

相关研究

《盈利:科技和消费领衔增长——24年A股展望系列1》2023.12.05

《硬科技的区域分布和股市占比》2023.11.28

《穿越彷徨》2023.10.30

风格:白马成长或将更优

——24年A股展望系列2

投资要点:

- **核心结论:** ①今年基本面修复有波折、股市资金存量博弈,行业风格呈现高股息+科技成长占优的哑铃型表现。②展望24年基本面修复+增量资金回补,估值低、性价比高的白马成长或逐渐占优。③白马成长中重视基本面向上、估值较低的硬科技(电子、数字基建、AI应用)和医药。

- **回顾:今年风格高股息+科技两头占优。**今年以来经济修复遭遇波折,资金面呈现存量博弈局面。从基本面来看,今年宏观经济修复遭遇波折。制造业PMI自今年2月以来震荡下行,仍处于荣枯线下;年中以来CPI和PPI同比的修复趋势都出现了反复。从资金面来看,今年股市整体呈现存量资金博弈的局面。外资方面,受美债利率大幅攀升影响,8月以来外资开始明显流出;内资方面,受今年以来A股市场弱势震荡,赚钱效应减弱的影响,公募发行难见起色。今年以来行业风格呈现“高股息+科技成长”两头占优的哑铃型的特征,今年至今(截至23/12/22)中证红利全收益指数涨幅为5.8%,人工智能指数为32.7%,明显高于同期万得全A涨跌幅的-7.6%。一方面,在国内经济修复曲折背景下,A股走势震荡偏弱,高股息策略具备防御作用;另一方面,在存量资金博弈中,人工智能为代表的科技主题型投资机会吸引了大量活跃资金。

展望:白马成长渐具备投资性价比。白马成长板块表现不佳已持续较长时间。复盘历史,股票型基金总指数跑输大盘的持续时间约在1-2年左右,本轮跑输自21年初开始,从时间上看已明显较长。我们分别选取囊括较强成长性的行业龙头的茅指数和各个季度公募基金前30大重仓股作为白马成长的代表,发现两者自21年2月以来涨跌幅分别为-45%和-28%,分别跑输大盘27个百分点。从估值角度来看,当前白马成长板块的估值水平已处于历史低位,性价比逐渐凸显。24年基本面和资金面的变化或助力白马成长迎来向上机会。从基本面来看,24年A股盈利周期有望向上,借鉴历史,以基金重仓股为代表的白马成长板块在A股盈利上行周期内业绩表现更优,因此白马成长有望在业绩上占优。从资金面来看,24年投资者风险偏好回升望带来增量资金回补,业绩确定性较高的白马成长板块或更受青睐。

- **行业:白马成长重视硬科技电子、医药。**一方面,硬科技中关注电子、数字基建和AI应用。习总书记强调要通过积极培育高科技含量的战略新兴行业来加快形成新质生产力,未来硬科技产业有望成为引领新质生产力发展的领域,具体来看:①电子:半导体周期见底回升、AI需求爆发提升电子景气,电子板块基本面向上。②数字基建:财政发力背景下,数字基建相关领域或将受益。③政策支持和技术突破下,AI应用将提速。另一方面,低估低配、基本面向好的医药性价比凸显。当前医药板块的估值和基金配置仍处于历史较低水平,往后看,短期医疗反腐对行业的影响已逐渐过去,叠加中长期行业供需格局向好,医药行业配置性价比已经凸显。此外,横向对比其他国家看,我国医疗支出占GDP比重仍有提升空间,预计24年医药生物板块归母净利润增速有望达到15%,关注细分领域中的创新药、血制品、高值耗材等。

- **风险提示:**稳增长政策落地进度不及预期,国内经济修复不及预期。

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:杨锦

Tel:(021)23185661

Email:yj13712@haitong.com

证书:S0850523030001

目 录

1. 回顾：今年风格高股息+科技两头占优.....	4
2. 展望：白马成长渐具备投资性价比	5
3. 行业：白马成长重视硬科技电子、医药	8

图目录

图 1	二季度以来制造业 PMI 震荡下行	4
图 2	年中以来通胀修复趋势出现反复	4
图 3	今年以来股票型基金发行规模相对较小	5
图 4	8 月以来外资持续流出	5
图 5	23 年以来高股息板块相对全 A 取得明显超额收益	5
图 6	23 年以来人工智能相对全 A 取得明显超额收益	5
图 7	本轮公募基金跑输大盘已持续较长时间	6
图 8	白马成长板块调整已经比较明显	6
图 9	白马成长板块估值处于历史低位	6
图 10	基金重仓股估值处于历史中低水平	6
图 11	白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好 (1)	7
图 12	白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好 (2)	7
图 13	白马成长板块业绩较 A 股更为占优 (1)	7
图 14	白马成长板块业绩较 A 股更为占优 (2)	7
图 15	24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10%	8
图 16	24 年 ROE 有望回升	8
图 17	全球半导体产业有望见底回升	9
图 18	智能手机等消费电子产品出货量自底部回升	9
图 19	全球 AI 服务器规模及预测	9
图 20	24 年电子盈利增速有望改善更明显	9
图 21	电子估值已处在历史相对低位	9
图 22	政策支持下数据中心市场规模快速扩容	9
图 23	当前医药板块已经低估低配	10
图 24	我国人口老龄化或将加速	10
图 25	我国医疗支出占 GDP 比重仍有提升空间	10
图 26	23/24 医药盈利有望向上	10

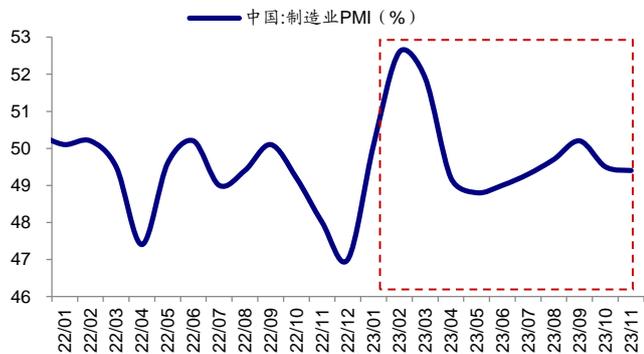
2023年已行至尾声，我们在23年12月8日发布的年度资本市场展望报告《破晓——2024年A股展望-20231208》中分析过，2024年政策发力有望推动经济和基本面实现进一步复苏，A股行情有望边际转暖，并通过系列专题对24年A股盈利和资金情况进行了展望，本篇专题将聚焦风格的分析。今年市场风格呈现出高股息和科技成长两头占优的哑铃型结构，展望明年，风格将延续今年的“哑铃型”这一趋势，抑或是从“两头”走向“中间”，我们对此进行分析。

1. 回顾：今年风格高股息+科技两头占优

今年以来经济修复遭遇波折，资金面呈现存量博弈局面。从基本面来看，今年宏观经济修复遭遇波折。在22年11月后疫情政策迎来优化，地产供给端也迎来“三支箭”的政策利好。伴随着疫情扰动渐缓、投资者预期不断好转，今年一季度宏观微观基本面都明显修复，1-3月PMI位于荣枯线上，A股基本面也边际改善，全部A股23Q1当季归母净利润同比增速为1.3%、较22Q4的-7.0%有所修复，A股剔除金融23Q1当季归母净利润同比增速为-5.9%，同样较22Q4的-15.6%有所修复。但由于疫后经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，二季度开始国内基本面修复有所反复。制造业PMI自今年2月52.6%震荡下行，11月为49.4%，仍处于荣枯线下；另外，年中以来CPI和PPI同比的修复趋势都出现了反复，11月CPI同比继续回落至-0.5%，PPI同比回落至-3.0%，整体反映了居民部门、企业部门需求恢复，仍需政策继续发力提振内需。

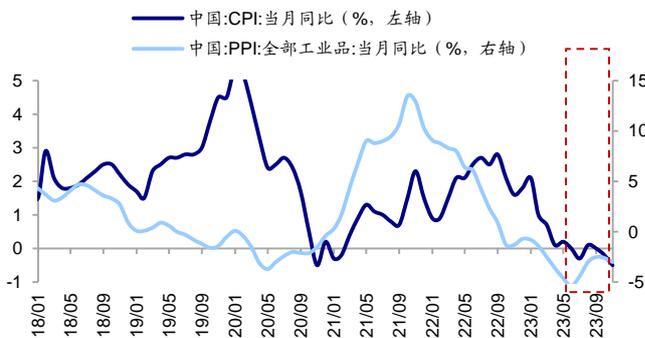
从资金面来看，今年股市整体呈现存量资金博弈的局面。外资方面，今年外资年初明显流入，但8月后大幅流出。年初时受疫情影响逐渐消退，叠加地产供给端迎来政策等因素影响，美债利率大幅飙升，今年10月下旬时10年期美债利率上升至接近5%的水平，这一期间外资开始明显流出，8月以来至今最大净流出额已达2102亿元。全年来看，截至23/12/22，今年北上资金累计净流入额仅250亿元，为2014年陆股通开通以来的次低值。内资方面，受今年以来A股市场弱势震荡，赚钱效应减弱的影响，公募发行难见起色，截至23/12/21，今年偏股型基金发行规模为3024亿元，为2015年以来的最低值，远低于21年的2.2万亿，也低于22年的4694亿元。

图1 二季度以来制造业PMI震荡下行



资料来源：Wind，海通证券研究所

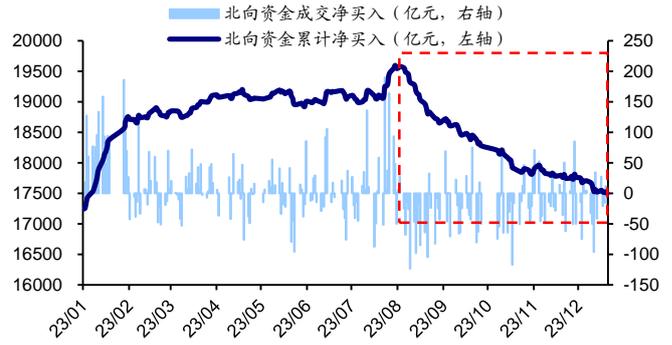
图2 年中以来通胀修复趋势出现反复



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 今年以来股票型基金发行规模相对较小


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 23/12/21

图4 8月月以来外资持续流出


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 23/12/22

今年以来行业风格呈现哑铃型的特征。回顾今年以来的 A 股行情，风格上呈现“高股息+科技成长”两头占优的哑铃型表现，今年至今（截至 23/12/22）中证红利全收益指数涨幅为 5.8%，人工智能指数为 32.7%，明显高于同期万得全 A 涨跌幅的-7.6%，背后反映的是经济曲折修复、股市资金存量博弈的格局。

正如我们前文所述，今年以来我国步入疫后阶段，但经济修复呈现波浪式发展、曲折式前进的过程，二季度以来制造业景气度、通胀等经济数据显示基本面修复遭遇波折，这也使得市场对宏观经济的预期不稳定，A 股走势震荡偏弱。在此背景下，投资者倾向于在不确定性的市场中追求确定性的收益，高股息策略在市场下跌或震荡时具备防御作用，因此今年以来国内经济修复曲折、A 股弱势震荡格局下，高股息板块相对万得全 A 取得了明显的超额收益。

今年 ChatGPT 为代表的人工智能超大规模预训练模型，凭借其良好的通用性和泛化性，显著降低 AI 的应用门槛，推动 AI 技术在各领域大规模落地。23 年国内经济修复有波折，市场较难形成一致预期，主线行情也并未展开，因此技术进步驱动下的 AI 主题性投资机会吸引市场的关注；在存量资金博弈中，人工智能为代表的科技主题性投资机会吸引了大量活跃资金，今年以来相关板块相对大盘取得了明显的超额收益。

图5 23 年以来高股息板块相对全 A 取得明显超额收益


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 23/12/22

图6 23 年以来人工智能相对全 A 取得明显超额收益

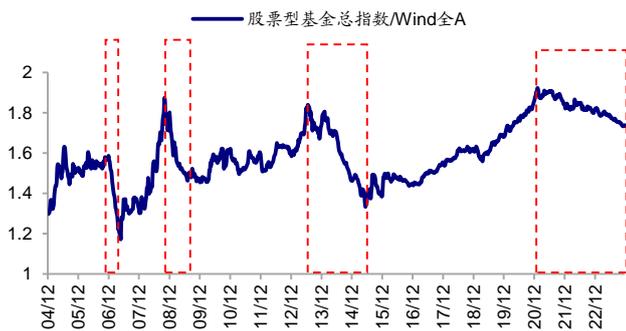

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 23/12/22

2. 展望：白马成长渐具备投资性价比

23 年市场风格呈现高股息+科技成长两头占优的局面，目前部分投资者预期明年宏观基本面复苏之路可能仍然波折，此外内外资增量资金乏力的问题较难出现明显改善，市场结构或将延续两头占优的哑铃型格局。但我们在《破晓——2024 年 A 股展望-20231208》中提出，随着稳增长政策持续发力，叠加库存周期进入补库阶段，明年国内经济运行有望进一步好转，A 股盈利将持续复苏，风格或有望从高股息+科技成长的“两头”占优逐渐向白马成长靠拢。

白马成长板块表现不佳已持续较长时间。今年以来，在基本面波浪形修复、市场热点轮动较频繁的环境下，公募基金整体表现不及大盘指数，截至 23/12/22，股票型基金总指数涨跌幅为-14%，跑输万得全 A 指数 4 个百分点。从历史上看，股票型基金总指数跑输大盘的代表性时间段主要包括：06/12-07/05（持续 6 个月）、08/10-09/08（10 个月）、13/07-15/06（23 个月），可见历史跑输大盘的持续时间约在 1-2 年左右。如果拉长时间来看，本轮股票基金跑输大盘的趋势自 21 年初开始，至今已接近 3 年，对比历史从时间上看已明显较长。在公募基金跑输大盘的环境下，与今年高股息、人工智能的上涨行情相比，过去广受机构投资者青睐的白马成长板块也表现不佳。茅指数囊括了 A 股中拥有较强成长性、技术实力以及市场影响力的行业龙头个股，因此我们以茅指数作为白马成长板块的代表，截至 23/12/22，茅指数自 21 年 2 月以来涨跌幅为-45%，跑输万得全 A 指数 27 个百分点。此外，白马成长相关个股业绩优良、盈利持续性好，是机构投资者重仓的板块，因此我们选择各个季度公募基金前 30 大重仓股作为白马成长的代表，截至 23/12/22，基金重仓股自 21 年 2 月以来涨跌幅为-28%，跑输万得全 A 指数 10 个百分点。

从估值角度来看，目前白马成长板块性价比逐渐凸显。受前期的行情调整影响，当前白马成长板块的估值水平已处于历史低位。首先从茅指数的视角来看，截至 23/12/22，茅指数 PE (TTM) 为 18.2 倍，处 16 年以来 23%分位，可见白马成长估值已处在历史较低水平。其次从各个季度公募基金前 30 大重仓股的视角来看，观察其估值水平，截至 23/12/22，以基金重仓股为代表的白马成长组合估值同样处于历史估值中低水平，PE (TTM) 为 26.4 倍，处 16 年以来 23%分位；30 只成分股的 PE (TTM) 中位数为 19.6 倍，处 4%分位。综合来看，白马成长板块当前性价比已经较高，未来或存在一定补涨空间。

图7 本轮公募基金跑输大盘已持续较长时间


资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 白马成长板块调整已经比较明显


资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 白马成长板块估值处于历史低位


资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 基金重仓股估值处于历史中低水平

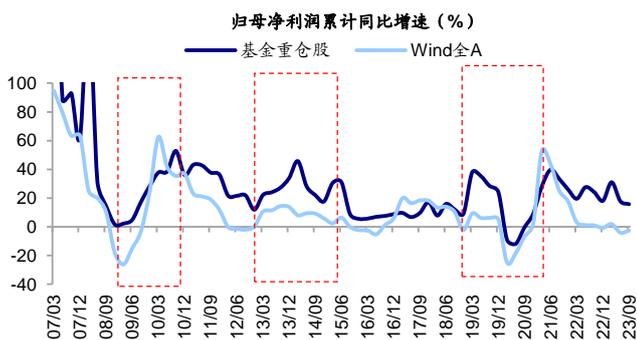

资料来源：Wind，海通证券研究所

24 年基本面和资金面的变化或助力白马成长迎来向上机会。基本面方面，24 年 A 股盈利周期有望向上，白马成长有望在业绩上占优。12 月 11 日至 12 日召开的中央经济工作会议定调积极，提出要“稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，稳中求进的总基调明确。往后看，积极的稳增长政策有望进一步

推出：24 年财政政策会适度加力，预计明年赤字率和专项债额度或略微抬升；货币政策或进一步稳健宽松，政策利率仍有一定调整空间。随着稳增长政策持续发力，叠加库存周期进入补库阶段，明年国内经济运行有望进一步好转，结合海通宏观预测，我们认为 24 年国内实际 GDP 同比增速有望达 5% 左右。落实到微观企业盈利层面，在经济回暖的背景下，我们预计 A 股盈利将持续复苏，24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10%。借鉴历史，以基金重仓股为代表的白马成长板块在 A 股盈利上行周期内业绩表现更优，09-10 年基金重仓股归母净利润累计同比增速均值为 27.3%，较 Wind 全 A 的 19.6% 更优（下同），13-15 年（24.8%、7.4%）、19-21 年（20.1%、9.8%）。随着 24 年宏观经济和企业盈利有望逐渐复苏，参考历史经验白马成长有望在业绩表现上更为占优。基本面决定股价的涨跌，盈利是决定风格的核心因素，24 年白马成长有望在业绩表现上更为占优，未来或将迎来估值重构的反转机会。

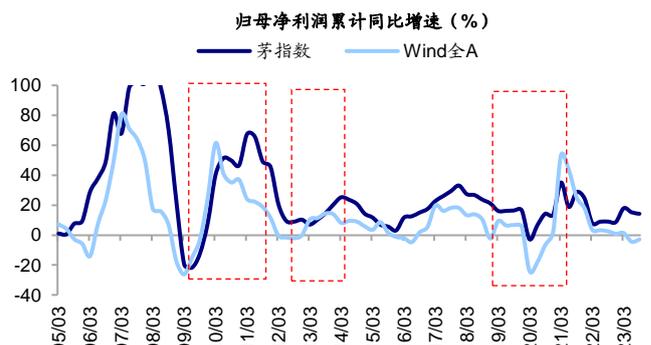
资金面来看，24 年投资者风险偏好回升望带来增量资金回补，业绩确定性更高的白马成长板块或更受青睐。2023 年 A 股市场投资者风险偏好下降导致入市增量资金不明显，展望 2024 年，我们认为内外部因素共振有望使投资者风险偏好重新得到提振。首先内部因素方面，宏微观基本面的修复将有望支撑投资者前期悲观情绪得到一定的修正。其次外部因素方面，明年海外流动性的转松有望进一步提振投资者情绪。23 年 12 月的 FOMC 议息会议中美联储已经释放明显转向的信号，点阵图大幅下调明年的利率中枢，9 成的成员认为明年要降息，即明年整体来看美联储紧缩的压力将逐渐放缓。对于 A 股市场而言，海外流动性的边际宽松有助于缓解国内货币政策压力，支撑投资者、尤其是海外投资者的风险偏好提升，进而为 A 股市场带来增量资金的回补，我们预计基本面更优的白马成长板块有望更受青睐。

图11 白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好（1）



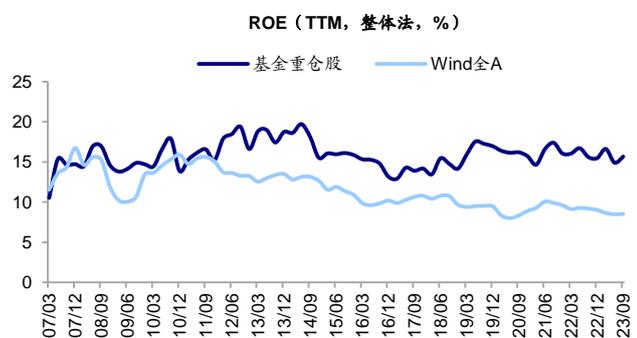
资料来源：Wind，海通证券研究所，注：基金重仓股组合为公募前 30 大重仓股按市值加权拟合

图12 白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好（2）



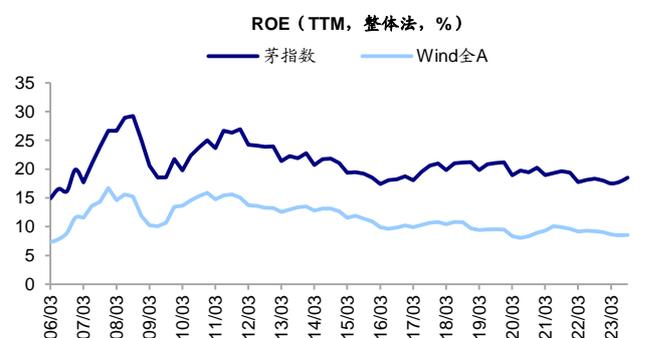
资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 白马成长板块业绩较 A 股更为占优（1）



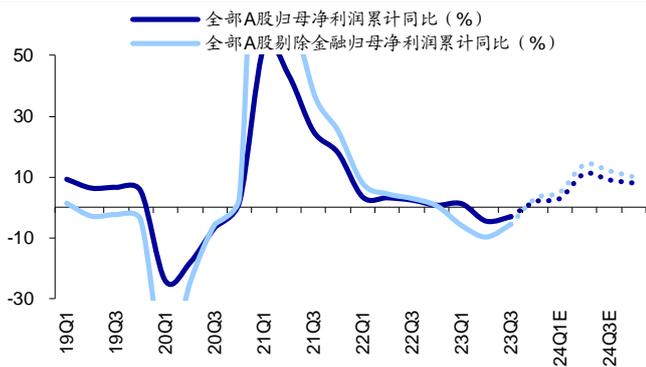
资料来源：Wind，海通证券研究所，注：基金重仓股组合为公募前 30 大重仓股按市值加权拟合

图14 白马成长板块业绩较 A 股更为占优（2）



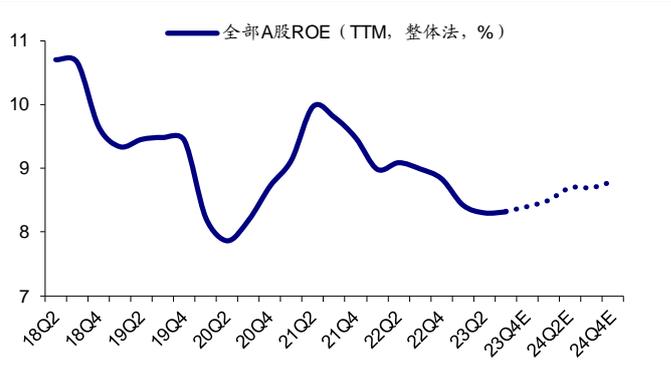
资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 24年全部A股归母净利润同比增速有望达到5-10%



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图16 24年ROE有望回升



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

3. 行业：白马成长重视硬科技电子、医药

白马成长中重视硬科技及医药。从市场面看，当前白马成长中硬科技和医药板块自21年高点以来调整已经非常显著，电子自21年7月高点以来最大跌幅已达44%、医药最大跌幅达43%，同期沪深300最大跌幅为35%，估值水平已经中等偏低。往未来看，政策支持和技术突破加速电子细分领域自主可控，老龄化趋势加速医药需求释放，相关行业基本面正逐渐反转，性价比正凸显。

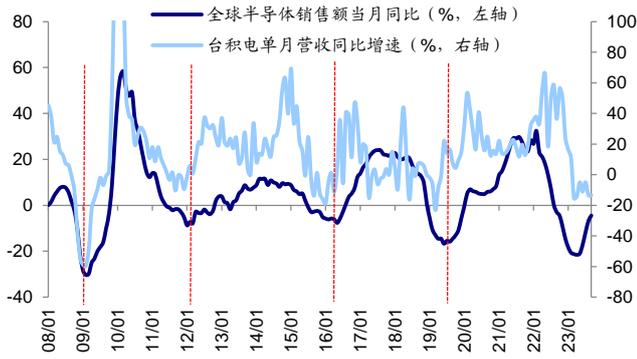
硬科技中关注电子、数字基建和AI应用。我国已经进入经济转型升级、动能转换的关键阶段，习总书记强调要通过积极培育高科技含量的战略新兴行业来加快形成新质生产力，推动产业结构升级，为经济增长提供持续动能。随着政策加大支持科创、技术突破加快赋能，硬科技产业有望成为引领新质生产力发展的领域，具体来看：

电子：半导体周期见底回升、AI需求爆发提升电子景气，电子板块基本面向上。当前多项指标显示全球半导体产业有望见底回升，23/10全球半导体销售额当月同比增速回升至-0.7%，连续6个月回暖。另外，消费电子领域数据也对半导体周期见底回升形成验证，23Q3全球智能手机出货量环比增速转正，我国智能手机出货量当季同比增速为17.6%，连续3个季度回升。此外，AI浪潮下算力需求爆发，AI服务器市场规模有望快速扩容，支撑电子行业景气向上。根据IDC，2025年我国AI服务器市场规模将达317亿美元，23-25年期间CAGR为22.7%。综合来看，在全球半导体周期见底回升，叠加AI算力需求爆发，电子基本面有望逐级向上，根据海通行业分析师的预测，24年电子行业归母净利润增速将达30%，是科技中改善最明显的行业。

②数字基建：财政发力背景下，数字基建相关领域或将受益。今年四季度中央财政增发2023年国债1万亿元，12月11-12日召开的中央经济工作会议也提出积极的财政政策要适度加力、提质增效，并重点支持科技创新领域。11月23日，国家数据局局长刘烈宏在第二届全球数字贸易博览会数据要素治理与市场化论坛的致辞中表示，适度超前部署数据基础设施的建设工作。我们认为数字基建作为稳增长和调结构的重要抓手，有望成为政府支出的重点，相关领域有望受益。根据中国通服基建产业研究院的《中国数据中心产业发展白皮书（2023年）》，预计“十四五”期间我国数据中心产业规模复合增速将达到25%。

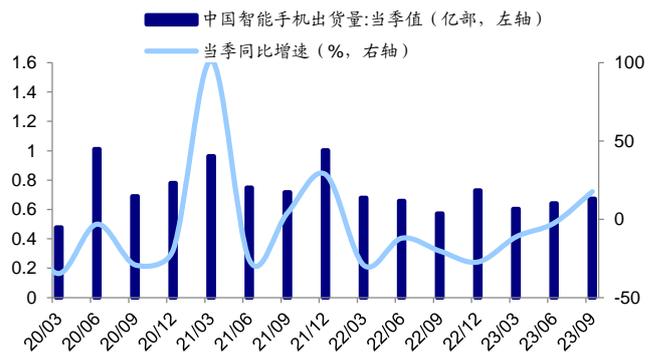
③政策支持和技术突破下，AI应用将提速。当前智能汽车商业化应用提速。政策上，11月17日工信部等四部门印发《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》，要求遴选具备量产条件的搭载自动驾驶功能的智能网联汽车产品，开展准入试点。技术上，我们认为在AI加持下，自动驾驶技术在环境感知、精准定位、决策与规划、控制与执行等方面有望实现突破性提升。根据华经情报网的数据，预计2025年我国智能网联汽车市场规模将达2262亿元，22-25年间CAGR为23.2%。

图17 全球半导体产业有望见底回升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 智能手机等消费电子产品出货量自底部回升



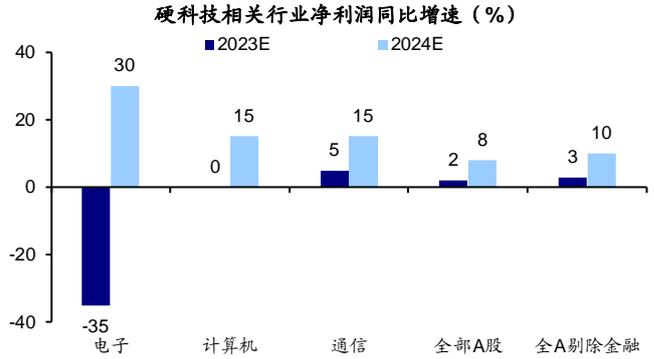
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 全球 AI 服务器规模及预测



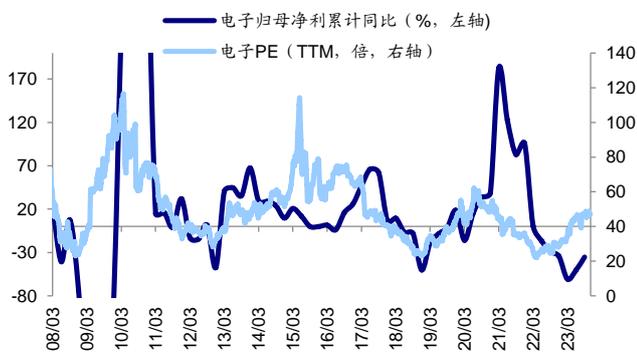
资料来源: 中国经济网, 环球网, IDC, 海通证券研究所

图20 24年电子盈利增速有望改善更明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图21 电子估值已处在历史相对低位



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 政策支持下数据中心市场规模快速扩容



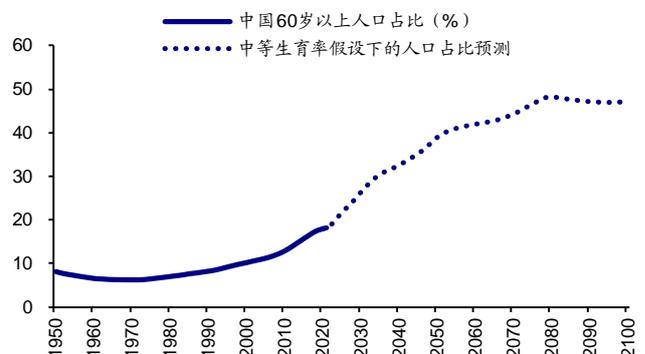
资料来源: 中国通服数字基建产业研究院, IDC 历年报告, 海通证券研究所, 注: 22-25年数据中心产业规模CAGR为“十四五”的预测增速

低估低配、基本面向好的医药性价比凸显。当前医药板块的估值和基金配置仍处于历史较低水平：从估值看，截至23/12/22，医药PE (TTM) 为27.8倍，处13年以来16%分位；从基金持仓看，23Q3基金对医药超配比例为6.2个百分点，处13年以来45%分位。往后看，短期医疗反腐对行业的影响已逐渐过去，叠加中长期行业供需格局向好，医药行业配置性价比已经凸显。短期看，医疗反腐对行业影响最大的时刻已经过去，未来反腐政策有望步入常态化和精准化。中长期看，供给侧方面，医药改革正不断深化，医疗反腐将推动行业形成有序竞争的格局，进而扭转医药行业重销售、轻研发的现状，22年医药板块销售费用占营收比重达14%，但研发支出占比仅为5%，未来药企有望加大创新研发投入，行业集中度有望向具备优质产品的药企集中；需求侧方面，人口老龄化背景下医疗需求或将增加。21年底中国60岁及以上人口占总人口比例为18.1%。根据联合国人口署预测，当前我国老龄人口数量正处于S型的陡峭上升期，到2050年该占比或超30%。随着人口老龄化程度深化，未来居民医疗需求将不断增加。此外，横向对比其他国家看，我国医疗支出占GDP比重仍有提升空间，20年我国医疗支出费用占GDP比重仅

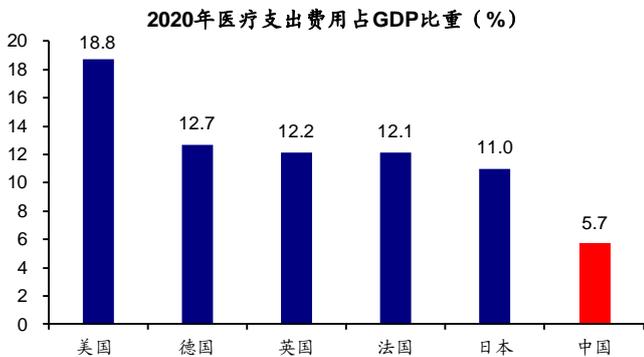
为 5.7%，而美、英、日等发达国家均在 10%-20% 之间。结合海通行业分析师预测，24 年医药生物板块归母净利润增速有望达到 15%，细分子领域中可以关注创新释放新需求的创新药、疫后供需端均逐步恢复的血制品，以及受益于院内刚需和老龄化需求的医疗器械，预计创新药/血制品/高值耗材 24 年归母净利润有望达到 30%/15%/15%。

图23 当前医药板块已经低估低配

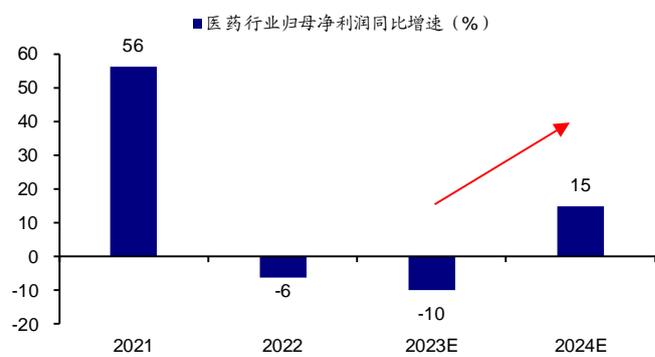

资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 我国人口老龄化或将加速


资料来源：联合国人口署，海通证券研究所

图25 我国医疗支出占 GDP 比重仍有提升空间


资料来源：OECD，海通证券研究所

图26 23/24 医药盈利有望向上


资料来源：Wind，海通证券研究所预测

风险提示：稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

信息披露

分析师声明

吴信坤 策略研究团队
杨锦 策略研究团队

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。

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；	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。
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。	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。