

分析师:

王德伦 S0190516030001

李美岑 S0190518080002

周琳 S0190514070008

王亦奕 S0190518020004

张兆 S0190518070001

吴峰 S0190510120002

研究助理:

张勋 孟一坤

联系方式

021-38565610

wangdl@xyzq.com.cn

相关报告

20190210《“旺春行情”有望超市场预期》

20190101《布局旺春行情》

20181021《坚定反弹，推荐大创新小巨人》

20181014《关注外部环境变化对投资者情绪负面影响》

20181007《反击继续，过程曲折》

20180924《反击下半场如约而来》

20180916《静待“科技基建”反击》

20180909《用“科技基建”做反击》

20180902《布局反击下半场》

20180826《三缺一，静待盈利底部》

20180819《外部风险反复扰动》

20180812《“反击”下半场一波三折》

20180805《耐心等待”反击“下半场》

20180729《“反击”继续前行》

20180722《大创新“反击”已至》

20180715《大创新“反击”继续》

20180708《布局“大创新”中有业绩改善的方向》

20180624《防御为先，静待转机》

20180618《学会“摆大巴”》

20180603《风险释放期》

20180527《关注信用风险对市场的扰动》

20180520《风险偏好修复助力反弹升温》

20180506《珍惜反弹窗口，聚焦大创新》

## 挑战震荡上沿

——A股市场策略月报

2019年03月31日

## 投资要点

一季度市场顺利收官，“旺春行情”完美演绎，上证综指实现26%涨幅，以大券商、大创新（计算机/电子/军工/通信）为代表的“四大金刚”领跑行业涨幅榜。回顾一季度，我们在1月1日《布局旺春行情》，强调流动性宽松+政策暖风、国内数据空窗+海外市场回暖，市场将在一季度迎来估值修复的“旺春行情”。1月6日《“旺春行情”旺起来》，农历新年开篇之作，2月10日《旺春行情有望超市场预期》、2月17日《旺春行情继续旺》，3月3日《旺春行情旺主题》、3月24日《关注主题“四大天王”》等报告持续、坚定、准确的把握一季度行情判断。

展望四月、二季度，市场从“旺春行情”干拔估值，进入“精耕细作”回归盈利。盈利预期变化能否匹配现阶段估值，甚至让估值再进一步，是二季度行情“上”还是“下”，还是“上上下下”的关键因素。二季度行情演绎的两种可能性：

自2018年10月开始，政策暖风频吹，股权质押纾困、企业流动性改善、地方政府专项债提前发行、降税减费（增值税减免、社保费率下降）、汽车/家电下乡与延长“五一”等稳消费措施。即我们在年度策略《重构创新大时代》所提出的“中国重构”四重奏。

整体需求难以较快全面复苏，经济整体大方向边际向下。但由于大部分企业进入被动去库存尾声，如：汽车行业等。需求弱复苏能带动企业生产好转，3月份制造业PMI重回荣枯线以上是明证。

收入端，经济弱复苏，企业收入止跌；成本端，增值税减免、社保费率下降等降税减费措施，企业成本，特别是制造业成本迎来改善。收入稳+成本降，盈利预期改善修复，当然这种改善还需数据继续验证。整体而言，如果持续改善，市场有望挑战震荡上沿，此乃可能性之1。

如果经济数据、企业一季报有“好”、有“坏”，政策效果尚未完全凸显，市场将“上上下下，区间震荡拉锯战”，此乃可能性之2。

未来两周将公布的一季度经济数据、3月金融数据、企业年报与一季报是判断可能性1和2的关键时间点。同时，无论可能性1还是2，市场都将从“炒新”、“炒烂”阶段，回归基本面。这是机构投资者，依托业绩、产业生命周期等挑选优质个股，与其一起成长、分享红利的好时机。

从行业配置可关注“五朵金花”：大创新、大券商、汽车、地产链条（建材/家装/厨电/家居）、景气链条（煤化工/炼化/MDI，铝/铜，猪）。

金花1：大创新。科创板主要支持以计算机、电子、通信、军工、创新药、新能源车为代表的细分领域。作为市场最先看好科技成长类机会，2017年年底提出《大创新时代》的分析师团队。选择与新兴经济的优质企业一起成长，分享红利。

金花2：大券商。作为本轮资本市场改革的载体，从“间接融资”转向“直接融资”的重要抓手，科创板与注册制试点的直接受益者。

金花3：汽车。汽车被动去库存渐进尾声，政策刺激、基本面边际改善、基金持仓底部区域，重点跟踪销售订单把握基本面拐点。详见20190109《策略角度，汽车、家电能追吗？》。

金花4：地产链条。一二线城市地产迎来拐点，趋势性回暖。可关注景气细分领域：大房企、建材（水泥）、建筑（家装）、家电（厨电）、轻工（定制家居）。

金花5：景气链条。PMI超预期，关注煤化工、MDI，铜、铝等周期景气、以及猪景气周期。

主题关注“四大天王”（长三角一体化/科创影子主题/国企改革重组/泛在电力物联网）。

风险提示：美国资本市场波动超预期、经济下滑幅度超预期

## 目 录

回顾：《核心资产：股票中的“京沪学区房”》《平衡木上的舞蹈》《金融监管成为下个阶段主要矛盾》《大创新时代》《正是春耕时》《静待反弹，拥抱大创新》《关注信用风险对市场的扰动》《坚定反弹，推荐大创新小巨人》《布局旺春行情》《“旺春行情”有望超市场预期》	- 4 -
展望：挑战震荡上沿	- 6 -
本周 A 股市场回顾	- 7 -
A 股资金面跟踪	- 8 -
A 股盈利和估值	- 11 -
海外市场跟踪	- 13 -
风险提示：美国资本市场波动超预期、经济下滑幅度超预期	- 14 -
图表 1：指数周涨跌幅	- 7 -
图表 2：指数最新 PE	- 7 -
图表 3：全部 A 股成交金额和换手率	- 7 -
图表 4：大盘和小盘风格特征	- 7 -
图表 5：行业涨跌幅	- 7 -
图表 6：股票融资金额	- 8 -
图表 7：限售股解禁市值	- 8 -
图表 8：融资融券净买入和余额对比	- 8 -
图表 9：股指期货主力合约期现基差 (bp)	- 8 -
图表 10：日均新增 A 股开户数	- 8 -
图表 11：日均 A 股交易账户占比	- 8 -
图表 12：M1 和 M2 同比 (%)	- 9 -
图表 13：新增人民币贷款	- 9 -
图表 14：3 月以下 shibor 走势 (%)	- 9 -
图表 15：3 个月及以上 shibor 走势 (%)	- 9 -
图表 16：公开市场操作净投放	- 9 -
图表 17：新增外汇占款	- 9 -
图表 18：热钱流入和上证综指	- 10 -
图表 19：自然人小户账户数 (A 股流通市值分布)	- 10 -
图表 20：自然人中户账户数 (A 股流通市值分布)	- 10 -
图表 21：自然人大户账户数 (A 股流通市值分布)	- 10 -
图表 22：美元兑人民币市场价	- 10 -
图表 23：人民币 1 年期 NDF	- 10 -
图表 24：CFETS 人民币汇率指数	- 11 -
图表 25：美元指数	- 11 -
图表 26：上证指数 PE 和 PB	- 11 -
图表 27：全部 A 股剔除银行 PE 和 PB	- 11 -
图表 28：中小企业板指 PE 和 PB	- 11 -
图表 29：创业板指 PE 和 PB	- 11 -
图表 30：全球主要市场最新 PE	- 12 -
图表 31：VIX 指数和标普 500 指数 (蓝线为左轴)	- 13 -
图表 32：美国 5 年通胀预期 (%) 和标普 500 指数 (蓝线为左轴)	- 13 -
图表 33：恒生 AH 溢价指数	- 13 -
图表 34：恒生指数和美元兑港币汇率	- 13 -
图表 35：波罗的海干散货指数(BDI)	- 13 -

---

图表 36: CRB 现货指数:综合 .....	- 13 -
图表 37: 主要经济体 10 年期国债收益率 (%) .....	- 14 -

回顾：《核心资产：股票中的“京沪学区房”》《平衡木上的舞蹈》《金融监管成为下个阶段主要矛盾》《大创新时代》《正是春耕时》《静待反弹，拥抱大创新》《关注信用风险对市场的扰动》《坚定反弹，推荐大创新小巨人》《布局旺春行情》《“旺春行情”有望超市场预期》

——20160503《核心资产：股票中的“京沪学区房”》：核心资产对于宏观经济来说，是在整个国民经济中占有最重要地位的行业；对于一般企业来说，是企业创造持续性超额收益的竞争优势。对于二级市场来说，核心资产就是全市场中，最具竞争优势的代表、最具龙头效应的代表，就像京沪地区的学区房，拥有较小的下行风险但升值空间巨大。

——20161201 发布 2017 年年度策略《平衡木上的舞蹈》：节奏上年初要当心、需要立足防守反击。货币环境边际转紧是主要制约因素，需要警惕通胀预期、汇率、海外利率、金融去杠杆四重制约。上半年对经济复苏的乐观预期将逐步消退。之后伴随“十九大”效应增强、宽松预期再起，市场有望重新迎来机会。

——20170416《金融监管成为下个阶段主要矛盾》：年度策略《平衡木上的舞蹈》中，我们即认为金融去杠杆是影响今年宏观流动性及股市的重要因素。后续金融去杠杆的影响将继续发酵，在当前金融监管已成为市场主要矛盾的前提下，我们对股市保持谨慎。

——20171127 发布 2018 年年度策略《大创新时代》：我们正处在新一轮创新周期的起点，各项条件已然具备。与上一轮小公司的模式创新不同，这一轮创新主要以大公司引领的技术创新为特征。六个方面的因素正在催化这个“大创新时代”。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，多个细分制造业龙头，正快速地进入“量”到“质”的升级发展中！关注五大创新硬科技行业推荐：电子、通信、大机械(含军工)、医药、电车。

——20180101《正是春耕时》：积极信号已现，正是春耕时。经济运行平稳，经济增长仍有支撑，海外经济向好，或对我国出口形成拉动。央行建立临时准备金动用安排，有助于稳定金融机构及投资者的流动性预期，缓解市场对出现突发性流动性缺口或资金价格波动的担忧。年底机构考核期过去，机构仓位博弈及绝对收益投资者年底减仓这两大扰动因素消失，市场风险偏好回暖。在 11 月以来经历连续调整、市场此前积聚的风险充分释放后，我们认为春季行情即将开启。

——20180211《静待反弹，拥抱大创新》：等市场担忧情绪逐渐消化、美股阴霾逐渐散去后，市场将逐渐企稳、回归常态，开启反弹行情。大创新此前调整相对充分，估值水平和仓位结构显著改善，如市场调整结束进入反弹窗口，大创新板块将更具弹性。中长期，十九大报告对创新的地位强调增强，具备行业创新磐石的五大硬科技产业（电子、通信、机械、医药、电车等）将加速发展，其中基本面过硬的个股长期前景光明。

——20180527《关注信用风险对市场的扰动》信用风险或成为下一个扰动市场的重要变量。近期信用风险的频繁暴露引发股债投资者担忧加剧。今年以来，

中安消、凯迪生态、神雾环保等多家上市公司密集出现债务违约事件，东方园林的债券发行也遭遇“闭门羹”。市场已开始进一步担忧后续会否出现集中性违约潮。当前，信用风险很可能继贸易战“外患”后，成为扰动市场的重要变量。短期关注消费“三免疫”特性，做好防御。中长期，持续看好大创新中医药(2018年年度策略起持续推荐创新药，市场对基本面认可度高)、机械军工(细分子行业的核心龙头企业)、电子等方向。

——**20181021《坚定反弹，推荐大创新小巨人》**坚定看好反弹，推荐“大创新小巨人”。决策层与监管层及时果断发声，直面问题，有望改善投资者悲观预期，统一认识、树立信心；接连的政策“组合拳”使我们有效避免了一场潜在的流动性“危机”，因而坚定看好市场中级反弹。结构上推荐“大创新小巨人”，大创新是指我们从年度策略报告里面定义的科技创新龙头，小巨人是指被股权质押风险以及信心危机而被过度压制的中小盘绩优股。

——**20190101《布局旺春行情》**一季度不宜悲观，布局政策友好方向的旺春行情。2018年较为惨淡，内有挤泡沫、去杠杆，外有中美贸易摩擦、美股扰动。站在2019年年初，确有成长股商誉减值、中美贸易对进出口、经济、就业等影响的不确定性因素。但内部政策正不断出台、优化，外部全球资金正加速流入，建议投资者把握中国重构、全球重构带来的布局良机。结构上关注“四大金刚”（大券商/大创新/大基建/大国有房企）机会。

——**20190210《“旺春行情”有望超市场预期》**随着宽信用等各项政策预期进入实施阶段，企业资金压力、经济下行压力有所缓解，基本面可能好于投资者预期。而MSCI提高A股权重、中美贸易谈判继续进行、“两会”政策预期发酵，风险偏好、股市流动性继续提升。整体来看，本轮“旺春行情”持续性会超市场预期。

## 展望：挑战震荡上沿

一季度市场顺利收官，“旺春行情”完美演绎，上证综指实现26%涨幅，以大券商、大创新（计算机/电子/军工/通信）为代表的“四大金刚”领跑行业涨幅榜。回顾一季度，我们在1月1日《布局旺春行情》，强调流动性宽松+政策暖风、国内数据空窗+海外市场回暖，市场将在一季度迎来估值修复的“旺春行情”。1月6日《“旺春行情”旺起来》，农历新年开篇之作，2月10日《旺春行情有望超市场预期》、2月17日《旺春行情继续旺》，3月3日《旺春行情旺主题》、3月24日《关注主题“四大天王”》等报告持续、坚定、准确的把握一季度行情判断。

**展望四月、二季度，市场从“旺春行情”干拔估值，进入“精耕细作”回归盈利。盈利预期变化能否匹配现阶段估值，甚至让估值再进一步，是二季度行情“上”还是“下”，还是“上上下下”的关键因素。二季度行情演绎的两种可能性：**

自2018年10月开始，政策暖风频吹，股权质押纾困、企业流动性改善、地方政府专项债提前发行、降税减费（增值税减免、社保费率下降）、汽车/家电下乡与延长“五一”等稳消费措施。即我们在年度策略《重构创新大时代》所提出的“中国重构”四重奏。

整体需求难以较快全面复苏，经济整体大方向边际向下。但由于大部分企业进入被动去库存尾声，如：汽车行业等。需求弱复苏能带动企业生产好转，3月份制造业PMI重回荣枯线以上是明证。

收入端，经济弱复苏，企业收入止跌；成本端，增值税减免、社保费率下降等降税减费措施，企业成本，特别是制造业成本迎来改善。收入稳+成本降，盈利预期改善修复，当然这种改善还需数据继续验证。整体而言，如果持续改善，**市场有望挑战震荡上沿，此乃可能性之1。**

**如果经济数据、企业一季报有“好”、有“坏”，政策效果尚未完全凸显，市场将“上上下下，区间震荡拉锯战”，此乃可能性之2。**

未来两周将公布的一季度经济数据、3月金融数据、企业年报与一季报是判断可能性1和2的关键时间点。同时，无论可能性1还是2，市场都将从“炒新”、“炒烂”阶段，回归基本面。这是机构投资者，依托业绩、产业生命周期等挑选优质个股，与其一起成长、分享红利的好时机。

**从行业配置可关注“五朵金花”：大创新、大券商、汽车、地产链条（建材/家装/厨电/家居）、景气链条（煤化工/炼化/MDI，铝/铜，猪）。**

金花1：大创新。科创板主要支持以计算机、电子、通信、军工、创新药、新能源车为代表的细分领域。作为市场最先看好科技成长类机会，2017年年底提出《大创新时代》的分析师团队。选择与新兴经济的优质企业一起成长，分享红利。

金花2：大券商。作为本轮资本市场改革的载体，从“间接融资”转向“直接融资”的重要抓手，科创板与注册制试点的直接受益者。

金花3：汽车。汽车被动去库存渐进尾声，政策刺激、基本面边际改善、基金持仓底部区域，重点跟踪销售订单把握基本面拐点。详见20190109《策略角度，汽车、家电能追吗？》。

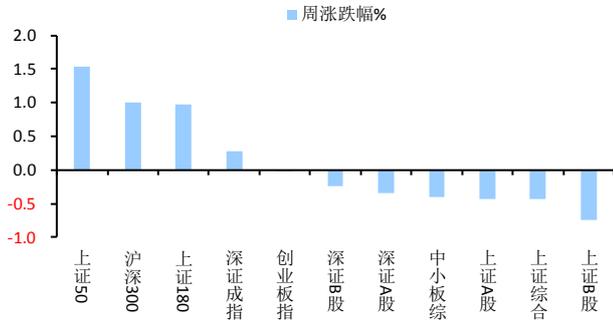
金花4：地产链条。一二线城市地产迎来拐点，趋势性回暖。可关注景气细分领域：大房企、建材（水泥）、建筑（家装）、家电（厨电）、轻工（定制家居）。

金花5：景气链条。PMI超预期，关注煤化工、MDI，铜、铝等周期景气、以及猪景气周期。

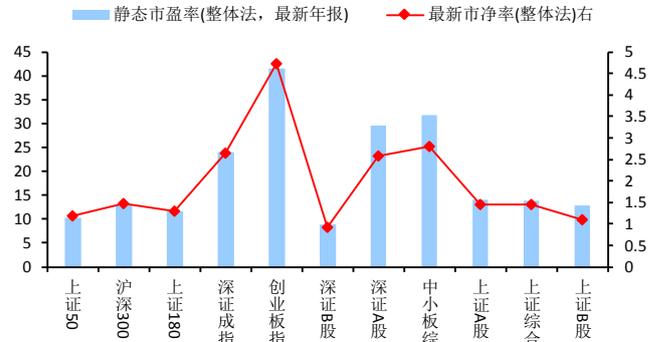
**主题关注“四大天王”（长三角一体化/科创影子主题/国企改革重组/泛在电力物联网）。**

## 本周 A 股市场回顾

图表 1: 指数周涨跌幅



图表 2: 指数最新 PE

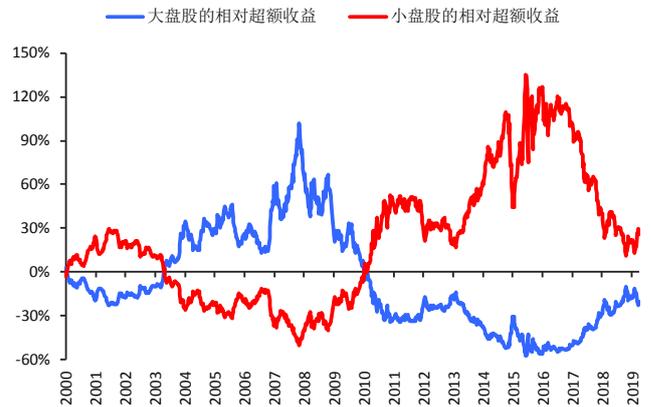


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 全部 A 股成交金额和换手率

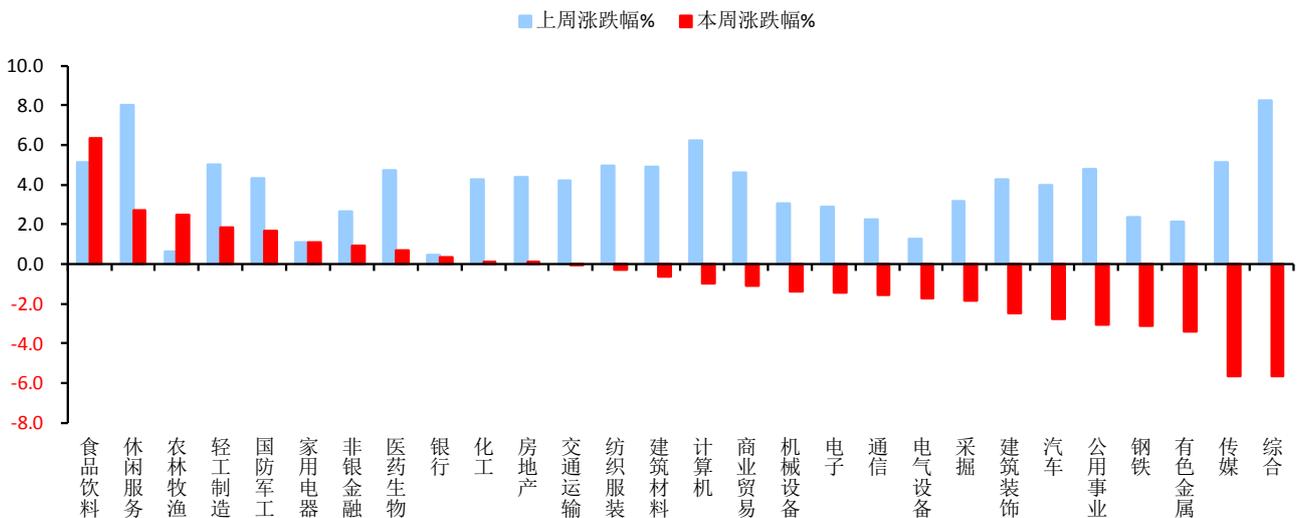


图表 4: 大盘和小盘风格特征



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

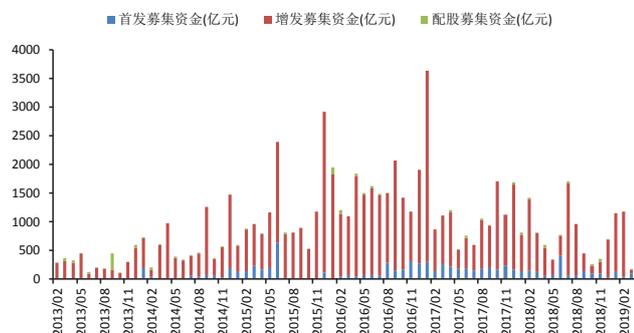
图表 5: 行业涨跌幅



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

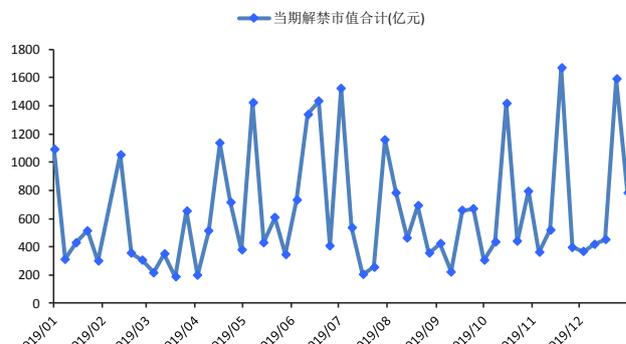
## A 股资金面跟踪

图表 6: 股票融资金额



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 限售股解禁市值



图表 8: 融资融券净买入和余额对比

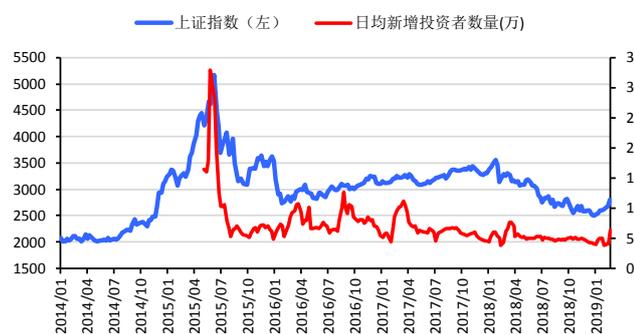


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9: 股指期货主力合约期现基差 (bp)



图表 10: 日均新增 A 股开户数

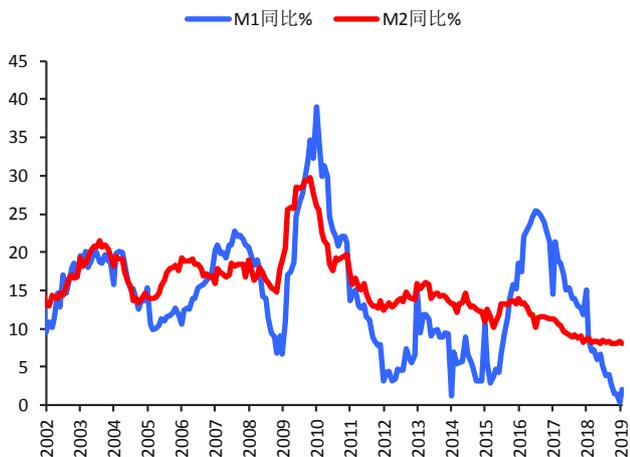


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

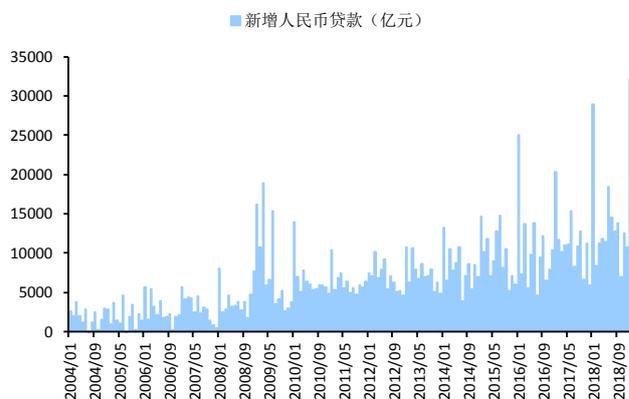
图表 11: 日均 A 股交易账户占比



图表 12: M1 和 M2 同比 (%)

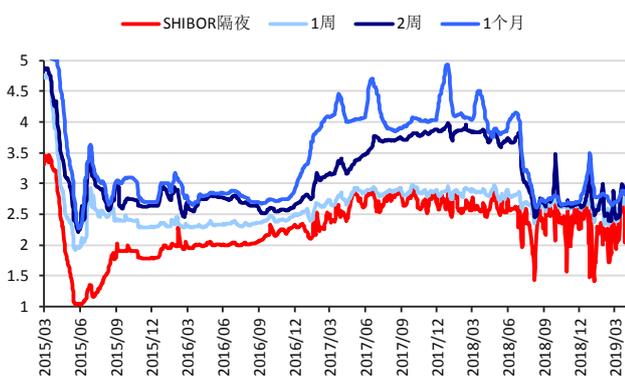


图表 13: 新增人民币贷款

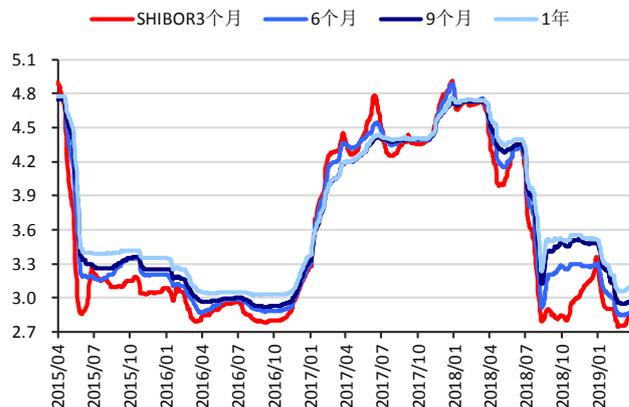


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14: 3 月以下 shibor 走势 (%)

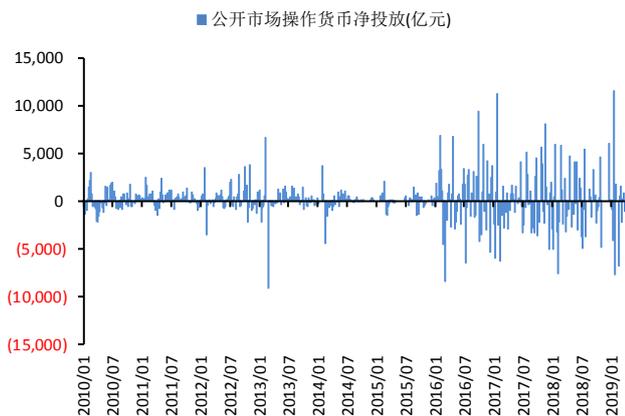


图表 15: 3 个月及以上 shibor 走势 (%)

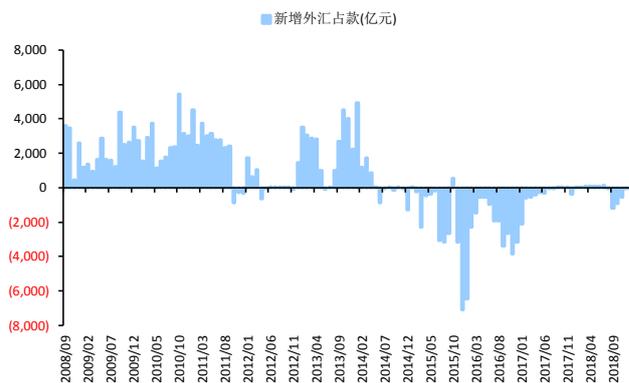


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16: 公开市场操作净投放

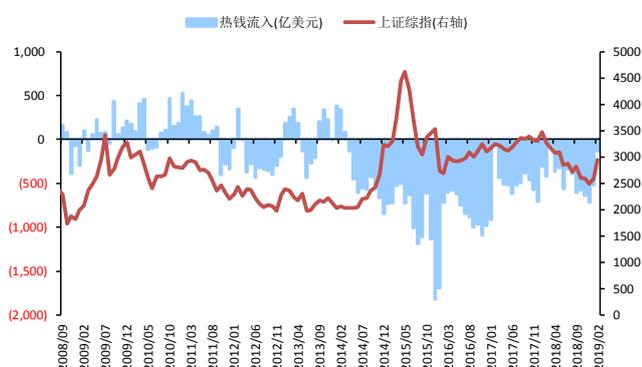


图表 17: 新增外汇占款

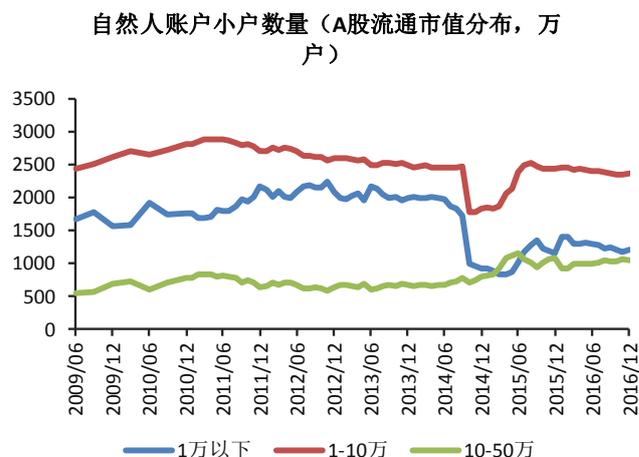


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18: 热钱流入和上证综指

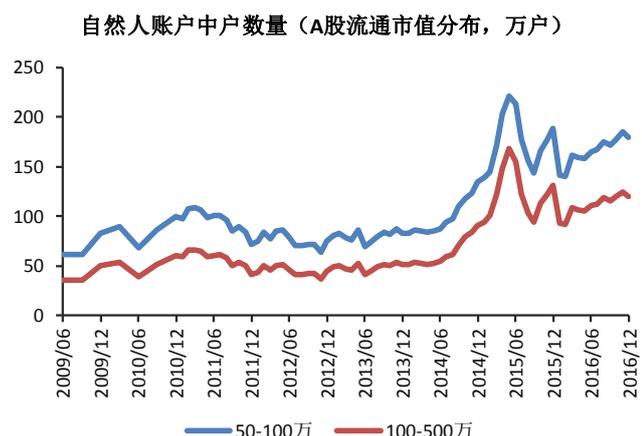


图表 19: 自然人小户账户数 (A股流通市值分布)

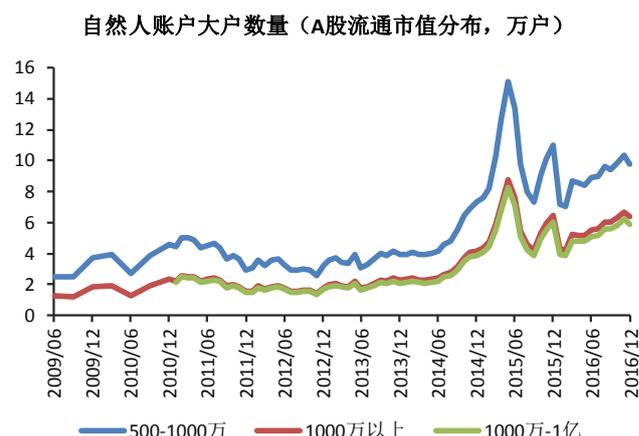


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20: 自然人中户账户数 (A股流通市值分布)

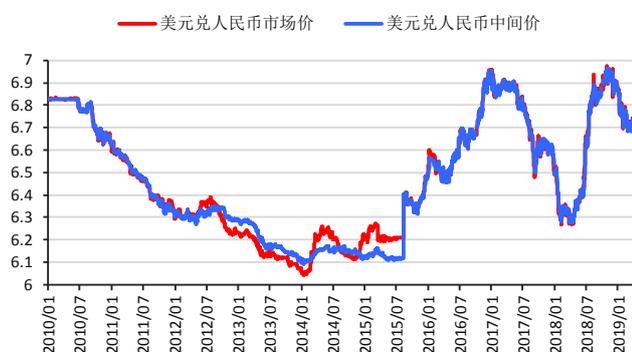


图表 21: 自然人大户账户数 (A股流通市值分布)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22: 美元兑人民币市场价



图表 23: 人民币 1 年期 NDF

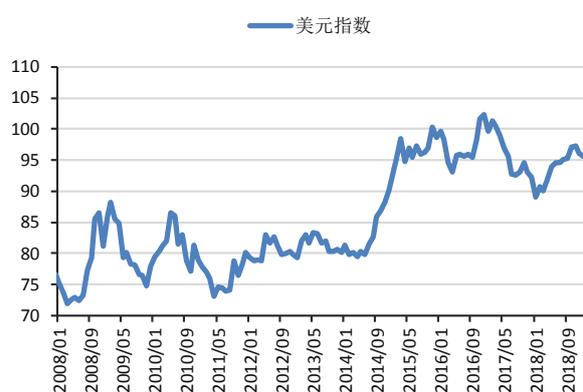


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24: CFETS 人民币汇率指数



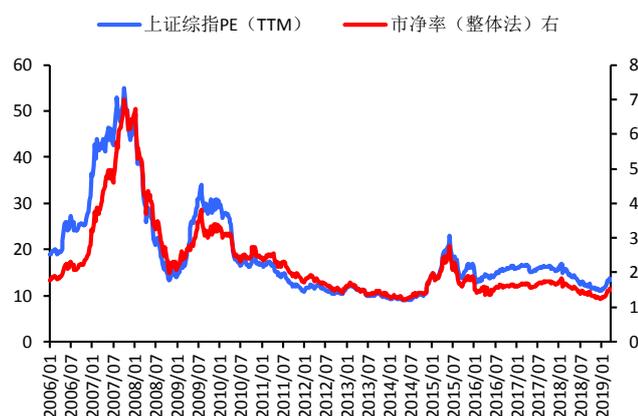
图表 25: 美元指数



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### A 股盈利和估值

图表 26: 上证指数 PE 和 PB

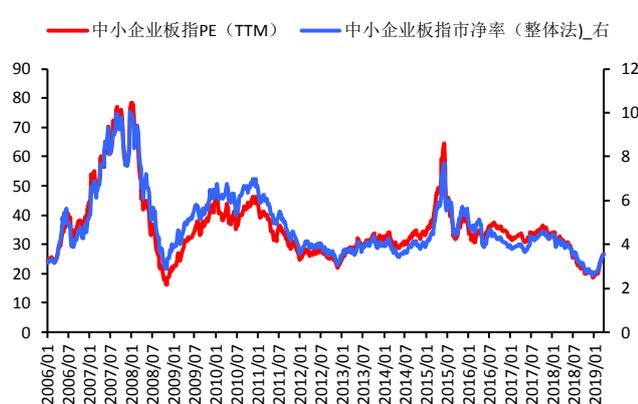


图表 27: 全部 A 股剔除银行 PE 和 PB



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28: 中小企业板指 PE 和 PB

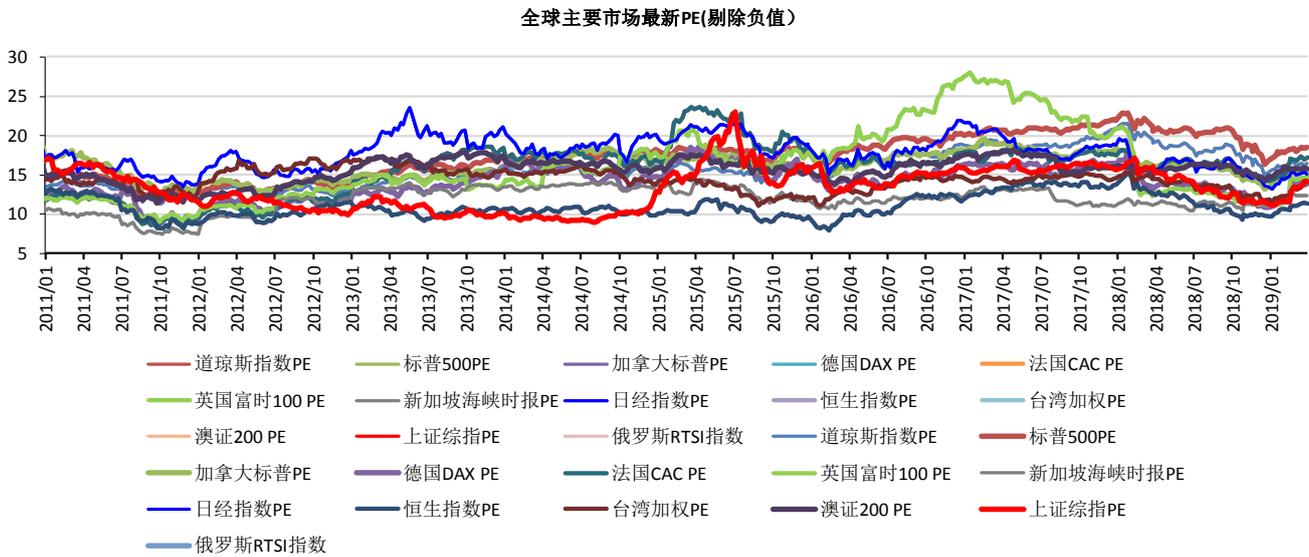


图表 29: 创业板指 PE 和 PB



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

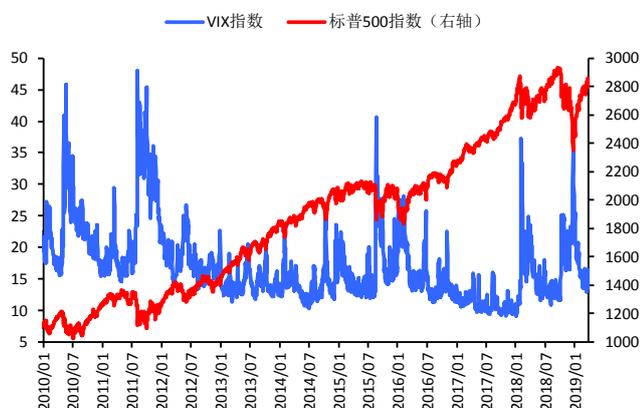
图表 30: 全球主要市场最新 PE



数据来源 Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

## 海外市场跟踪

图表 31: VIX 指数和标普 500 指数 (蓝线为左轴)



图表 32: 美国 5 年通胀预期 (%) 和标普 500 指数 (蓝线为左轴)



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 33: 恒生 AH 溢价指数



图表 34: 恒生指数和美元兑港币汇率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 35: 波罗的海干散货指数 (BDI)

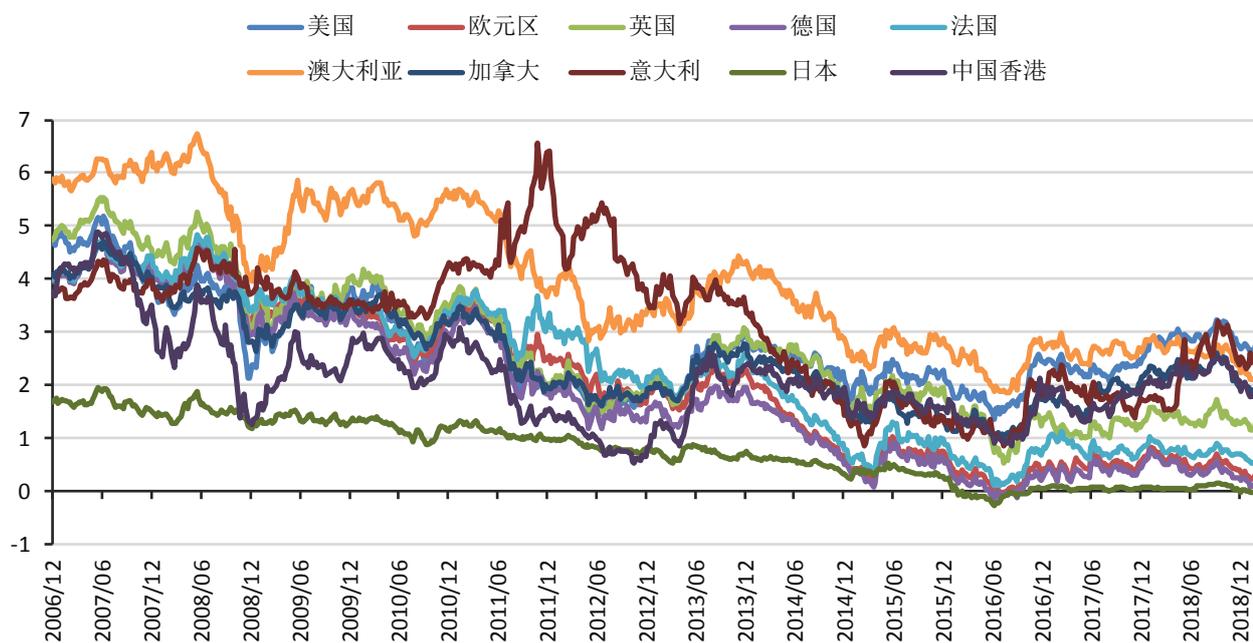


图表 36: CRB 现货指数: 综合



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 37: 主要经济体 10 年期国债收益率 (%)



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 美国资本市场波动超预期、经济下滑幅度超预期

## 分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn