

2019
迎接**否极泰来**

2019年度海通证券投资策略报告会
2019 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD.



证券研究报告

《凤凰涅槃》

——投资中国的历史性机会

姜超（首席经济学家、宏观债券研究）

SAC号码：S0850513010002

2018年12月4日

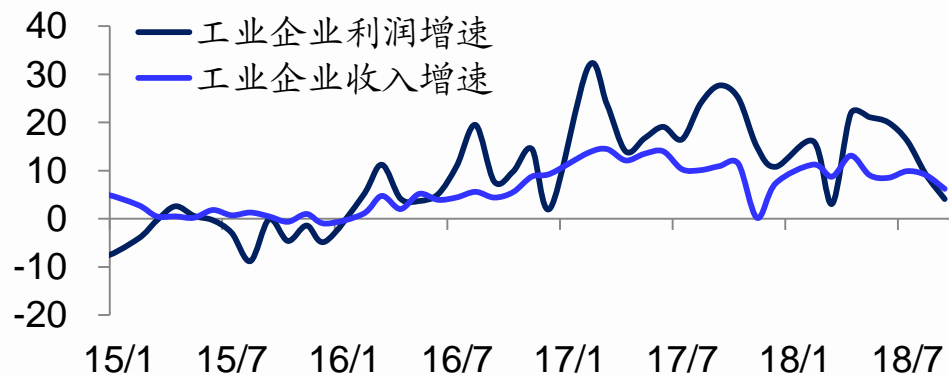
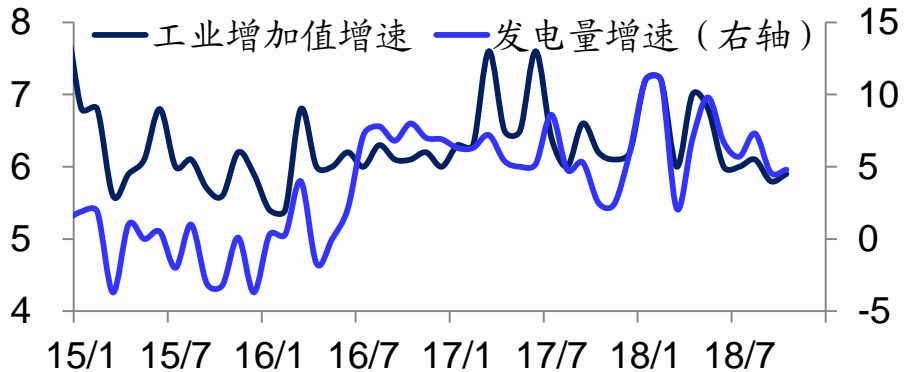
1. 举债发展经济，已经没有出路
2. 收货币驱劣币，减税奖励良币
3. 中国资本市场，迎接历史机会

经济下行压力加大

进入18年3季度以来，经济下行压力明显加大。3季度GDP增速降至6.5%，为09年2季度以来的最低值，9、10月工业增速降至6%以下、发电增速降至5%以下，均比年初显著下降，此外从工业企业经营指标来看，9月工业收入、利润增速均创多月新低，也显示经济正在明显下滑。

工业增速、发电量增速 (%)

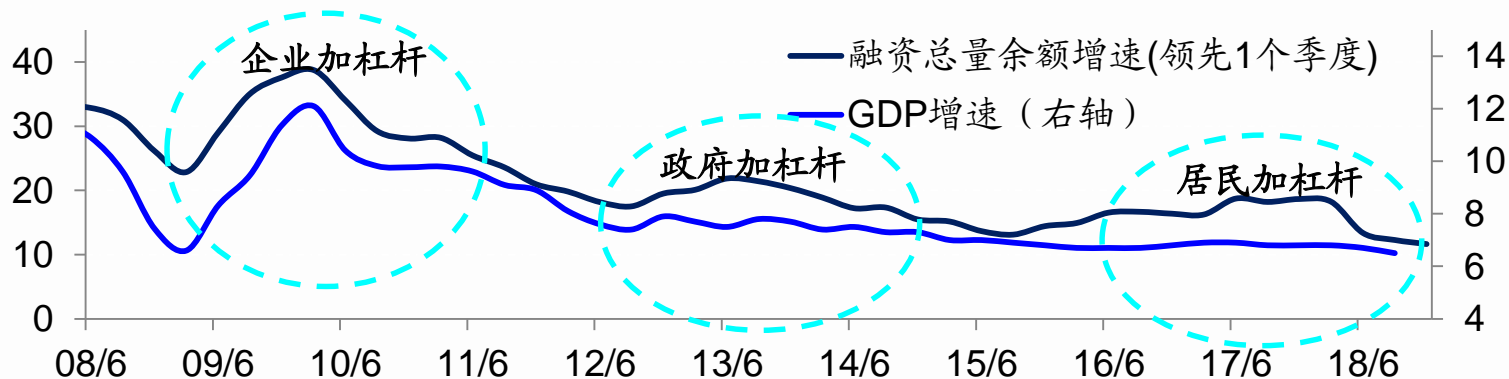
工业企业收入、利润增速 (%)



过去三轮举债发展

从08年金融危机开始，每次我们遇到经济下行的挑战，都是通过大幅举债来解决，到目前为止我们已经经历了三轮债务周期：第一次09年4万亿是发动企业部门举债，第二次12年是靠政府部门举债，而过去两年是靠居民部门举债。每一次都可以解决短期经济的问题，但是好景不长，往往过一段时间经济压力又会卷土重来。如何理解中国经济周期波动的宿命？

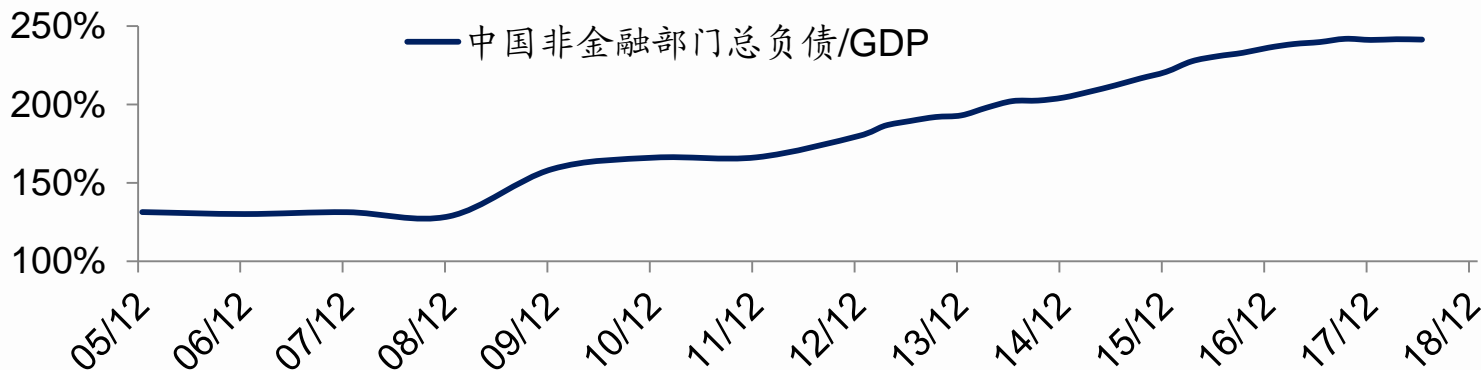
政府加社会融资总量增速、GDP增速 (%)



债务周期顶点!

在经历过三轮举债周期之后，我们经济当中的所有主体都已经借过钱了，目前从企业、政府到居民部门的债务率都处于历史顶峰，而且加总之后中国经济整体的债务率也处于**250%**的历史顶峰，和美国次贷危机之前的水平也十分接近，没有上升空间了。因此，目前中国经济遭遇到了巨额债务的问题，已经没法靠举债发展的老路来解决。反映到资本市场上面，就是大家对长期前景产生了担心。

中国社会总杠杆率

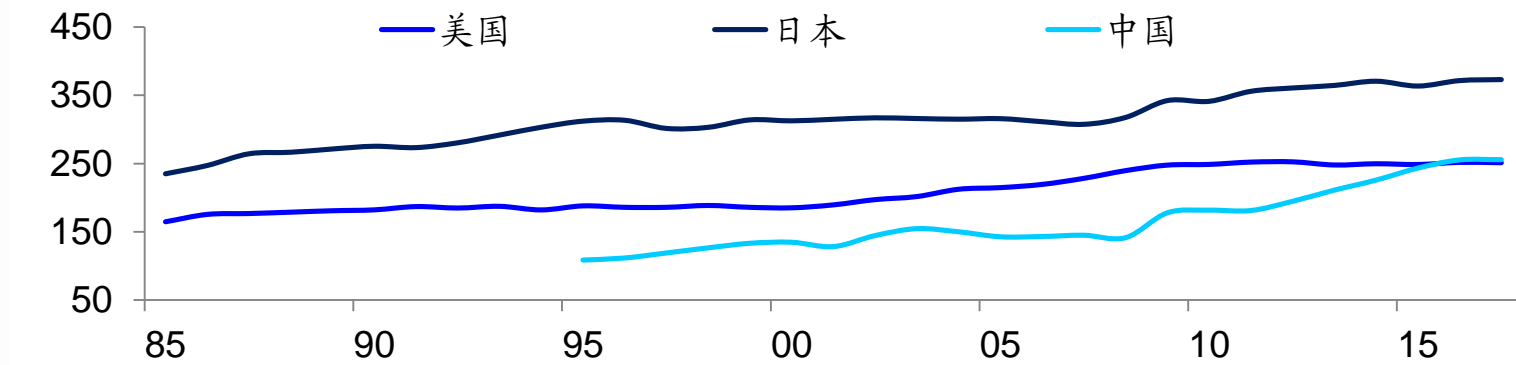


1. 举债发展经济，已经没有出路
2. 收货币驱劣币，减税奖励良币
3. 中国资本市场，迎接历史机会

巨债问题时常发生

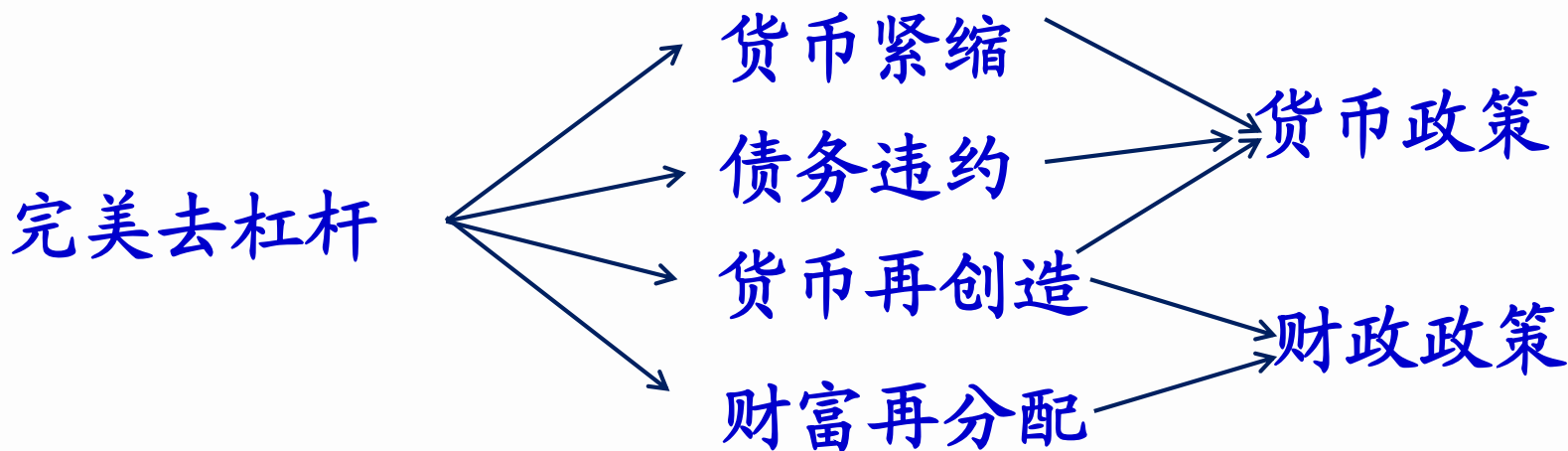
对于中国而言，巨额债务是个全新的挑战，但是对于全球而言却很频繁。其实经常有国家会遇到巨额债务的问题，因为在短期内大家都难以抵挡举债发展的诱惑，所以不知不觉就举债过头了。诸如美国08年的次贷危机，日本90年代的泡沫经济，以及拉美债务危机，其实都是巨额债务的问题。

美国、日本、中国债务率 (%)



巨额债务问题虽然比较难以处理，但并不是没有解决的办法，比如美国在08年爆发金融危机，09年经济就复苏了。而达里奥在他的新书《理解巨债危机》中，总结全球数十次去杠杆的经验之后，提出要想实现完美的去杠杆，必须做好四件事：一是货币紧缩，二是债务违约，三是重新创造货币，四是财富再分配。而如果按照达里奥的框架，我们需要知道的是我们的去杠杆有没有开始，走到了哪一步？

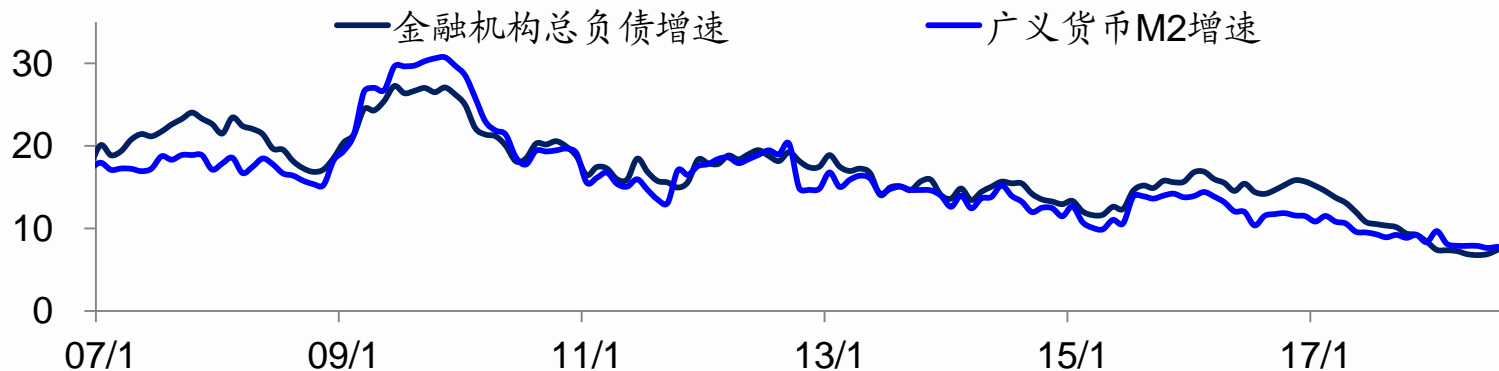
完美去杠杆的四大要素



去杠杆第一步：货币从超发到紧缩

从08年到17年，中国的M2年均增速为15.4%，包含表外货币的银行总负债年均增速为17.1%，远超同期经济增速，过去十年我们显然没怎么紧缩过货币。但是在18年，中国的M2增速降至8%，银行总负债增速降至7%，均远低于过去10年的平均增速，甚至已经低于中国的GDP名义增速，这说明今年中国的货币紧缩已经开始了。

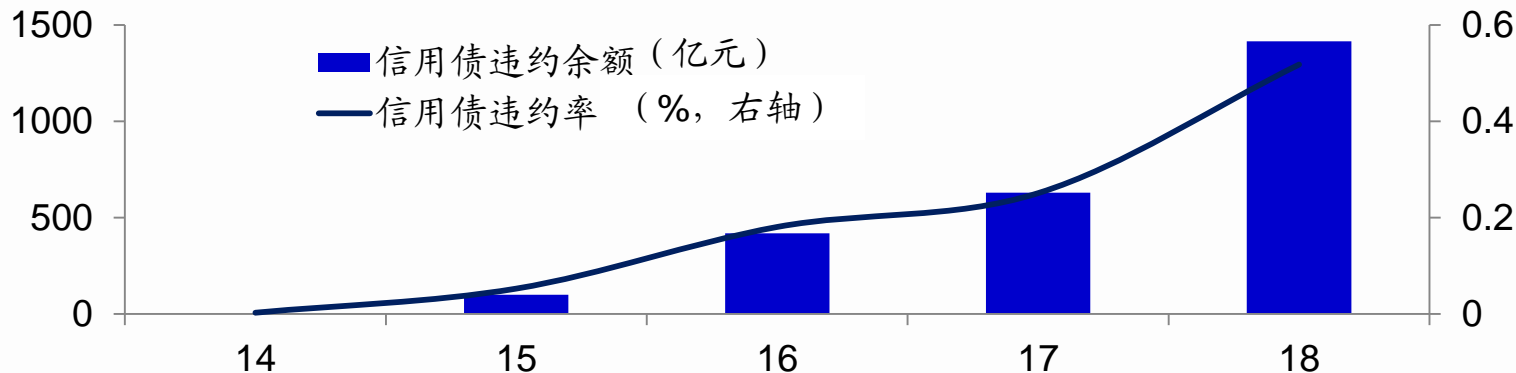
中国M2增速、银行总负债增速 (%)



去杠杆第二步：债务违约已经开始

今年，我们看到中国的债务违约事件其实是层出不穷。比如说，P2P在今年发生了行业性的违约，在6、7月份有上百家P2P倒闭。而在债券市场，18年以来有100多只债券违约，违约总金额达1000亿，已经超过了此前四年违约金额的总和。这说明，去杠杆的第二步债务违约也已经发生了。

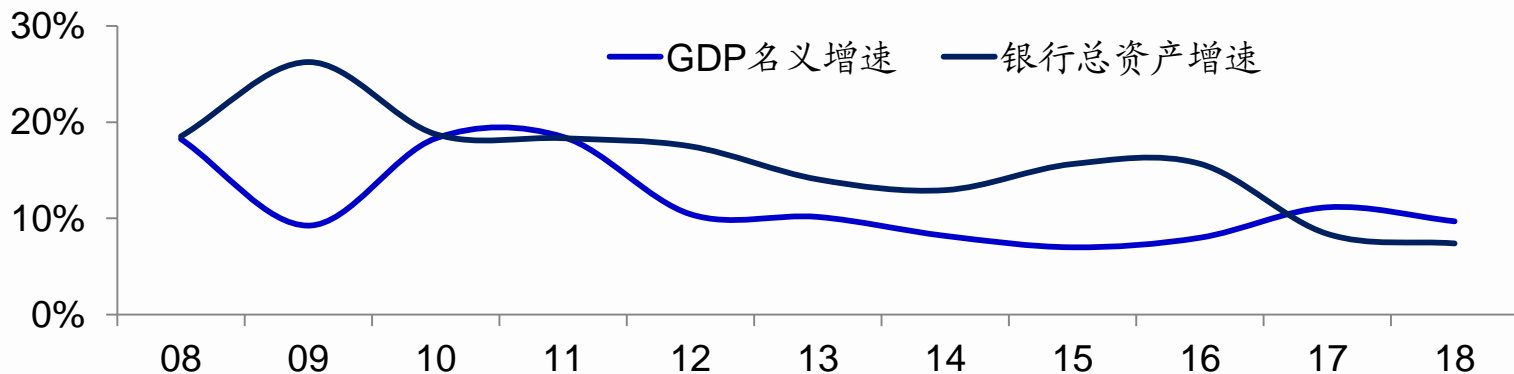
中国信用债违约余额、违约率



去杠杆第三步：货币再创造

在影子银行关掉之后，中国的广义货币出现明显收缩，近两年的商业银行总资产增速已经降至了GDP名义增速之下。但是，如果只是单纯的收缩货币、债务违约，其实可能会导致经济衰退，不仅把坏人惩罚了，连带着好人也受到了伤害。货币超发是不对的，但不发货币也是不行的，因此去杠杆的第三步其实是需要重新创造货币。

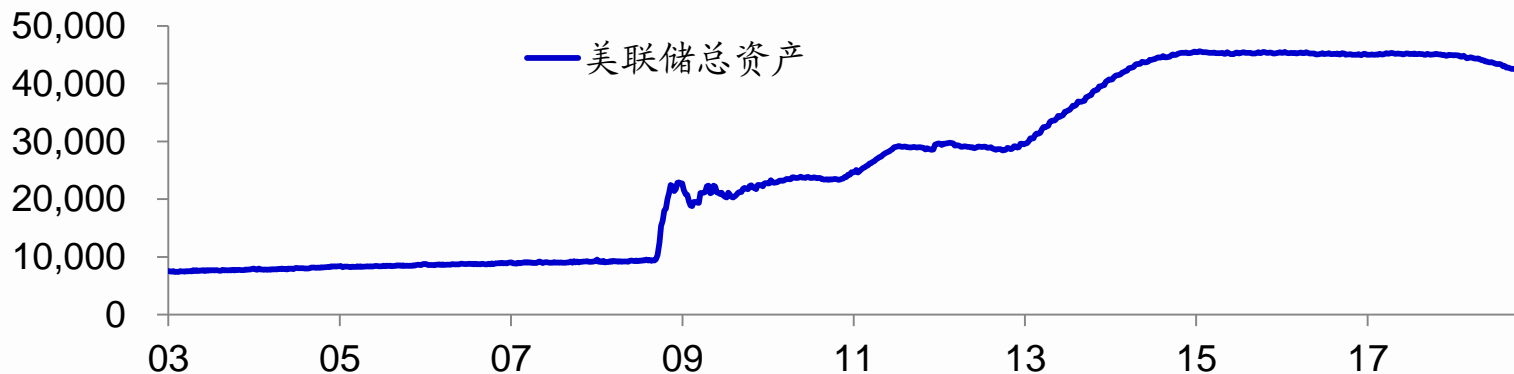
GDP名义增速、银行总资产增速



金融危机之后，美联储大幅扩表

过去我们的货币发多了，而且发的方式不对，影子银行的不正规货币发得太多，就好像人体一样，如果某些器官淤积的血液过多，其实就变成肿瘤了。现在我们已经发现了肿瘤，把影子银行关掉就相当于做手术把肿瘤切除了，但是身体的其他部分还是需要血液，而手术以后人体比较虚弱，血液流动比较慢，就需要外部输血维持生命。而对于经济而言，这个外部输血其实就是央行出面来提供基础货币。比如说美国在08年金融危机发生之后，美联储的总资产翻了接近5倍，从不到1万亿美元升至最高的时候接近5万亿美元。

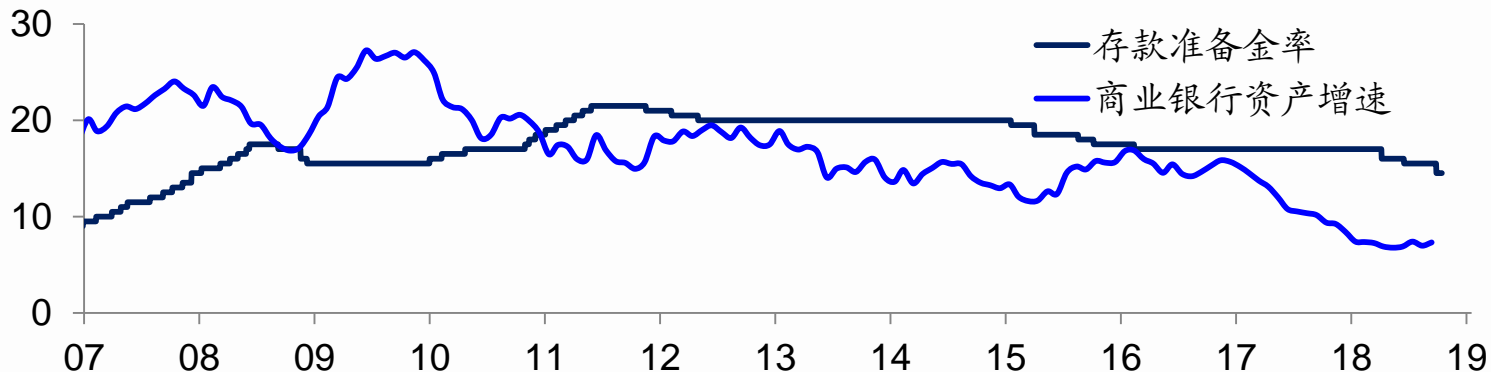
美联储总资产（亿美元）



央行降准输血，提供基础货币

因此，类似于美联储的行为，央行今年以来4次大幅降准其实是正确的选择，在影子银行关闭以后，需要央行出面来提供基础货币。而得益于央行的持续降准，我们看到代表广义货币创造的商业银行资产增速已经在7%左右低位企稳，但是并未能有效回升。

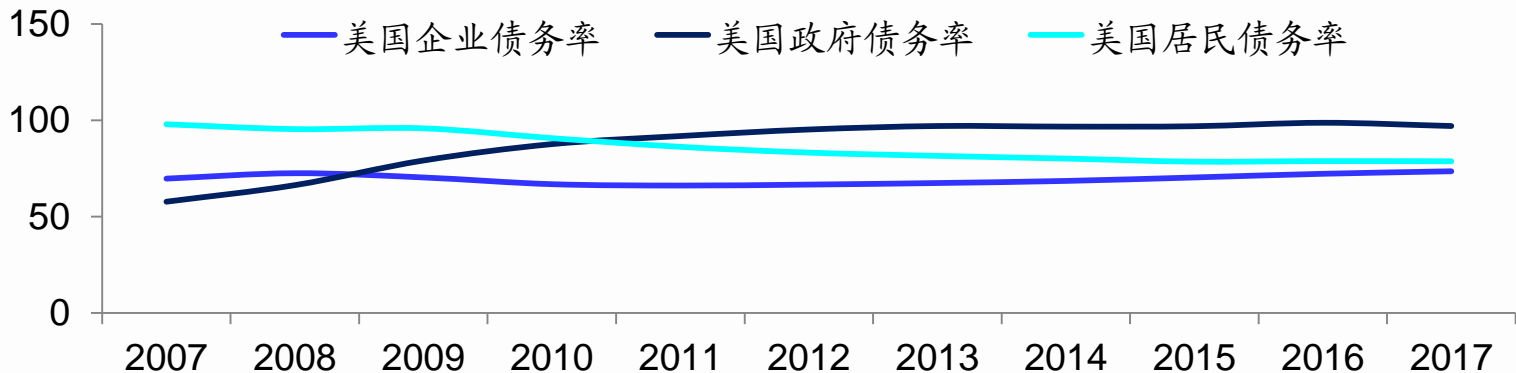
商业银行资产增速、法定存款准备金率 (%)



激活广义货币，还需健康身体

因为如果一直靠央行输血，说明我们还是个病人，而正常人其实是靠身体自我造血，而这就需要我们的各个器官恢复健康，这对应的是经济的主体居民和企业部门的债务压力得到缓解。我们看到在美国08年金融危机之后，靠的是政府部门大幅举债，接走了居民和企业身上的债务负担，使得经济很快恢复了活力，这说明激活广义货币的下一步靠的是财政政策。

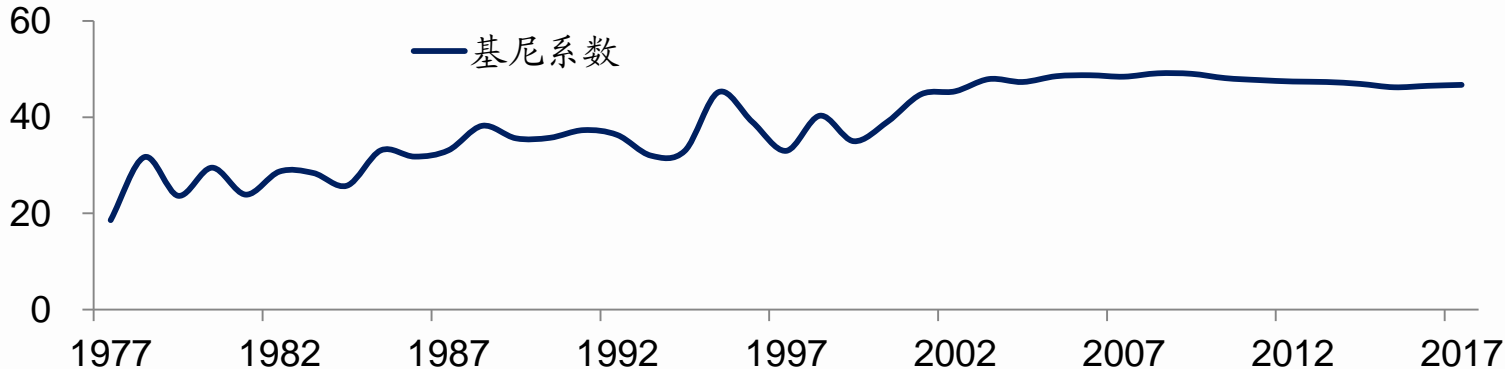
美国企业、居民和政府债务率（%）



去杠杆第四步：财富再分配

此外，去杠杆的最后一件事情是财富再分配。其实中国的债务基本上都是对内债务，这说明问题出在分配不均上，债权人虽然有钱，但债务人还不起钱，所以经济停摆了。而债务人往往是穷人，但如果能够通过财富再分配，把财富多分一点给低收入阶层，那么就可以重新恢复经济的正常循环。

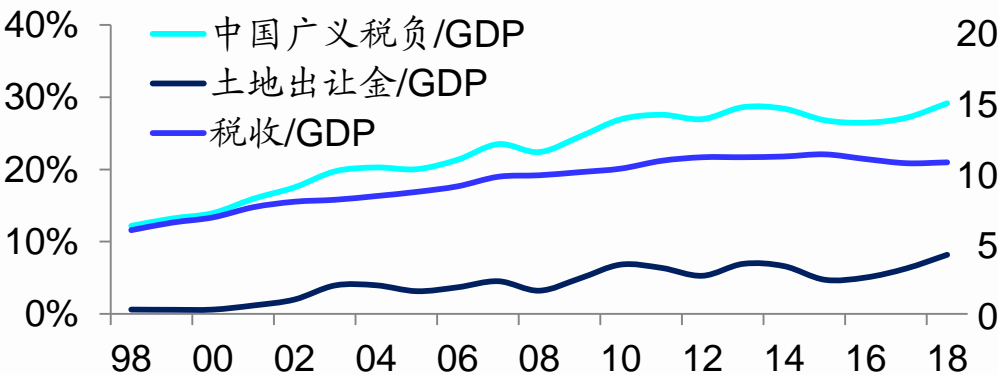
中国基尼系数 (%)



需要财政减税，增强经济活力

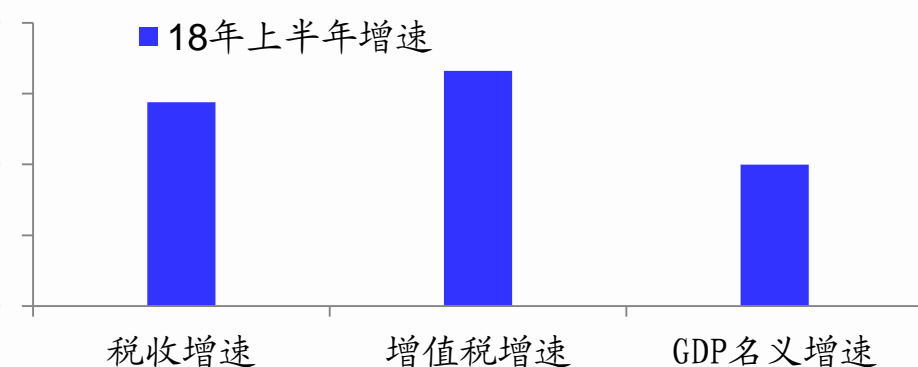
所以，无论是激活广义货币，还是财富再分配，其实需要财政政策出面大幅减税，给居民和企业部门减负，把钱分给穷人和中小企业，激活经济循环。而恰恰是减税的进展出现了一波三折：虽然大家都在期待减税，但一直到18年上半年为止，我们的减税都没有看到实际效果。18年上半年，我国的税收增速为14.4%，其中增值税收入增速高达16.6%，均远高于同期的经济增速，这说明今年上半年我国的税收负担还在上升，不仅没有减税反而还在加税。

中国宏观税负水平



资料来源：WIND，海通证券研究所

上半年税收、GDP增速 (%)

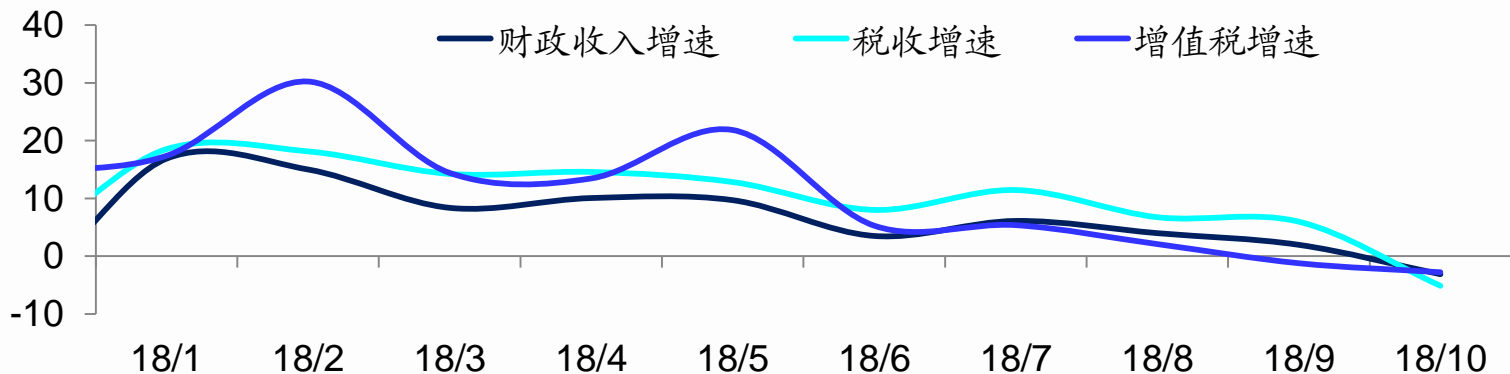


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

减税迟到但没有缺席

到了3季度，减税终于开始了。3季度的中国税收增速是8%，其中增值税增速是2%，均低于当期的经济增速，说明税收负担终于降了。尤其是刚刚过去的9、10月份，9月份增值税增速由正转负，10月份的财政收入、税收收入、增值税收入增速全面转负，说明减税确实已经开始了，而且力度还不小。这一方面得益于今年5月份政府下调了1%的增值税税率，到了3季度以后开始见效。

财政收入、税收收入、增值税收入增速 (%)



个税抵扣诚意十足

另一方面，10月份个税的下调也开始了。新版的个税法开始实施，不仅把起征点从3500元上调到5000元，同时还把教育、医疗、住房、养老等四大支出列入到个税的抵扣范围，相当于月薪10000元以下基本上都免征个税了，对于普通工薪阶层的减税力度并不小，其实是体现了很大的诚意。对应的是10月份的个人所得税收入增速从20.8%降至7%。

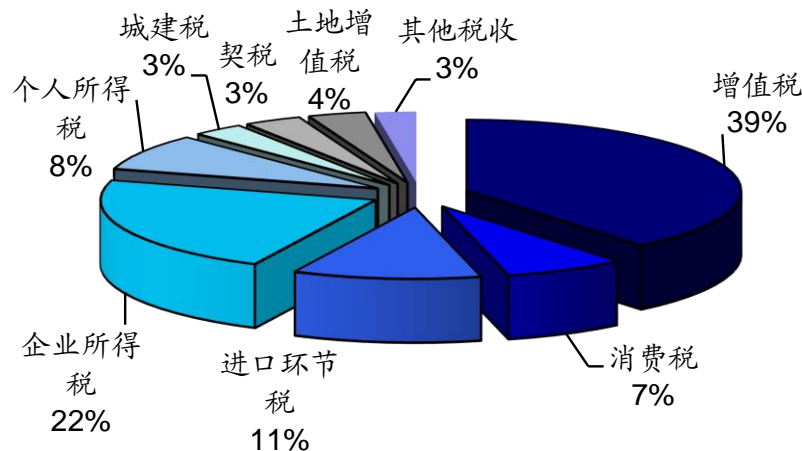
代表性纳税人抵扣前后起征点变化

项目	金额	金额
起征点	3500元	5000元
子女教育支出抵扣	0	1000元
继续教育支出抵扣	0	400元
赡养老人支出抵扣	0	2000元
住房租金支出抵扣	0	1200元
合计	3500元	9600元

期待更大减税力度

可以说，我们的减税终于开始了，但是力度还不够大。以这一次的个税改革为例，按照财政部官员的说法，在本次减税之前约有**1.87亿人**交个税，这意味着虽然有接近**2亿人**可以享受个税下调的好处，但是其他**12亿人**则与之无关。另外，中国真正需要减税的是企业部门。因为中国企业部门承担了**80%**的税收，但是我们给企业部门仅仅降低了**1%**的增值税税率，而相比之下，美国的税改则是把企业所得税税率从**35%**下调到了**20%**，所以中国还需要加大给企业部门减税的力度。

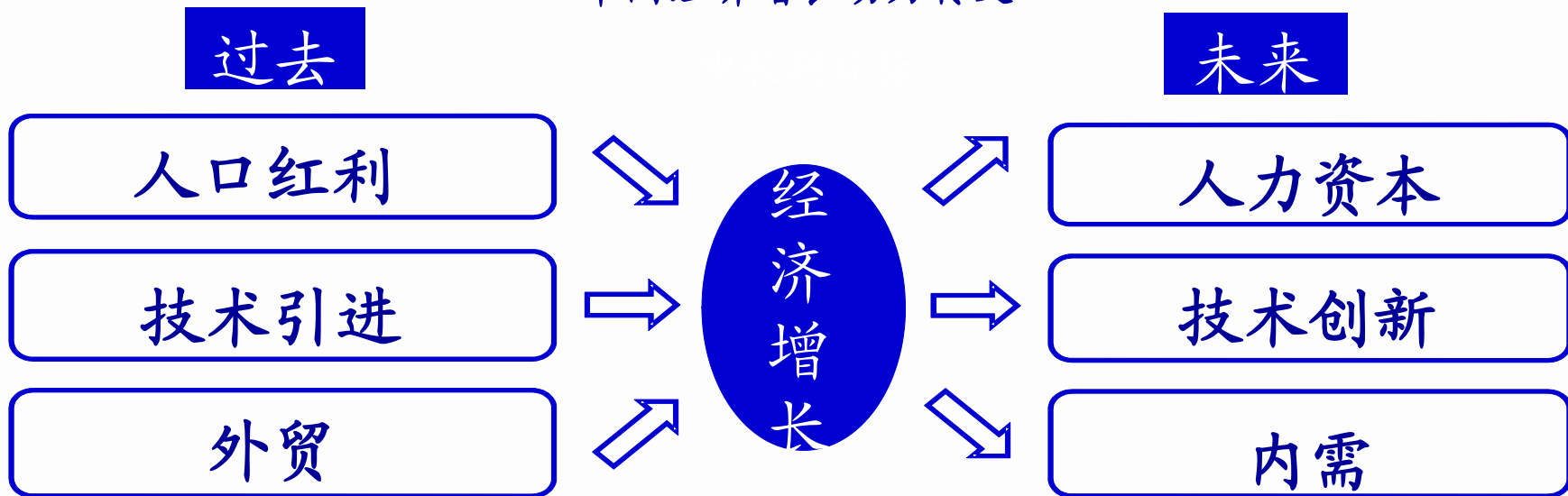
17年中国税收结构



减税：经济繁荣的基石

为什么减税如此重要？有两大原因。首先，我们认为减税是未来**20年**中国经济走向繁荣的基石。过去，中国经济的优势在于廉价劳动力，我们可以模仿海外的先进技术，靠外需来发展经济。但是在经济发展之后，我们的劳动力工资已经不再便宜，同时我们每年有**1000万**大学生毕业，这是沉甸甸的人力资本红利。过去我们靠模仿别人的技术就能发展，但现在在很多领域我们已经是老大了，就不可能再去模仿别人，要靠自己创新了。过去我们靠外需就能发展，现在外需也靠不住了，就要回到内需。

中国经济增长动力转变



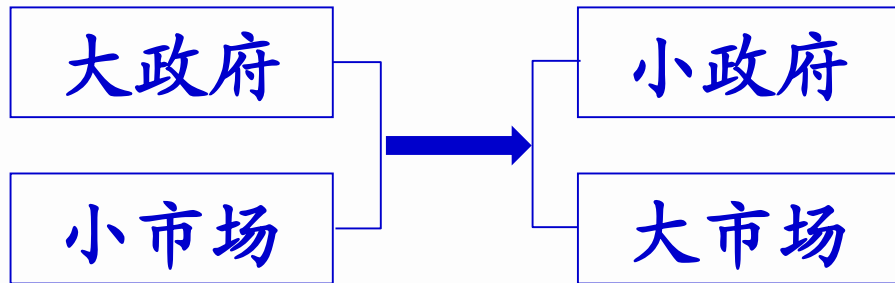
从起飞到繁荣：从大政府到大市场

在经济的起飞阶段，政府的作用功不可没，可以集中力量办大事，引进技术，发展核心产业，靠外需发展，实现工业化。但是要想实现经济繁荣，必须靠自主创新，回到内需发展，而这这就要求回到小政府、大市场的方向。而减税是最关键的一步，通过减税，可以将收入还给居民部门，增加居民的消费潜力。通过减税，可以增加企业部门利润，从而增加企业的创新能力。因此，靠大政府、小市场可以实现经济起飞，而小政府、大市场才是经济繁荣的基石。

经济从起飞到繁荣

经济起飞

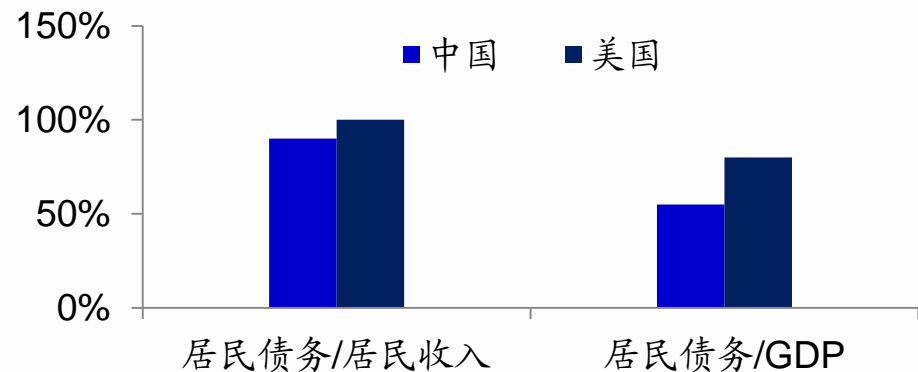
经济繁荣



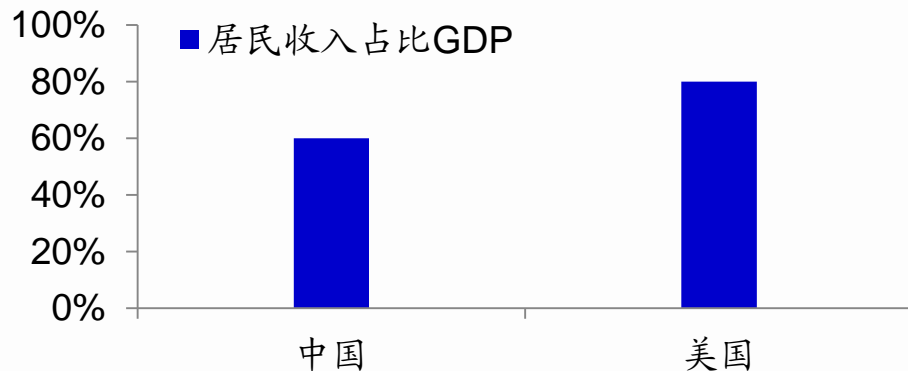
减税：化解居民债务担忧

而减税的另一个重要意义在于，可以化解对居民债务高企的担忧。过去3年中国居民新增了20万亿的债务，按照5%的贷款利率对应每年1万亿的贷款利息负担，目前个税改革为居民减免了近3000亿，如果增值税减税幅度能超过1万亿，假定其中一半由居民部门分享，那么意味着居民新增债务负担可以完全由减税对冲。此外，中国居民债务收入比和美国接近，都是100%左右，但其实中国居民债务/GDP仅为55%，远低于美国的80%，原因在于美国居民收入占GDP比重高达80%，远高于中国的60%，所以如果能够大幅减税提高居民收入占比，就可以从根本上解决对居民债务率高企的担忧。

17年中美居民债务率对比

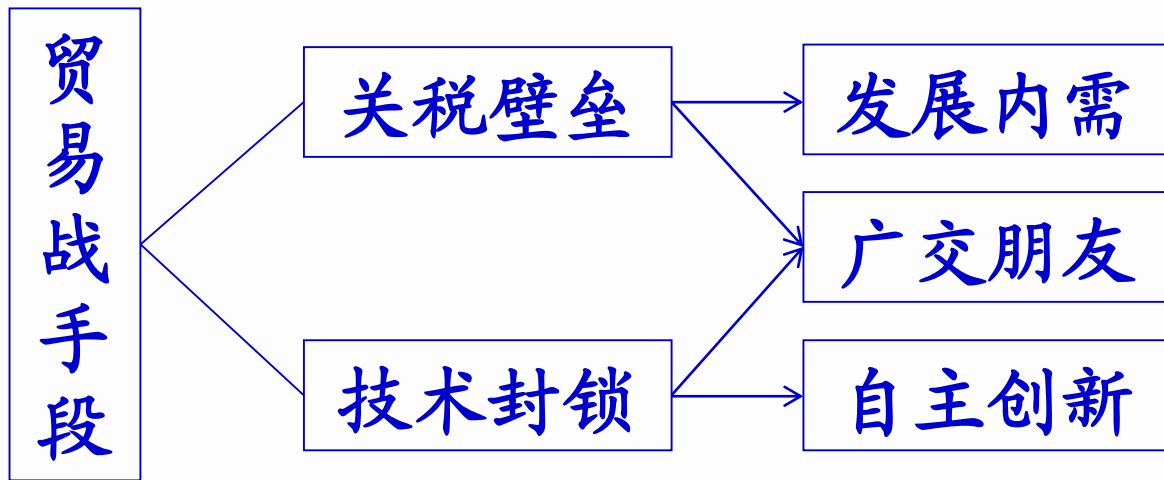


17年中美居民收入占比GDP



中美贸易战对我们有短期冲击，大家都在担忧19年的出口大幅下滑。由于中国经济体量达到美国的2/3，从历史看中美的冲突不可避免。但是我们仔细想一想，美国贸易战的两大手段分别是关税壁垒和技术封锁，前者其实逼我们回到内需发展，后者其实逼我们自主创新，而这都是我们要实现经济繁荣富强必须面对的选择，而要发展内需、发展创新都需要减税，所以从长期看贸易战其实是逼我们做正确的选择。

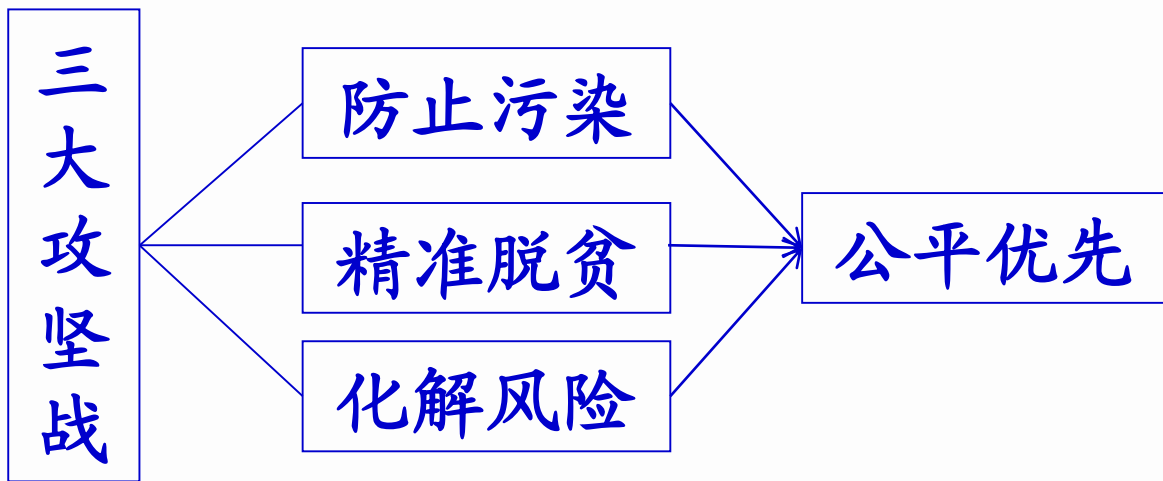
贸易战对中国影响



政策强调公平优先

在十九大报告中，正式提出要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治等三大攻坚战，体现为政策把公平放在了重要的位置。在政府看来，过去很多人靠货币超发赚钱，但这带来了金融风险，明显不公平；还有很多人靠污染环境赚钱，这也不公平；而如果经济发展不能惠及低收入阶层，这也不公平。强调公平本身并没有错，特朗普的美国优先就是在强调公平，而拉美国家陷入中等收入陷阱，也在于经济发展只有少数人能受益。

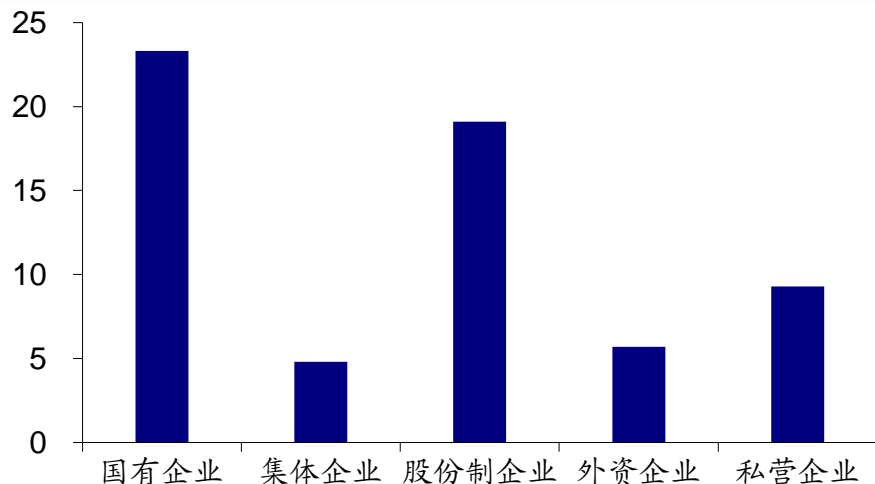
政策强调公平



坚定支持民企，减税降费居首

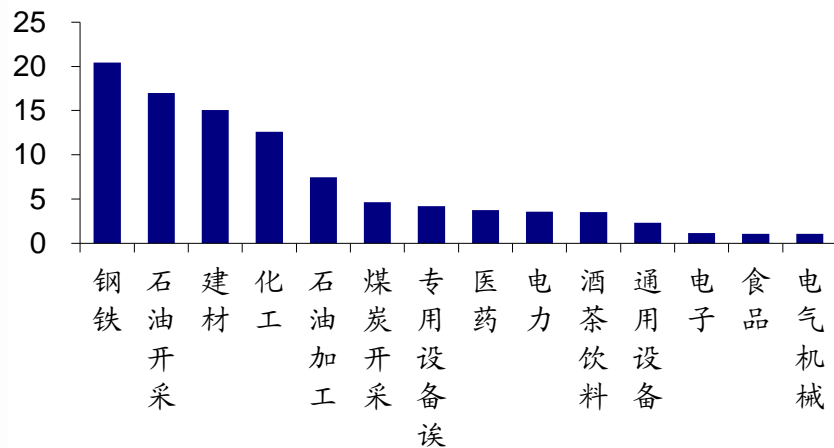
但是强调公平，其实并没有否定效率的重要性。因为如果没有效率，比如在计划经济时代大家都吃大锅饭，而且都吃不饱，其实是最大的不公平。过去几年我们在追求公平的过程中，比如环保搞了一刀切，使得上游行业价格大涨，客观上使得上游行业国企受益，而下游行业民企受损，出现了国进民退，但这应该不是政策的初衷。而今年年底环保不再一刀切，习主席在11月初民企座谈会上提出，毫不动摇支持非公有制经济，其中第一条就是减税降费，因为减税是兼顾公平与效率的最佳选择。

1-9月工业企业利润分类增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

1-9月各行业新增利润贡献率 (%)



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 举债发展经济，已经没有出路
2. 收货币驱劣币，减税奖励良币
3. 中国资本市场，迎接历史机会

加息叠加缩表，美股高位承压

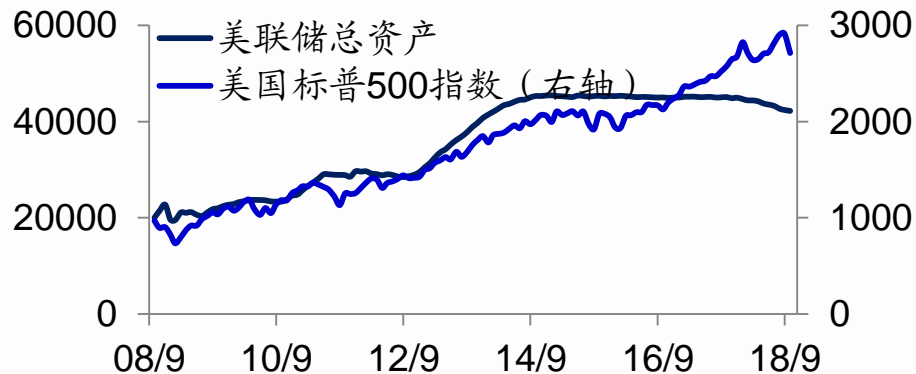
今年3季度以来，由于美联储加息和缩表的节奏加快，推动10年期美债利率一度创下3.2%的多年新高，加上美股在多年上涨之后估值处于历史相对高位，因而近期美股出现了明显回调。

美国10年期国债利率(%)和 联储总资产(亿美元, 逆序)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

美联储总资产(亿美元)和 标普500指数(点)

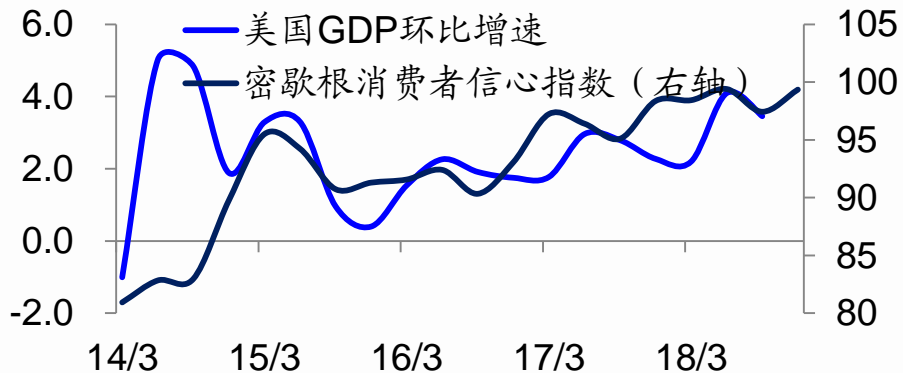


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

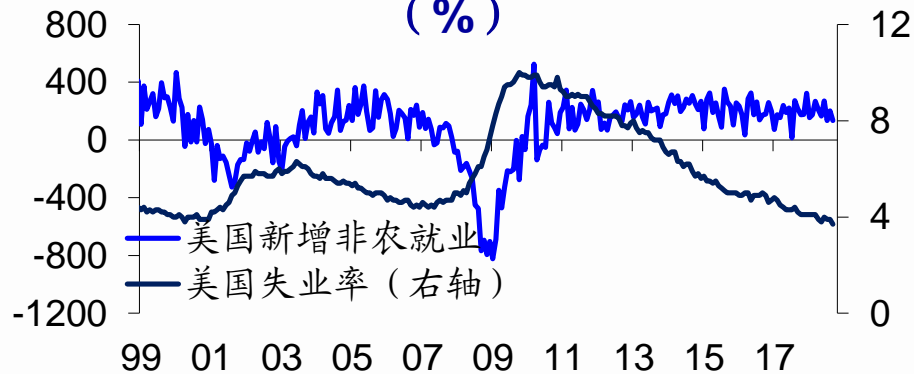
虽有减速风险，经济仍处高位

近期，美国经济出现了诸多减速的迹象，诸如3季度GDP环比增速略有回落，10月制造业PMI和消费者信心指数的回落等等，但是减速不等于失速，美国经济目前并没有大问题，代表消费的消费信心整体仍位于高位，而失业率处于历史新低，说明就业依旧良好。

美国GDP增速、消费者信心指数 (%)



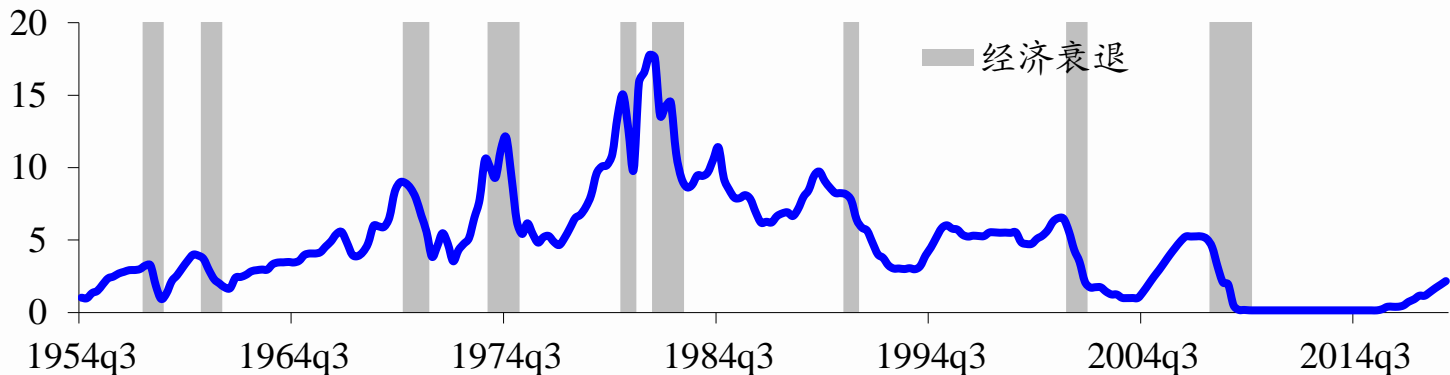
美国新增非农就业 (千人) 和失业率 (%)



美联储利率与经济周期

目前，对经济回落的担忧主要来自于利率上升。从历史经验看，美国央行利率是影响经济周期的核心指标，因为利率是影响投资的核心因素，而投资又是决定经济波动的重要原因。但美联储的利率调节主要是为了熨平经济周期，现在的加息使得经济不会过热，反过来说如果因为加息过度导致经济回落，其实美联储可以再度降息。无需担心因为美联储加息而出现长期萧条。

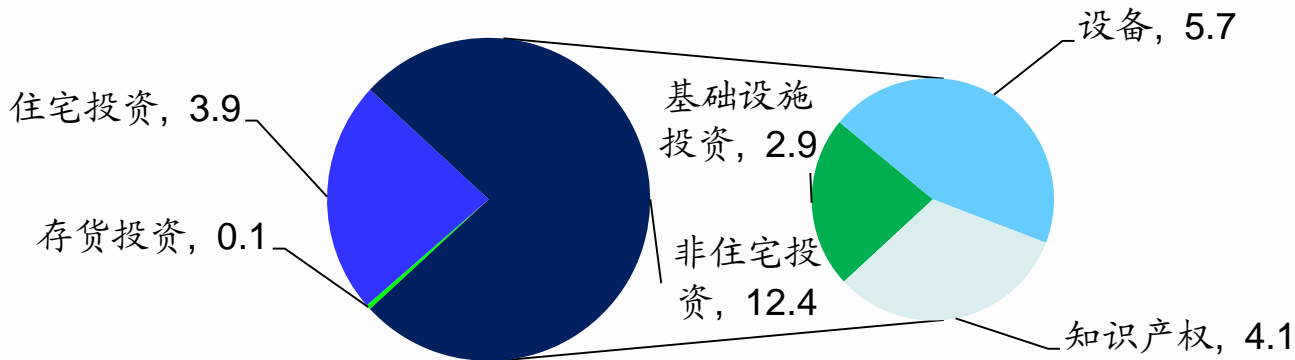
美国联邦基金利率（%）、经济周期



美国投资：创新驱动经济、不会长期萧条

从宏观上看经济增长，储蓄等于投资，因为通常认为投资越多，经济增长就越快。我们看美国投资占其GDP的比重只有17%，其实远低于中国的44%，貌似其积累远不如中国。但是其投资当中的地产和基建投资比例很低，而知识产权投资比重远高于地产和基建，说明其研发创新形成了有效的经济积累，带来了可持续的经济增长。因此，在投资者看来，美国研发创新驱动是可持续的经济增长模式，因此哪怕未来经济在短期会出现波动，但是不会出现长期大萧条。

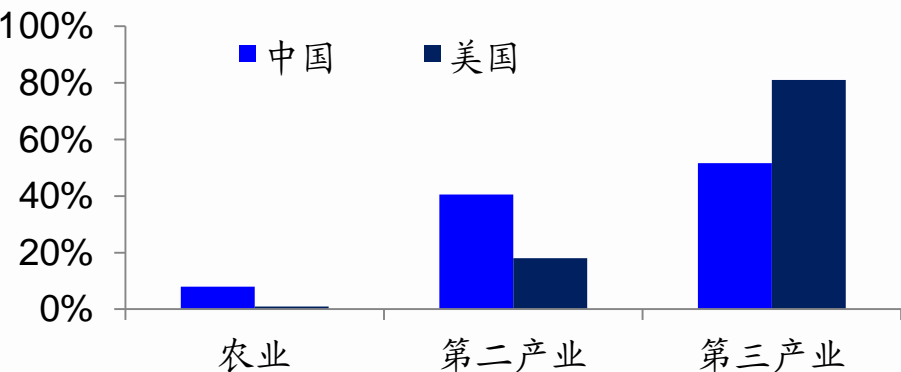
美国投资各部分占GDP比重 (%)



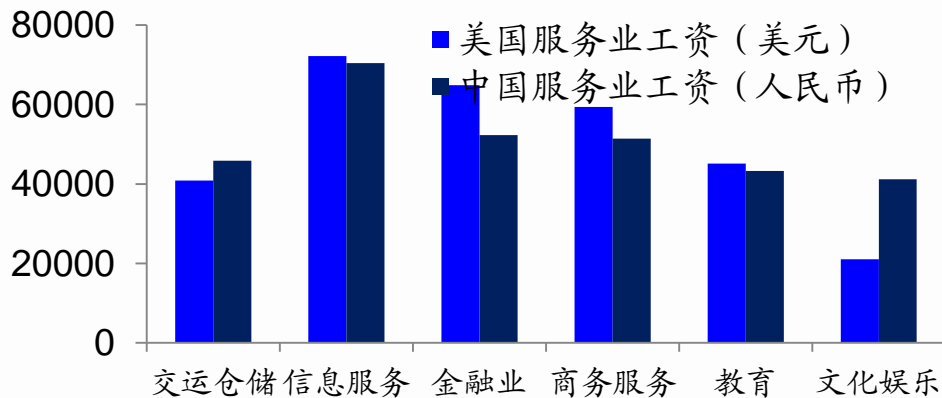
服务业：中美工资差异巨大

为何美国如此强大？美国服务业占GDP比重高达80%，远高于中国的52%，但是大多数服务业并不存在显著的效率差异，比如说美国的护士、老师的工作性质和中国不会差多少，但是其工资差距高达7倍。

17年中国、美国产业结构对比



17年中国、美国服务业工资对比



其实差别还是在于制造业，美国制造业比例虽然不大，但其实其占据了制造业最高端的研发设计，比如美国的苹果公司，其通过持续的创新，手机可以卖到**800**美元一部，这里面可能一半都是利润，所以其**2**亿部手机销量，可以创造**800**亿美元利润，对应**1**万亿美金市值。而这样的公司在美国有好多个，而美国居民的资产通过年金投入到这些大公司，分享了财富的增长，正是因为美国居民有钱了，才有建立在这个基础之上的服务业。

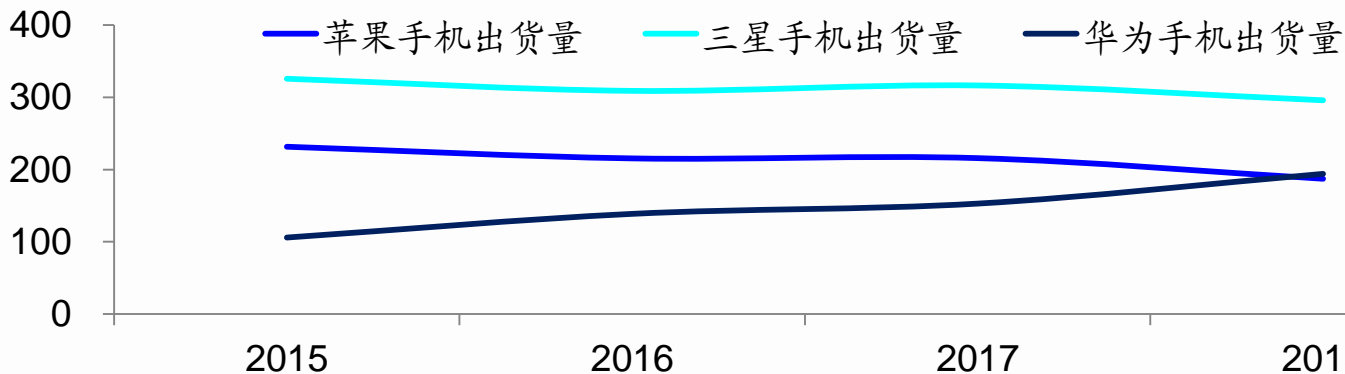
17年美国科技公司研发规模（亿美元）

AMAZON	226
ALPHABET	166.25
INTEL	130.98
MICROSOFT	130.37
APPLE	115.81
FACEBOOK	77.54
ORACLE	61.59
CISCO	60.59
IBM	57.87

华为代表中国希望

而中国过去只能在低端制造业赚取微薄的工资，但是华为的Mate20可以卖到800美元左右，开始正式进入苹果所统治的高端智能手机市场。如果也能卖2亿部，其隐含市值也会价值1万亿美元，如果能有几个华为，其市值就会达到中国经济的总量，其创造的财富将足以增加中国居民的收入、化解债务泡沫的风险，中国经济也会充满希望。

全球智能手机出货量（百万部）



为何华为太少？因为货币超发！

既然华为代表了中国的希望，那么为什么华为只有一个？其实答案非常简单，因为做华为要投**1000**亿人民币搞研发，还不一定能见效，这个太难了。而在货币超发的环境下，大家首选是做恒大、做碧桂园，君不见中国过去**6**年当中有**4**年的首富都是房地产老板，而美国的首富一直是科技巨头。

17年中国企业研发前十名（亿元）

华为	897
中国石油	186.01
阿里	170
中兴	129.6
中国建筑	123.9
中国铁总	120.2
腾讯	118
上汽集团	110.6
中国中车	104.9
中国铁建	104

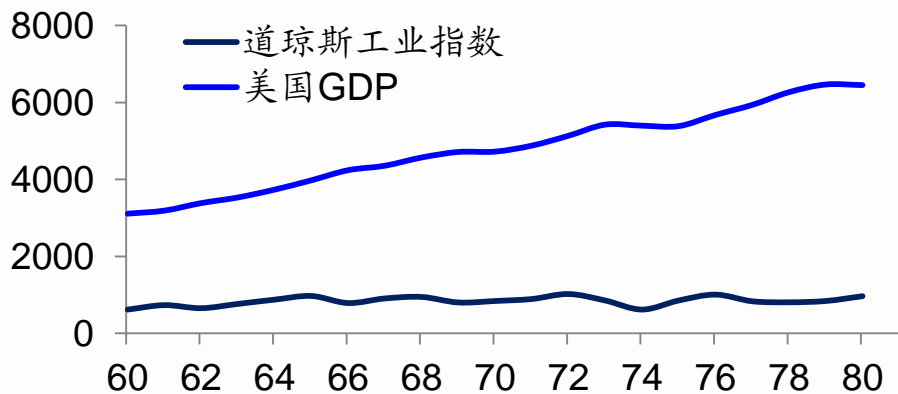
过去10年中美首富

18年	马云	贝佐斯
17年	许家印	比尔·盖茨
16年	王健林	比尔·盖茨
15年	王健林	比尔·盖茨
14年	马云	比尔·盖茨
13年	王健林	比尔·盖茨
12年	宗庆后	比尔·盖茨
11年	梁稳根	比尔·盖茨
10年	宗庆后	比尔·盖茨
09年	王传福	比尔·盖茨

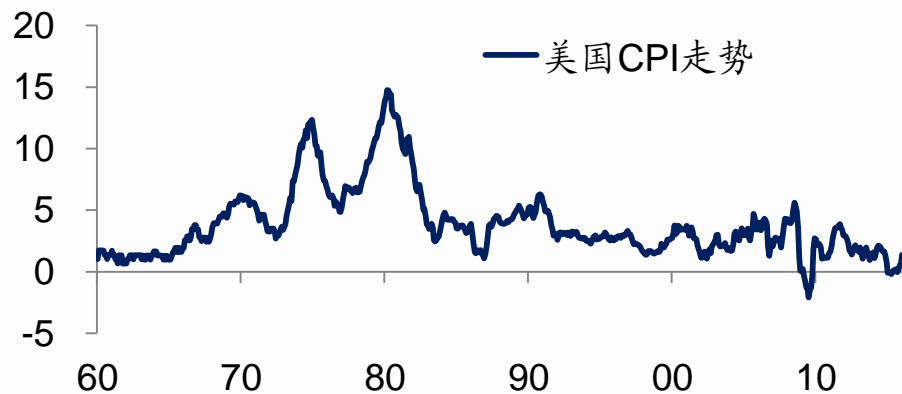
美国70年代：股市不涨，投机飞涨

其实在美国，整个70年代也都是投机分子盛行的时代，当时股市一直没有涨，意味着实业投资没有回报，但是物价飞涨，说明当时也是各种投机分子发财。美国80年代的首富邦克是做石油发家，最后做农产品投机，1979年开始做白银。

美国GDP（十亿美元）和道指（点）



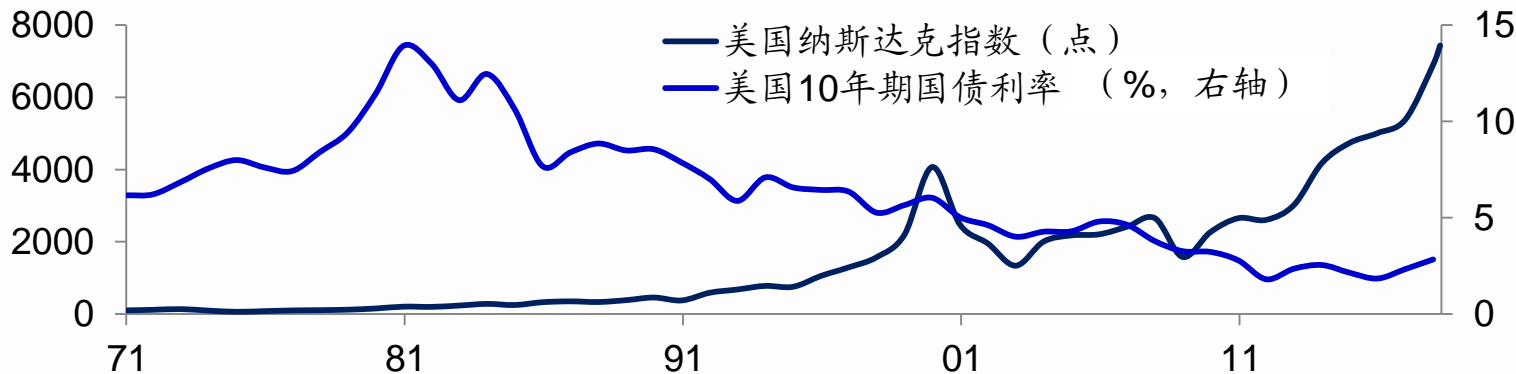
美国CPI走势 (%)



美国80年以后：创新和债市长牛

但到了80年代以后，搞投机的邦克破产了，而新的首富来自于两个行业：一是科技行业，微软盖茨和亚马逊贝佐斯相继成为美国首富；还有就是投资行业的巴菲特，他也是一度成为美国首富。巴菲特享受了美国资本市场股债双牛的两大红利：一是美国利率长期下行30年，巴菲特的保险公司融资成本越来越低；另一个是美国的创新红利，纳斯达克指数40年涨了50倍，巴菲特的投资收益越来越高，所以他的公司越来越大。

美国纳指（点）、10年期国债利率（%）



供给学派：收货币、降税负

而在这一变化的背后，是战后美国最伟大的总统里根，1980年，他竞选总统的口号就是“让美国再次伟大”。在1981年他当选总统之后，提出了《经济复兴法案》，其中的核心思想来源于供给学派，首先是收缩货币，他认为货币超发是高通胀的根源，因此支持当时美联储主席沃克尔紧缩货币的政策，而在货币大幅收缩之后，带来了通胀的大幅回落和利率的大幅下降。

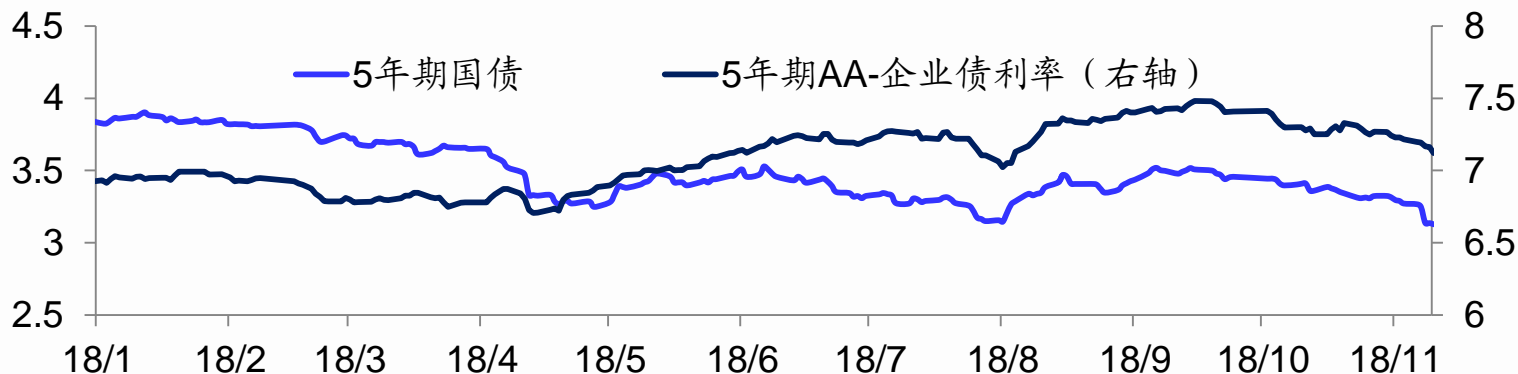
美国货币增速、通胀和经济增长 (%)

	货币增速	通胀	经济增长
1800-1900	4.5	0	4.1
1900-2000	7	3	3.3
1970-1980	10	7.8	3.2
1980-2017	6	2.7	2.8

中国债市：国债利率下行、风险利率上行

今年中国债市走出了大牛市行情，10年期国债利率从4%降至3.4%以下，其背后的最重要原因就是来自于货币收缩。而今年债券牛市的结构又有明显的分化，一面是以国债利率为代表的无风险利率大幅下降，但是另一方面，由于信用违约风险上升，以AA-级企业债为代表的风险利率比年初明显抬升。

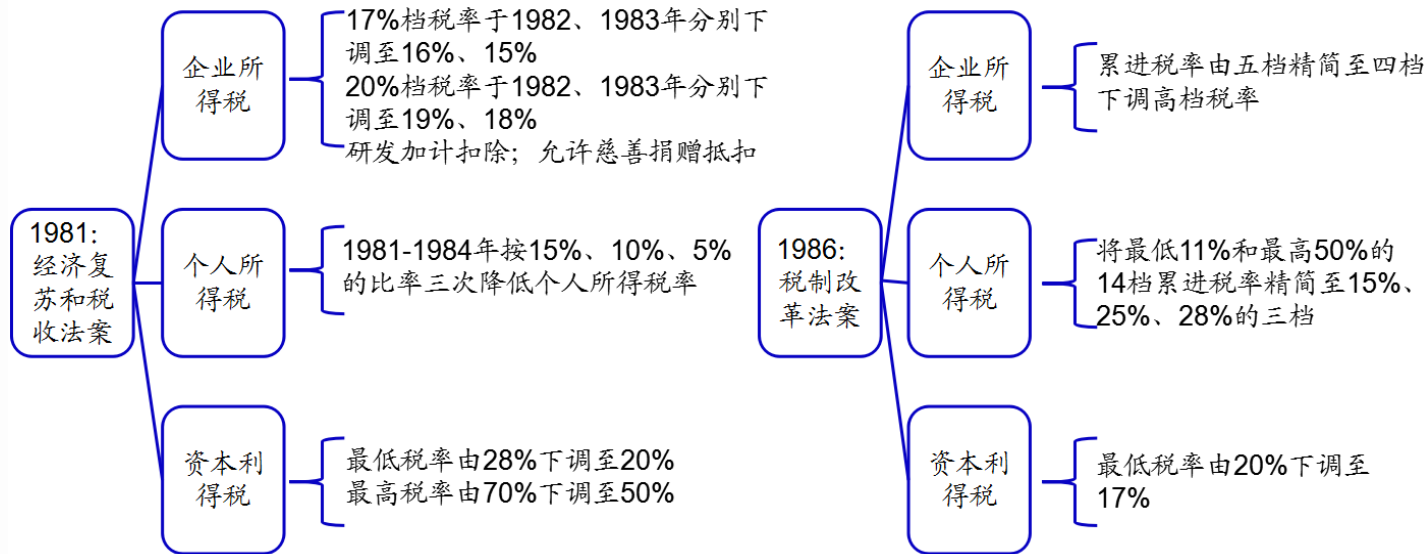
5年期国债收益率、AA-级企业债收益率 (%)



里根经济学：两次大减税

而里根的另一大政策主张是减税，他认为高税负抑制了私人部门的生产和投资热情，其在任期内实施了两次大规模减税政策，将企业所得税、个人所得税和资本利得税三大税率均大幅下调。

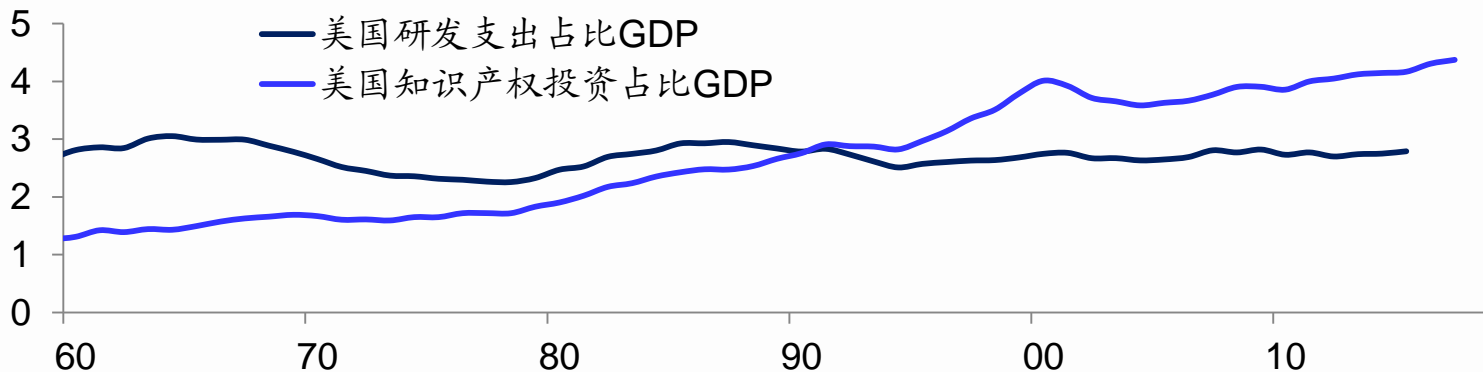
里根政府时期税改措施



研发创新持续高增

而得益于大规模减税，美国的研发支出占比在经历70年代的下降之后，到80年代开始重新回升，而代表创新的知识产权投资占比则从80年代开始持续上升，在减税的推动下，美国进入了创新引领的信息技术时代。

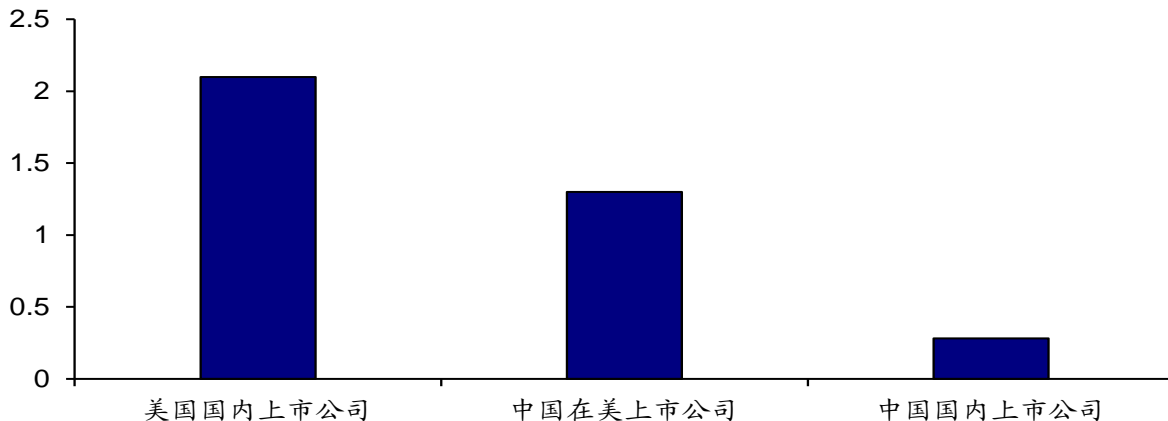
美国研发支出、知识产权投资占比GDP (%)



中国研发空间巨大

我们比较中国和美国的上市公司，发现一个最大的区别在于美国企业研发支出很大，平均每家研发费用超过2亿美元，而A股上市公司每家研发费用仅为1亿多人民币，两者相差近10倍，这说明中国公司的研发费用有很大的提升空间。过去由于货币超发，税负过重，所以使得大量企业喜欢投机地产泡沫，而忽视研发创新。如果未来我们下决心收缩货币、减轻税负，那么相信会有越来越多的企业会像华为学习，再加上每年1000万大学毕业生作为后盾，中国的研发创新就充满希望。

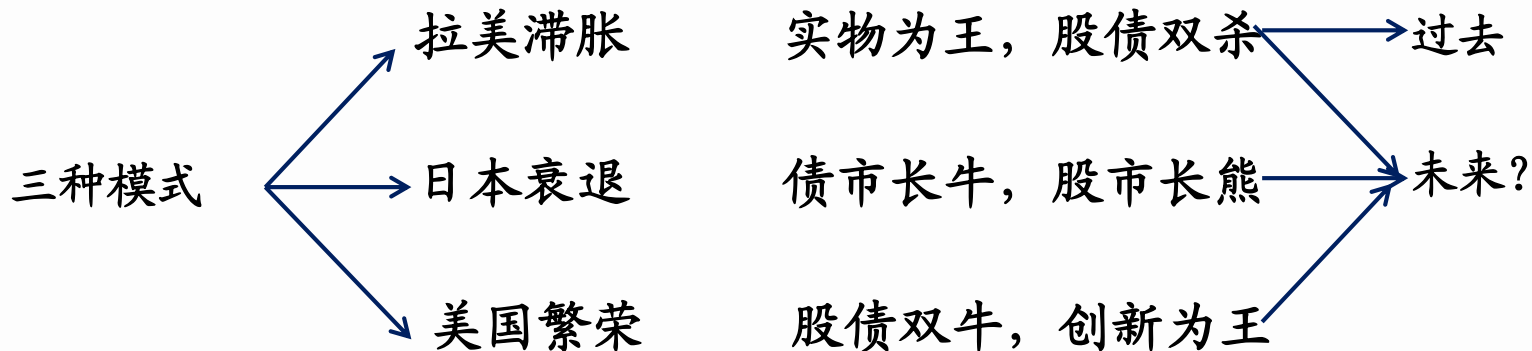
17年中美上市公司平均研发支出规模对比（亿美元）



货币超发滞胀，减税股债双牛

展望未来，中国正面临历史性选择，第一种选择是继续货币超发，其对应的是拉美滞胀模式，这意味着应该配置房子商品等实物类资产，而金融资产没有配置的价值，这其实是我们过去10年的经历。第二种是大规模基建，对应的是日本式的长期萧条，因为政府投资挤出一切有效投资，经济没有效率，对应的是债市长牛，股市长熊。最后一种是美国式减税，对应的是股债双牛，尤其是创新将迎来长牛行情。我们认为未来中国会选择收货币、减税负，这意味着有望走向美国式的股债双牛之路，而当前中国资本市场面临着历史性的投资机会。

大类资产配置选择



分析师声明

姜超：宏观债券研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

宏观债券首席分析师 姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-2321 2042

Email: jc9001@htsec.com

信息披露和法律声明



投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。