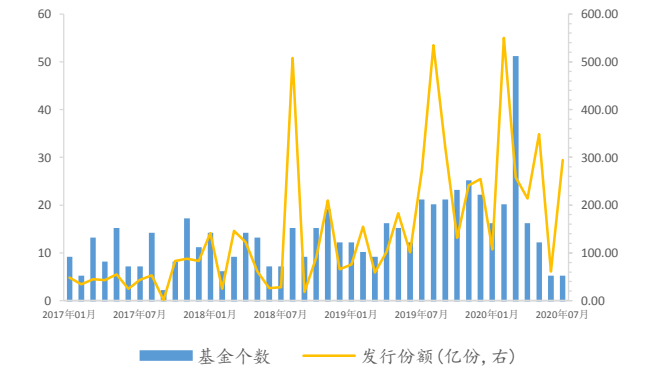
资料来源：WIND，民生证券研究院

四、新发基金和产业资本：新发 5 只涉及科创主题基金

（一）新发基金：新发权益类基金 11 只，5 只明确涉及科创板或创业板

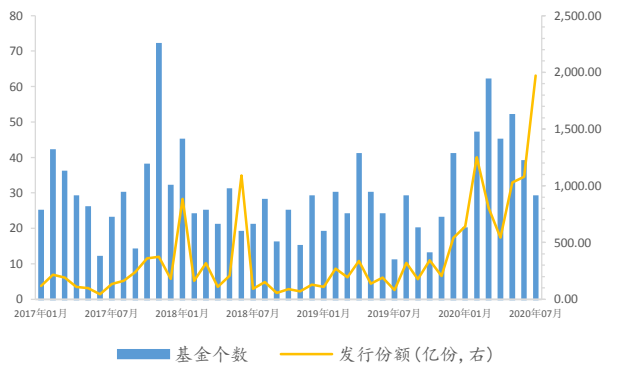
截止 7 月 26 日，以认购起始日统计，7 月新发股票型基金为 5 只，新发混合型基金为 29 只，从新发基金份额来看，股票型基金新发份额为 294.36 亿份，混合型基金新发 1970.6 亿份，好于股票型，且已经高于 6 月全月发行水平。本周新发行涉及权益资产的基金 11 只，其中有 1 只普通股票型基金，2 只平衡混合型基金，6 只偏股混合型基金，2 只被动指数型基金，值得注意的是从名称主题来看，有 2 只科创板基金、2 只创业板基金，1 只主题为科技创新主题的偏股混合型基金。

图 44：股票型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 45：混合型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

表4：7 月 26 日当周新发基金情况

基金简称	投资类型
万家科创板 2 年定开	偏股混合型基金
博时科创板三年定开	偏股混合型基金
中融创业板两年定开	偏股混合型基金
广发稳健优选六个月持有	平衡混合型基金
中银证券优选行业龙头	偏股混合型基金
银华创业板两年定开	偏股混合型基金
汇丰晋信中小盘低波动策略	普通股票型基金
中银科技创新一年定开	偏股混合型基金
天弘永裕平衡养老目标三年	平衡混合型基金
浦银安盛 MSCI 中国 A 股 ETF 联接	被动指数型基金
天弘中证 500ETF	被动指数型基金

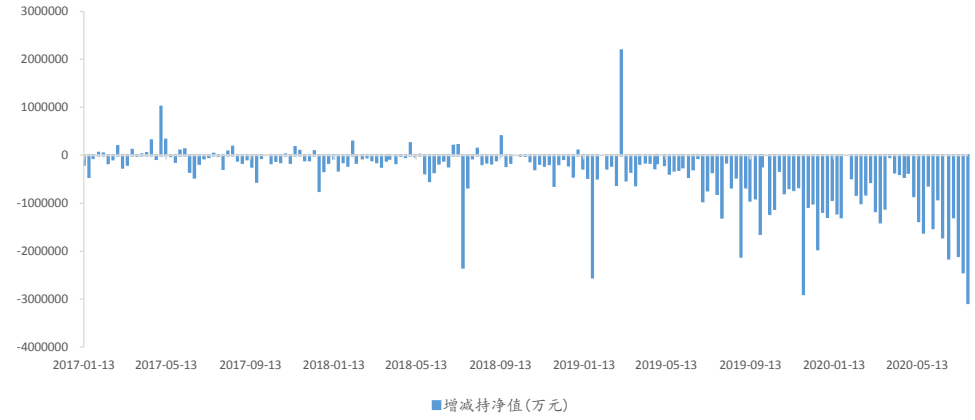
资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）产业资本：减持规模继续扩大

截至 7 月 26 日当周全 A 上市公司减持规模有所扩大，达 307.96 亿元，为 2019 年 11 月份以来新高，环比上周扩大 64.14 亿元，其中主要减持公司有贵州茅台、五粮液、中国中免、宁德时代、中国平安等，主要增持公司有格力电器、上海机场、苏宁易购、特变电

工、国电南瑞等。

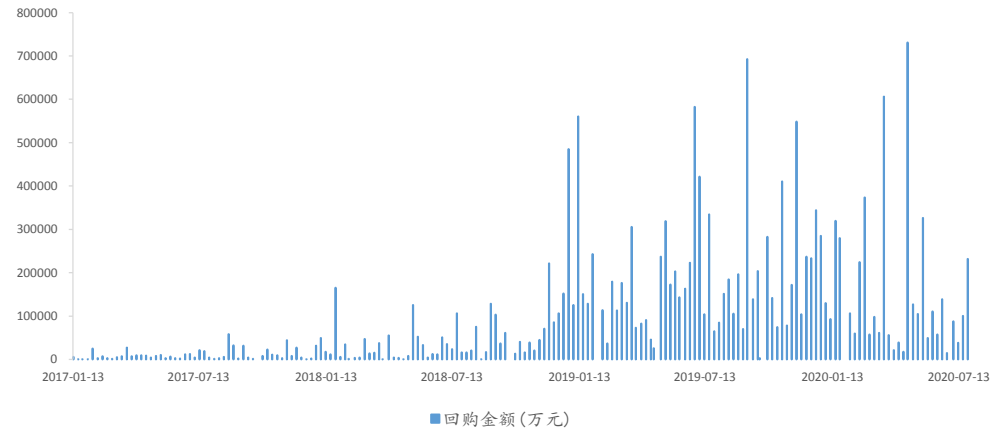
图 46：全 A 上市公司增减持情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截至 7 月 26 日当周全 A 上市公司回购金额有所扩大，达 23.21 亿元，环比增加 13.2 亿元。

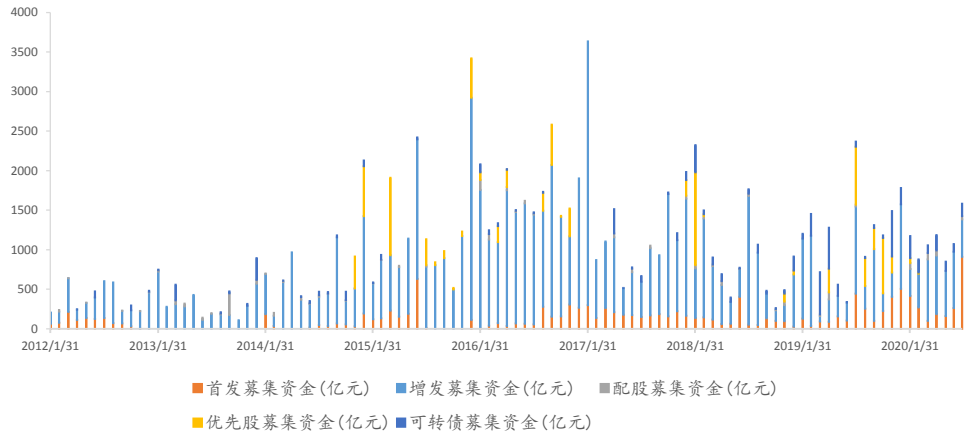
图 47：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止 7 月 26 日，全 A 一级市场融资达 1601.87 亿元。其中 IPO 融资达 911.25 亿元，较上周大幅增加，增发募资达 473.73 亿元，可转债和可交换债募资达 178.85 亿元。

图 48：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：商品房成交面积同比仍然处于上升趋势 3
图 2：成本端利率本周继续震荡上行 4
图 3：企业信用债融资同比增速情况 5
图 4：政府债融资同比增速情况 5
图 5：融资买入额占总成交额比例本周小幅回升 7
图 6：融资买入额占总成交额比例：电子 7
图 7：融资买入额占总成交额比例：食品饮料 7
图 8：融资买入额占总成交额比例：非银行金融 8
图 9：融资买入额占总成交额比例：通信 8
图 10：融资买入额占总成交额比例：计算机 8
图 11：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源 8
图 12：融资买入额占总成交额比例：医药 8
图 13：融资买入额占总成交额比例：消费者服务 8
图 14：换手率：电子 9
图 15：换手率：食品饮料 9
图 16：换手率：非银行金融 9
图 17：换手率：通信 9
图 18：换手率：计算机 9
图 19：换手率：电力设备及新能能源 9
图 20：换手率：医药 10
图 21：换手率：消费者服务 10
图 22：机构资金整体在 7 月 13 日以后明显缩小 11
图 23：7 月 26 日当周公募基金主要行业持仓变动 12
图 24：公募基金持仓变动：电子 12
图 25：公募基金持仓变动：食品饮料 12
图 26：公募基金持仓变动：医药 12
图 27：公募基金持仓变动：非银行金融 12
图 28：公募基金持仓变动：计算机 13
图 29：公募基金持仓变动：电力设备及新能源 13
图 30：7 月 26 日当周北向资金主要净流入(出)板块 13
图 31：北向资金累计净流入:半导体 14
图 32：北向资金累计净流入:白酒 14
图 33：北向资金累计净流入:证券 14
图 34：北向资金累计净流入:创新药 14
图 35：北向资金累计净流入:手机零部件 14
图 36：北向资金累计净流入:动力电池 14
图 37：7 月 26 日当周杠杆资金主要净流入(出)板块 15
图 38：杠杆资金累计净流入:半导体 15
图 39：杠杆资金累计净流入:白酒 15
图 40：杠杆资金累计净流入:证券 15
图 41：杠杆资金累计净流入:创新药 15
图 42：杠杆资金累计净流入:手机零部件 16
图 43：杠杆资金累计净流入:动力电池 16
图 44：股票型基金新发情况 17
图 45：混合型基金新发情况 17
图 46：全 A 上市公司增减持情况 18
图 47：全 A 上市公司回购情况 18
图 48：全 A 一级市场融资情况 19

表格目录

表 1： 重点行业信用利差变动情况 4
表 2： 近一周最新房地产政策汇总 6
表 3： 近期经济相关政策汇总 6
表 4： 7 月 26 日当周新发基金情况 17

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。