



混乱中的秩序

2025 年 01 月 12 日

➤ **市场在弱现实下出现回调，但结构性过热仍在。**本周市场延续了缩量中下行的趋势，符合我们 2024 年 12 月以来的预期。结构上内需消费+实物消耗相关板块下跌较为明显。从股价的位置上看，低于 20240924 的个股占比较高的行业主要是煤炭、电力、房地产和石油石化等，市场对于现实需求都较为悲观，而不再出现 2024 年上半年分化定价的特征。一方面：**类债风险溢价股息率-10Y 到期收益率处在历史新高，（分红+回购-股权融资）/总市值同样创下历史新高。**股票市场对于 A 股内部现实的股东回报部分明显定价悲观。另一方面，从成交额占比的角度来看，TMT 板块成交占比处在 3 年来高位。**过去三年看，我们定义的实物资产与 TMT 在成交额占比上总是存在此消彼长的关系，当下正处在 TMT 板块热度相对高位、实物资产相对低位的状态，稍微出现基本面的变化可能会带来至少阶段性的反转。**

➤ **新时期的 A 股盈利寻底思路：价稳量升信号是关键。**在基本面的悲观预期定价之外，其实实体经济已经出现了一些值得关注的积极信号：中国高频经济活动数据 12 月中下旬走强，且是 2020 年以来的同期最高值；挖掘机的开工小时同比增速超越季节性高增。虽然经济当下的状态仍在去库，生产活动较弱，这也是造成用电量/PPI 背离、挖掘机开工小时和钢材产量背离的原因（2022 年 6 月疫情刚放开之后也出现过），但我们看到货运量却和挖掘机开工小时能够匹配，这可能预示着以“两重”为代表的实物工作量的恢复。而未来我们需要重点观测的是从实物工作量的恢复传导到生产活动的恢复再到量的恢复，这样就会带来从“**价稳量跌**”到“**价稳量升**”：（1）实物工作量层面我们可以重点监测两重项目落地情况和政府发债的节奏；（2）中观产业层面我们看到钢材的库销比已经处于历史低位，那么未来钢材的产量恢复就意味着补库的行为开启；水泥磨机运转率、发运率也处于历史低位，未来出现回升可能意味着需求好转；（3）最终在总量层面我们可能就会看到用电量增速的回升。**未来在产能出清较为缓慢的背景下，量的观测比价格信号更重要。**

➤ **如何看待近期商品的反弹？**在本轮上涨之前，油金比和铜金比已经处于历史低位，大宗商品/标普 500 的比值再度回到历史低位，大宗商品前期计入了大量的需求悲观预期。在这个背景下，近期供需方面都出现了有利于大宗商品的因素：（1）原油方面，由于西方对俄罗斯的制裁预期和对俄罗斯影子舰队的打击使得对供给造成冲击；而随着欧美遭遇寒潮，对燃料的需求大幅攀升。（2）铜铝方面，国内库存去化较快，同时由于关税的不确定性，美国制造业企业可能产生了明显的预防性补库需求，COMEX 合约与 LME 合约的铜价差跃升至历史高位。本周五非农数据公布之后美元大幅走强，尽管市场担忧强美元、高利率对于大宗商品价格形成压制，**但如果从 2024 年 Q1 的经验来看，美元与大宗商品曾同时走强，指示美国需求可能对商品价格形成支撑也是重要因素。**美中不足的是，目前美国制造业已经好于 2024 年 Q1，中欧还弱于当时，未来有需求侧的更强支撑将更对股票的估值有利。而在地缘冲击和关税不确定性的宏观环境下，商品所隐含的实物资产的“安全属性”实际上超过了供需层面的影响，这也决定了商品的底部。

➤ **做好当下市场的“防守反击”。**市场热度回落过程中，一方面要看到 9 月 24 日以来市场过高预期收敛的必要，一方面也要看到 A 股处在股东分红+回购回报最高且定价不足的状态，这是市场长期稳定的支撑。当下科技成长成为了最后的堡垒，成交额占比位于 3 年来高位。但往后展望看，本身主题驱动边际上有所放缓，自身热度有回落的必要性。资源股短期有地缘政治冲击的催化，中期视角看可以等待需求的逐步恢复，**TMT 与实物资产成交额占比差处于 3 年来高位，有回归的可能性。广义实物资产当下将进入相对收益时期，后面逐步过渡到绝对收益时期。**中国经济地产去金融化已经基本完成，制造业活动主导下，资源品将逐步从过去的防御逻辑未来走向顺周期逻辑。基于上述分析我们推荐：第一，**资源类资产（石油石化、铝、油运、铜、金、煤炭）的安全属性是当下要点，需求变化决定了未来的弹性；**第二，从库存周期与行业格局角度，推荐制造业头部企业：**机械设备（工程机械、仪器仪表、激光设备等），基础化工，普钢等行业的龙头；**第三，**低估值国企（银行、铁路、港口）仍将是市场的稳定剂；**第四，**服务消费的机会（航空、OTA 平台、快递）。**

➤ **风险提示：**全球制造业活动不及预期；国内经济出现量价齐跌。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 方智勇

执业证书：S0100522040003

邮箱：fangzhizhong@mszq.com

相关研究

- 1.市场温度计系列之十五：市场情绪继续走弱-2025/01/11
- 2.资金跟踪系列之一百五十一：ETF 整体被继续净申购且范围扩大，两融延续净流出-2025/01/06
- 3.A 股策略周报 20250105：天梯不可只往上爬-2025/01/05
- 4.市场温度计系列之十四：市场情绪再度明显转弱-2025/01/04
- 5.策略专题研究：民生研究：2025 年 1 月金股推荐-2024/12/31

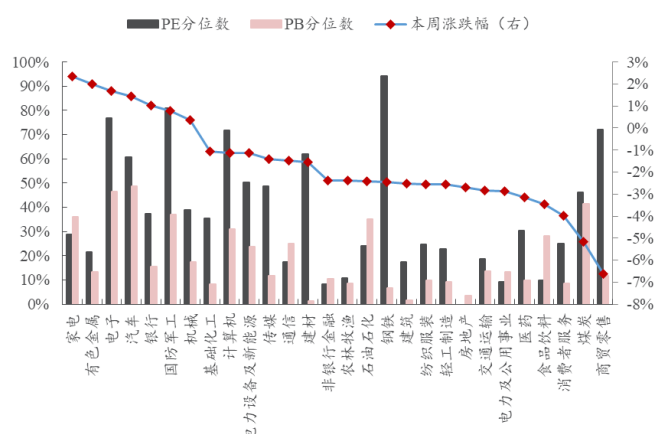
目录

1 当下市场的状态：预期向弱现实收敛	3
2 等待盈利底的到来：下一步重点观测从“价稳量跌”到“价稳量升”	5
3 如何看待近期大宗商品的反弹？	7
4 应对市场的动荡	10
5 风险提示	11
插图目录	12

1 当下市场的状态：预期向弱现实收敛

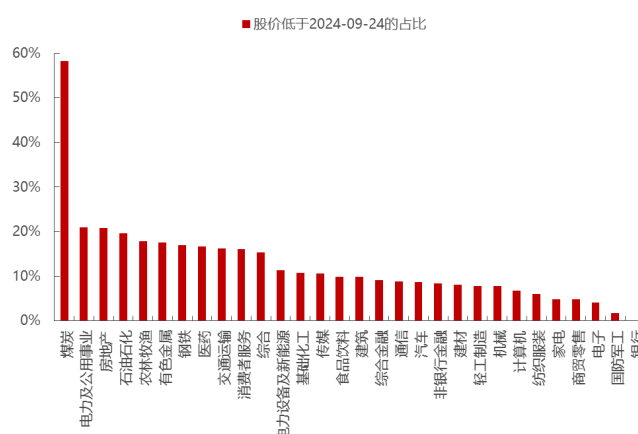
本周（2025-01-06至2025-01-10，全文同）市场延续了此前缩量下行的趋势，从行业表现来看主要是内需消费+红利类实物资产（以煤炭、石油石化、电力及公用事业以及交通运输为代表）下跌较多，而股价回到2024年9月24日行情启动前的位置的个股占比也多集中于红利类实物资产，这意味着的是市场对于基本面的预期开始向弱现实收敛，完成了股票层面的悲观定价。

图1：本周内需消费+红利类实物资产下跌较多



资料来源：wind，民生证券研究院

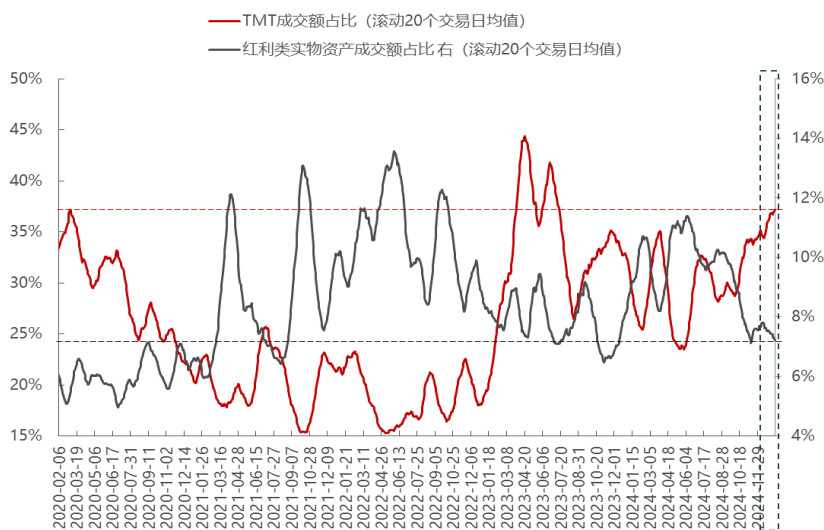
图2：股价低于20240924个股集中在红利类实物资产



资料来源：wind，民生证券研究院

相比之下，在缩量趋势下，以TMT为代表的科技成长风格对于红利风格形成了明显的“吸血”效应：成交额占比进一步提升，仅次于2023年Q2，交易已经相对拥挤。而2020年以来其实TMT和红利类实物资产的成交额占比就呈现出明显的此消彼长的特征。当下，市场TMT板块处在阶段性过热状态下，成交在低位的资源、红利资产当下正迎来了有利的催化。

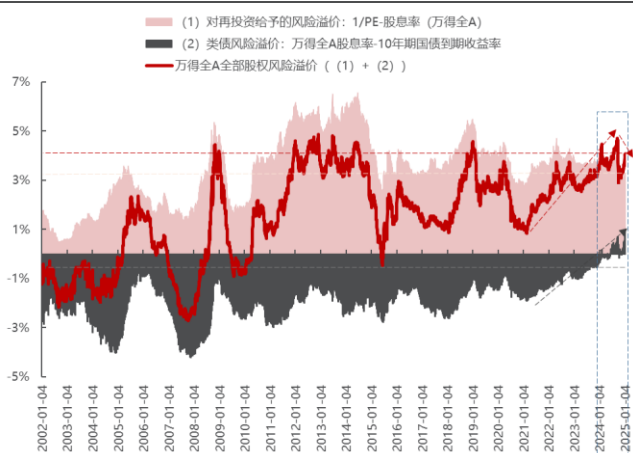
图3：12月中下旬以来，TMT对红利类实物资产形成了明显的“吸血”效应



资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里的红利类实物资产包括煤炭、石油石化、电力及公用事业、交通运输和建筑。

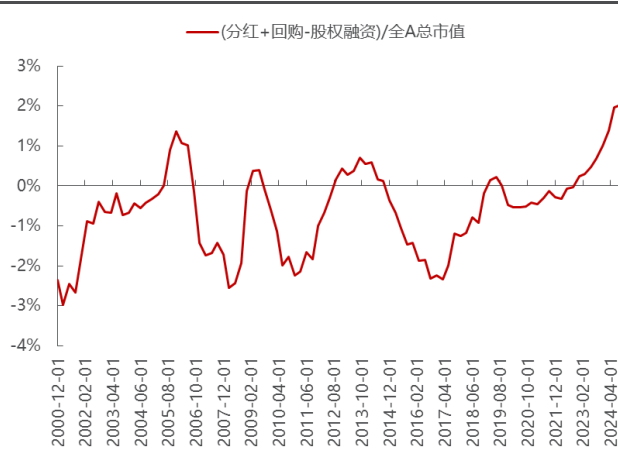
从对市场的风险溢价结构拆分也可以印证上述分化：我们将风险溢价 $1/PE-rf$ 拆分为两部分：表征未来再投资的风险补偿 $1/PE$ -股息率以及表征股债之间性价比的类债风险溢价股息率-10Y 到期收益率，我们发现当前定价成长性的再投资风险溢价并不极端，但是以股息率衡量的股债比的位置却仍在创历史新高。过去一段时间支持科技成长的股权融资其实并未有明显起色，反而是分红与回购给 A 股投资者带来了前所未有的丰厚回报：过去 2 年分红+回购-股权融资/全 A 总市值的比例一直在抬升，已经创下历史新高。一定程度上，市场投资者对于上市公司创造持续股东回报的定价较为悲观。

图4：从风险溢价的拆分上看，再投资风险溢价并不极端，而类债风险溢价持续创下历史新高



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：过去 2 年 A 股通过分红和回购向投资者创造的回 报占市值的比已经创下历史新高



资料来源：wind，民生证券研究院

未来来看，在近期 CES 2025（国际消费类电子产品展览会）闭幕之后，对于科技成长板块的事件催化可能会逐步减弱，下一个关键节点是 2 月份的各大海外科技巨头的财报披露。未来一个阶段股票定价基本面层面的驱动将会重新回归。

图6：海外科技巨头的财报披露集中在 2 月初

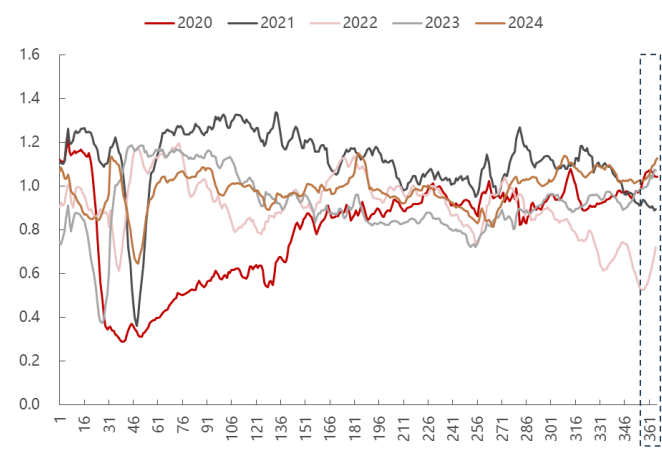
日期	事件
2025/1/13	2025数据中心能源十大趋势发布会将于1月13日举行（华为举办）
2025/1/16	台积电说明会2025年1月16日登场，聚焦景气预期，同时台积电2024年第四季度财报将于1月16日披露
2025/1/18	2025博鳌全球数字消费大会将于1月18日至20日举办
2025/1/22	三星计划在2025年1月的Galaxy Unpacked活动中展示其全新的AR眼镜原型。这款AR眼镜系与谷歌、高通等公司合作研发，重量仅50克，并搭载AI技术，支持支付、手势识别和面部识别等功能
2025年1月内	OpenAI计划推出代号为“Operator”的AI Agent产品，预计将在2025年1月发布该产品
2025/2/3	当地时间2025年2月3日盘后，Meta将公布2024年第四季度及全年业绩
2024/2/4	谷歌、微软将于2025年2月4日披露业绩，预计披露日期为美国当地时间，实际披露日期以公司公告为准
2024/2/6	亚马逊、苹果将于2025年2月6日披露业绩，预计披露日期为美国当地时间，实际披露日期以公司公告为准
2024/2/19	英伟达将于2月19日公布业绩，重点关注一季度指引

资料来源：A 股投资日历，民生证券研究院

2 等待盈利底的到来：下一步重点观测从“价稳量跌”到“价稳量升”

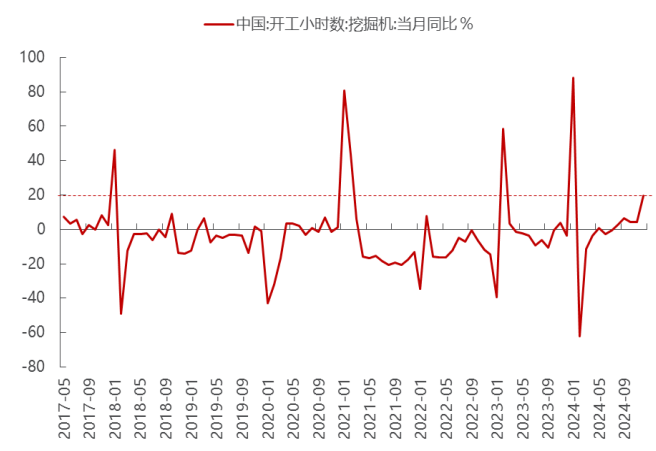
在股票对需求的悲观预期定价以外，实际上实体经济已经出现了一些积极的信号：我们看到 12 月中下旬以来中国高频经济活动指数有所反弹，并且达到了 2020 年以来同期的最高；从挖掘机的开工小时数同比增速来看，2024 年 12 月也明显超越了季节性，达到历史的相对高位。

图7：中国高频经济活动指数显示，2024 年 12 月中下旬经济活动有所恢复，且达到 2020 年以来同期最高



资料来源：wind，民生证券研究院。注：横轴为一年中的第 N 天。

图8：从挖掘机的开工小时数来看，2024 年 12 月也明显超越了季节性，达到历史相对高位



资料来源：wind，民生证券研究院

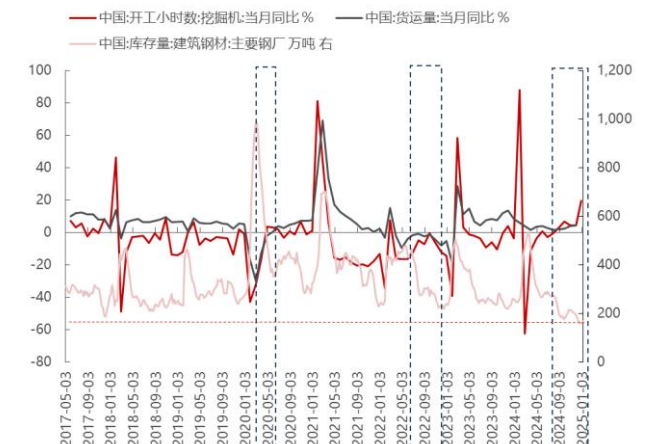
虽然当前经济仍处于去库的状态：用电量与 PPI 仍处于背离的趋势，“价稳量跌”之下生产活动较弱，库存去化+价格企稳让中下游得到了一定的利润恢复，但我们看到货运量和挖机利用小时数在同步回升，这可能预示着以“两重”项目为代表的实物工作量的恢复。未来我们需要重点观测的是从实物工作量的恢复传导到生产活动的恢复，再到量的恢复，这样就会带来从“价稳量跌”到“价稳量升”。

图9：2024 年 2 月以来用电量同比增速见顶回落，但 PPI 反而企稳



资料来源：wind，民生证券研究院

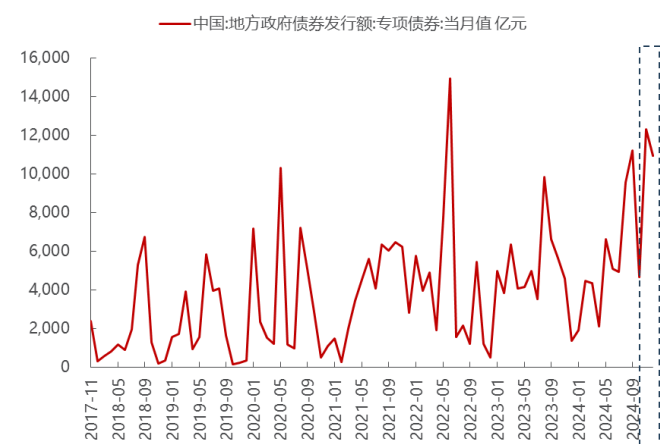
图10：货运量增速较为平稳，而建筑钢材的库存持续下降至 2017 年 5 月以来最低水平



资料来源：wind，民生证券研究院

观测点一：实物工作量的前置指标是政府专项债的发行节奏以及各地“两重”项目落地的情况。2024年10月以来地方政府专项债发行明显加速，同时在2024年年末和2025年年初不少“两重”项目加速开工，后续预计会有更多的项目相继落地，需要重点跟踪观测。

图11：2024年10月以来地方政府专项债发行加速



资料来源：wind，民生证券研究院

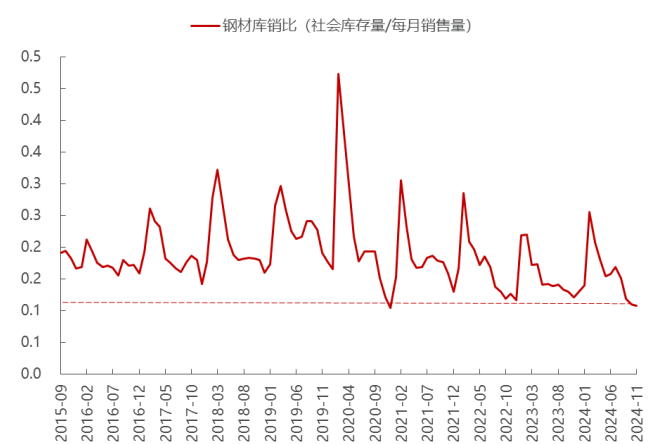
图12：岁末年初不少“两重”项目加速开工

日期	事件/表述	内容
2024/12/31	沪渝蓉沿江高铁宜昌至涪陵段开工建设	项目建成后，将形成连接川渝地区与华中地区的时速350公里高速铁路新通道，对于完善长江经济带综合立体交通走廊意义重大
2025/1/1	浙江省金华市金义新区超500亿项目元旦集中开工	本次集中开工的40个项目总投资548.93亿元，包含先进制造业领域、科技创新强基、城镇有机更新、交通强省、水网安澜提升、文化旅游融合、民生设施等7个领域
2025/1/2	重庆市宣布2025年一季度重大项目开工、投产	此次开工投产的304个项目总投资达到3860亿元，其中50亿元以上项目11个、10亿元以上项目58个
2025/1/3	广西左江治旱黑河水现代化灌区工程开工	该工程是“两重”建设标志性重大水利工程之一，建成后，可进一步优化调配郁江上游区域水资源，有效改善广西崇左市的农业灌溉和城镇供水条件
2025/1/3	国务院新闻办公室3日举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会	截至目前，2024年7000亿元超长期特别国债支持的“两重”项目已基本全部开工、完成投资超过1.2万亿元，2025年约1000亿元项目清单也已提前下达

资料来源：wind，民生证券研究院

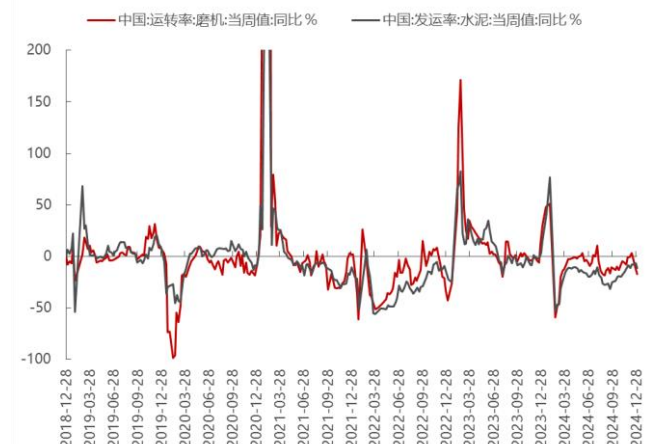
观测点二：中观产业维度需要观测关键原材料的补库情况、生产情况。比如钢材的库销比已经处于历史低位，那么未来钢材的产量恢复就意味着补库的行为开启；水泥磨机运转率、发运率仍处于同比负增区间，未来出现回升可能意味着需求好转。

图13：钢材的库销比其实已经处于历史低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：水泥磨机运转率、发运率仍处于同比负增区间



资料来源：wind，民生证券研究院

观测点三：当实物工作量恢复传导至原材料的补库行为，那么最终就会体现为用电量增速的回升。

在产能出清较为缓慢的阶段，未来在需求侧对于量的观测可能比价格信号更为重要，企业的盈利底部可能就取决于量的底部。

3 如何看待近期大宗商品的反弹？

本周全球主要权益市场（除了欧洲以外）都出现了明显的下跌，而大宗商品反而在美元强势的背景下出现了明显的反弹，其中油、白银和部分农产品反弹最多，其次是铝，然后是黄金和铜。

图15：本周在美元走强、权益走弱的背景下，大宗商品出现明显反弹

大类资产类别	细分	具体资产	代码	本周涨跌幅
	A股	沪深300	000300.SH	-1.13%
		创业板指	399006.SZ	-2.02%
	美股	标普500	SPX.GI	-1.94%
		纳斯达克指数	IXIC.GI	-2.34%
	欧股	欧洲STOXX50价格指数(欧元)	SX5P	1.48%
	日股	日经225	N225.GI	-1.77%
债券	中国	中债10年期国债	CBA04501.CS	-0.14%
	美国	10年期美国国债期货	CISTYCNY.WI	-0.47%
商品	原油	布伦特原油	B.IPE	4.29%
		WTI原油	CL.NYM	3.53%
	煤炭	鹿特丹煤炭	ATW.IPE	-10.95%
	天然气	NYMEX天然气	NG.NYM	18.69%
	铝	LME铝	AH.LME	3.01%
	铜	LME铜	CA.LME	2.22%
	铁矿石	DCE铁矿石	I.DCE	-1.95%
	黄金	COMEX黄金	GC.CMX	2.36%
	白银	COMEX白银	SI.CMX	4.11%
	玉米	CBOT玉米	C.CBT	4.49%
	大豆	CBOT大豆	S.CBT	3.50%
	小麦	CBOT小麦	W.CBT	0.09%
汇率	人民币	美元兑人民币	USDCNY.FX	0.16%
	美元	美元指数	USDXY.FX	0.68%

资料来源：wind，民生证券研究院

反弹原因一：在本轮商品反弹之前，无论从铜金比还是油金比来看，对于商品的需求侧的预期都较为悲观；同样，从大宗商品与标普 500 的比值看，商品再次回到十分低估的状态。

图16：无论是铜金比还是油金比，都处于 2003 年以来的历史低位



资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里的黄金指 COMEX 黄金，经过重量调整之后；铜指 LME 铜；油指布伦特原油。

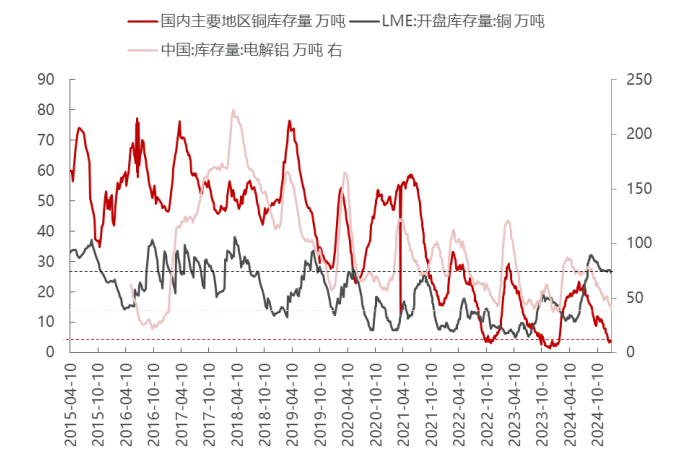
图17：过去一段时间大宗商品/标普 500 的比值持续回落，再次回到十分低估的状态



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

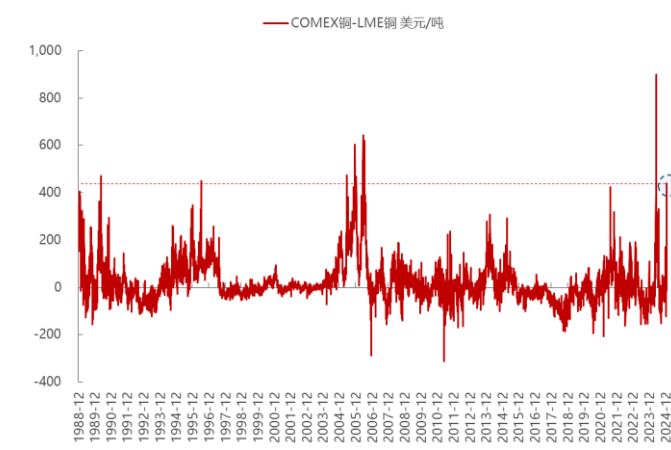
反弹原因二：近期供需都出现了有利的催化。原油方面由于西方对俄罗斯的制裁预期和对俄罗斯影子舰队的打击使得对供给造成冲击，而随着欧美遭遇寒潮，对燃料的需求大幅攀升，天然气价格也出现了暴涨；铜铝方面，国内库存去化较快，同时由于关税的不确定性，美国制造业企业可能产生了明显的预防性补库需求，这一点从 COMEX 合约与 LME 合约的铜价差跃升至历史高位可以得到印证。

图18：国内铜铝库存去化较快，而海外 LME 铜库存去化较慢仍维持高位



资料来源：wind，民生证券研究院。注：国内主要地区包括上海、广东、江苏、重庆、天津。

图19：近期 COMEX 合约与 LME 合约的铜价差跃升至历史高位

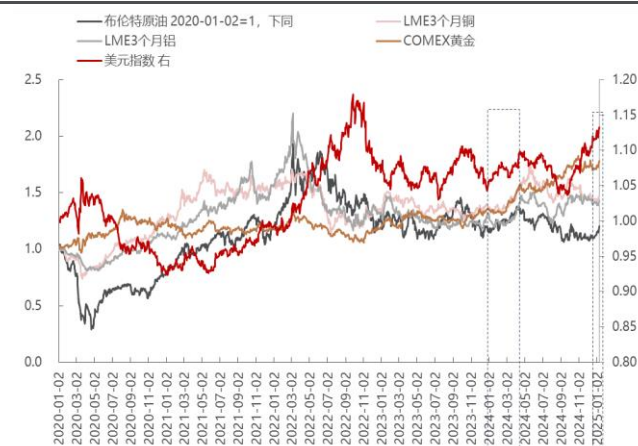


资料来源：wind，民生证券研究院

本周五非农数据公布之后美元大幅走强，较高的利率对于制造业投资和大宗商品价格而言可能会是一个压制因素，但如果从 2024 年 Q1 的经验来看，美元与大宗商品同时走强，背后反映的是美国经济活动的偏强一定程度对需求形成了支撑。

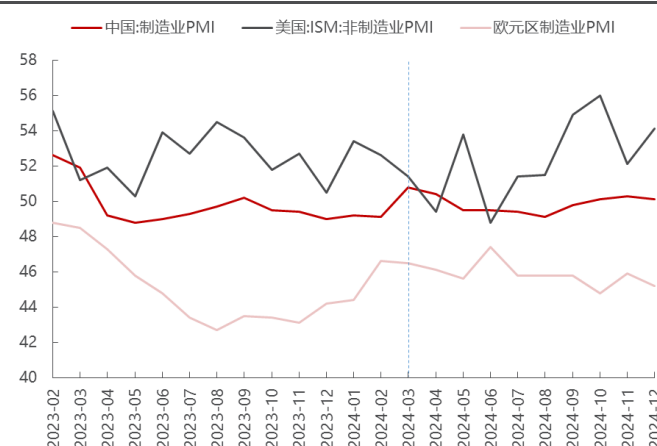
未来来看，在地缘冲击和关税不确定性的宏观环境下，商品所隐含的实物资产的“安全属性”实际上超过了供需层面的影响，大宗商品相对于金融资产来看价值在历史低位，这也决定了商品的底部。只不过未来更大的弹性和持续性可能取决于全球制造业活动的共振恢复以及长期看中国出海驱动新兴工业化国家的城镇化进程。目前美国制造业已经好于 2024 年 Q1，中欧还弱于当时，国内制造业生产活动能否重新走强也是重要观测。

图20：与 2024 年 Q1 类似,美元和大宗商品同时走强,大宗商品涨幅更多



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：从制造业 PMI 来看仅有美国好于 2024 年 Q1, 中欧都弱于当时



资料来源：wind，民生证券研究院

4 应对市场的动荡

市场对于实物基本面的悲观定价已经回到了 2024 年 9 月 24 日大反转之前，而在缩量趋势下科技成长板块的交易十分拥挤，对实物资产领域也造成了明显的虹吸效应。展望未来，科技成长板块的事件驱动可能会随着产业热点密度的下降而放缓，而基本面的验证期逐步临近；对于广义实物资产的股票而言，与悲观预期定价相反的是实体经济活动已经出现了一些积极改善的信号，在此时不应再继续悲观。而对于资源品而言，在地缘和关税等不确定性事件下，安全属性可能将再次成为定价的核心驱动，相对于科技成长的表现值得期待，自身绝对收益的幅度取决于未来全球实物需求恢复的程度。市场动荡调整下，推荐防守反击组合：

第一，**资源类资产（石油石化、铝、油运、铜、金、煤炭）**的安全属性是当下要点，在供应冲击下，观测需求变化同等重要；

第二，从库存周期和阶段性利润分配关系改善角度，推荐制造业头部企业：**机械设备（工程机械，仪器仪表、激光设备等），基础化工，普钢**等行业的龙头；

第三，低估值国企（**银行、铁路、港口**）的重估过程仍将继续，也是市场稳定剂；

第四，服务消费的机会（**航空、OTA 平台、快递**）。

5 风险提示

1) 全球制造业活动不及预期。如果未来全球制造业活动进一步走弱，将会对实物消耗形成拖累，那么实物资产相关的股票表现可能会较差。

2) 国内经济出现量价齐跌。文中对于未来国内经济的假设是价稳量升，如果因为实际需求太差而导致量价齐跌，那么对于实物资产而言也不利。

插图目录

图 1: 本周内需消费+红利类实物资产下跌较多	3
图 2: 股价低于 20240924 个股集中在红利类实物资产	3
图 3: 12 月中下旬以来, TMT 对红利类实物资产形成了明显的“吸血”效应	3
图 4: 从风险溢价的拆分上看, 再投资风险溢价并不极端, 而类债风险溢价持续创下历史新高	4
图 5: 过去 2 年 A 股通过分红和回购向投资者创造的回报占市值的比已经创下历史新高	4
图 6: 海外科技巨头的财报披露集中在 2 月初	4
图 7: 中国高频经济活动指数显示, 2024 年 12 月中下旬经济活动有所恢复, 且达到 2020 年以来同期最高	5
图 8: 从挖掘机的开工小时数来看, 2024 年 12 月也明显超越了季节性, 达到历史相对高位	5
图 9: 2024 年 2 月以来用电量同比增速见顶回落, 但 PPI 反而企稳	5
图 10: 货运量增速较为平稳, 而建筑钢材的库存持续下降至 2017 年 5 月以来最低水平	5
图 11: 2024 年 10 月以来地方政府专项债发行加速	6
图 12: 岁末年初不少“两重”项目加速开工	6
图 13: 钢材的库销比其实已经处于历史低位	6
图 14: 水泥磨机运转率、发运率仍处于同比负增区间	6
图 15: 本周在美元走强、权益走弱的背景下, 大宗商品出现明显反弹	7
图 16: 无论是铜金比还是油金比, 都处于 2003 年以来的历史低位	7
图 17: 过去一段时间大宗商品/标普 500 的比值持续回落, 再次回到十分低估的状态	7
图 18: 国内铜铝库存去化较快, 而海外 LME 铜库存去化较慢仍维持高位	8
图 19: 近期 COMEX 合约与 LME 合约的铜价差跃升至历史高位	8
图 20: 与 2024 年 Q1 类似, 美元和大宗商品同时走强, 大宗商品涨幅更多	9
图 21: 从制造业 PMI 来看仅有美国好于 2024 年 Q1, 中欧都弱于当时	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048