

市场估值合理，大博弈升级无需过度悲观

—— A+H 策略前瞻之八十二

策略周报

- ◆ **A+H 策略前瞻：**本周市场受多个重磅事件扰动而明显调整，中央政治局会议整体表述较积极，重提做好“六稳”工作，维持地产调控政策定力同时，提出基建和消费可能是政策逆周期调节的主要方向，“把握好风险处置节奏和力度”以及“增加对民企的中长期融资”，将强化我们强调的“风险溢价降低”逻辑。周五贸易摩擦引发市场明显调整，我们认为极限施压是特朗普“以战促和”进一步措施，不宜理解为修昔底德陷阱或“新冷战”，无需过度恐慌。往后看，目前估值所隐含的 GDP 实际增长预期为 6%，处于合理水平，即使考虑新增关税影响，市场继续下行空间有限，继续调整可均匀加仓，极端情况下上证综指 2700 点是果断“捡便宜货”机会。而且大博弈升级将进一步打开“松货币、宽财政”的空间，对市场的意义为“长多”。配置上，周期主要考虑用于逆政策周期调节的基建行业；消费关注扩大内需主要抓手的汽车，以及旺季的养殖；成长型中小创在初期情绪消退后可继续增配；金融关注估值合理且中报季可能存在预期差的中小银行。港股方面，外部局势继续恶化使得港股本周大跌。即使在经过本周调整后，本港蓝筹和中资金融蓝筹仍然存在较明显地估值差异。系统性风险对中资金融股估值的负面影响会进一步降低。因此，本港蓝筹和中资金融位置互换，收敛前期估值差异仍将是未来港股市场主流方向。
- ◆ **北上资金大幅净流出，7月29日~8月2日，北上资金净流出 59.5 亿元（前值+25.9 亿元），净流入居前的行业是食品饮料、非银和银行；南下资金净流入 88.9 亿港元（前值+64.3 亿），净流入较大的行业是银行、非银和计算机。本周 AH 溢价指数上升 1.11 个百分点至 129.99。**
- ◆ **大类资产表现：**十年期美债收益率环比跌 10.58%，报 1.86%；美元指数上涨 0.09%，报 98.0843；人民币兑美元上涨 0.29%，报 6.8996；伦敦现货黄金上涨 1.50%，现货原油下跌 4.00%，至 53.95 美元/桶。
- ◆ **权益大势回顾：**上证综指、上证 50 和沪深 300 分别下跌 2.60%、3.25%、2.88%，中小板指、创业板指、中证 500 分别下跌 2.16%、0.33% 和 1.80%，恒生指数下跌 5.21%，恒生中国企业指数下跌 4.65%。从 PETTM 看，创业板指最新市盈率 49.53 倍，估值位于 47% 历史分位；中证 500 最新市盈率 22.67 倍，处于 10% 历史分位；上证 A 股最新市盈率 13.04，位于 44% 历史分位；沪深 300 最新市盈率 12.10 倍，位于 52% 历史分位；上证 50 最新市盈率 9.73 倍，位于 48% 历史分位。从 PB 来看，创业板指、中证 500、上证 A 股、沪深 300、上证 50 最新估值所处历史分位依次是 46%、6%、23%、39%、33%。
- ◆ **行业比较概览：**本周上涨的是农林牧渔和有色金属，下跌前三的是房地产、非银和建材。从 PETTM 历史分位看，煤炭（5%）、钢铁（5%）、建材（5%）、基础化工（6%）、房地产（6%）、轻工制造（9%）。从 PB 角度来看，石油石化（0%）、商贸零售（5%）低于历史 5% 分位数。近 1 月机构调研次数最多行业是基础化工、机械、电力设备，调研次数最多公司是沪电股份（7 次）。
- ◆ **风险提示：**1、美股波动加大；2、经济超预期下行。

分析师

谢超（执业证书编号：S0930517100001）
010-56513031
xiechao@ebsecn.com

陈治中（执业证书编号：S0930515070002）
0755-23946159
chenzhz@ebsecn.com

李瑾（执业证书编号：S0930518100001）
lijin@ebsecn.com

联系人

黄亚翎
021-52523815
huangyyl@ebsecn.com

黄凯松
021-52523813
huangkaisong@ebsecn.com

1、A+H 策略前瞻

本周，上证综指、中小板指、创业板指、恒生指数、恒生国企指数跌幅分别为-2.60%、-2.16%、-0.33%、-5.21%、-4.65%。本周市场受政策和消息面扰动较大，中央政治局会议所传递出下半年政策将保持相对积极态势，但特朗普再度威胁将对剩余 3000 亿美元商品加征 10% 的关税，市场受此影响再度下跌，成交额与融资融券余额基本与上周持平，风格上中小创表现更强。外部压力加大使得香港市场下跌势头延续，并在周五再次出现单日大跌。板块方面，各板块全线调整。消费板块因贸易摩擦再现风波而跌幅靠前，公用板块跌幅较小，但投资者将防御重点转向了中资公用，以取代近期承压的本港蓝筹。

北上资金大幅净流出，7 月 29 日~8 月 2 日，北上资金净流出 59.5 亿元（前值+25.9 亿元），净流入规模居前的行业是食品饮料、非银和银行；南下资金净流入 88.9 亿港元（前值 64.3 亿港元），净流入规模较大的行业是银行、非银和计算机。本周 AH 溢价指数上升 1.11 个百分点至 129.99。

本周市场受多个重要事件扰动，整体出现明显调整。周二中央政治局会议整体表述较为积极，会议明确提出“经济下行压力加大”，重提做好“六稳”工作，货币政策“保持流动性合理充裕”，维持“财政政策要加力提效”的基调。同时，会议新增“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，明确了地产调控的政策定力，这虽然引起市场对地产行业的担忧，但这也为货币和财政政策宽松预留出一定的空间，而其中提到的加快多方面基础设施建设，意味着基建依然是逆周期调节的主要政策工具。针对金融机构方面，“把握好风险处置节奏和力度”意味着金融风险出清的方式上将更加合理，可有效防止包商事件重演，以及会议强调重点引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，有助于强化我们所强调的“风险溢价降低”的逻辑。

在外部冲击方面，美联储兑现降息 25 个基点，但是鲍威尔偏鹰派表述使市场对未来进入降息周期的预期落空，引发了美股和 A 股调整。但国内货币政策更多取决于国内形势，无需过度担忧外围影响。周五特朗普再度威胁对中国输美的剩余 3000 亿美元商品加征 10% 的关税，引发市场跌幅扩大，但市场并未呈现前几次的恐慌局面，可能与双方的谈判未来仍将继续进行有关。但由于第四批商品中手机等电子产品占比较高，因此电子和通信行业调整明显。本次加税的提出，实际上并不违背我们在 2018 年 8 月发布的《特朗普的战争与和平》的观点，极限施压是特朗普“以战促和”的进一步措施，本质上是一种大博弈策略。因此不宜理解为修昔底德陷阱或者进一步滑向“新冷战”，无需过度恐慌，而且这种做法，恰恰反映了特朗普对在其本届任期内达成中美贸易协议的意愿比较强。

往后看，目前估值所隐含的名义增长预期为 8.1%，实际增长预期约为 6%，根据 OECD 对 3000 亿美元加征 25% 关税的测算，我们估算可得若加征 10% 的关税，可能影响实际 GDP 约 0.2-0.4%。目前市场本身已经处于非常合理的水平，继续下行的空间不大，如果继续调整则可均匀买入，若上证综指回落至 2700 点附近，可果断积极买进“便宜货”。更重要的是，我们始终强调大博弈对中美两国的影响具有非对称性，它会造成我们的通缩压力，将有望打开我们政策宽松的空间，结合政治局会议“房住不炒”的坚定表态来看，预计大博弈升级将进一步打开“松货币、宽财政”的空间，进一

步强化“财政政策要加力提效”、“货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”等既定政策取向，预计有望再次降准、基建增速有望提升，旧城改造和启动农村消费政策有望加速落地。

A 股行业配置上，我们建议：（1）周期：周期仍然趋弱，整体建议低配，但基建作为政策逆周期调节重要方向，可优选考虑基建相关行业。（2）消费：食品饮料仍处较高的估值分位水平，8 月中报季仍在进行，业绩低于预期的蓝筹白马持续出现，可能继续冲击“消费抱团”格局，买点预计尚未到来；建议关注性价比较高且作为扩大内需主要抓手的汽车，以及迎来旺季的养殖。（3）成长：贸易摩擦影响市场风险偏好，历次关税加征对 TMT 板块的短期冲击明显，但初期情绪消退后可继续增配受益政策宽松的中小创。而且基本面改善预期强化，科创板带来的估值提振和赚钱效应，都有利于科创类行业的表现，重点关注 5G 产业链、计算机和半导体。（4）金融地产：银行估值较为合理，且此前预期不高在中报季可能存在预期差，建议增配弹性较大的中小银行。主题上，受益于南北船合并以及国庆 70 周年阅兵，军工行业有望迎来主题窗口期，预计未来三个月有较多交易性机会。

海外方面，全球市场在美联储政策低于预期和中美贸易局势重现波折的双重打击几乎全线调整。由于美联储未能兑现全部市场预期，尤其是未就进一步降息空间提供清晰指引，预期美元将继续保持在 98 以上的相对强势区间，从而压制商品和新兴市场的表现。但避险资产，尤其是美元避险资产，将在资金流入的帮助下维持上涨。全球避险资产尤其是股市可能遭受短期波动。预计全球股市将面临一轮短期波动。美元走强带来的资金流入，好于预期的经济数据和 2 季度业绩将限制美股跌幅，但欧日和前期涨幅较大的新兴市场将有明显回撤。

美股方面，在 2 季报高峰期到来前，美股市场有非常明显地透支预期的迹象。由于美联储很难满足投资者对于降息幅度和后续空间指引的强烈要求，这种透支隐含了很大的回调风险。幸运的是，美股很快进入了 2 季报高峰期，并再度获得了好于预期的结果。特别是多家科网和制造业企业对下半年的业绩预期开始上修，配合前期强劲的宏观经济数据，将显著冲淡政策失望给美股市场带来的负面影响。同时，特朗普也在周末再次发出新的信号，表示新的关税计划是可以延期或撤销的，以降低这一举动对当前经济和资本市场的负面影响。预期美股市场将在短期调整后进入震荡整理。基于对下半年业绩预期的调整，美股内部的估值差异有望收窄。

港股方面，外部局势继续恶化加速港股本周大跌。周五大跌中，投资者转向火电和银行等低估值中资股避险。即使在经过本周调整后，本港蓝筹和中资金融蓝筹仍然存在较明显地估值差异。同时，一方面，本港蓝筹也因外资流失而继续承压；另一方面，本周中央政治局会议的政策指引虽然不能支持中资金融地产板块快速反弹，但也表明系统性风险对中资金融股估值的负面影响会进一步降低。因此，本港蓝筹和中资金融位置互换，收敛前期估值差异仍将是未来港股市场主流方向。

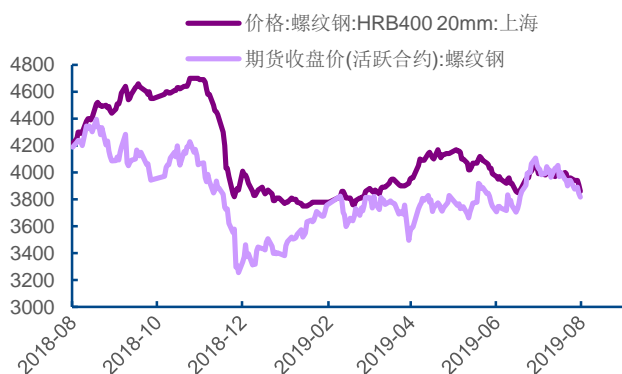
2、大势判断

2.1、周期跟踪

黑色系方面，秦皇岛 5500 大卡动力煤为 587 元/吨（前值 588 元/吨），螺纹钢现货为 3860 元/吨（前值 3960 元/吨），热卷为 3830 元/吨（前值 3900 元/吨）。全国 35 个地区螺纹钢库存上升，本周为 633.15 万吨（前值 616.98 万吨）；主要建筑钢材生产企业螺纹钢库存 251.78 万吨（前值 241.69 万吨）。

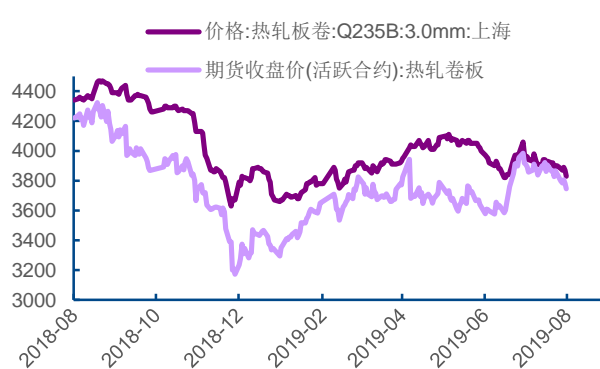
化工大宗商品方面，PVC 社会库存为 46.79 万吨（前值 47.26 万吨），上游库存为 2.89 万吨（前值 2.79 万吨）。PE 社会库存为 12.83 万吨（前值 12.89 万吨），上游库存为 2.70 万吨（前值 2.72 万吨）。PP 社会库存为 10.81 万吨（前值 11.22 万吨），上游库存为 2.06 万吨（前值 2.07 万吨）。

图 1：螺纹钢(元/吨)



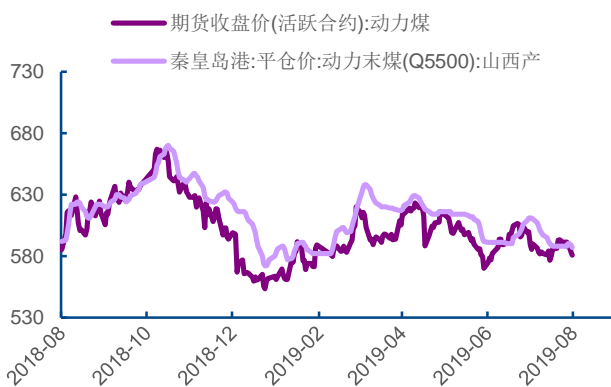
资料来源：wind

图 2：热卷(元/吨)



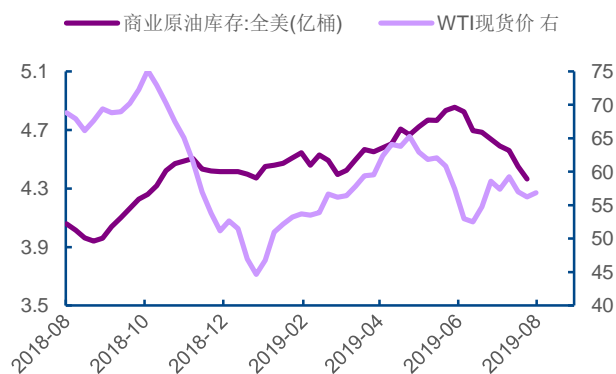
资料来源：wind

图 3：动力煤价格走势（元/吨）



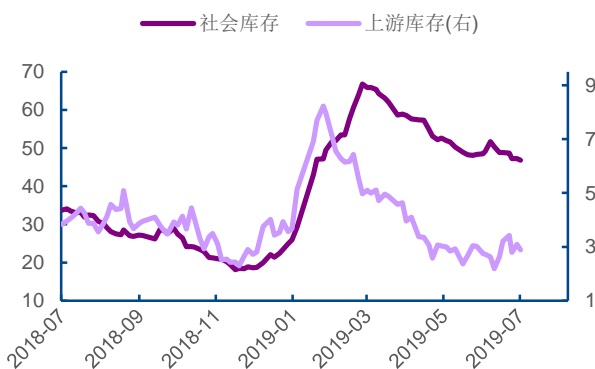
资料来源：wind

图 4：美国商业原油库存与 WTI 油价（美元/桶，右）



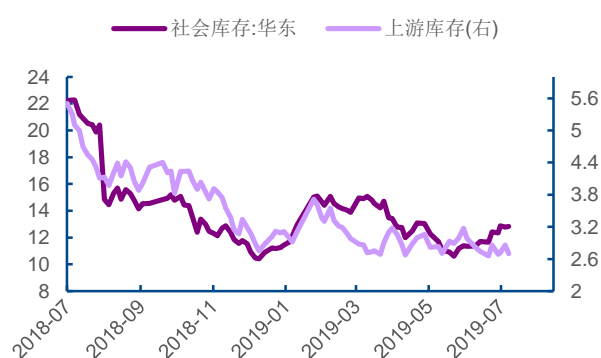
资料来源：wind

图 5: PVC 库存 (万吨) 走势



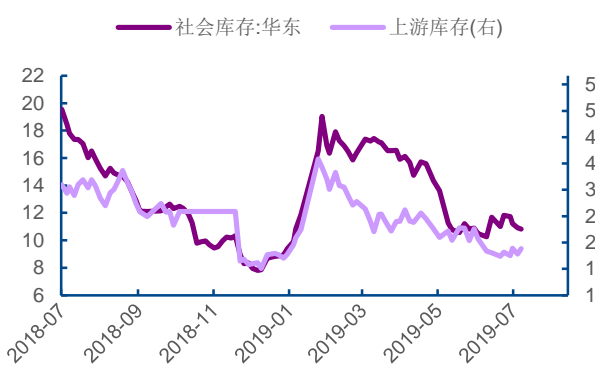
资料来源: wind

图 6: PE 库存 (万吨) 走势



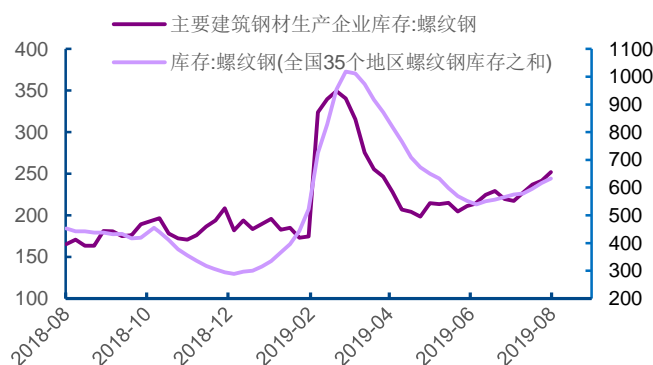
资料来源: wind

图 7: PP 库存 (万吨) 走势



资料来源: wind

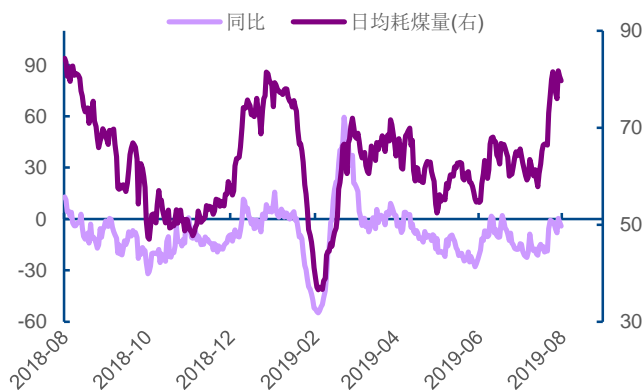
图 8: 螺纹钢库存走势 (万吨)



资料来源: wind

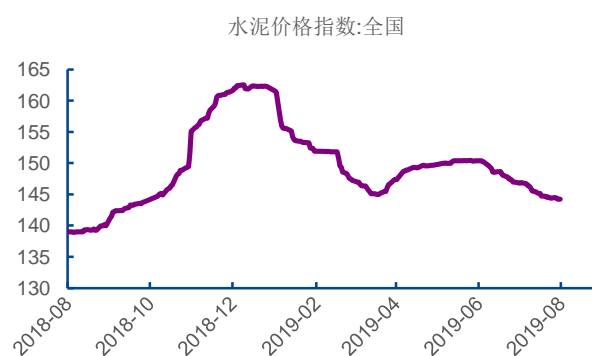
工业生产方面,截至本周五,六大发电集团日均耗煤量 79.67 万吨(前值 79.95 万吨);水泥价格指数下降,为 144.23 点(前值 144.37 点)。截至本周五,唐山钢厂开工率上升,为 61.59%(前值 57.97%),全国高炉开工率上升,为 67.27%(前值 66.71%)。

图 9: 六大发电集团日均耗煤 (万吨) 与增速 (%)



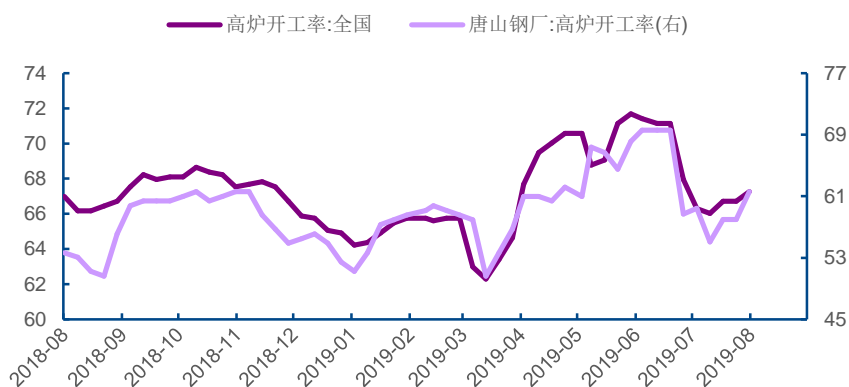
资料来源: wind

图 10: 水泥价格指数: 全国



资料来源: wind

图 11: 高炉开工率 (%)



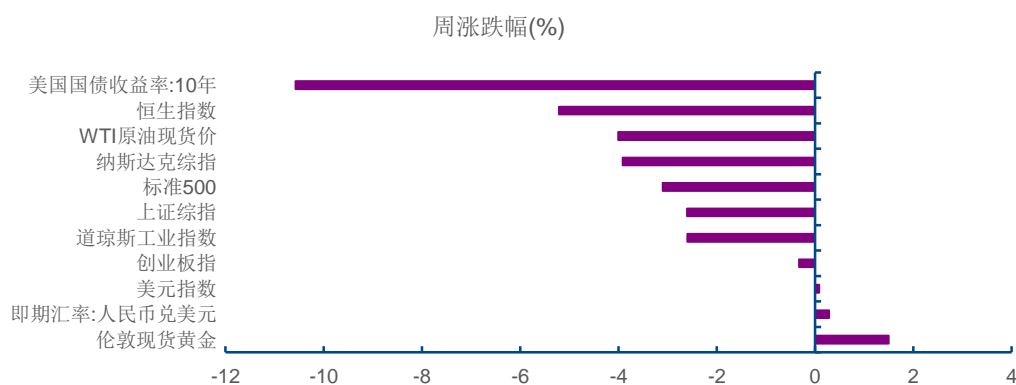
资料来源: wind

2.2、大类资产

本周股市方面, 美股指数和 A 股指数均下跌。具体来看, 纳斯达克指数下跌 3.92%(前值上涨 2.26), 标普 500 指数下跌 3.10%(前值上涨 1.65%), 道琼斯工业指数下跌 2.60%(前值上涨 0.14%)。A 股方面, 创业板指下跌 0.33%(前值上涨 1.29%), 上证综指下跌 2.60%(前值上涨 0.70%)。

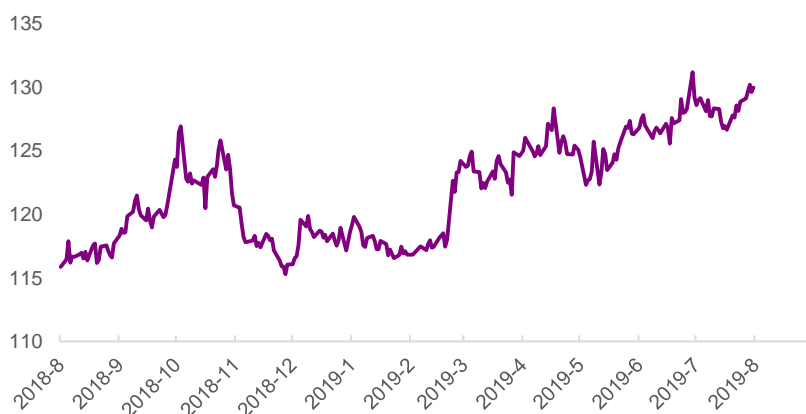
其他大类资产方面, 十年期美债收益率环比下跌 10.58%, 报 1.86%; 美元指数上涨 0.09%, 报 98.0843; 人民币兑美元上涨 0.29%, 报 6.8996; 伦敦现货黄金上涨 1.50%, 现货原油下跌 4.00%, 至 53.95 美元/桶; 恒生指数下跌 5.21%。

图 12: 大类资产表现: 一周涨跌幅 (%)



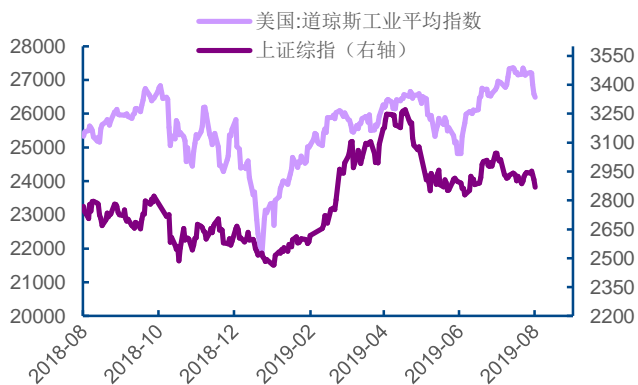
资料来源: wind

图 13: 恒生沪深港通 AH 股溢价



资料来源: wind

图 14: 美股及上证指数走势



资料来源: wind

图 15: 纳斯达克及创业板走势



资料来源: wind

图 16: 市场波动率指数 (VIX)



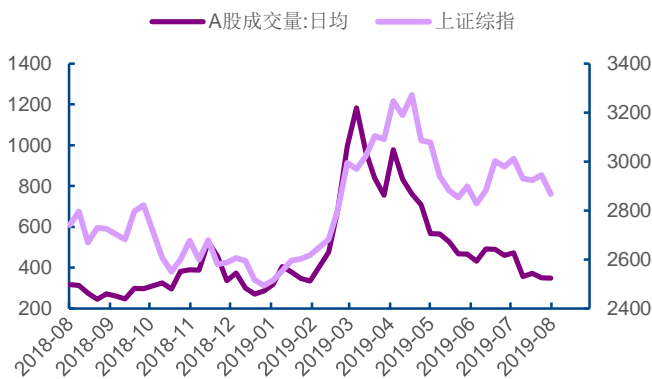
资料来源: wind

2.3、权益大势

本周 A 股日均成交量 347.92 亿股（前值 349.62 亿股），日均换手率为 0.69%（前 0.69%）。分板块来看，上证 50 日均成交额增加 15.42 亿元，中证 500 日均成交额增加 37.96 亿元，沪深 300 日均成交额增加 28.64 亿元，创业板指日均成交额增加 8.00 亿元。

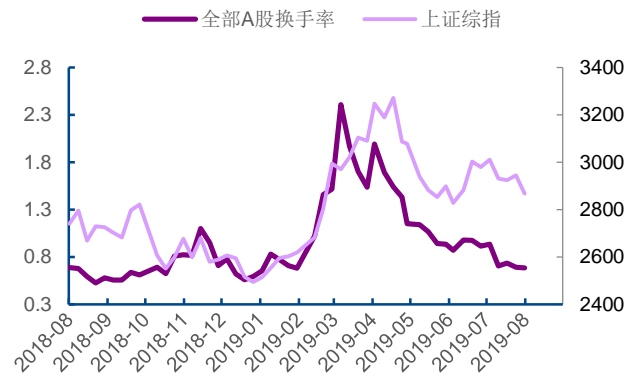
港股日均成交量 103.86 亿股（上周 117.56 亿股），主板日均成交金额 567.07 亿港元（上周为 662.33 亿港元）。板块方面，各行业板块本周全线调整。消费板块因贸易局势再现风波而跌幅靠前，公用板块跌幅较小，但投资者将防御重点转向了中资公用，以取代近期承压的本港蓝筹。

图 17：A 股周日均成交量（亿股）



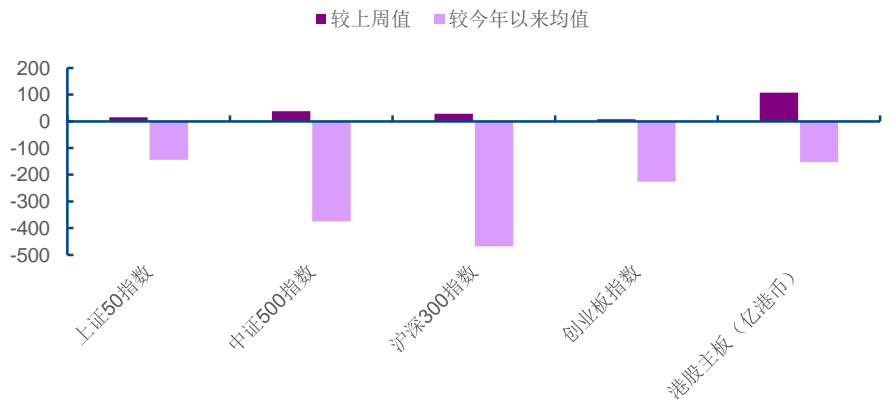
资料来源：wind

图 18：A 股日均换手率（整体法，%）



资料来源：wind

图 19：各板块成交额（亿元）行情



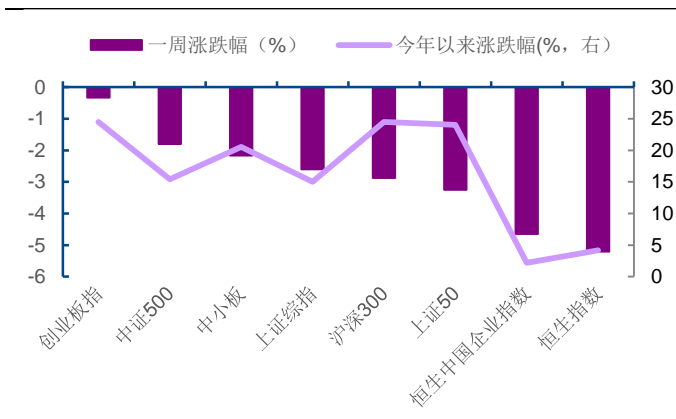
资料来源：wind

从指数上看，上证综指下跌 2.60%，上证 50 下跌 3.25%，沪深 300 下跌 2.88%，中小板指下跌 2.16%，创业板下跌 0.33%，中证 500 下跌 1.80%，恒生指数下跌 5.21%，恒生中国企业指数下跌 4.65%。

从 PETTM 看，从 PETTM 看，创业板指最新市盈率 49.53 倍，估值位于 47% 历史分位；中证 500 最新市盈率 22.67 倍，处于 10% 历史分位；上证 A 股最新市盈率 13.04，位于 44% 历史分位；沪深 300 最新市盈率 12.10

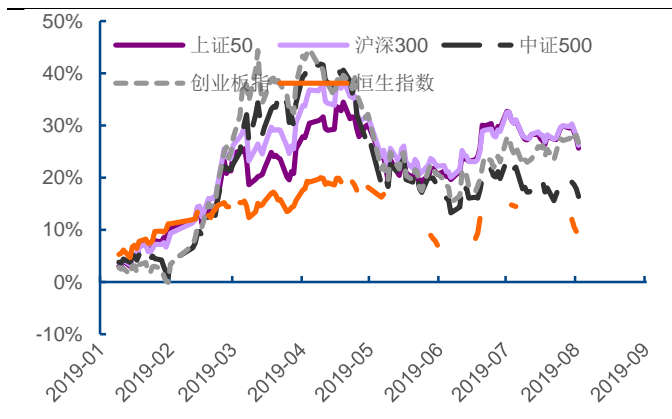
倍，位于 52% 历史分位；上证 50 最新市盈率 9.73 倍，位于 48% 历史分位。从 PB 来看，创业板、中证 500、上证 A 股、沪深 300、上证 50 最新估值所处历史分位依次是 46%、6%、23%、39%、33%。

图 20：主要指数一周表现



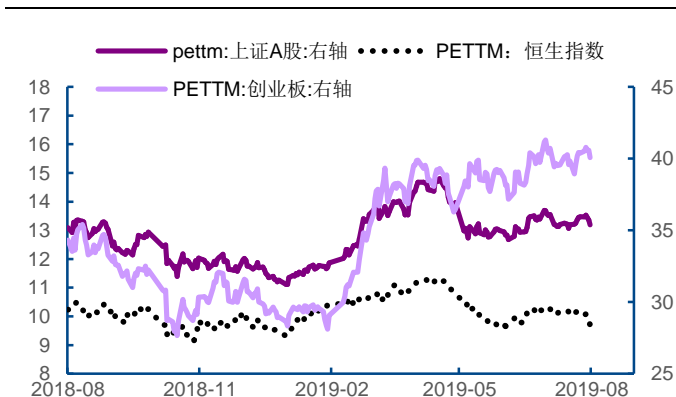
资料来源：wind

图 21：主要指数今年以来累计涨幅



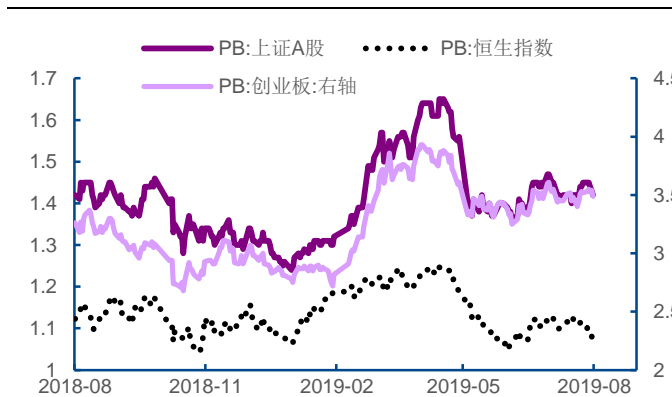
资料来源：wind

图 22：上证 A 股、创业板和恒生指数市盈率



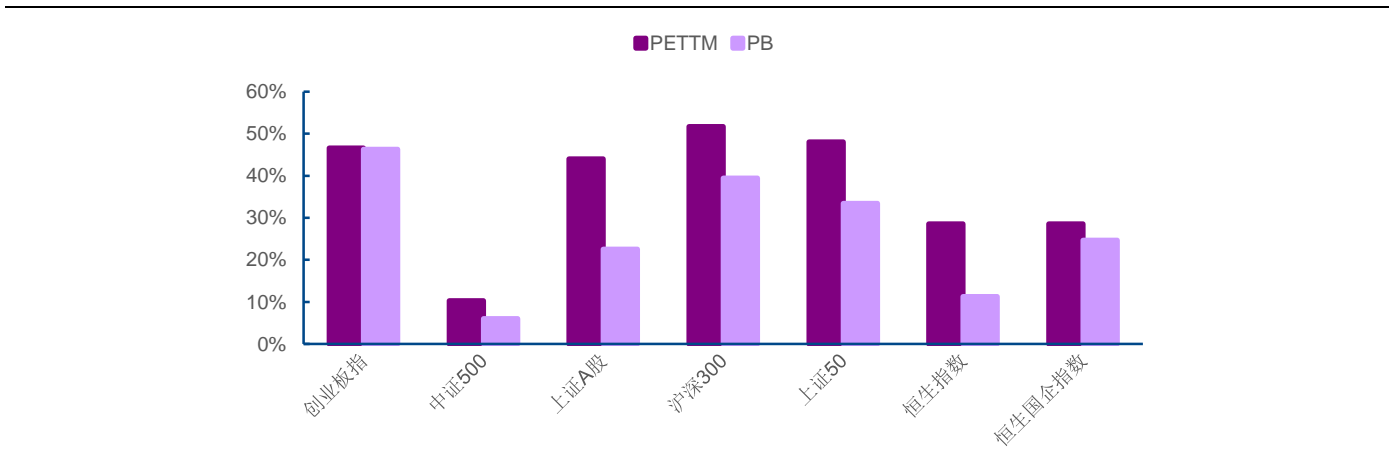
资料来源：wind

图 23：上证 A 股、创业板和恒生指数市净率



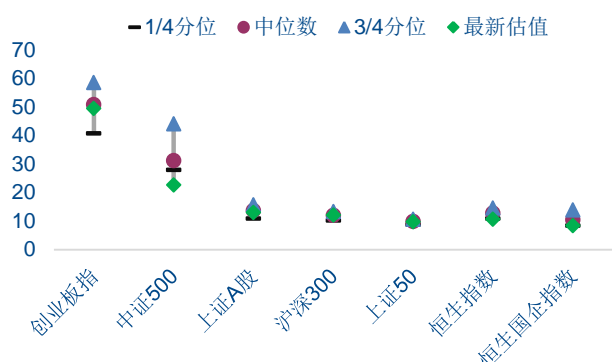
资料来源：wind

图 24：主要指数最新估值所属历史分位



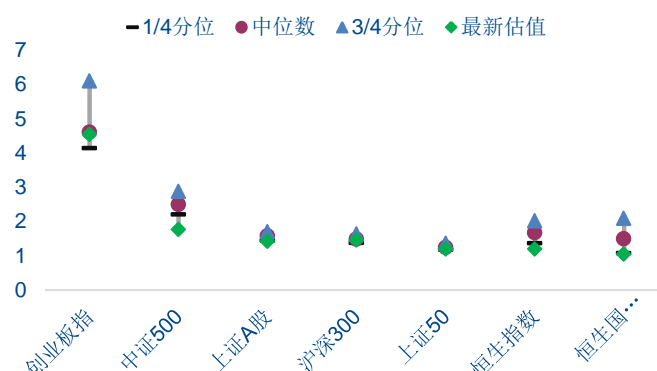
资料来源：wind

图 25：主要指数 PETTM



资料来源：wind

图 26：主要指数 PB



资料来源：wind

3、行业比较

分行业看，本周中信一级行业上涨靠前的是农林牧渔、有色金属；而下跌居前的行业是房地产、非银行金融、建材等。今年以来涨跌幅情况，2019年以来，中信一级行业涨幅前五分别是农林牧渔、食品饮料、非银行金融、家电、电子元器件；2019年以来涨幅后五分别是建筑、钢铁、传媒、石油石化、纺织服装。

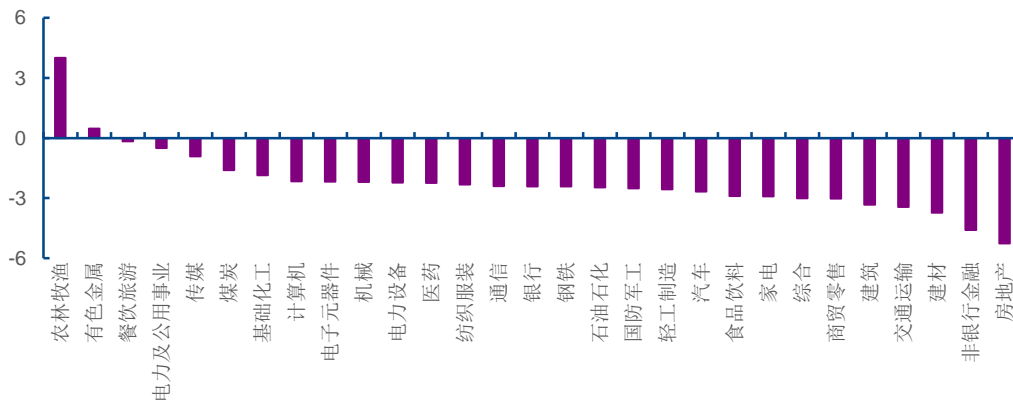
重要股东二级市场本周净减持 21.33 亿（前值净减持 37.68 亿），净增持最多的行业为石油石化（0.48 亿）、银行（0.27 亿）；净减持最多行业为传媒（-6.35 亿）、国防军工（-4.45 亿）、电力及公用事业（-2.28 亿）。本周增持比例最高的前五个股分别是欧比特、唐德影视、融捷健康、宗申动力、*ST 尤夫，减持比例最高的前五个股分别是安达维尔、掌阅科技、博士眼镜、东旭蓝天、航天发展。

陆股通本周净流出 59.5 亿（前值净流入 25.9 亿），从十大活跃个股所属行业看，净买入的行业为农林牧渔（8.81 亿）、传媒（0.61 亿）；净卖出的行业是食品饮料（-24.99 亿）、非银（-15.67 亿）、银行（-7.18 亿）。

2019 年 7 月 4 日至 8 月 3 日，机构（含证券公司、基金公司、保险及保险资管、私募、其他）共调研 262 家上市公司，机构调研公司数量最多的前五个行业分别是基础化工、机械、电力设备、医药和计算机；调研公司数量最少的五个行业分别是煤炭；近一月机构调研总次数最多的公司是沪电股份（7 次）。

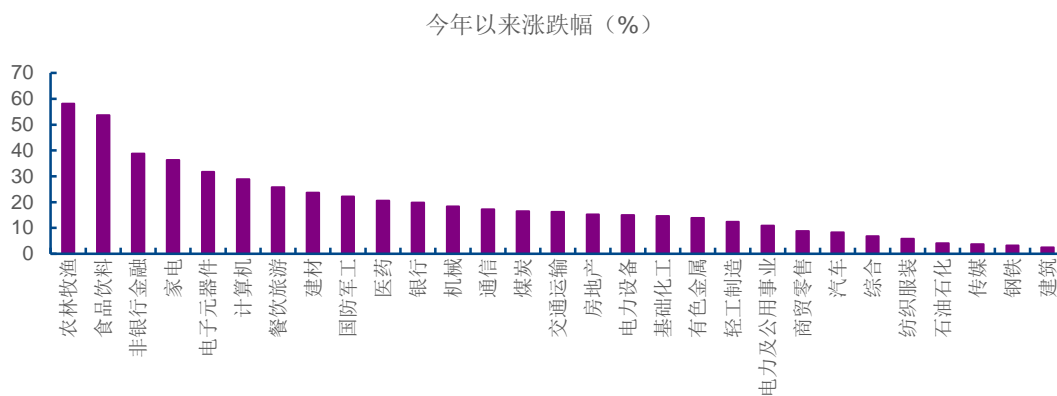
从 PETTM 历史分位来看，目前低于 10% 分位的行业有：煤炭（5%）、钢铁（5%）、建材（5%）、基础化工（6%）、房地产（6%）、轻工制造（9%）。从 PB 角度来看，石油石化（0%）、商贸零售（5%）低于历史 5% 分位数。

图 27：行业一周涨跌幅 (%)



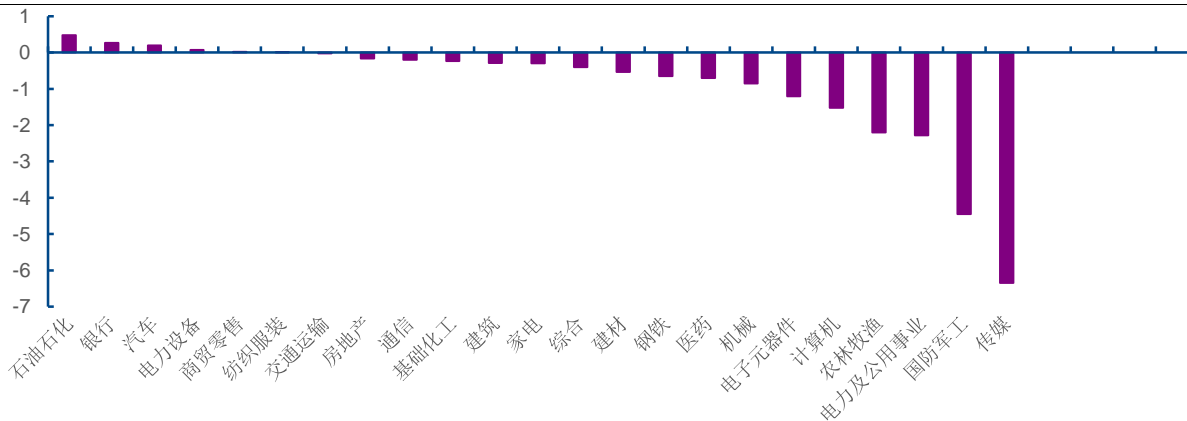
资料来源：wind

图 28：中信一级行业年初至今涨跌幅(%)



资料来源：wind

图 29：二级市场重要股东增减持行业分布 (单位：亿元)



资料来源：wind

表 2: 增持比例最高的前十个个股

代码	简称	行业	市值(亿元、20190803)	PE (TTM、20190803)	重要股东增持数量(万股、20190728~20190804)	增持数量占流通股比重(%)
300053.SZ	欧比特	电子元器件	79.34	83.16	1486	2.59
300426.SZ	唐德影视	传媒	24.42	-2.45	625	2.47
300247.SZ	融捷健康	家电	23.64	-2.86	804	1.25
001696.SZ	宗申动力	机械	65.38	16.89	881	0.99
002427.SZ	*ST 尤夫	基础化工	47.26	-4.47	346	0.90
002101.SZ	广东鸿图	汽车	36.15	13.07	231	0.54
002174.SZ	游族网络	传媒	128.92	13.43	295	0.46
600565.SH	迪马股份	房地产	92.16	8.84	1065	0.45
002408.SZ	齐翔腾达	石油石化	135.80	17.38	568	0.33
300510.SZ	金冠股份	电力设备	51.38	28.84	125	0.25

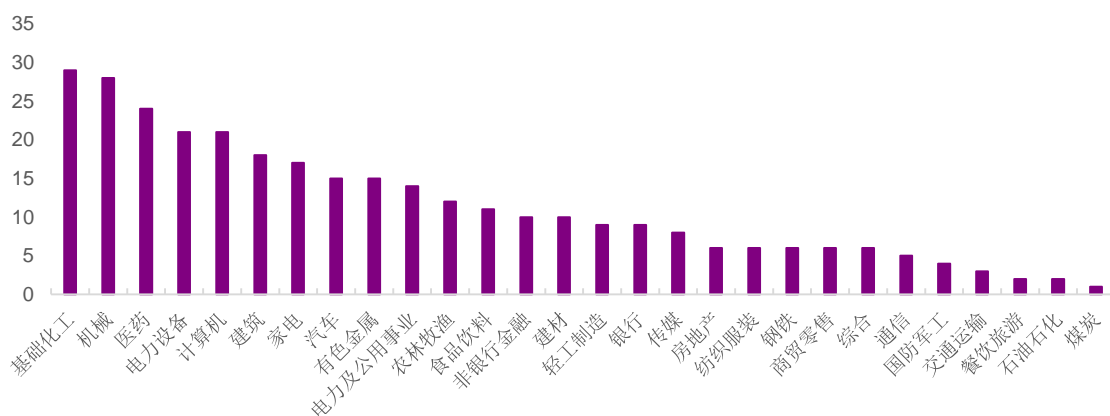
资料来源: wind,光大证券研究所

表 3: 减持比例最高的前十个个股

代码	简称	行业	市值(亿元、20190803)	PE (TTM、2019083)	重要股东增持数量(万股、20190728~20190804)	减持数量占流通股比重(%)
300719.SZ	安达维尔	国防军工	31.15	57.23	585	7.46
603533.SH	掌阅科技	传媒	58.31	43.33	802	4.92
300622.SZ	博士眼镜	医药	19.62	32.94	259	4.77
000040.SZ	东旭蓝天	电力及公用事业	77.76	149.27	3799	3.58
000547.SZ	航天发展	国防军工	155.75	33.02	3686	3.31
300679.SZ	电连技术	电子元器件	92.38	42.34	436	3.27
300370.SZ	安控科技	机械	29.29	-5.52	2170	3.00
002837.SZ	英维克	机械	37.04	33.41	215	2.91
300535.SZ	达威股份	基础化工	14.85	35.72	153	2.89
002464.SZ	众应互联	传媒	33.13	42.11	1324	2.54

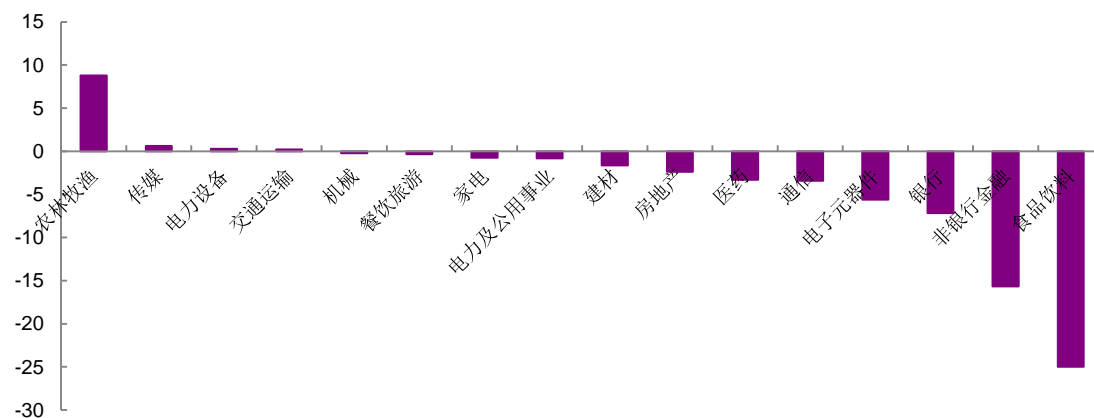
资料来源: wind,光大证券研究所

图 30：中信一级行业机构调研公司次数（2019 年 7 月 4 日至 8 月 3 日）



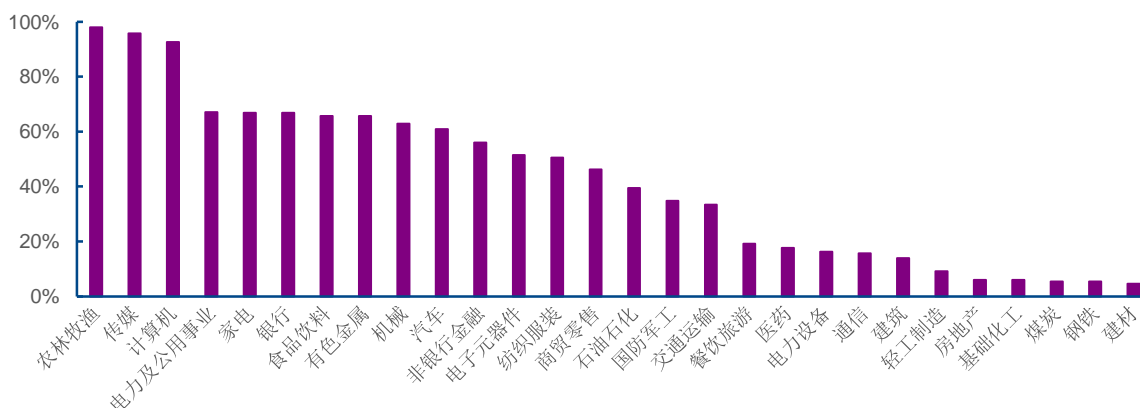
资料来源：wind

图 31：陆股通前十大活跃个股分行业净买入金额（单位：亿元）



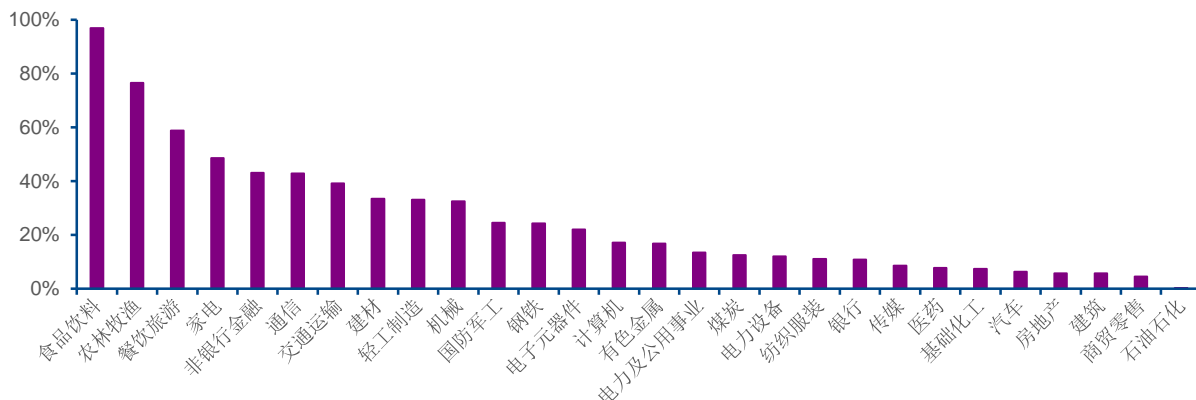
资料来源：wind

图 32：中信一级行业最新 PETTM 所属分位



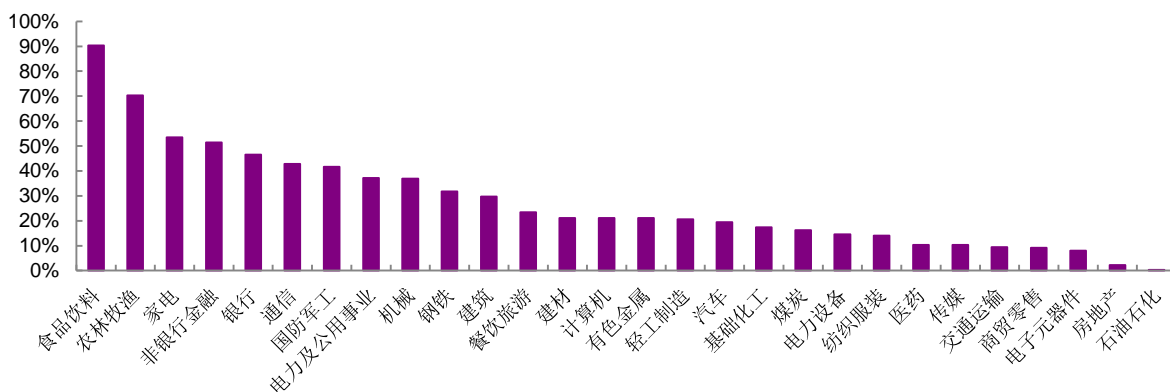
资料来源：wind,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今。

图 33：中信一级行业最新 PB 所属分位



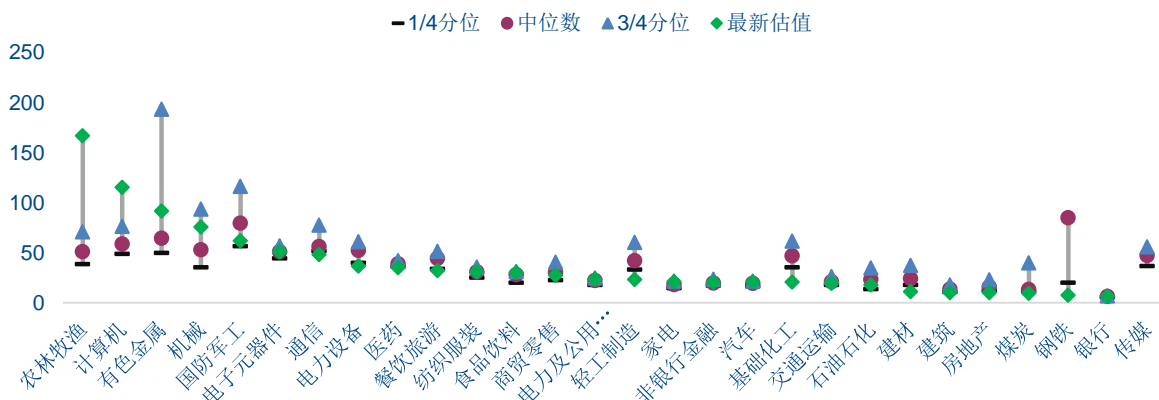
资料来源：wind,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今。

图 34：中信一级行业最新 PS 所属分位



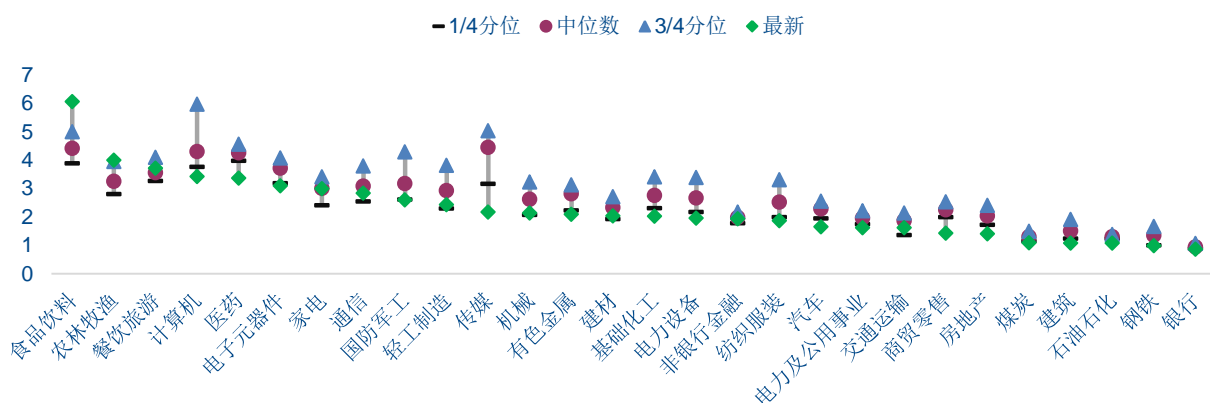
资料来源：wind。说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今。

图 35：中信一级行业最新 PETTM



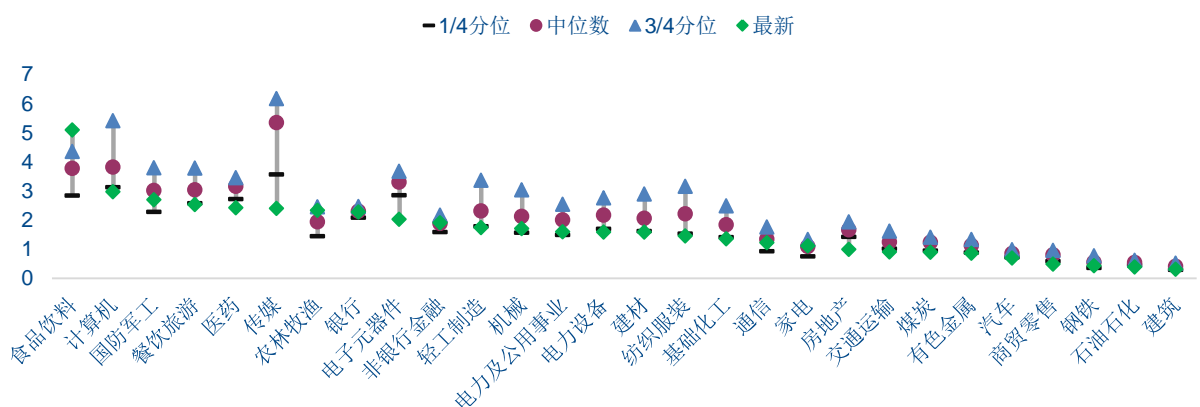
资料来源：wind,说明：时间跨度为 2012 年 10 月至今。

图 36: 中信一级行业最新 PB



资料来源: wind,说明: 时间跨度为 2012 年 10 月至今。

图 37: 中信一级行业最新 PS



资料来源: wind,说明: 时间跨度为 2012 年 10 月至今。

4、未来一周须知

表 4: 重要数据发布备忘录

日期	国家/地区	指标名称
2019-08-05	美国	7 月非制造业 PMI
2019-08-07	中国	7 月外汇储备(亿美元)
2019-08-08	美国	8 月 03 日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2019-08-09	日本	第二季度 GDP(初值):环比:季调(%)
	日本	第二季度 GDP(初值):同比(%)
	日本	第二季度 GDP 总量(初值)(十亿日元)
	中国	7 月 CPI:同比(%)
	中国	7 月 PPI:同比(%)
2019-08-09	英国	第二季度 GDP(初值):同比:季调(%)
	美国	7 月 PPI:最终需求:环比:季调(%)

	美国	7月PPI:最终需求:剔除食品和能源:环比:季调
	美国	7月PPI:最终需求:剔除食品和能源:同比:季调
	美国	7月PPI:最终需求:同比:季调(%)
	美国	7月核心PPI:环比:季调(%)
	美国	7月核心PPI:同比:季调(%)

资料来源: wind

5、风险提示

- 1、美股波动加大;
- 2、经济超预期下行

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼