

分析师:

张忆东 全球首席策略师

SFC HK: BIS749

SAC: S0190510110012

zhangyd@xyzq.com.cn

联系人:

李彦霖

SAC: S0190510110015

回归基本面，精选科创和开放的机会

——中国权益资产投资策略报告

2019年3月17日

投资要点

报告关键点

2019年A股处于类似2005或者2013年牛熊转折、N型一波三折走势；A股有望强于美股和港股；趁“倒春寒”为二季度布局，聚焦未来的基本面，科创、开放将成为交相辉映的主线

相关报告

20190311《倒春寒时节，科创、开放打造行情新方向》

20190228《这个春天有点热》

20190218《春水泛滥，A股和港股的春季行情继续》

20190124《乍暖还寒，牛熊转折期要耐心踩准节奏》

20190114《中美携手反弹第一季，且共从容》

20190107《春天的声音，春天的升因》

20190101《凡是过去，皆为序章》

20181223《华山只有一条路，走出险境须激活资本市场》

20181216《山不转，水转》

20181209《聚焦政策，防守反击》

20181202《螺蛳壳里做道场》

20181127《一溪流水泛轻舟——2019年中国权益资产投资策略》

20181023《冬天里的一把“旺火”》

20180618《至暗时刻，“不死鸟”照亮未来》

20180307《多变的春天》

20180204《短期波动骤升及长期价值重估》

20170620《核心资产的世界》

20160917《财富配置全球化，港股开启新牛市》

20160419《曙光初现》

1、回顾：率先提出2019年熊牛转折、一波三折，预判了春季行情和“倒春寒”

1.1、岁末年初以来，我们持续强调2019年行情处于熊牛转折期、一波三折、N型走势，其中，一季度中、美股将将迎来共振式反弹，行情的动力来自MOVE预期改善，并前瞻性提醒阶段性高点可能在3月上旬。

1.2、在市场情绪日趋亢奋之时，**我们2月28日报告《这个春天有点热》明确提出三月中旬前后将出现“倒春寒”，届时MOVE反弹动能透支，将有震荡。**

2、展望：“倒春寒”之后，行情将换挡，回归基本面的现在和未来

2.1、“MOVE”动能仍有惯性，市场预期从过度乐观修复为谨慎乐观。

1) Money: 宏观层面，2月金融数据后市场对“大放水”预期进行纠偏，但流动性依然支撑结构性行情；微观层面，短期“踏空”的投资者会不断地逢低增持，A股融资余额持续上升，中长期居民财富再配置股市的大趋势延续。

2) Oversea: 美股三月初如期经历了小幅震荡，短期关注3月联储会议，如果超预期鸽派，将促成强劲反弹；真正的风险可能在2季度后期，提防美国经济增长和通胀数据的此消彼长：一方面美国经济增速预计进一步放缓；标普500EPS2018年Q4增长大幅放缓，2019年盈利增速将进一步下降；另一方面，美国薪资水平的较快上升，对于核心PCE的数据有隐忧。

3) Value: 便宜是硬道理；股市经过短期震荡调整之后，股市政策面将继续秉承“开放、有活力”，更积极推进科创板，同时也强调“规范、透明、有韧性”。

4) Economy: 1-2月经济数据及金融数据有助于纠偏投资者对于政策刺激的过度预期以及经济将快速见底的预期，之后市场预期更聚焦创新、改革、转型。

2.2、如何趁“倒春寒”为二季度布局？倒春寒导致行情演绎的方式改变，从“逼空式”指数行情转为结构性行情，A股聚焦未来的基本面，港股看当下业绩。

3、策略：重结构、轻指数；趁“倒春寒”为二季度布局，掘金科创和开放

1) 牛熊转折期、底部区域，战略乐观、战术灵活。2) 港股：港股更重视估值和盈利的高性价比，更关注中短期业绩，**建议逆向思维布局中国的核心资产，精选A股行情映射的港股科创龙头。** 3) A股：流动性支撑结构性行情，拥抱未来的基本面，首先，**精选新兴领域里具有“自主可控”核心竞争力的科创龙头**，TMT、新能源、新能源车、智能制造、物联网、军工科技等；其次，**开放促改革**，“上海自贸试验区新片区”、“海南”、资本市场开放等带来新机遇。

风险提示：全球经济增速下行；美国加息及缩表；大国博弈的政治风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、回顾：率先提出 2019 年熊牛转折、一波三折，预判了春季行情和“倒春寒”	- 3 -
1.1、岁末提出 2019 年中国股市步入牛熊转折期,N 性走势、一波三折	- 3 -
1.2、前瞻性提出 3 月中旬前后行情将出现“倒春寒”	- 3 -
2、短期展望：“倒春寒”之后，行情将换挡，回归基本面的现在和未来	- 4 -
2.1、“MOVE”动能仍有惯性，市场预期从过度乐观修复为谨慎乐观	- 4 -
2.2、“倒春寒”导致行情演绎的方式改变，从“逼空式”指数行情转为结构性行情	- 8 -
3、策略：重结构、轻指数；趁“倒春寒”为二季度布局，掘金科创和开放	- 9 -
3.1、牛熊转折期、底部区域，战略乐观、战术灵活	- 9 -
3.2、港股：更重视估值和盈利的高性价比，更关注中短期业绩	- 10 -
3.3、A 股：流动性支撑结构性行情，拥抱未来的基本面	- 10 -
4、风险提示	- 12 -
图表 1：1-2 月平均新增社融明显回升	- 4 -
图表 2：A 股两市融资余额继续增加	- 4 -
图表 3：一季度行情太急，投资者踏空者较多	- 5 -
图表 4：中国证券化率依然偏低	- 5 -
图表 5：美国 4 季度实际 GDP 年化环比增速回落	- 6 -
图表 6：美国平均小时工资继续上涨	- 6 -
图表 7：标普 500 指数盈利增速下降	- 6 -
图表 8：美股动态估值回到均值上方	- 6 -
图表 9：美股四季度回购规模创 2009 年以来新高	- 6 -
图表 10：2018 年三季度海外现金回流速度开始下降	- 6 -
图表 11：A 股在大类资产配置的优势明显	- 7 -
图表 12：便宜是硬道理，A 股和港股的估值仍在低位	- 7 -
图表 13：制造业 PMI 新订单指数回升	- 8 -
图表 14：基建投资累计同比低位回升	- 8 -
图表 15：房地产投资同比增速上升	- 8 -
图表 16：制造业投资累计同比回落	- 8 -
图表 17：彭博计算的恒生指数盈利预测一致预期	- 9 -
图表 18：N 型、一波三折的走势，可以参考 2005 年上证综指的表现	- 10 -
图表 19：中国 5G 第三阶段试验主要工作和计划安排	- 11 -
图表 20：中国云计算占中国软件&数据中心系统&IT 服务支出的比例	- 11 -
图表 21：电子行业 PE	- 12 -
图表 22：军工行业 PE	- 12 -

1、回顾：率先提出 2019 年熊牛转折、一波三折，预判了春季行情和“倒春寒”

1.1、岁末提出 2019 年中国股市步入牛熊转折期，N 性走势、一波三折

20181216《山不转，水转》、20181223《华山只有一条路，走出险境须激活资本市场》、20190107《春天的声音，春天的升因》、20190114《中美携手反弹第一季，且共从容》、20190124《乍暖还寒，牛熊转折期要耐心踩准节奏》，强调 2018 年压制中国权益资产的“三座大山” 2019 年将迎来改变的契机，认为 A 股将强于美股，强于港股；行情节奏可以参考 2005 或者 2012、2013 年“反弹-阴跌-反弹” N 型走势，一波三折，要珍惜 1 季度的反弹。

A 股 2019 年的运行节奏和背景与 2005 年以及 2012、2013 年的牛熊转折期有相似之处，市场的共性：1) 估值历史低点但信心低、换手率低+股市政策开始积极+短期经济风险仍在；2) 当年行情仍有困难和反复，N 型波动、拉锯筑底；3) 结构性机会增多，包括可转债市场、安全边际高的优质公司、政策红利驱动型主题。

上述报告强调，对于长线资金，基于 2、3 年，2019 年可能是新牛市的起点，正是播种未来的机会和希望的好时机，每一次市场短期的超跌都是长期的好买点。

在去年底投资者情绪悲观之时，我们发布了系列报告《华山只有一条路，走出险境须激活资本市场》、《春天的声音，春天的升因》等等，率先看好中、美两国股市一季度反弹，逻辑在于 MOVE 动力改善：Money 货币、Oversea 海外（海外货币政策、中美贸易摩擦）、Value 估值、Economy 对经济基本面的预期等。

1.2、前瞻性提出 3 月中旬前后行情将出现“倒春寒”

20190124 发布报告《乍暖还寒，牛熊转折期要耐心踩准节奏》判断：此时，反弹的驱动力仍在，将继续 MOV，也就是货币政策改善的预期、中美贸易谈判和解的预期以及估值的安全边际等因素，依然将继续支撑投资者的风险偏好，至少有助于延续反弹，峰值有望在 3 月上旬，之后行情要看中美贸易谈判的最终结果。

2 月 28 日，当市场情绪日趋亢奋之时，我们发布报告《这个春天有点热》明确提出三月中旬前后将出现“倒春寒”，届时 MOVE 反弹动能透支，将有震荡。(1) Money 货币，2 月金融数据增加 3 月份行情的波折。(2) Oversea 海外，美股“利多出尽”的风险在加大，可能是 3 月份港股和 A 股震荡的风险源。(3) Value 估值，便宜是硬道理，但是，涨的太快就是风险。海外投资者等机构投资者以及积极股市政策都推崇“慢牛”，“疯牛”会“吓到”外资和监管层。

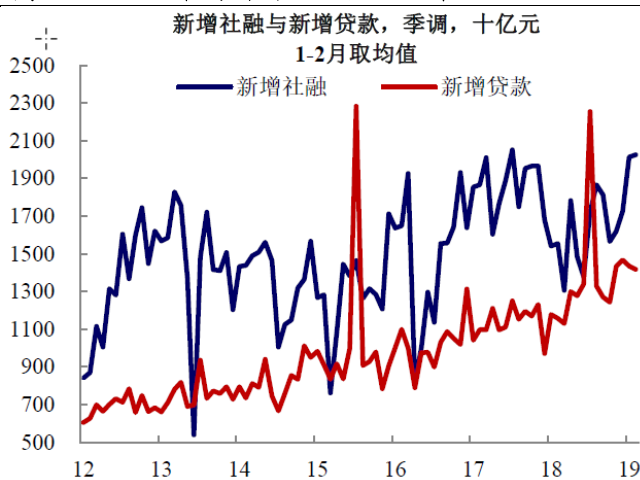
2、短期展望：“倒春寒”之后，行情将换挡，回归基本面的现在和未来

2.1、“MOVE”动能仍有惯性，市场预期从过度乐观修复为谨慎乐观

首先，Money：宏观层面，2月金融数据后市场对“大放水”预期进行纠偏，但流动性依然支撑结构性行情；微观层面，居民财富再配置股市的大趋势延续。

- 宏观层面，2月金融数据符合我们此前的判断，市场也更理性的认知不会出现“大水牛”。但是，宽信用格局未变，流动性依然支撑结构性行情。1-2月合计社融增量 5.31 万亿元相比往年同期仍显宽松，贷款以外的途径如债券、专项债、表外融资等增加力度大。
- 微观层面，前面几个月“踏空”的机构投资者和个人投资者将会不断地进行逢低增持。1) 中央近期对于金融和资本市场所给予的历史罕见的高度定位，激活了居民财富再配置股市的大趋势，而当前居民对股市的配置比例不高。2) 一季度行情太急，投资者踏空者较多，A股两市融资余额继续上升，反映了前期“踏空”的资金利用调整逢低增持的趋势。

图表 1: 1-2 月平均新增社融明显回升



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 2: A 股两市融资余额继续增加



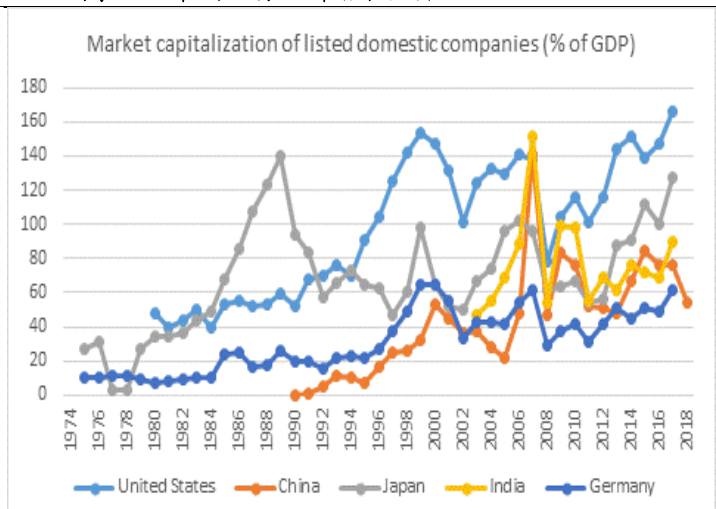
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 一季度行情太急, 投资者踏空者较多



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 中国证券化率依然偏低



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

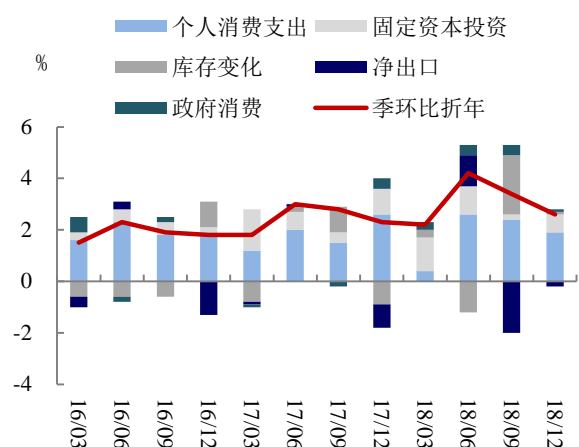
其次, Oversea: 美股三月初如期经历了小幅震荡, 短期关注 3 月联储会议, 真正的风险可能在 2 季度后期

美股年初以来的反弹主要驱动力来自联储的鸽派表现, 表现为盈利下修而估值修复。经过此轮反弹之后, 标普 500 指数动态估值已经回到历史均值上方。**短期关注 3 月联储会议:** 1) 如果没有加息而且保持此前一致的表态, 则市场已经 price in, 会淡化美联储的行为; 2) 如果超预期鸽派, 比如提出提前结束缩表的计划, 那么短期将促成强劲反弹。短期关注 3 月联储会议, 如果超预期鸽派, 将促成强劲反弹。

真正的风险可能在 2 季度后期, 提防美国经济增长和通胀数据的此消彼长。

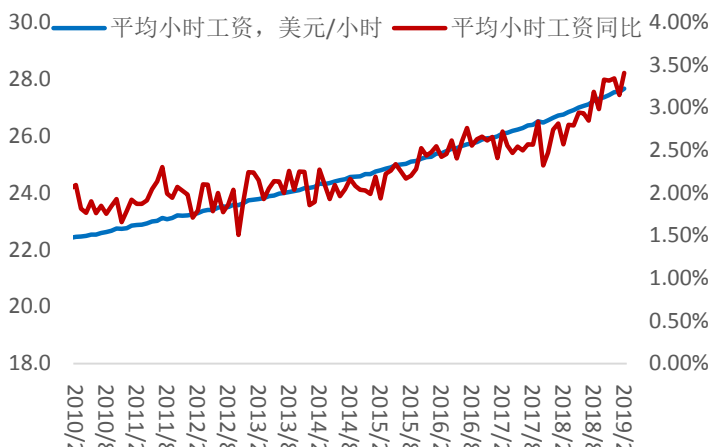
- **一方面美国经济增长预计进一步放缓; 标普 500EPS 2018 年 Q4 增长大幅放缓, 2019 年盈利增速将进一步下降。**标普 500 指数 EPS 四季度同比增长 16%, 较三季度 29% 的增速大幅放缓。2019 年在经济放缓、税改效应消退的影响下, 盈利增速将进一步下降。回购对 EPS 的驱动力也会下降。2018 年四季度标普 500 成分股回购金额达到了 2009 年以来的新高, 对 EPS 的增速贡献估计达到 3.6%。随着海外现金回流放缓, 回购的贡献可能下行。
- **另一方面, 美国薪资水平的较快上升, 对于核心 PCE 的数据有隐忧。**美国 2 月平均小时工资环比 0.4%, 高于预期 0.3% 与前值 0.1%, 平均工资同比 3.4%, 高于预期 3.3% 和前值 3.2%。

图表 5: 美国 4 季度实际 GDP 年化环比增速回落



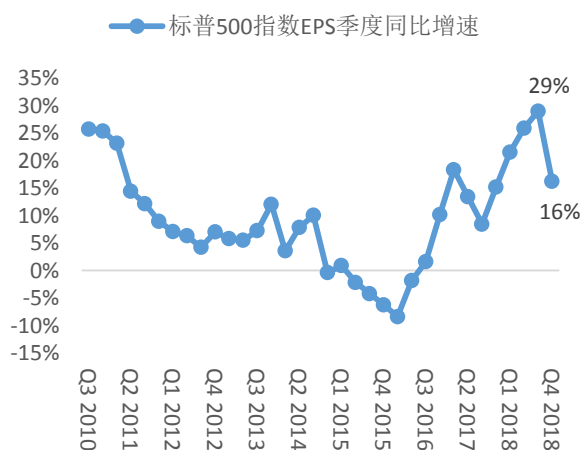
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 6: 美国平均小时工资继续上涨



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 标普 500 指数盈利增速下降



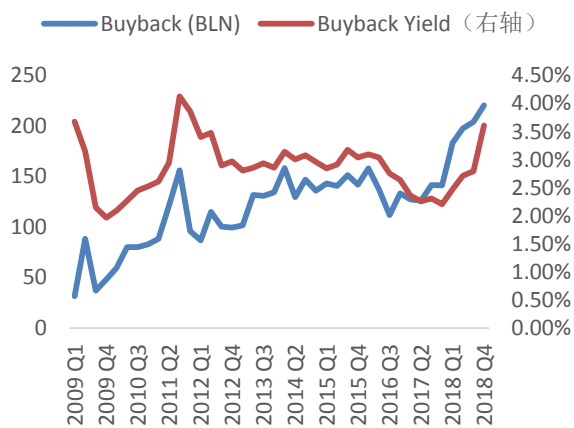
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8: 美股动态估值回到均值上方



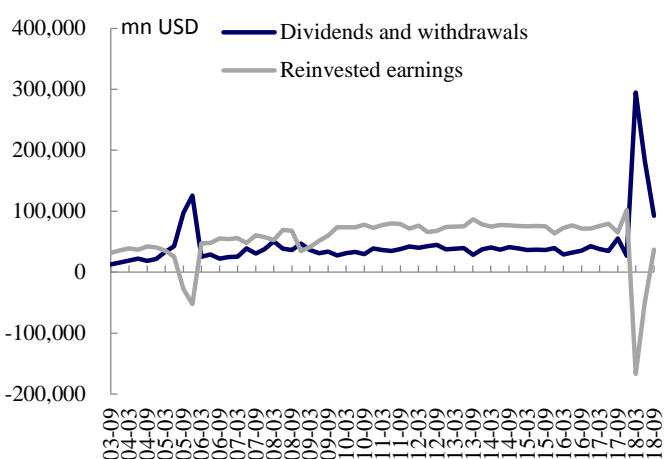
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9: 美股四季度回购规模创 2009 年以来新高



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10: 2018 年三季度海外现金回流速度开始下降

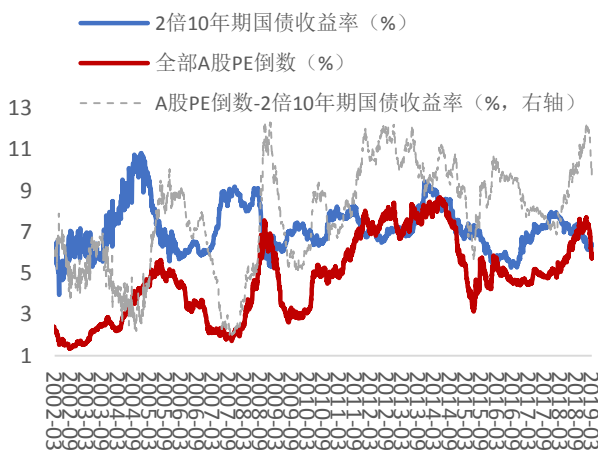


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

第三, Value: 便宜是硬道理, 股市政策面将继续秉承“开放、有活力”

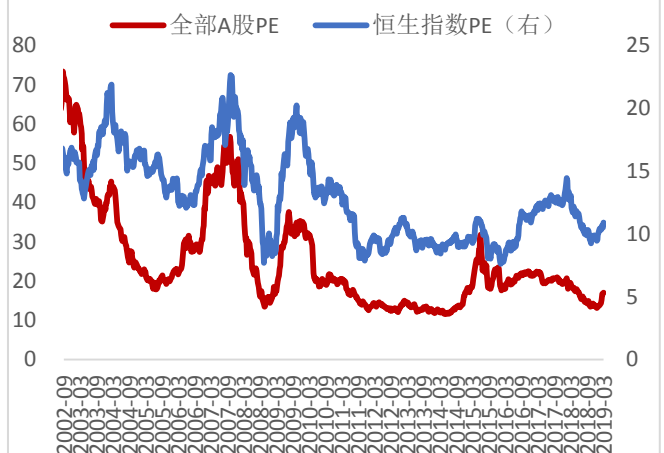
快速下跌之后, 一方面, A股和港股的低估值优势将体现, 便宜是硬道理。另一方面, 股市政策面将继续秉承“开放、有活力”, 更积极推进科创板, 同时也强调“规范、透明、有韧性”, 比如, 引导中长期资金入市、积极推进科创板等。中央定位资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用, 要通过深化改革, 打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场, 提高上市公司质量, 完善交易制度, 引导更多中长期资金进入, 设立科创板并试点注册制尽快落地。

图表 11: A股在大类资产配置的优势明显



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12: 便宜是硬道理, A股和港股的估值仍在低位



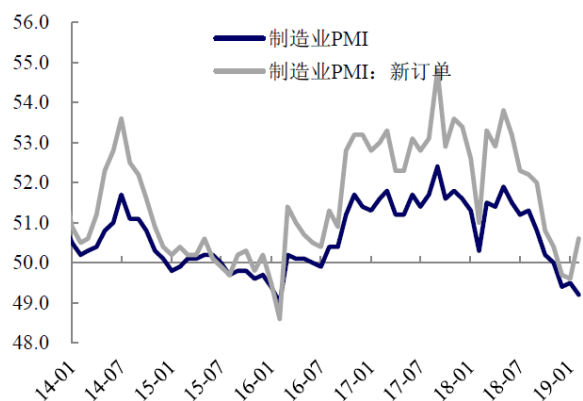
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

第四, Economy: 经济预期纠偏, 从快速见底复苏走向聚焦创新、改革、转型

1-2 月经济数据及金融数据有助于纠偏投资者对于政策刺激的过度预期以及经济将快速见底的预期。需求有小幅回暖迹象, 2 月 PMI 新订单指数小幅回升, 但是生产指数继续下降, 工业增加值同比增速继续小幅下滑, 从 5.7% 降至 5.3%。固定资产投资同比增速企稳, 其中基建投资累计同比小幅回升, 房地产投资增速虽然回升但是地产销售面积同比转负, 制造业投资同比继续回落。总体来看, 经济仍处于下行周期, 政策以适度稳经济为主, 而不是强力刺激。

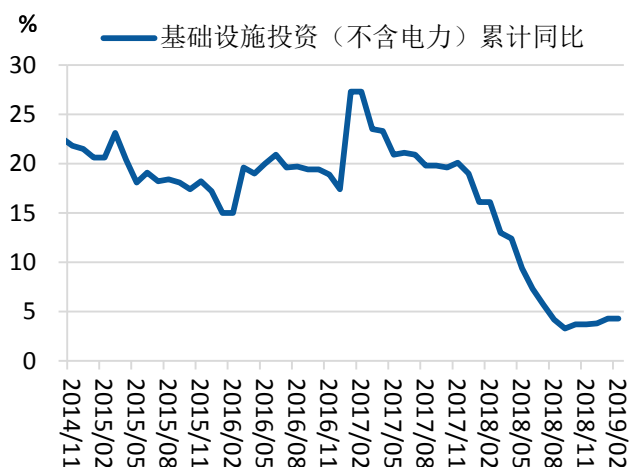
二季度, 应该更加关注政策中长期的战略方针, 特别是新一轮全面开放、改革、经济结构调整, 推动中国走向高质量发展; 而去杠杆、金融反腐可能成为短期不确定性因素。

图表 13: 制造业 PMI 新订单指数回升



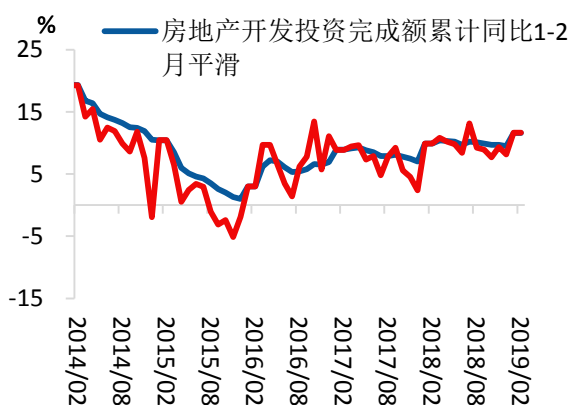
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 14: 基建投资累计同比低位回升



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15: 房地产投资同比增速上升



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16: 制造业投资累计同比回落



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

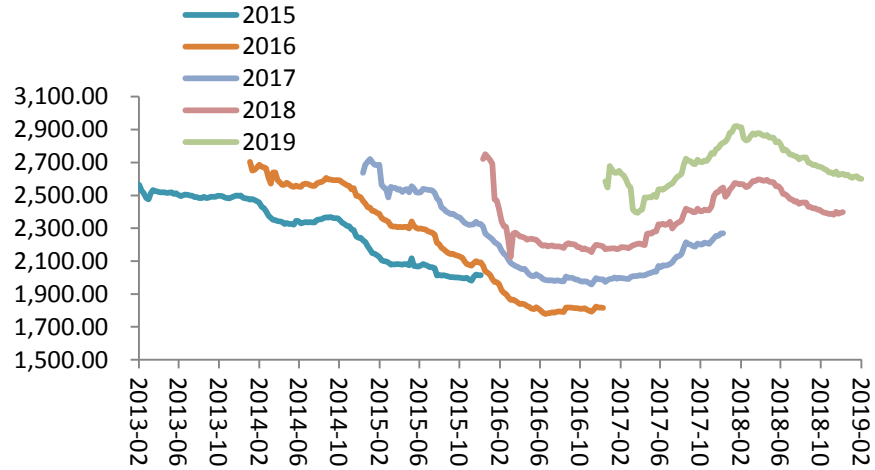
2.2、“倒春寒”导致行情演绎的方式改变，从“逼空式”指数行情转为结构性行情

A 股聚焦“未来的基本面”。要战略性重视中国政策环境更重视市场化的力量、更重视创新、科技、开放的力量，体现在：1) 以更加市场化的方式取代政府主导的粗放式投资刺激，推行减税降费、落实推进增值税改革，对小微企业、科技型初创企业普惠性税收免除等，降低企业的负担，从而，财政支撑起到激发市场活力、四两拨千斤的作用。2) 知识产权保护力度加大、科创板设立等为代表的科技创新新发展。3) “增设上海自贸试验区新片区的高水平制度创新”、“海南特区制度创新”等等为代表的新一轮全面开放、改革。

港股要重视“当下的基本面”。随着年报及一季报的临近，业绩将成为近期的主要

驱动力。由于整体估值已经反映了盈利下行的趋势，个股层面需要重视业绩超预期带来的估值修复的机会，也需要提防业绩不达预期遭到抛售的风险。

图表 17: 彭博计算的恒生指数盈利预测一致预期



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、策略：重结构、轻指数；趁“倒春寒”为二季度布局，掘金科创和开放

3.1、牛熊转折期、底部区域，战略乐观、战术灵活

今年行情一波三折、要有前瞻性，节奏上可以围绕重要政策事件做择时决策。年初流动性“大放松”、“2015 式疯牛”预期主导的“逼空式”指数行情，在 3 月中旬前后的两周如我们预期遭遇了“倒春寒”调整；之后，科创板设立、贸易战和解有望主导科创和开放为主线的结构性行情。到 6 月份要小心夏日寒风，提防“利多出尽利空出”。

我们判断 A 股 2019 年的走势节奏类似 2005 年或者 2013 年的牛熊转折期，行情 N 型波动、反复拉锯筑底。但是，拉长来看，2019 年类似 2005 年和 2013 年都是新牛市的起点，2018 年率先调整、全球估值洼地的中国优质股票资产（A 股、港股）有望迎来长线资金逢低增持的好时机。

图表 18: N 型、一波三折的走势, 可以参考 2005 年上证综指的表现



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、港股: 更重视估值和盈利的高性价比, 更关注中短期业绩

港股作为海外配置型资金主导的新兴市场, 更加重视当下的基本面, 关注中短期盈利的确定性。考虑到中国经济上半年依然处于库存周期的下行阶段, 年报和 1 季报数据难有太多亮点, 从而, 制约了港股市场在 3、4 月业绩密集发布期的表现。

我们建议投资港股依然要牢牢秉承价值投资, 建议逆向思维布局中国的核心资产, 精选 A 股行情映射的港股科创龙头。可以精选金融、地产、消费、周期等领域现金流稳定、低估值、高分红收益率、具有明显的行业竞争优势的核心资产。

3.3、A 股: 流动性支撑结构性行情, 拥抱未来的基本面

A 股要重视未来的基本面, 比如, 未来多年行业或者细分领域的成长空间、公司的复合增长率、资本开支、科技创新能力及 R&D、未来现金流创造等等。

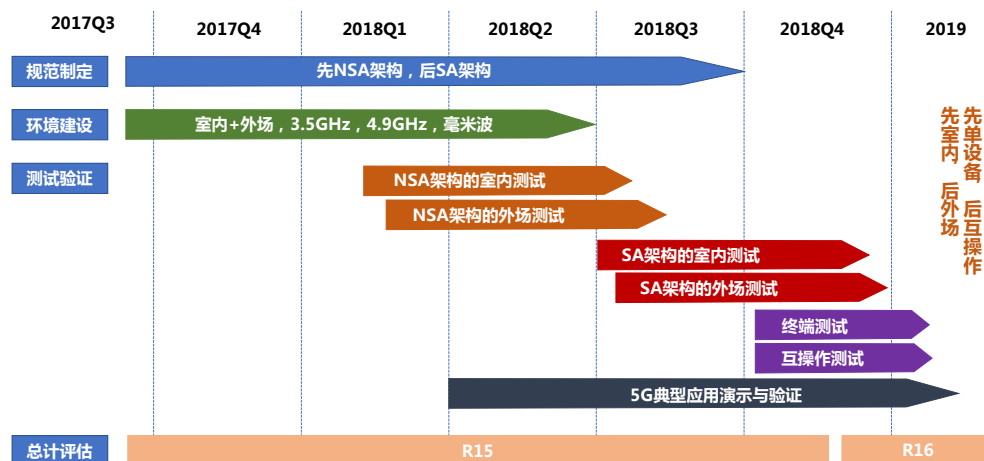
首先, 精选优质成长的核心资产, 在 TMT、新能源、新能源车、智能制造、物联网、军工科技等 新兴领域精选具有“自主可控”核心竞争力的科创龙头, 核心技术有突破可能、国产替代带来巨大成长空间大。

其次, 关注以“增设上海自贸试验区新片区”、“海南特区建设”为代表的新一轮 全面开放改革。根据“两会”期间上海代表团答记者问的纪要, 增设自贸试验区新片区的意义非凡, 通过制度创新和功能重构, 打造更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区, 使其成为我国深度融入经济全球化的重要载体。

建议把增设上海自贸试验区新片区、科创板、长三角一体化发展作为科创和开放

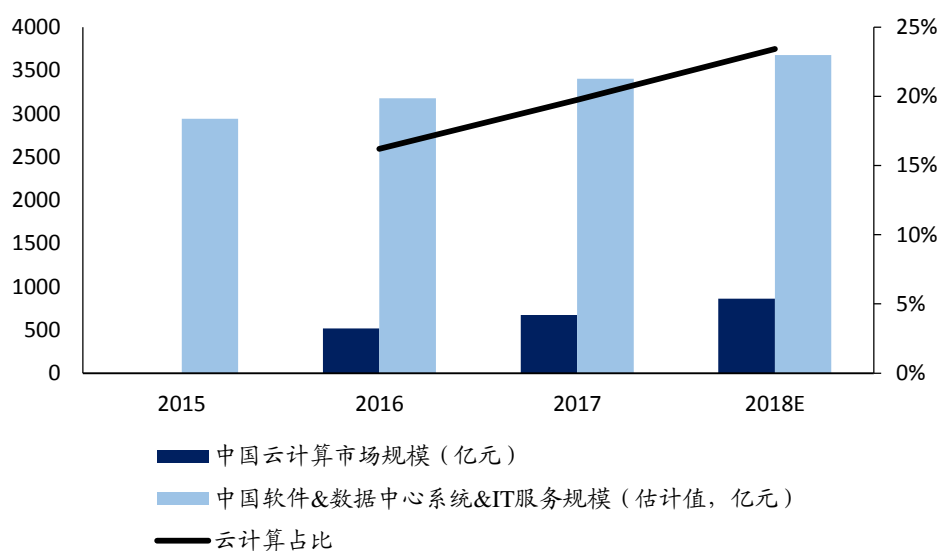
交相辉映、此起彼伏的投资主线。2018年11月5日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布了这三件大事：一是增设上海自贸试验区新片区，二是在上交所设立科创板并试点注册制，三是将长三角区域一体化发展上升为国家战略。

图表 19: 中国 5G 第三阶段试验主要工作和计划安排



资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

图表 20: 中国云计算占中国软件&数据中心系统&IT 服务支出的比例



资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

图表 21: 电子行业 PE



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22: 军工行业 PE



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、风险提示

全球经济增速下行; 美国加息及缩表; 大国博弈的政治风险。

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.xyjq.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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司和新东方在线科技控股有限公司有投资银行业务关系。

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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。