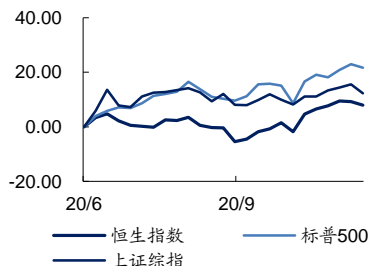


**港股**
**港股 12 月投资策略**
**超配**

(维持评级)

2020 年 12 月 14 日

**一年该行业与上证综指走势比较**

**相关研究报告:**

《2021 年港股投资策略: 全面牛市的下半场》——2020-11-25  
 《港股 10 月投资策略: 乘风破浪》——2020-10-12  
 《半导体专题系列研究之二十五: 中国大陆半导体规模有望扩大 20 倍》——2020-09-22  
 《港股 9 月投资策略: 平衡配置, 即将突破》——2020-09-14  
 《半导体专题系列研究之二十四: 第三代半导体“十问十答”》——2020-09-07

**证券分析师: 王学恒**

电话: 010-88005382  
 E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

**行业投资策略**
**蓄势待发**
**● 美股: 房地产、商品的景气, 估值暂时脱离舒适区**

抵押贷款利率创历史新低, 用户杠杆的修复, 刚需的累计, 使得美国房地产销量同比大幅增长 26%, 房地产价格创历史新高。在房地产强劲, 美元 QE、大宗商品周期向上、供给不足的综合作用下, 以铜、铁矿石为代表的商品走势强劲, 部分商品已经超越了 2016-2017 年的高点。尽管标普 500 在今年就达到 2021 年的 21 倍 PE, 并开始切换至 2022 年, 使得投资人感到稍微不够舒适, 但我们认为当下的情景还难言美联储的政策退出。理由包括: 美元超发导致的美元汇率的下跌; 包括中国、日本、英国等在内的国家减持美债; 经济复苏的预期, 使得固收投资人也在空债多股; 2 次刺激之后有可能带来的美国财政部的进一步发债; 当下美国国债体量已经达到 27 万亿, 预计 2020 年底, 接近 28-30 万亿美元; 当下美国的 CPI 还处在较低水平, 回到 2.0 还需要相当的努力。

**● A 股: CPI 触底, 扣除生活资料 PPI 强劲复苏**

CPI 的表观数据下滑, 但是核心 CPI 依然保持第四个月 0.5 的底部水平, 我们判断核心 CPI 将会在 12 月开始逐渐向上。尽管产量稳步回升, 工业增加值 9-10 月份连续两个月均为 6.9%, 但是价格却在最近两个月迅速发力, 我们的高频 PPI 拟合数据 (生产资料) 已经达到了 0.85%, 这大大超市场预期 (原本市场认为年内依然在零轴之下)。

市场最近普遍流传着一种观点, 社融顶部已到, 言下之意未来的行情走不了多远。如果稍微回顾历史, 就会发现这种判断是不正确的。我们回顾了历史上的多轮牛市, 结论是总量货币见顶几乎是牛市中期的必然。当下 M1 还在攀升, 应对未来充满信心。

**● 港股: 蓄势待发**

时值 12 月, 或有圣诞节前的卖出止盈压力, 但恒指的估值与形态上都指向了 2021 年机遇更大。

鉴于商品的强势, 我们罗列了港股通中的资源板块, 并根据历史上基钦周期的估值波动, 测算了这些股票在 2021 年的估值区间, 结论表明, 煤炭 > 钢铁 > 石油石化 > 造纸 > 有色金属。

组合建议: 腾讯控股、美团点评-W、京东集团-SW、阿里巴巴-SW、玖龙纸业、中信证券、中国宏桥、海螺水泥、招商银行、中洲国际。

**● 风险提示**

疫情发展的不确定性, 贸易关系的恶化, 国际关系的恶化。

## 内容目录

<b>美股：全面景气的权益、房地产、商品</b> .....	<b>4</b>
景气异常的房地产 .....	4
铜价已经接近了 2006-2007 年的水平，铁矿石，煤炭价格创历史新高 .....	5
创了新高后的美股，估值暂时进入到“非舒适区域” .....	6
美联储还难言政策退出 .....	7
<b>A 股：CPI 触底</b> .....	<b>9</b>
高频数据显示，PPI 已经提前转正 .....	9
商品价格持续走高 .....	10
货币政策对于股市的影响 .....	11
<b>港股：蓄势待发</b> .....	<b>13</b>
保持乐观 .....	13
港股的商品股票及历史表现 .....	14
人民币汇率强劲升值，拖累港币汇率贬值 .....	16
南向资金跟踪 .....	17
投资建议 .....	18
风险提示 .....	18
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>21</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>21</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

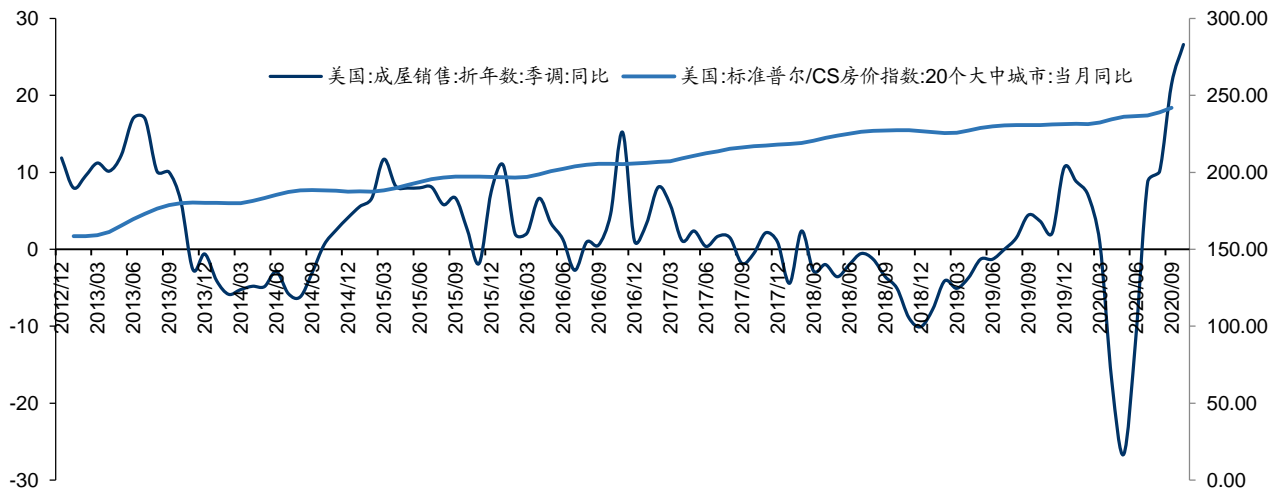
图 1: 标普房价指数与成屋销量 .....	4
图 2: 抵押贷款利率 .....	4
图 3: 美国 MBA 购买指数 .....	4
图 4: 美国居民、企业、政府杠杆率 .....	5
图 5: 居民财富构成 .....	5
图 6: 空置率 .....	5
图 7: 铜价回到了 2006-2007 年水平 .....	6
图 8: 铁矿石回到了 2010 年水平 .....	6
图 9: 标普 500 的年度估值区间 .....	7
图 10: 新增非农就业 .....	7
图 11: 失业率 .....	7
图 12: 国债收益率 .....	8
图 13: 企业债收益率 .....	8
图 14: 美国核心 CPI .....	8
图 15: 美国国债存量, 十亿美元 .....	8
图 16: PPI 拟合 .....	9
图 17: 工业增加值 .....	9
图 18: 水泥产量 .....	9
图 19: 钢铁产量 .....	9
图 20: 焦炭价格 .....	11
图 21: 动力煤价格 .....	11
图 22: 社融同比 .....	11
图 23: M2 同比 .....	11
图 24: M2 与上证指数 .....	11
图 25: M1 同比 .....	12
图 26: 工业企业利润同比 .....	12
图 27: 在不同月份买入恒指, 持有有一个季度的收益率比较, % (2005-2019 年期间统计) .....	13
图 28: 恒指月线 .....	13
图 29: 上证季线 .....	14
图 30: 美元港币汇率 .....	17
图 31: 人民币兑港币走势 .....	17
图 32: 港股通: 累计买入成交净额 .....	17
图 33: 南向资金日成交净额 (亿人民币) .....	17
表 1: 标普 500 关键指标 .....	6
表 2: 钢铁供需平衡表 (万吨) .....	10
表 3: 港股通中的资源品相关标的 .....	15
表 4: 资源品估值扩张弹性测算 .....	16
表 5: 南向资金跟踪 .....	17
表 6: 12 月模拟组合 .....	18
表 7: 覆盖公司一览 .....	19

## 美股：全面景气的权益、房地产、商品

### 景气异常的房地产

美国房地产市场正在步入“异常景气”阶段，成屋销量同比大幅增长 26%，房价指数继续创历史新高。Zillow 经济学家 Matthew Speakman 称“房价上涨惊人”，背离了通常的季节性模式。“虽然整体经济发展道路可能最直接取决于未来数月疫情和政治局势的发展，但最近趋势表明，目前为止经受住了所有疫情相关挑战的楼市，未来数月将延续强劲势头”。

图 1：标普房价指数与成屋销量

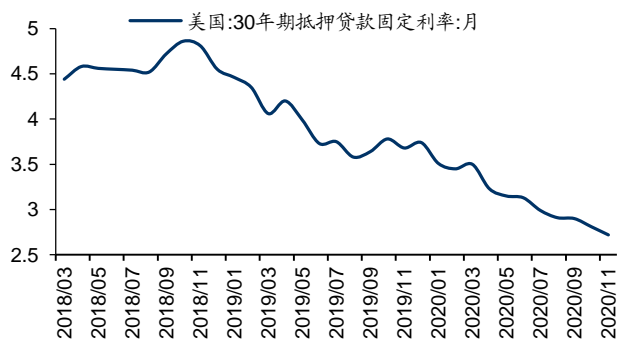


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们认为，驱动美国房地产需求与价格大幅上涨的原因有三点：

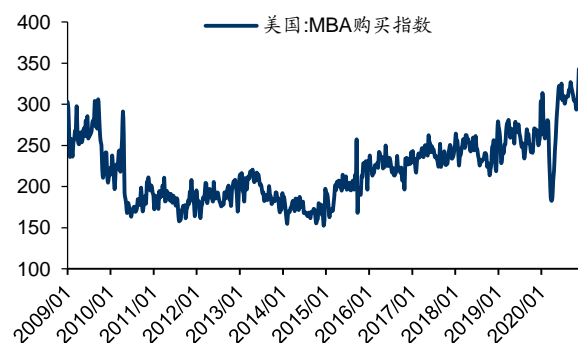
1、抵押贷款利率创历史新低。11 月，30 年抵押贷款利率仅为 2.72%，超低的贷款利率刺激了购房需求；MBA（美国抵押贷款银行协会）购买指数创了 09 年以来的新高；

图 2：抵押贷款利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

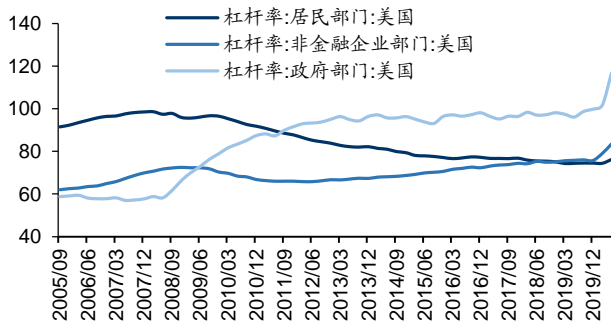
图 3：美国 MBA 购买指数



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

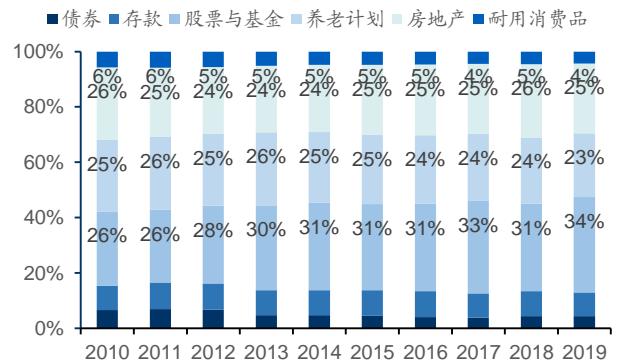
2、经历了长期的牛市，居民的财务杠杆得以修复，从金融危机时期的接近 100，掉到当下的 79，居民部门杠杆扩张有较大余地；当然，这和美国居民资产 50% 直接或者间接投资于证券市场有关，08 年美股长牛，资产端上有了长足的进步；

图 4：美国居民、企业、政府杠杆率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

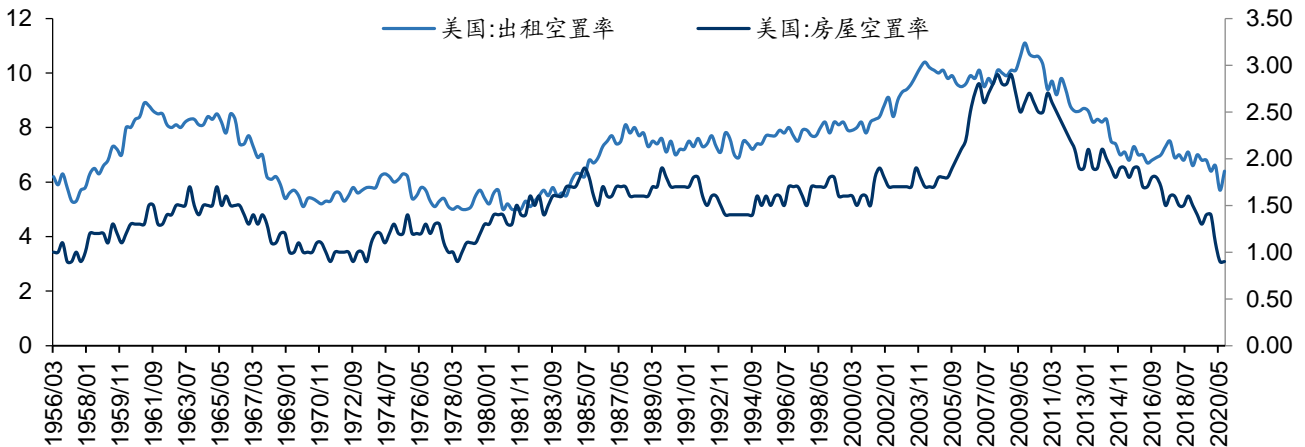
图 5：居民财富构成



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3、刚需的累计。从 2009 年之后，空置率逐年下降，到今年三季度，美国出租屋空置率仅为 6.4%，达到了 80 年代初的水平，房屋空置率仅为 0.9%，创历史新低。

图 6：空置率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

百万英亩公司 (Million acres) 房地产分析师马特弗兰克尔 (Matt Frankel) 认为：只要抵押贷款利率保持在低水平、新冠疫苗发布，房地产市场就不太可能崩盘。只要目前的市场状况持续下去，价格就会保持上涨(或至少保持稳定)。在美国大部分地区，现房库存处于历史低位，而创纪录的低抵押贷款利率使拥有住房对许多美国人更具吸引力。简而言之，现在的供需不平衡让市场保持强劲。

**铜价已经接近了 2006-2007 年的水平，铁矿石，煤炭价格创历史新高**

除了股市，商品在这两个月也表现异常亮眼。我们曾反复强调大宗商品中周期与短周期共振效应带来的商品投资机会，尽管在未发生时应者寥寥，然而过去两个月全球铜价的走势验证了这一判断。

在半年策略、年度策略中我们都对商品的弹性与成因进行了具体的阐述。遇到最多的问题是，需求在哪里？实际上，对于需求的研究并不能解释商品价格的上涨。如果我们把百年一遇的疫情与全球的停摆比喻一场堪比“世界战争”级别的需求压制，那么看到的是应该是商品的价格大幅下跌，低于 2015 年，低于 2012 年，事实上，不仅没有如此运行，铜、铁矿石、煤炭等价格居然在经济没有完全恢复的情景下就超越了 2016-2017 年的高点，这说明：研究商品的

价格运动,理解商品周期、基建周期更为重要,在中周期里产生的供需不平衡,以及美元的超发,导致了商品价格的启动,我们预计明年商品价格会随着全球需求的回暖继续保持上涨趋势,并成为2021年最具投资价值的板块。

图 7: 铜价回到了 2006-2007 年水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 铁矿石回到了 2010 年水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 创了新高后的美股,估值暂时进入到“非舒适区域”

我们在年度策略报告中讨论:当下看,标普 500 的 EPS 今年下跌约 8%,2021 年上涨 22%,超过 2019 年的水平,2022 年继续上涨 16%。此外,2022 年 ROE 将达到史无前例的 18.6% 的高位,这创了 90 年代以来的最高水平。设想一下:ROE 于 2020 触及低点,2021 年回升,2022 年回升,那么当下是否会因为股票略“显贵”而滞涨吗?

表 1: 标普 500 关键指标

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	15.9%	18.1%	17.3%	15.5%	17.4%	18.6%
EPS	125.6	150.6	152.1	139.2	169.9	196.6
EPS YOY	15%	20%	1%	-8%	22%	16%
股利	50.5	53.9	58.7	59.6	61.6	65.4
股利/利润	40%	36%	39%	43%	36%	33%
每股净资产	816	847	909	946	1,010	1,101

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

我们如此考虑标普 500 的估值与目标价:

1、如果到 2021 年底联邦基金目标利率不上升,维持在 0.25 的水平,即宽松的货币政策将至少保持到明年底;

2、考虑到 2019 年 8 月开始降息,美股市场上行,2019 年末上涨至 21.4 倍 PE,该 PE 水平是 2008 年以来的最高位,与 2017 年的最高位相似。由于当下的折现率较 2017 年、2008 年更低,因此,我们假定 2021 年标普 500 的高点估值不低于该水平,即 21.4 倍,可以得到:

$$SPX_{\text{高点}2021} = 169.9 * 21.4 = 3628 \text{ 点};$$

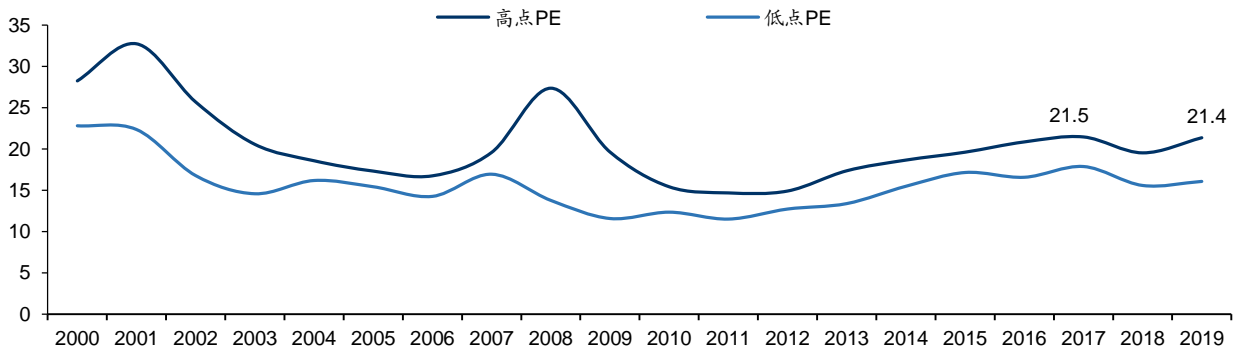
如果考虑到 2021 年 ROE 的改善,使得市场在 2021 年下半年切换至 2022 年的估值水平(假定 2022 年标普 500 高点估值依然对应 21.4 倍),则可以得到:

$$SPX_{\text{高点}2022} = 196.6 * 21.4 = 4199 \text{ 点};$$

尽管如此,标普 500 在今年就达到 2021 年的目标价并开始切换至 2022 年,使

得投资人感到稍微不够舒适。尽管如此，我们依然看好美股，理由是，当下的情景还难言美联储的政策退出。

图 9：标普 500 的年度估值区间

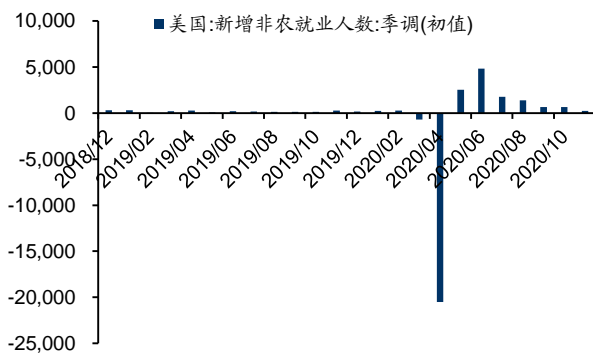


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

### 美联储还难言政策退出

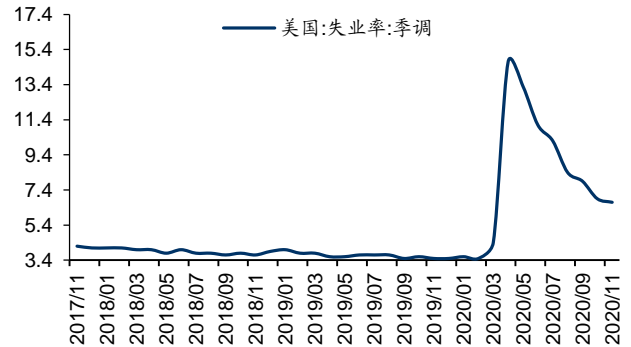
美国 11 月新增非农就业岗位 24.5 万，大幅不及预期，11 月新增的就业岗位为 5 月份就业开始复苏以来的最小增幅。失业率有所改善，但目前的预期是到 2021 年底，依然回不到疫情前的水平。

图 10：新增非农就业



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 11：失业率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

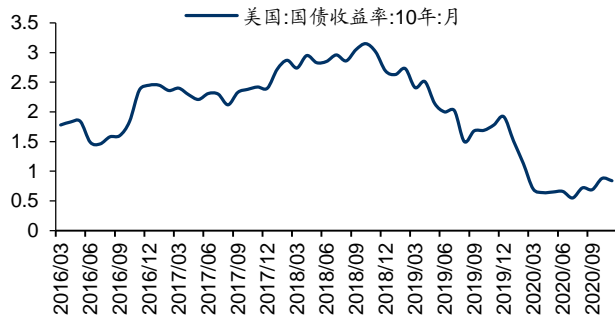
美国芝加哥联邦储备银行总裁埃文斯表示：等到春季疫苗推出，而且经济前景更加明朗时，“我们才能判断究竟应该采取怎样的资产购买速度，以及我们应该购买哪种期限的公债，以及诸如此类的问题。”

我们认为，如果认真思考一下美联储当下的处境：

- 1、美元超发导致的美元汇率的下跌；
- 2、包括中国、日本、英国等在内的国家减持美债；
- 3、经济复苏的预期，使得固收投资人也在空债多股；
- 4、2 次刺激之后有可能带来的美国财政部的进一步发债；
- 5、当下美国国债体量已经达到 27 万亿，预计 2020 年底，接近 28-30 万亿美元；
- 6、当下美国的 CPI 还处在较低水平，回到 2.0 还需要相当的努力。



图 12: 国债收益率



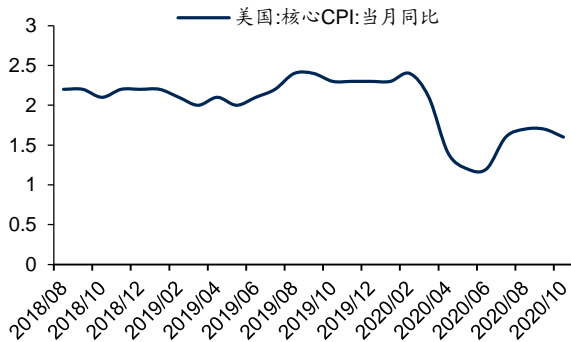
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 企业债收益率



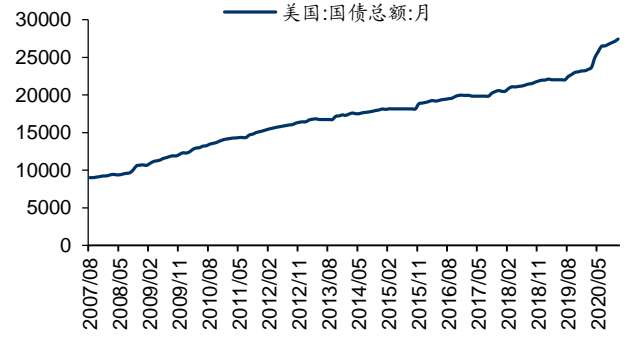
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 美国核心 CPI



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 美国国债存量, 十亿美元



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

因此, 以上都说明了, 面对如此大级别的挑战, 尤其是来自美债的抛压, 此时美联储一旦 QE 退出, 将对美债市场带来前所未有的压力。因此无论如何来看, 在经济转正之前, 美联储很难言政策退出。



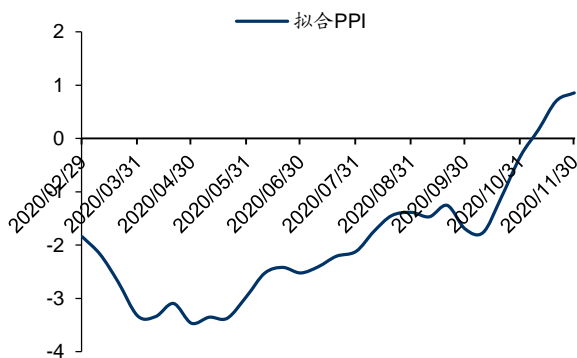
## A 股：CPI 触底

### 高频数据显示，PPI 已经提前转正

CPI 的表观数据下滑，但是核心 CPI 依然保持第四个月 0.5 的底部水平，我们判断核心 CPI 将会在 12 月开始逐渐向上。

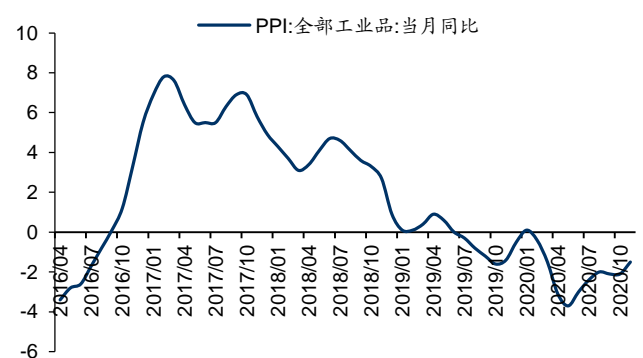
尽管产量稳步回升，工业增加值 9-10 月份连续两个月均为 6.9%，但是价格却在最近两个月迅速发力，我们的高频 PPI 拟合数据已经达到了 0.85%，这大大超市场预期（原本市场认为年内依然在零轴之下）。由于 PPI 中的生活资料项目中受制于食品价格的下跌，导致了 PPI 的表观并未很强劲，11 月为 -1.5%，但我们的高频数据主要是排除了生活资料的大幅波动（历史上生活资料的波动性并不大，估计随着猪肉的下跌，明年会趋于正常）而得到的结果。

图 16: PPI 拟合



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

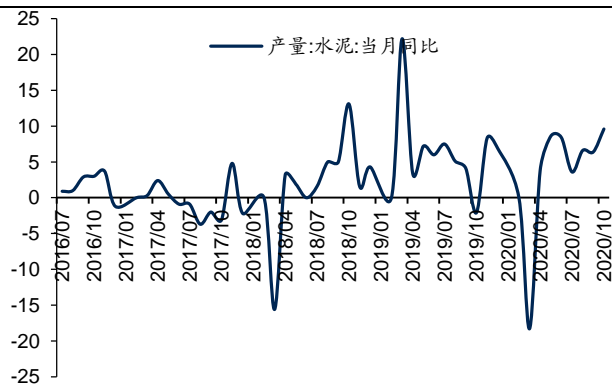
图 17: 工业增加值



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

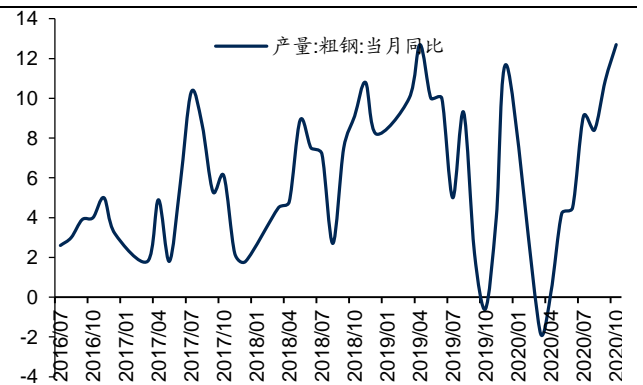
以水泥、钢铁产量来看，在 10 月份都纷纷创了年内高点，这反映今年下游的需求并不差。

图 18: 水泥产量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 19: 钢铁产量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

最近铁矿石与煤炭的价格都创了几年的新高，而市场依然担忧需求的持续性，体现为房地产、银行的估值依然偏低，这恰如经济复苏的早中期情景。

基于对下游行业走势的判断，我们预期 2021 年钢材需求保持增长。地产行业在“房住不炒”的总基调下，考虑到土地购置面积增速小幅下降以及房企去杠杆压力提升开发存量土地意愿，新开工增速或小幅下降，对应钢材消费温和回落；基建方面持续受到政策支持，且有望得到专项债和 REITs 从资金层面支持，预期基建投资增速缓步上升，弥补地产需求波动影响的钢材消费。机械方面，在建设需求稳定以及存量更新需求保持高位的预期下，工程机械行业产销有望

保持较快增长，带动中厚板等相关钢材消费。汽车行业持续复苏向好，特别是对基建投资的支持有望继续刺激货车产销保持较快增长，进而带动汽车板、优特钢等相关钢材品种的消费。在中性假设下，2021年我国粗钢需求量或稳中有升达 10.5 亿吨，同比增加 2.8%。

**表 2: 钢铁供需平衡表 (万吨)**

需求量	房地产	基建	机械	汽车	家电	造船	其他	合计
2012	26,028	19,335	11,155	8,552	1,487	1,487	6,321	74,366
2013	27,265	21,651	12,029	9,623	1,604	1,604	6,415	80,191
2014	24,229	23,057	11,333	9,770	1,563	1,954	6,253	78,158
2015	22,196	23,306	10,358	9,618	1,480	1,480	5,549	73,987
2016	23,225	23,987	12,184	9,899	1,523	1,142	4,188	76,149
2017	26,067	25,654	15,309	8,275	1,655	1,241	4,551	82,754
2018	29,250	25,757	16,590	7,422	1,746	1,310	5,239	87,313
2019	32,098	26,433	18,881	7,080	1,888	1,416	6,608	94,405
2020E	33,177	27,562	22,969	7,656	2,042	1,531	7,146	102,083
2021E 中性	32,514	28,941	24,806	7,886	2,103	1,562	7,146	104,957
2021E 悲观	31,518	28,114	23,658	7,733	2,062	1,531	7,003	101,619
2021E 乐观	33,509	29,767	25,955	8,039	2,144	1,592	7,289	108,295
增速	房地产	基建	机械	汽车	家电	造船	其他	合计
2012	-4%	12%	-11%	11%	1%	1%	8%	1%
2013	5%	12%	8%	13%	8%	8%	1%	8%
2014	-11%	6%	-6%	2%	-3%	22%	-3%	-3%
2015	-8%	1%	-9%	-2%	-5%	-24%	-11%	-5%
2016	5%	3%	18%	3%	3%	-23%	-25%	3%
2017	12%	7%	26%	-16%	9%	9%	9%	9%
2018	12%	0%	8%	-10%	6%	6%	15%	6%
2019	10%	3%	14%	-5%	8%	8%	26%	8%
2020E	3%	4%	22%	8%	8%	8%	8%	8%
2021E 中性	-2%	5%	8%	3%	3%	2%	0%	3%
2021E 悲观	-5%	2%	3%	1%	1%	0%	-2%	0%
2021E 乐观	1%	8%	13%	5%	5%	4%	2%	6%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理测算

兰格钢铁经济研究中心认为 2020 年中国钢材市场体量继续扩容，表观消费量将跃上 10 亿吨粗钢新台阶，实现历史性突破。预计 2021 年钢材市场总量需求继续稳定增长，有可能达到 11 亿吨，再创新高。

倘若钢铁的需求量落到我们预期的乐观情景，则会大大超过市场对于 2021 年需求的预期，也就是说，明年增量的来源在基建、机械、汽车，而非历史上的过渡依赖房地产。在 2019 年，房地产在钢铁需求中的占比超过 34%，机械不足 20%，而 21 年，机械有望提升至 24%，基建、汽车、造船占比都有增加。

### 商品价格持续走高

近期，焦炭、动力煤价格都在走强，其中动力煤价格创了 13 年以来的新高，焦炭也接近了 13 年以来的高点。如果说铜的价格上涨多少可以归因于南美、非洲部分产量受到疫情影响，焦炭、动力煤产量基本在国内，所以则无法用该逻辑去解释。

因此，商品的价格上涨，绝不是“疫情影响产能”、“国际贸易导致进口不足”、“需求回暖”等短期现象逻辑，它是由全球的大宗商品周期与基建周期共同决定的，我们在 2019、2020 年下半年、2021 年策略报告中反复强调这个逻辑，就是希望引起投资人的重视。

图 20: 焦炭价格



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 动力煤价格

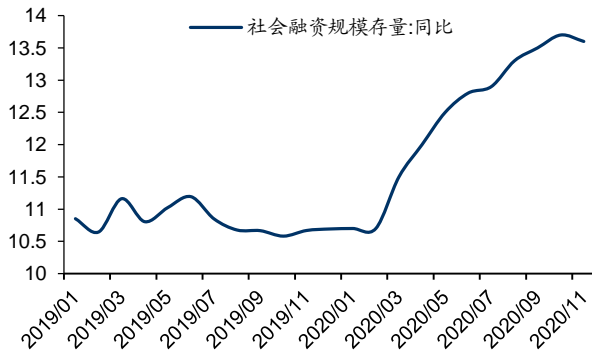


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 货币政策对于股市的影响

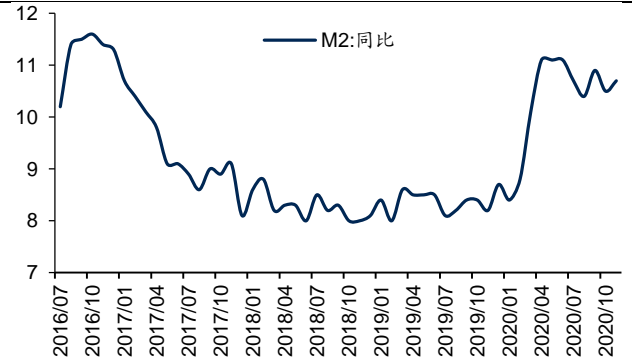
市场最近普遍流传着一种观点, 社融顶部已到, 言下之意未来的行情走不了多远。如果稍微回顾历史, 就会发现这种判断是不正确的。

图 22: 社融同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

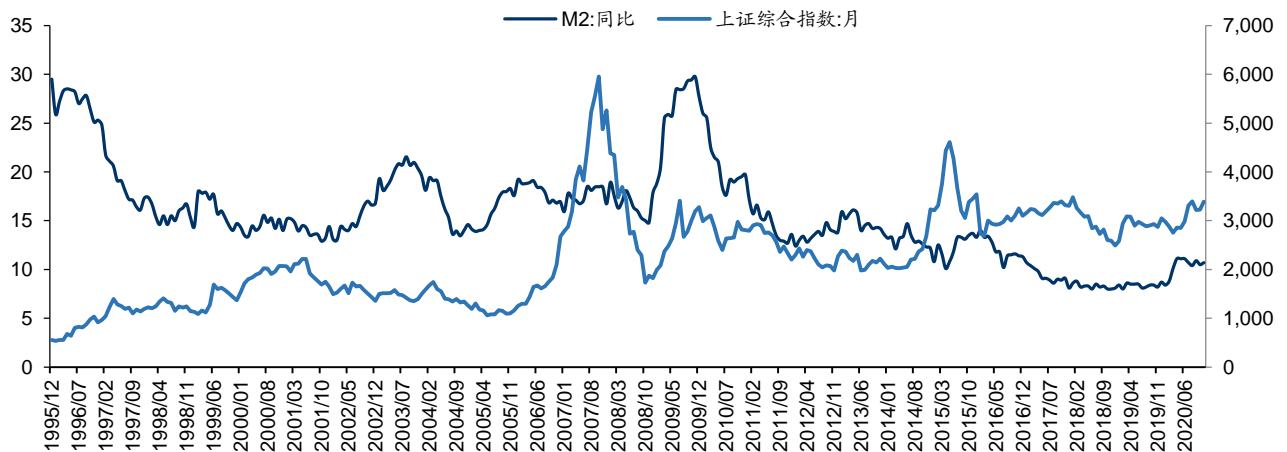
图 23: M2 同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

由于社融月度数据的公布始于 2016 年, 无法回溯历史, 我们取 M2 作为社融的近似替代, 两者均为总量货币, 各有侧重, 来观察与大盘的关系。

图 24: M2 与上证指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

牛市不一定伴随 M2 的同比要显著上行,或者说牛市的后半程往往观测不到 M2 的上行,或者 M2 往往呈现下行趋势:

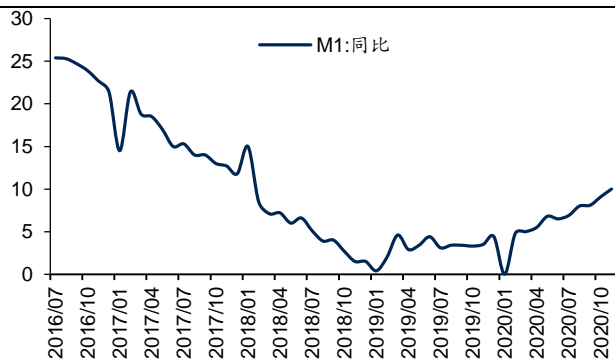
- 1、1999 年 3 月-2001 年 7 月, M2 下行, 股市上行;
- 2、2003 年 8 月-2004 年 3 月, M2 显著下行, 股市上行;
- 3、2006 年 1 月-2007 年 10 月, M2 下行, 股市显著上行;
- 4、2014 年 6 月-2015 年 6 月, M2 下行, 股市显著上行;
- 5、2016 年 2 月-2018 年 1 月, M2 下行, 股市上行;

历史上唯有一次, M2 见到高点之后, 大盘也同步见到高点, 就是在 2009 年 4 万亿之时。4 万亿刺激当年使得 M2 大幅超越 2006-2007 年水平, 同时股市在短暂的时间里反弹一倍, 即便如此, 指数也只是下跌后继续反弹, 一直强势到 2011 年初。

因此, 大盘上涨的规律是经济周期, 而不是 M2/社融。这是由于, 尽管股票市场的上涨, 在底部的时候需要流动性的注入 (往往 M2 领先于 M1), 这是因为此时企业的盈利还在下行, 市场对公司的信心尚未建立, 一旦企业的盈利改善, 信心开始形成, 买入股票的资金逐步选择了持有而非卖出; 在经济的基本面逐渐走好后, 往往伴随着 CPI 的启动, 房地产价格的上涨, 此时央行开始加息或者收缩信用以抑制通胀, 然而此刻的基本面支撑了持股者的信心, 他们大多在自下而上的企业经营反馈中获得了更好的预期, 虽然总量货币在退潮, 此刻的市场卖出压力较小, 而想要进入市场的投资人还在源源不断地为二级市场输入流动性, 因此股票价格继续上涨。

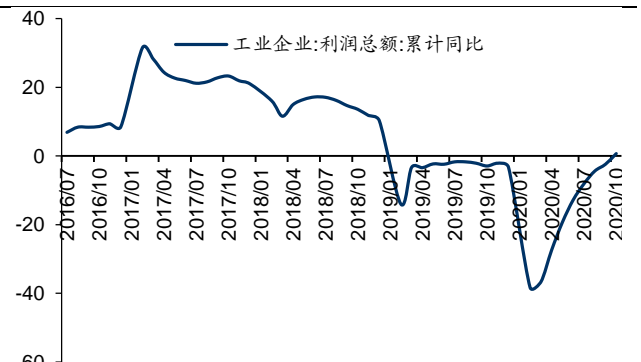
当下, M1 同比继续稳步上行, 工业企业利润总额同比转正, 这些都是反映经济周期的积极的信号, 因此我们对后市保持积极乐观。

图 25: M1 同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 工业企业利润同比



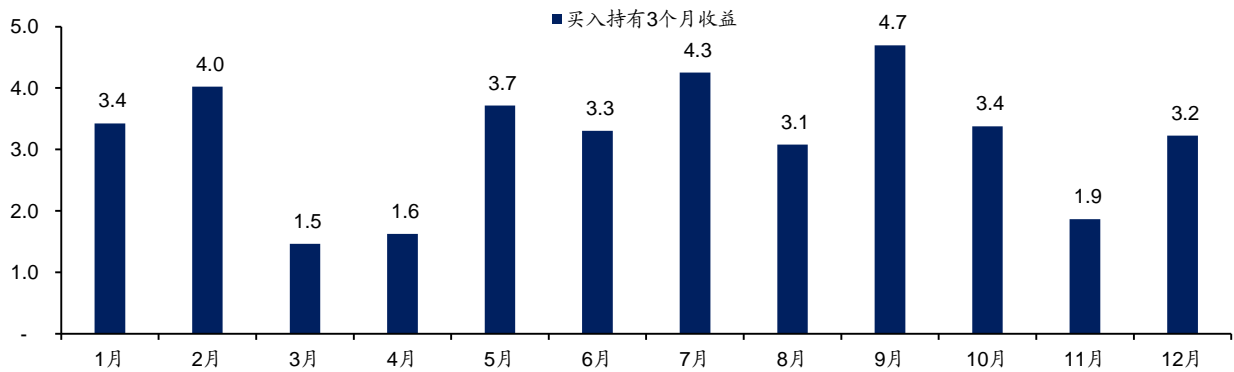
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 港股：蓄势待发

### 保持乐观

正像我们在 9 月份市场一片悲观时呼吁《平衡配置，等待突破》，10 月份重申《迎接金色 10 月》，如果在 9 月加仓，当下能够获得不错的收益。四季度中，9 月恒指下跌了 6.82%，10 月上涨 2.76%，11 月份上涨 9.27%。因此，我们坚信着在顺周期，历史规律的佐证下，我们的建议也将不断被市场验证。历史统计，12 月份买入并持有 1 个季度，将会获得不错的回报，因此，本月依然应该保持乐观。

图 27：在不同月份买入恒指，持有有一个季度的收益率比较，%（2005-2019 年期间统计）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

恒指的月线上看有个技术特征让人兴奋：MACD 首端转正。历史上每次月线金叉形成，对应的都是数月的上涨。

图 28：恒指月线



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

上证季度线也是如此，历史上第五次形成金叉，以往每次都对应着可观的行情。如果仔细思考，大宗商品周期的时间跨度是 14-15 年，从 90 年 A 股起步，至今正好是 2 个大宗商品周期。因此，最大的机会来自 90-92 年，涨幅 1380%，次大的机会来自 05-07 年，涨幅 512%，2019 年市场再度进入到该窗口期。

图 29：上证季线



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 港股的商品股票及历史表现

考虑到铜、动力煤、PVC、热卷、铁矿石当下价格都创了 2016-2017 轮的高点，我们认为这只是启动，在 2021 年，大宗商品依然保持强势。

按照我们的理解，我们列举了港股通中的资源品标的，一共 32 家，市值 3.5 万亿港币。

如果考虑这些标的在 2021 年的投资机会，我们考虑以历史上基钦周期扩张观察它们的平均弹性表现（即市净率的扩张倍数），结合它们当下的估值，来判断这些标的当下的投资价值。



**表 3: 港股通中的资源品相关标的**

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	PE22	股息率	负债率	20 ROE	21 ROE	21 ROE/PB
0323.HK	马鞍山钢铁股份	钢铁	236	0.56	10.1	7.8	7.4	11.2%	63%	5.4%	6.8%	12.2%
0347.HK	鞍钢股份	钢铁	346	0.51	14.0	10.3	10.9	7.7%	42%	3.5%	4.6%	9.1%
0581.HK	中国东方集团	钢铁	82	0.37	3.5	3.2	2.9	10.2%	42%	10.0%	10.2%	27.3%
0826.HK	天工国际	钢铁	78	1.40	12.8	10.0	8.0	1.2%	52%	9.5%	11.1%	7.9%
1053.HK	重庆钢铁股份	钢铁	157	0.33	0.0	0.0	0.0	0.0%	28%	0.0%	0.0%	0.0%
0639.HK	首钢资源	采掘	99	0.64	8.7	8.2	9.2	10.1%	22%	7.2%	7.4%	11.6%
1088.HK	中国神华	采掘	4,146	0.72	6.2	6.3	6.1	6.3%	28%	11.1%	10.1%	14.1%
1171.HK	兖州煤业股份	采掘	498	0.45	3.8	3.6	3.6	24.6%	58%	12.7%	13.0%	28.9%
1898.HK	中煤能源	采掘	575	0.29	4.3	4.0	3.7	2.5%	57%	6.0%	6.3%	21.9%
1907.HK	中国旭阳集团	采掘	106	1.41	8.1	6.6	5.8	9.4%	69%	15.1%	16.7%	11.8%
0358.HK	江西铜业股份	有色金属	658	0.70	25.2	19.6	19.0	2.1%	58%	2.7%	3.3%	4.8%
1208.HK	五矿资源	有色金属	253	3.84	-126.6	22.0	49.4	0.0%	78%	-2.6%	13.7%	3.6%
1333.HK	中国忠旺	有色金属	92	0.24	6.1	2.9	2.3	8.7%	70%	4.3%	8.1%	33.8%
1378.HK	中国宏桥	有色金属	632	0.91	7.0	6.2	5.6	5.1%	63%	10.9%	11.2%	12.3%
1772.HK	赣锋锂业	有色金属	1,196	10.70	0.0	0.0	0.0	1.8%	44%	0.0%	0.0%	0.0%
1787.HK	山东黄金	有色金属	1,132	2.64	21.6	16.3	17.8	0.6%	50%	12.9%	16.9%	6.4%
1818.HK	招金矿业	有色金属	303	1.92	22.2	17.5	16.7	0.5%	57%	8.0%	9.6%	5.0%
2600.HK	中国铝业	有色金属	683	0.75	52.0	42.5	37.7	0.0%	67%	1.4%	1.7%	2.3%
2899.HK	紫金矿业	有色金属	2,371	3.03	26.8	18.3	14.4	2.9%	60%	11.0%	14.5%	4.8%
3993.HK	洛阳钼业	有色金属	1,047	1.73	30.8	22.8	21.5	3.7%	52%	5.2%	6.8%	3.9%
0135.HK	昆仑能源	公用事业	506	0.92	7.5	6.4	5.6	3.5%	47%	11.6%	12.8%	13.9%
0338.HK	上海石油化工股份	化工	356	0.55	20.7	9.1	7.7	12.1%	34%	2.4%	5.4%	9.9%
0386.HK	中国石油化工股份	化工	5,551	0.56	19.5	9.3	7.4	8.1%	52%	3.3%	5.1%	9.2%
0467.HK	联合能源集团	化工	376	3.02	0.0	0.0	0.0	2.5%	53%	0.0%	0.0%	0.0%
0883.HK	中国海洋石油	化工	3,103	0.64	11.4	7.2	5.4	5.6%	40%	5.1%	7.9%	12.3%
0934.HK	中石化冠德	化工	68	0.56	3.3	5.5	5.6	5.5%	25%	16.3%	9.0%	16.2%
0857.HK	中国石油股份	采掘	8,600	0.32	-31.3	54.3	12.9	4.8%	46%	-0.6%	0.5%	1.6%
1033.HK	中石化油服	采掘	394	1.68	26.2	15.5	12.1	0.0%	90%	5.8%	8.3%	4.9%
2883.HK	中海油田服务	采掘	574	0.64	8.9	8.0	6.8	0.7%	53%	7.1%	8.2%	12.8%
1812.HK	晨鸣纸业	轻工制造	168	0.51	6.0	4.7	4.7	7.5%	76%	6.8%	8.1%	15.9%
2314.HK	理文造纸	轻工制造	269	1.16	9.9	9.3	9.5	4.8%	43%	10.6%	10.5%	9.1%
2689.HK	玖龙纸业	轻工制造	501	1.13	8.3	7.3	5.7	3.9%	55%	12.1%	12.9%	11.3%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

这里有两个细节:

第一: 由于我们尽量获得公司相对长期的连续股价, 而部分公司比如山东黄金、赣锋锂业、中国旭阳集团上市时间过短, 因此在板块统计的时候我们剔除了这些标的;

第二: 小市值公司的波动巨大, 主要是受市场流动性的限制, 因此我们剔除了 200 亿市值以下的样本。

最终, 我们选择了如下样本统计:

钢铁: 马鞍山钢铁股份、鞍钢股份;

煤炭: 中国神华、兖州煤业股份、中煤能源;

有色: 江西铜业股份、五矿资源、中国宏桥、招金矿业、中国铝业、紫金矿业、洛阳钼业;

石油化工: 昆仑能源、上海石油化工股份、中国石油化工股份、联合能源集团、中国石油股份、中国海洋石油、中石化冠、中石化油服、中海油田服务;

造纸: 理文造纸、玖龙纸业。

我们将基钦周期恒指的低点与高点罗列, 并计算了在基钦周期扩张时期, 以上板块的估值扩张倍数, 得到如下结论:

1、在过去的 4 个基钦周期中, 钢铁、煤炭、有色金属、石油石化、造纸板块的



估值扩张倍数（中位数，高点 PB/低点 PB）分别为 3.3、4.0、2.1、2.2、2.8，因此就估值弹性来看，煤炭>钢铁>造纸>石油石化=有色金属；

2、按说有色金属是公认的弹性较高的品种，为什么在排序中沉底？这是因为黄金股（招金矿业、紫金矿业）的拖累。由于黄金并非顺周期投资品，因此如果剔除黄金股，则有色金属板块的弹性上升到第三位，与造纸类似，依然是弹性很大的品种；

3、假定我们以中位数的估值扩张倍数测算本轮基钦周期扩张末期的估值水平，得到了钢铁 PB1.6、煤炭 1.45、有色金属 2.3、石油石化 1.24、造纸 2.06。这里会争议，凭什么资源品此时的估值要高于 2018 年的高点水平？我们的解释是：其一，现在这些企业的盈利能力好过 2018 年；其二，这些企业在供给侧改革中的受益更加明显；其三，2020 年这些企业的低点估值也部分高过 2016 年 2 月的低点水平（除了石油石化、造纸）；最后，当下铁矿石、动力煤、铜、热卷价格已经超过了 2016 年-2017 的高点；

4、总体上，铁矿石的价格上涨不利于钢铁企业的盈利（严格说钢铁属于中游），因此我们将钢铁的估值上限设在 2018 年的高点，即 1.2 倍；煤炭不变，取 1.45 倍，有色金属不变，取 2.3 倍，石油石化不变，取 1.33 倍，造纸考虑到本轮基钦周期的低点 PB 低于 2016 年，因此估值上限设在 2018 年的高点，即 1.99 倍；

5、这样，结合当下各个板块的估值水平，我们得到了至 2020 年 12 月 11 日至本轮基钦周期末期的估值扩张倍数，为：

煤炭 3.23 > 钢铁 2.25 > 石油石化 1.93 > 造纸 1.74 > 有色金属 1.33。

虽然市场有这样那样的讨论，认为明年经济状况一般，或者货币政策中性，或者财政政策常态...但这些都并非本轮大宗商品上涨的重点，大宗商品的上涨从需求解释是片面的，而从大宗商品周期（包含中周期与短周期）上的解释才是更加全面的。

会有投资人反对，认为有色金属的稀缺性更好，对此我们不加争辩，我们在去年、今年上半年市场鲜有看好有色金属板块时已经表述了这个观点，现在它们的商品价格与股票价格的上涨已经验证了这一点（同时也是 price in 的一种体现），当趋势成立的时候，我们都会找到无比令人信服的理由去解释过去发生的变化，而我们始终坚持预判未发生的可能，并提出自己领先的预判。无论如何，这些标的的估值扩张系数还有不错的空间，因此争论的结果都是愉悦的，它们将持续带来不错的收益。

**表 4：资源品估值扩张弹性测算**

	钢铁	扩张倍数	煤炭	扩张倍数	有色金属	扩张倍数	石油石化	扩张倍数	造纸	扩张倍数
2005-01-24	1.30		2.78		3.49		1.40		1.91	
2007-10-30	4.28	3.29	12.31	4.43	6.36	1.82	3.48	2.49	6.40	3.35
2008-10-27	0.28		0.56		0.52		0.63		0.22	
2010-11-08	1.35	4.87	3.09	5.54	2.77	5.29	1.86	2.94	2.83	13.00
2012-06-04	0.46		1.09		1.07		1.38		0.97	
2015-04-27	0.85	1.87	0.84	0.77	1.35	1.26	1.45	1.05	0.97	1.00
2016-02-12	0.36		0.31		0.80		0.69		0.87	
2018-01-29	1.20	3.36	1.13	3.63	1.96	2.46	1.28	1.86	1.99	2.30
2020-03-19	0.48		0.36		1.07		0.57		0.73	
2020-12-11	0.53		0.45		1.73		0.64		1.15	
平均数		3.53		3.47		3.51		2.09		4.91
中位数		3.32		4.03		2.14		2.17		2.82
周期末期	1.20	2.25	1.45	3.23	2.29	1.33	1.24	1.93	1.99	1.74

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 人民币汇率强劲升值，拖累港币汇率贬值

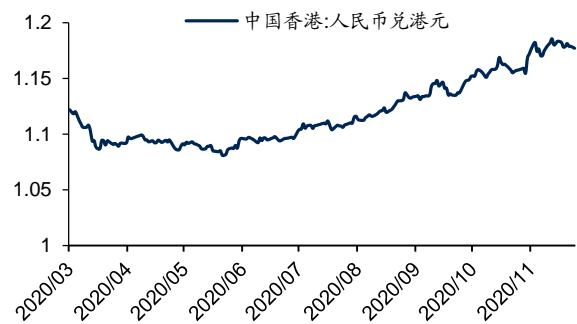
美元指数反弹至 94.75 下行至 90.50。我们在年度报告中判断，明年美元兑人民币汇率继续下行，不过从急跌至缓跌的过程。

图 30: 美元港币汇率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

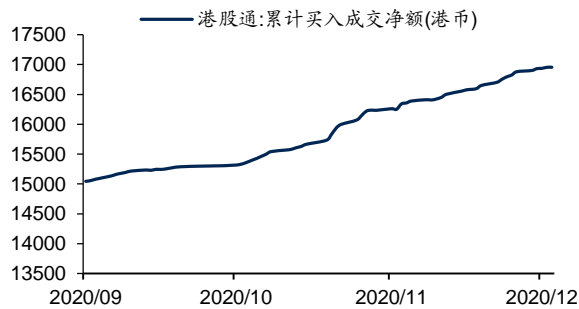
图 31: 人民币兑港币走势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

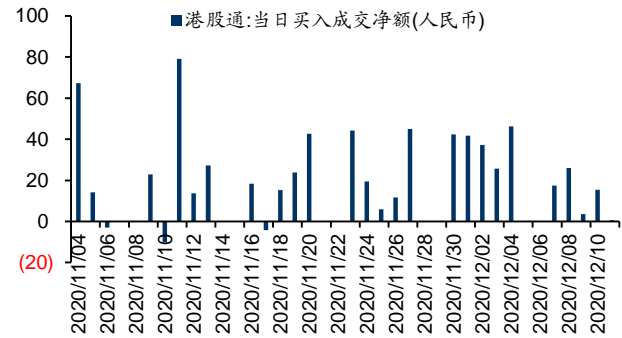
11月, 南向资金继续持续买入, 趋势明显。

图 32: 港股通: 累计买入成交净额



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 南向资金日成交净额 (亿人民币)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 南向资金跟踪

腾讯控股、小米集团、华润啤酒、中国移动、工商银行、建设银行、汇丰控股、中国海洋石油、舜宇光学科技、香港交易所进入买入前 10 名；

而中芯国际、中国生物制药、比亚迪股份、吉利汽车、美团、药明生物、中国太平、平安好医生、中国神华成为卖出前 10 名。

表 5: 南向资金跟踪

排名	股票代码	股票简称	净买入	排名	股票代码	股票简称	净卖出
1	0700.HK	腾讯控股	179.05	1	0981.HK	中芯国际	-21.2
2	1810.HK	小米集团-W	67.15	2	1177.HK	中国生物制药	-17.64
3	0291.HK	华润啤酒	37.61	3	1211.HK	比亚迪股份	-17.38
4	0941.HK	中国移动	29.21	4	0175.HK	吉利汽车	-7.97
5	1398.HK	工商银行	26.44	5	3690.HK	美团-W	-7.24
6	0939.HK	建设银行	19.97	6	2963.HK	药明生物(旧)	-6.72
7	0005.HK	汇丰控股	19.86	7	0966.HK	中国太平	-5.67
8	0883.HK	中国海洋石油	14.59	8	1833.HK	平安好医生	-4.59
9	2382.HK	舜宇光学科技	12.98	9	1088.HK	中国神华	-2.64
10	0388.HK	香港交易所	12.33	10	2269.HK	药明生物	-2.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

组合方面建议如下:

**表 6: 12 月模拟组合**

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	19 股息率	负债率	19ROE	ROE/PB
0700.HK	腾讯控股	计算机	56,371	8.44	37.7	31.4	0.3%	49%	24.7%	2.9%
3690.HK	美团-W	计算机	17,285	14.73	311.0	121.9	0.0%	30%	2.5%	0.2%
9618.HK	京东集团-SW	计算机	10,022	5.83	39.7	41.9	0.0%	61%	17.2%	3.0%
9988.HK	阿里巴巴-SW	计算机	55,457	5.57	31.1	25.1	0.0%	33%	23.7%	4.2%
2689.HK	玖龙纸业	轻工制造	501	1.10	8.3	7.3	3.9%	53%	10.5%	9.5%
6030.HK	中信证券	非银行金融	4,015	1.07	11.1	9.8	2.0%	79%	7.8%	7.3%
1378.HK	中国宏桥	有色金属	632	0.91	7.0	6.2	5.1%	63%	9.9%	10.9%
0914.HK	海螺水泥	建材	3,114	1.48	6.2	6.1	3.4%	20%	26.9%	18.2%
3968.HK	招商银行	银行	12,638	1.59	11.3	10.1	2.7%	92%	16.1%	10.2%
2313.HK	申洲国际	纺织服装	2,086	7.22	33.0	27.9	1.6%	21%	21.5%	3.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

疫情发展的不确定性, 贸易关系的恶化, 国际关系的恶化。

**表 7: 覆盖公司一览**

代码	简称	市值 (亿港元)	股价	2019 EPS	2020 EPS	2021 EPS	PE 2019	PE 2020	PE 2021	PB	评级
3377.HK	远洋集团	115	1.51	0.29	0.39	0.46	5.2	3.8	3.3	0.2	增持
1628.HK	禹洲集团	159	2.80	0.83	0.96	1.08	3.4	2.9	2.6	0.6	买入
3380.HK	龙光集团	649	11.76	2.36	2.59	3.16	5.0	4.5	3.7	1.6	买入
0884.HK	旭辉控股集团	497	6.04	0.96	1.17	1.39	6.3	5.2	4.4	1.4	买入
1238.HK	宝龙地产	222	5.35	1.17	0.98	1.22	4.6	5.5	4.4	0.6	买入
3333.HK	中国恒大	2,036	15.28	1.48	2.47	2.83	10.3	6.2	5.4	1.4	买入
1638.HK	佳兆业集团	234	3.82	0.87	1.14	1.42	4.4	3.3	2.7	0.7	买入
2007.HK	碧桂园	2,221	10.08	2.09	2.44	2.76	4.8	4.1	3.6	1.3	买入
1813.HK	合景泰富集团	314	9.86	3.25	2.42	2.93	3.0	4.1	3.4	0.7	买入
3301.HK	融信中国	89	5.30	2.18	2.71	3.24	2.4	2.0	1.6	0.5	买入
0960.HK	龙湖集团	2,520	41.95	3.03	3.65	4.33	13.8	11.5	9.7	2.5	买入
1918.HK	融创中国	1,261	27.05	6.99	7.49	8.62	3.9	3.6	3.1	1.2	买入
2688.HK	新奥能源	1,209	107.20	5.16	6.29	7.33	20.8	17.0	14.6	4.1	买入
0384.HK	中国燃气	1,522	29.20	1.76	2.05	2.38	16.6	14.2	12.3	3.4	买入
1600.HK	天伦燃气	63	6.23	0.93	1.02	1.16	6.7	6.1	5.4	1.4	买入
0855.HK	中国水务	103	6.50	1.02	1.09	1.22	6.4	6.0	5.3	1.1	买入
1530.HK	三生制药	173	6.82	0.47	0.70	0.82	14.6	9.7	8.4	1.5	买入
1177.HK	中国生物制药	1,269	6.73	0.16	0.20	0.23	41.2	33.9	28.8	3.6	买入
2269.HK	药明生物	3,327	81.50	0.91	1.26	1.73	89.6	64.7	47.2	21.7	买入
2005.HK	石四药集团	139	4.55	0.34	0.30	0.42	13.4	15.4	10.8	2.9	买入
1093.HK	石药集团	857	7.16	0.36	0.50	0.57	20.2	14.5	12.6	4.0	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	231	11.88	0.08	-0.93	-0.78	153.2	-12.8	-15.3	3.1	买入
0950.HK	李氏大药厂	25	4.30	0.21	0.40	0.42	20.3	10.8	10.2	1.2	买入
1302.HK	先健科技	177	4.08	0.04	0.05	0.07	116.6	77.0	58.3	12.7	买入
1368.HK	特步国际	84	3.31	0.34	0.20	0.30	9.8	16.7	10.9	1.1	买入
2313.HK	中洲国际	2,086	138.80	3.95	4.22	5.04	35.1	32.9	27.5	7.2	买入
2020.HK	安踏体育	2,963	109.60	2.32	2.26	3.30	47.3	48.4	33.2	12.8	买入
1234.HK	中国利郎	63	5.22	0.79	0.62	0.80	6.6	8.4	6.5	1.6	买入
6110.HK	滔搏	649	10.46	0.43	0.49	0.58	24.2	21.3	17.9	5.1	买入
2331.HK	李宁	1,124	45.15	0.72	0.77	1.03	62.4	58.6	44.0	13.5	买入
6068.HK	睿见教育	86	3.94	0.21	0.26	0.33	18.8	15.4	12.1	2.6	买入
2001.HK	新高教集团	72	4.55	0.29	0.38	0.52	15.6	11.8	8.7	2.8	买入
1569.HK	民生教育	45	1.07	0.10	0.10	0.14	10.4	11.1	7.5	1.0	买入
6169.HK	宇华教育	223	6.69	0.16	0.33	0.45	41.0	20.5	14.7	5.4	买入
1773.HK	天立教育	182	8.77	0.15	0.21	0.26	57.8	41.8	34.2	6.4	买入
1765.HK	希望教育	145	2.01	0.08	0.10	0.14	24.6	19.1	14.4	2.3	买入
2779.HK	中国新华教育	37	2.33	0.20	0.21	0.26	11.7	11.1	9.1	1.3	买入
0839.HK	中教控股	296	13.76	0.34	0.52	0.63	40.7	26.2	21.8	3.1	买入
0667.HK	中国东方教育	364	16.60	0.45	0.43	0.68	36.5	38.5	24.5	5.5	买入
0700.HK	腾讯控股	56,371	588.00	11.51	15.00	18.39	51.1	39.2	32.0	8.4	买入
3888.HK	金山软件	569	41.45	-1.32	8.68	1.50	-31.4	4.8	27.5	2.0	买入
0268.HK	金蝶国际	903	26.05	0.13	0.05	0.10	203.0	558.2	248.1	13.9	买入
2280.HK	慧聪集团	16	1.19	-0.38	-0.18	0.17	-3.1	-6.6	7.0	0.4	买入
1980.HK	天鸽互动	9	0.74	0.09	2.23	2.83	8.3	0.3	0.3	0.3	增持
3690.HK	美团-W	17,285	293.80	0.44	0.89	1.01	662.7	331.4	289.5	14.7	买入
1347.HK	华虹半导体	553	42.65	1.01	0.54	0.85	42.3	78.6	50.0	2.8	买入
2018.HK	瑞声科技	498	41.20	2.12	2.59	3.25	19.4	15.9	12.7	2.3	买入
1810.HK	小米集团-W	6,927	27.55	0.49	0.55	0.65	56.2	50.2	42.2	6.5	买入
2382.HK	舜宇光学科技	1,588	144.80	4.25	5.48	7.14	34.1	26.4	20.3	11.0	买入
0981.HK	中芯国际	2,672	22.05	0.23	0.23	0.23	94.8	94.8	94.8	1.5	买入
3998.HK	波司登	365	3.39	0.13	0.16	0.20	26.4	20.8	17.1	3.1	买入
2689.HK	玖龙纸业	501	10.68	0.96	1.04	1.88	11.2	10.3	5.7	1.1	买入
0354.HK	中国软件国际	207	7.60	0.35	0.41	0.49	21.7	18.6	15.5	2.7	增持
1299.HK	友邦保险	10,794	89.25	4.26	2.87	5.35	20.9	31.1	16.7	2.5	买入
9988.HK	阿里巴巴-SW	55,457	258.40	7.72	9.82	11.49	33.5	26.3	22.5	5.6	买入
1890.HK	中国科培	107	5.30	0.27	0.34	0.44	19.8	15.7	12.0	3.4	买入
0382.HK	中汇集团	81	7.96	0.24	0.30	0.35	32.5	26.2	22.7	4.1	买入
3813.HK	宝胜国际	100	1.87	0.19	0.07	0.22	10.0	26.7	8.4	1.2	买入
9618.HK	京东集团-SW	10,022	320.20	4.88	4.83	8.85	65.7	66.3	36.2	5.8	买入

6060.HK	众安在线	523	35.55	-0.35	0.48	0.71	-101.0	74.3	50.1	3.0	买入
9990.HK	祖龙娱乐	190	23.25	0.40	0.93	1.70	58.6	24.9	13.6	-13.9	买入
0388.HK	香港交易所	4,894	386.00	8.75	9.92	10.85	44.1	38.9	35.6	10.6	买入
9999.HK	网易-S	4,734	137.00	5.30	6.03	7.19	25.9	22.7	19.1	4.9	买入
1525.HK	建桥教育	24	5.84	0.35	0.51	0.70	16.7	11.4	8.3	1.3	买入
6969.HK	思摩尔国际	2,793	47.65	0.43	0.69	0.86	110.4	69.2	55.2	256.1	买入
2400.HK	心动公司	181	39.80	5.89	8.14	9.92	6.8	4.9	4.0	7.7	增持
2013.HK	微盟集团	261	11.56	0.23	-0.12	0.12	49.5	-99.1	99.1	15.4	买入
8083.HK	中国有赞	392	2.27	-4.63	-2.57	-1.13	-0.5	-0.9	-2.0	7.5	买入
6066.HK	中信建投证券	3,420	10.20	0.78	1.20	1.42	13.0	8.5	7.2	1.1	买入
1963.HK	重庆银行	143	4.58	1.57	1.62	1.73	2.9	2.8	2.7	0.4	增持
0772.HK	阅文集团	592	58.25	1.26	-3.15	1.59	46.2	-18.5	36.7	3.3	买入
1981.HK	华夏视听教育	86	5.21	0.13	0.16	0.26	40.6	31.9	20.3	5.7	买入

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032