

相关研究

《立体投资策略周报-20231218》
2023.12.18

《海通研究12月精选组合周报(12月16日)》2023.12.18

《振幅角度思考24年A股：会有惊喜吗？》2023.12.16

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wvx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

联系人:陈菲

Tel:(021)23185707

Email:cf15315@haitong.com

逆向思维看 2024——兼论当前市场三大预期

投资要点:

- **核心结论:** ①逆向思维看 2024, 三大潜在预期差值得关注。预期差一: 明年指数振幅有望放大, 市场有可能摆脱低位弱震荡格局重返升势。②预期差二: 行情向上突破的发力行业可能来自金融类权重板块, 关注政策催化带来的阶段性表现。③预期差三: 业绩上行期白马成长表现占优, 基本面或望支撑市场风格从“哑铃型”行情逐渐向白马成长靠拢。
- **2024 市场可能继续低波运行?** 部分投资者认为 24 年市场或趋向弱震荡。本轮市场底部的形成过程确实较复杂, 22/04 起 A 股已整体处在政策底的区间中, 但一方面疫后国内经济曲折式与外围扰动因素交织下导致本次 A 股底部形态较为复杂。展望 24 年, 部分投资者认为在政策未明显加码背景下基本面仍难以实现快速复苏, 则对应市场可能仍是偏弱震荡行情。如果从振幅角度看, 24 年市场振幅有放大可能。借鉴历史经验, 低波动并非是股市常态, 未来股市振幅有望向中枢回归, 参考 14 年情形, 振幅扩大的催化或来自于政策, 明年需密切关注政策的规模和力度。此外, 从估值、资产比价指标来看, A 股性价比已高, 我们有理由相信, 在政策和基本面的双重催化下, 明年振幅有望放大, 行情存在出现惊喜的可能。
- **金融板块或不存投资机会?** 部分投资者预期 24 年大金融板块或难以见到机会。23 年下半年以来经济复苏波折背景下市场对宏观环境的预期持续走弱, 地产和地方债务的风险压制导致大金融板块估值承压。往未来看, 市场对地产风险出清和化债进展情况仍存担忧, 因此市场预期明年大金融板块面临的风险或仍大于机会。从逆向思维出发, 政策加码下 24 年大金融板块或将在变局中看到希望。银行方面, 债务置换等一系列化债举措逐渐出台, 将有助于推动低估的银行权重板块估值修复。地产方面, 中央经济工作会议指出积极稳妥化解房地产问题, 若未来稳地产相关政策持续落地, 也将助力银行板块的修复。券商方面, 若中央金融工作会议提及的相关领域政策逐渐出台落地, 相关行业也有望迎来阶段性机会。
- **2024 “哑铃型” 行情还将延续?** 部分投资者预期 24 年或延续弱复苏与存量资金博弈, 哑铃型行情或将延续。今年市场行情呈“高股息+科技成长”两头占优的哑铃型表现, 这背后反映的是经济曲折修复、资金存量博弈的格局。目前来看, 部分投资者预期明年宏微观基本面复苏之路可能仍然波折, 此外内外资增量资金之力的问题较难出现明显改善, 在此背景下市场结构或将延续两头占优的哑铃型格局。若从逆向思考, 24 年基本面回升是支撑白马成长修复的动力。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, 白马成长板块已逐渐具备投资性价比。细分领域方面, 白马成长中重视以电子为代表的硬科技制造, 还应重视医药。
- **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。

目 录

1. 市场策略：逆向思维看 2024——兼论当前市场三大预期.....	5
1.1 2024 市场继续低波运行?	5
1.2 2024 金融板块难见投资机会?	7
1.3 2024“哑铃型”策略还能延续?	8
2. 估值跟踪：银行、地产等估值较低	10
3. 市场概览与外资流入	11

图目录

图 1	22 年以来上证指数持续磨底.....	5
图 2	历史上的政策底、市场底、业绩底情况.....	6
图 3	指数振幅存在均值回归的规律（1）.....	6
图 4	指数振幅存在均值回归的规律（2）.....	6
图 5	当前 A 股风险溢价率已接近去年 10 月底.....	7
图 6	A 股股债收益比高于去年 10 月底水平.....	7
图 7	当前大金融板块估值已低.....	8
图 8	地产相关 GDP 占比超 30%.....	8
图 9	大金融板块是沪深 300 权重行业.....	8
图 10	特殊再融资债重点向债务负担偏重地区倾斜.....	8
图 11	今年股票型基金发行规模相对较小.....	9
图 12	8 月以来外资持续流出.....	9
图 13	23 年以来高股息策略表现出众.....	9
图 14	23 年以来成长主题超额收益明显.....	9
图 15	白马成长板块估值处于历史低位.....	10
图 16	盈利上行期白马成长表现更佳.....	10
图 17	全球 AI 服务器规模及预测.....	10
图 18	24 年电子盈利增速改善或更明显.....	10
图 19	当前医药板块已经低估低配.....	10
图 20	23/24 年医药盈利有望向上.....	10

表目录

表 1 A 股估值已回到历史低位.....	7
-----------------------	---

值此岁末年初之际，24年A股市场走势成为市场讨论的热点，部分投资者担心明年经济和市场的预期仍缺乏弹性。对于24年市场展望，我们已在年度策略报告《破晓——2024年A股展望-20231208》中作详细分析。本文以此为基础，针对当前市场热议点，进一步用逆向思维来重新审视24年的投资前景，或许能够揭示更多可能性。

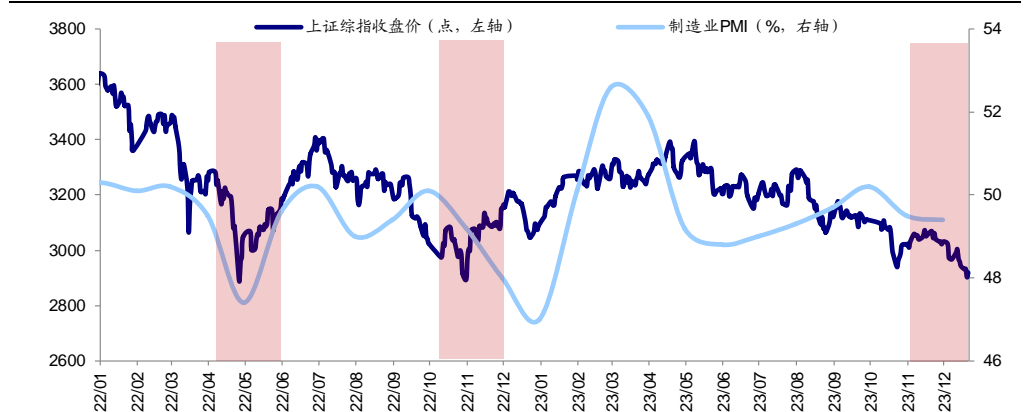
1. 市场策略：逆向思维看2024——兼论当前市场三大预期

1.1 2024市场继续低波运行？

部分投资者认为24年市场或趋向弱震荡。回顾过去一年，市场在经历了2022年的偏弱行情后于23年再次走弱，与开年普遍的乐观预期形成了较明显的落差。事实上，本轮市场底部的形成过程确实较复杂。参考历史经验，A股市场在调整末期时一般政策底首先出现，此后随着积极政策推动经济和股市基本面企稳回升，标志着业绩底到来，在这个过程中有政策利好与基本面下行两股力量角力，因此政策底与业绩底之间存在市场底。对于本轮情况而言，我们认为22/04起A股已整体处在政策底的区间中，但一方面疫后国内经济曲折式前进，宏微观基本面的修复被显著拉长，23Q3全部A股归母净利润累计同比-2.9%，仍未恢复至正增长；另一方面海外美元指数及美债利率多次冲高，地缘政治冲突增多，内外部扰动因素交织导致本次A股底部形态较为复杂。

展望2024年，部分投资者认为在政策未明显加码背景下基本面仍难以实现快速复苏，则对应市场可能仍是偏弱震荡行情，类似2012年上半年政策底出现后基本面未出现迅速反转，此后宽基指数点位在2012年末再创新低。根据当前的Wind一致预期，市场预计24年国内实际GDP同比增速为5.0%；微观盈利层面，根据通联一致预期，市场预期24年全A归母净利润同比增速为7.3%，即市场对明年的业绩修复预期较为温和，因此对24年行情预期偏谨慎。

图1 22年以来上证指数持续磨底



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/12/21，注：红色底纹为稳增长政策发力的区域

图2 历史上的政策底、市场底、业绩底情况

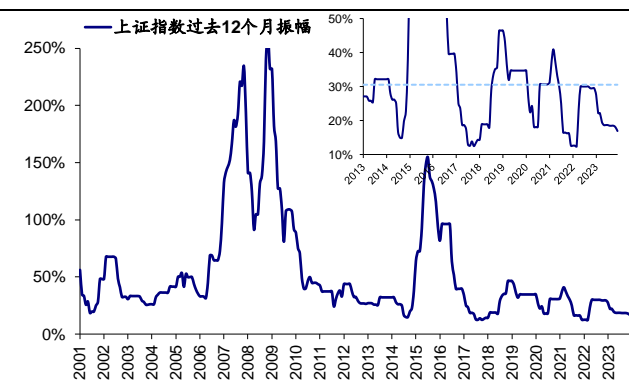


资料来源：Wind，国务院国资委，中国政府网，新华社，新华网，中国人民银行，上海证券交易所，海通证券研究所，截至 2023/12/21

如果从振幅角度看，24 年市场振幅有放大可能。那么从逆向思维的角度出发，未来市场是否有可能走出弱震荡的行情？实际上，从振幅的视角来看，长久以来股市运行犹如钟摆，其波动存在均值回归的运行规律。此处我们以过去 12 个月内最高价相对最低价的涨幅来衡量指数的振幅，同时采用剔除极值后的历史均值或中位数来衡量振幅的中枢水平，历史数据显示指数振幅基本围绕中枢上下波动（如图 3、图 4 所示）。而当前 A 股振幅已达到历史低点，上证综指（沪深 300）滚动一年振幅为 16.9%（23.7%），接近于 14 年低点的 15.0%（19.7%），明显低于剔除极值后的历史中枢水平 30.6%（34.4%）。借鉴历史经验，低波动并非是股市常态，未来股市振幅有望向中枢回归，参考 14 年情形，振幅扩大的催化或来自于政策，明年需密切关注政策的规模和力度，如化债措施和“三大工程”。

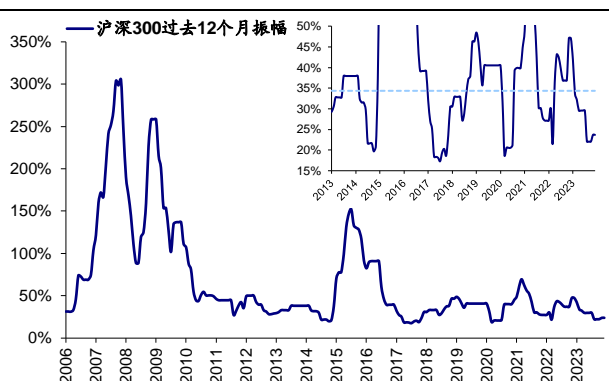
从估值、资产比价指标来看，A 股性价比已高，即向上弹性较大。从估值来看，截至 23/12/21（下同），当前市场估值水平与历史大底时已经较为接近，全部 A 股 PE(TTM) 为 16.3 倍、处 05 年以来从高到低 24% 分位。从大类资产比价指标看，当前 A 股风险溢价率为 3.5%、已经高于 05 年以来均值+1 倍标准差（3 年滚动）；A 股股债收益比为 0.88，已达 05 年以来均值+2 倍标准差（3 年滚动）附近，接近去年 10 月底水平，可见市场风险偏好已在底部。从多角度分析，当前 A 股底部区域已经较为扎实，性价比凸显。结合前文对明年振幅的讨论，我们有理由相信，在政策和基本面的双重催化下，明年振幅有望放大，行情存在出现惊喜的可能。

图3 指数振幅存在均值回归的规律（1）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/12/21

图4 指数振幅存在均值回归的规律（2）



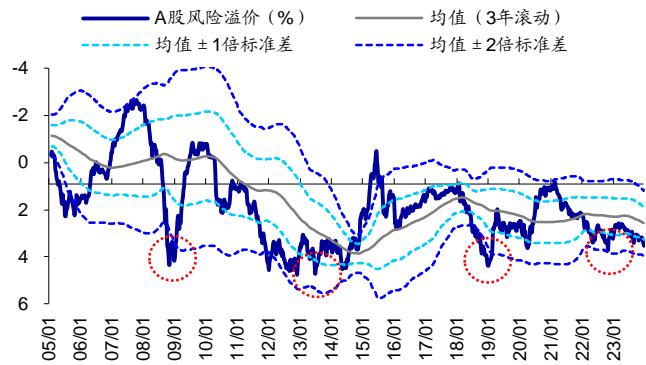
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/12/21

表 1 A 股估值已回到历史低位

全部 A 股					全部 A 股剔除金融		
时间	PE (TTM, 倍)	PB (LF, 倍)	PE (TTM, 中位数, 倍)	PB (LF, 中位数, 倍)	时间	PE (TTM, 倍)	PB (LF, 倍)
2005/6/6	18.4	1.65	20.5	1.55	2005/6/6	18.4	1.63
2008/10/28	13.8	2.06	16.4	1.68	2008/10/28	15.3	1.98
2013/6/25	12.0	1.50	27.8	2.16	2013/6/25	19.3	1.75
2016/1/27	17.7	1.89	44.7	3.73	2016/1/27	35.4	2.47
2019/1/4	13.3	1.43	23.8	2.04	2019/1/4	18.1	1.72
2023/12/21	16.3	1.44	24.5	2.46	2023/12/15	25.0	1.91
05 年以来历史分位	24%	0%	11%	30%	05 年以来历史分位	35%	12%

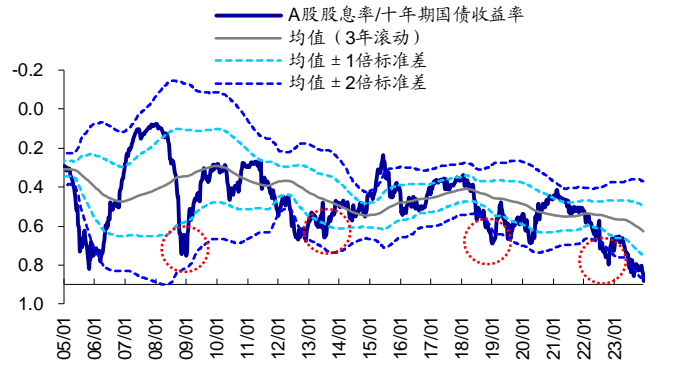
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/21

图 5 当前 A 股风险溢价率已接近去年 10 月底



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/21

图 6 A 股股债收益比高于去年 10 月底水平



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/21

1.2 2024 金融板块难见投资机会?

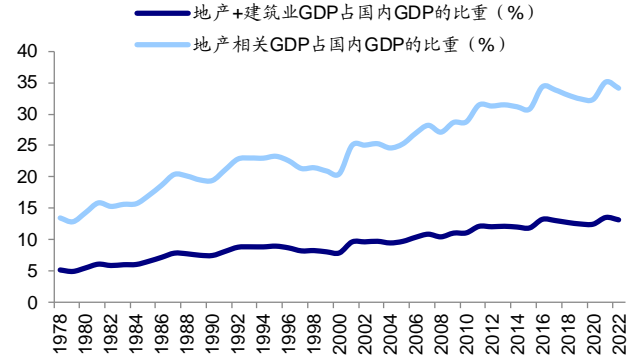
部分投资者预期 24 年大金融板块或难以见到机会。除了市场趋势外，大金融板块同样是市场热议的焦点。23 年上半年在“中特估”主题的催化下 A 股部分金融板块迎来了较明显的上涨行情，但此后随着经济复苏波折背景下市场对宏观环境的预期持续走弱，地产和地方债务的风险压制相关板块的情绪，导致大金融板块估值承压，例如当前（截至 23/12/21，下同）银行 PB (LF) 仅为 0.42 倍、处 13 年以来 0.0% 分位，证券为 1.16 倍、处 2.5% 分位。往未来看，市场对地产风险出清和化债进展情况仍存担忧。目前地产相关数据仍在下行，本轮地产下行周期始于 2021 年中，当前我国房价已经较高点回落两年以上。地产在我国经济中的占比很高，22 年地产链相关行业的 GDP 占比达 34.1%，对中国经济的重要性不言而喻，因此若地产持续走弱不仅会对经济增长造成压力，也不利于金融体系的稳定性。此外，目前地方政府债务规模仍较大，市场担忧这可能会导致风险出现，进而增加银行风险。由于地产问题与地方债务问题尚未看到明显转机，进而使得市场预期明年大金融板块面临的风险或仍大于机会。

图7 当前大金融板块估值已低



资料来源: Wind, 海通证券研究所

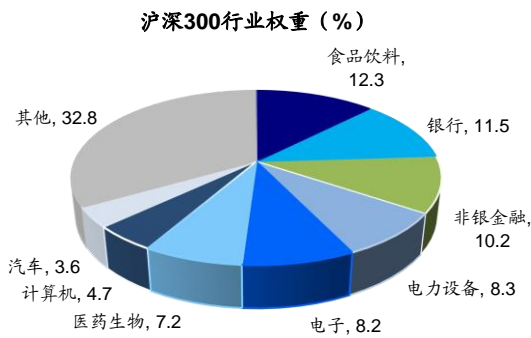
图8 地产相关 GDP 占比超 30%



资料来源: Wind, 海通证券研究所

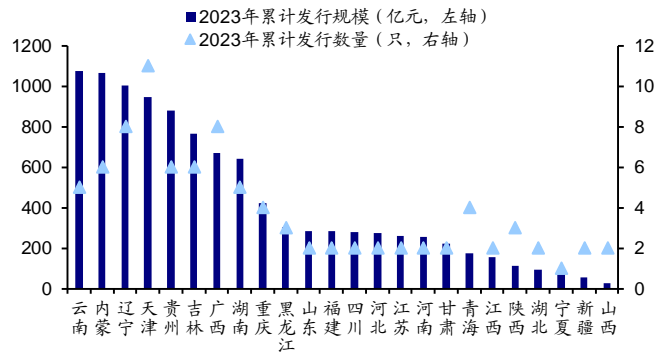
政策加码下 24 年大金融板块或将在变局中看到希望。那么 2024 年大金融板块是否存在投资机会? 上文我们提到从振幅角度看, 明年市场向上弹性或将加大, 如果出现这种弹性加大的情况, 背后的推手或是权重板块的大金融。截至 23/12/21, 沪深 300/全 A 中大金融板块权重分别为 21.6%/11.8%, 总市值占比为 29.8%/17.7%。前文我们提到 24 年宏观经济或是温和复苏, 因此大金融很难出现基本面驱动的持续性机会, 需要密切关注政策推动下的阶段性表现。随着防风险政策持续加码, 大金融或在变局中找到希望。近期召开的中央经济工作会议定调积极, 未来一系列防风险、稳预期、稳增长的积极宏观政策有望出台: 银行方面, 中央金融工作会议提出“优化中央和地方债券债务结构”, 近期特殊再融资债券发行逐渐落地, 目前规模已逾万亿, 重点向债务负担偏重地区倾斜, 用于存量债务置换。未来除了债务置换外的其他化债举措或将逐渐出台, 这将有助于推动低估的银行权重板块估值修复。地产方面, 中央经济工作会议指出积极稳妥化解房地产问题, 随后 12 月 14 日北京、上海两地先后调整优化多项房地产政策, 包括下调购房首付比例、下调房贷利率等, 若未来稳地产相关政策持续落地, 也将助力银行板块的修复。券商方面, 中央金融工作会议提出“活跃资本市场”、“培育一流投资银行和投资机构”, 未来若会议提及的相关领域政策逐渐出台落地推动股市交投回暖, 券商业绩和未来发展均有望受益, 相关行业也有望迎来阶段性机会。

图9 大金融板块是沪深 300 权重行业



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/21

图10 特殊再融资债重点向债务负担偏重地区倾斜

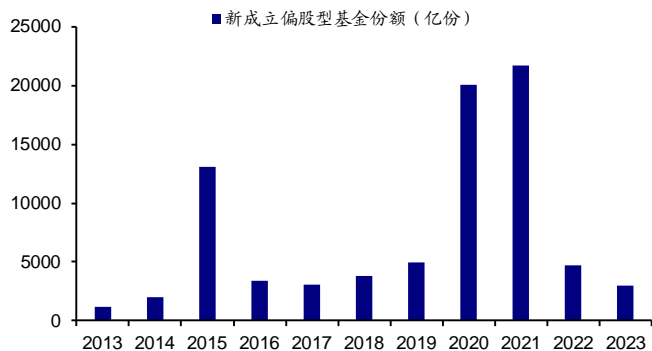


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/31

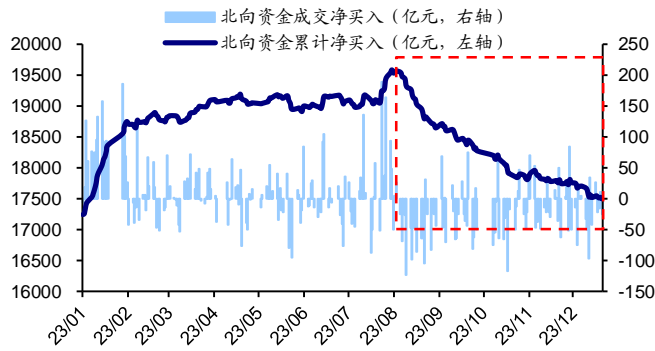
1.3 2024 “哑铃型”策略还能延续?

部分投资者预期 24 年或延续弱复苏与存量资金博弈, 哑铃型行情或将继续。回顾今年以来市场风格特征, 可以发现有别于近些年盛行的赛道龙头、白马成长行情, 今年市场行情呈两头占优的哑铃型表现, 市场风格的切换引发了市场较大的关注。回顾 2023 年以来的 A 股结构, 风格上呈现“高股息+科技成长”两头占优的哑铃型表现, 年初至今(截至 23/12/21)中证红利全收益指数涨幅为 6.0%, 人工智能指数为 38.6%, 明显高于同期万得全 A 涨跌幅的-7.1%。实际上, 2023 年高股息策略和科技主题型投资占优, 背后反映的是经济曲折修复、资金存量博弈的格局。而目前来看, 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。目前外资仍在延续流出态势，截至 23/12/22，8 月以来至今最大净流出额已达 2102 亿元，北上资金全年累计净流入额仅 250 亿元，为 2014 年陆股通开通以来的次低值；另一方面公募发行仍较低迷，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。若明年经济延续弱复苏、资金存量博弈的背景不变，市场结构或将延续两头占优的哑铃型格局。

图11 今年股票型基金发行规模相对较小


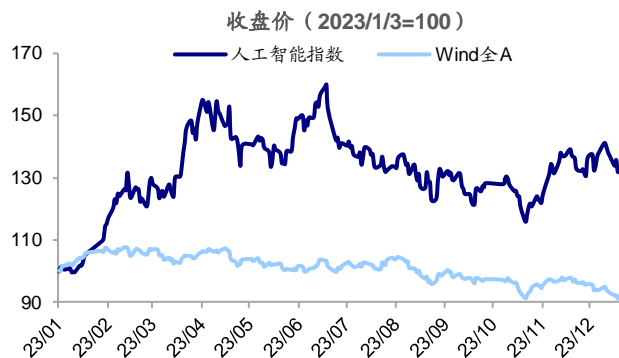
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/21

图12 8月以来外资持续流出


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/22

图13 23年以来高股息策略表现出众


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/21

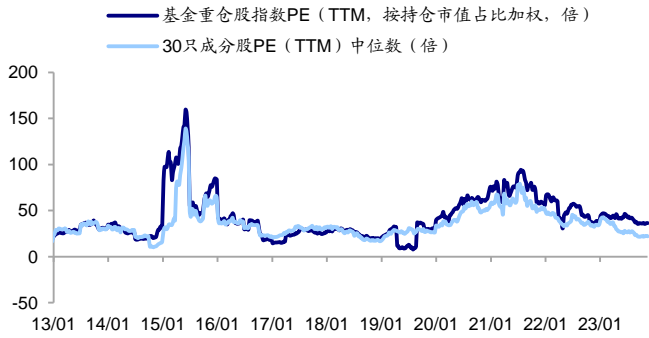
图14 23年以来成长主题超额收益明显


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/21

24年基本面回升是支撑白马成长修复的动力。我们从逆向思考，市场风格出现反转的动力在哪里？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，白马成长板块已逐渐具备投资性价比。当前以基金重仓股为代表的白马成长组合估值已处于历史中低水平，借鉴历史白马成长板块在A股盈利上行周期内业绩表现更优，因此24年业绩上行期白马成长有望在业绩表现上更为占优，市场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。

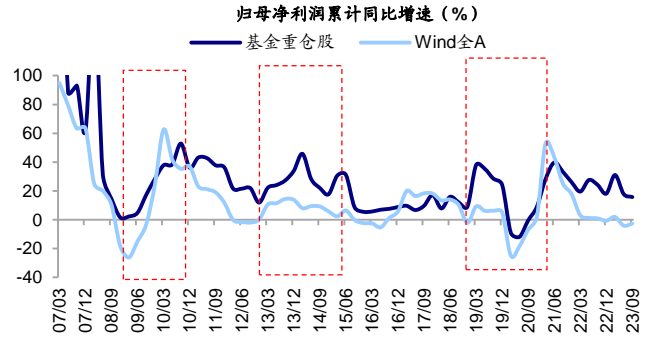
细分领域方面，白马成长中重视以电子为代表的硬科技制造。习总书记强调要积极培育战略性新兴产业与未来产业，加快形成新质生产力，我们认为，信息技术产业有望成为引领新质生产力发展的领域，重视以下三个领域：一是半导体周期回升背景下的电子，我们预计24年电子行业归母净利增速将达30%。二是或受益于财政发力的数字基建，根据中国通服基建产业研究院的《中国数据中心产业发展白皮书（2023年）》，预计“十四五”期间我国数据中心产业规模复合增速将达到25%左右。三是政策支持和技术突破下AI应用将提速，根据华经情报网的数据，预计22-25年间我国智能网联汽车市场CAGR为23.2%。白马成长中还应重视医药。目前医药生物板块的估值和基金配置仍处于较低水平。往后看，医疗反腐对行业的影响逐渐过去，并且中期来看我国人口老龄化正在加深，医疗需求将持续增加，未来一段时间医药的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡，结合行业分析师预测，24年医药归母净利增速有望达15%，细分领域中可以关注创新药/血制品/高值耗材，24年归母净利有望分别达到30%/15%/15%。

图15 白马成长板块估值处于历史低位



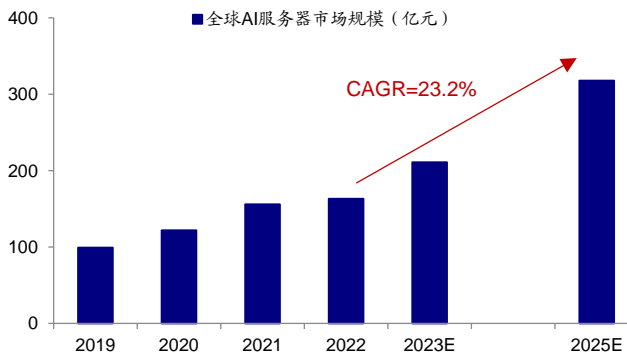
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 盈利上行期白马成长表现更佳



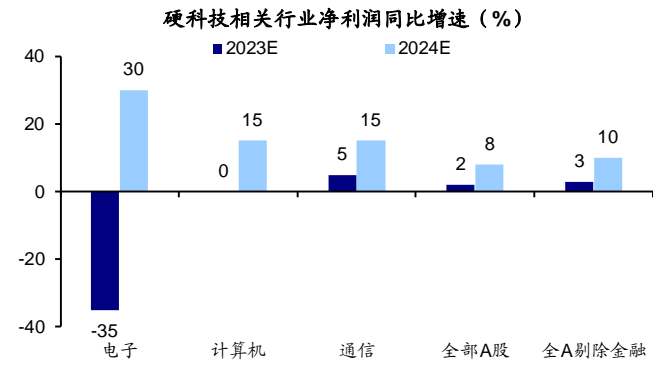
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 全球 AI 服务器规模及预测



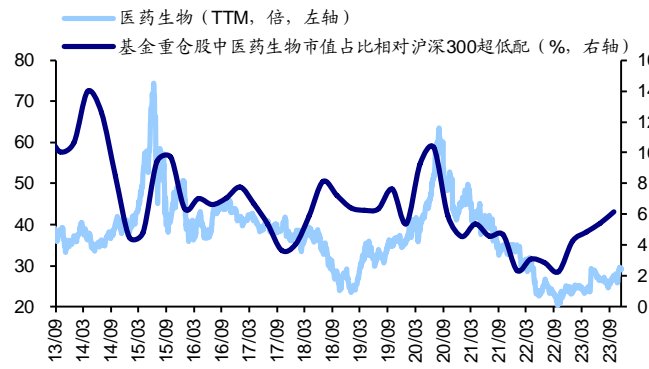
资料来源: 中商情报网、环球网, IDC, 海通证券研究所

图18 24 年电子盈利增速改善或更明显



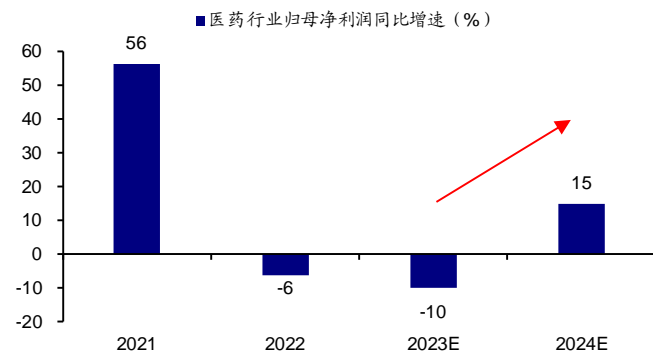
资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图19 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20 23/24 年医药盈利有望向上



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

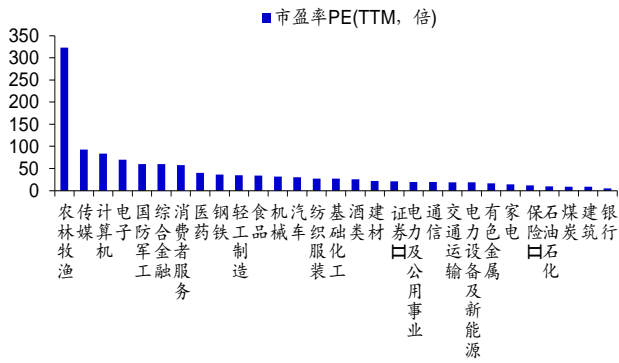
2. 估值跟踪: 银行、地产等估值较低

行业估值绝对值来看, 截至 2023 年 12 月 22 日 (下同), PE (TTM, 下同) 历史分位水平处于 13 年以来 10% 以下的行业有商贸零售、房地产、农林牧渔、电力设备及新能源、银行、通信、机械、家电、有色金属、建筑; 处于 10%-20% 的行业有保险; 处于 20%-40% 的行业有煤炭、国防军工、交通运输、纺织服装、基础化工、电力及公用事业、食品、证券; 处于 40% 以上的行业有酒类、轻工制造、医药、计算机、建材、消费者服务、汽车、钢铁、传媒、电子、综合金融。PE (TTM) 绝对值最低的行业是银行 (4.6 倍)、建筑 (8.8 倍)、煤炭 (9.1 倍), 最高的行业是农林牧渔 (323.3 倍)、传媒 (92.7 倍)、计算机 (83.2 倍)。

依据 PB (LF, 下同) 衡量, PB 历史分位水平处于 13 年以来 10% 以下的行业有建

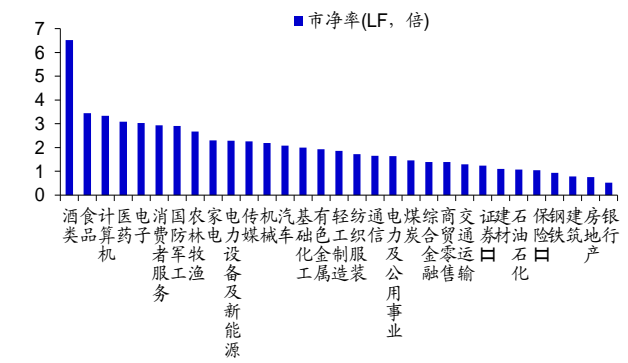
材、房地产、建筑、保险、轻工制造、食品、银行、医药、消费者服务、有色金属、基础化工、纺织服装、证券、商贸零售、通信、交通运输、家电、计算机、农林牧渔；处于 10%-20% 的行业有电子、钢铁；处于 20%-40% 的行业有电力设备及新能源、传媒、机械、综合金融、电力及公用事业、石油石化、国防军工、汽车；处于 40% 以上的行业有酒类、煤炭。PB 绝对值最低的行业是银行（0.5 倍）、房地产（0.8 倍）、建筑（0.8 倍），最高的行业是酒类（6.5 倍）、食品（3.4 倍）、计算机（3.3 倍）。

图21 各行业 PE 最新值 (TTM)



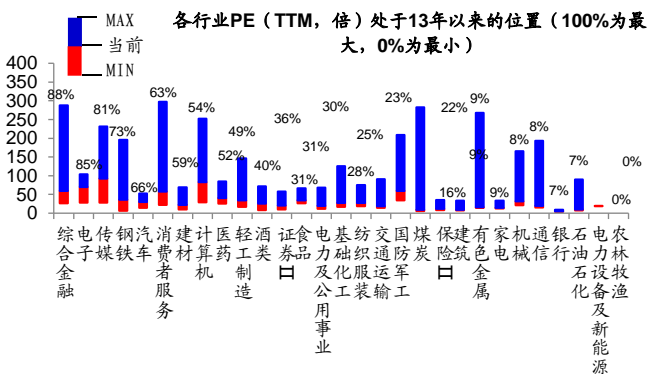
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/22

图22 各行业 PB 最新值 (LF)



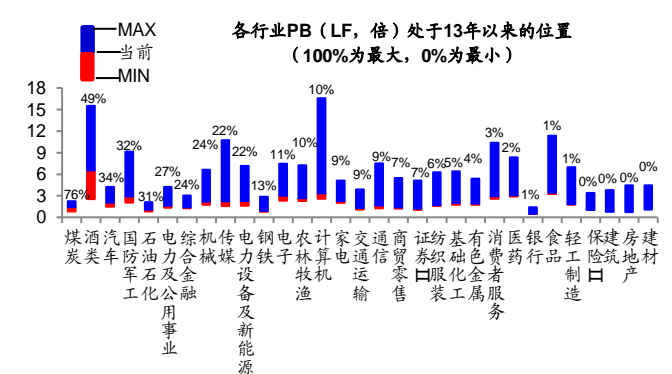
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/22

图23 各行业 PE 历史分位水平 (13 年以来)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/22

图24 各行业 PB 历史分位水平 (13 年以来)

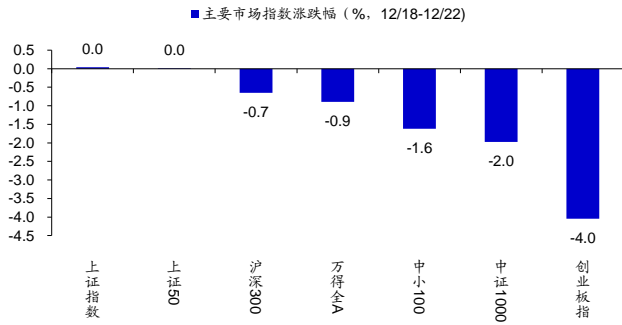


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/22

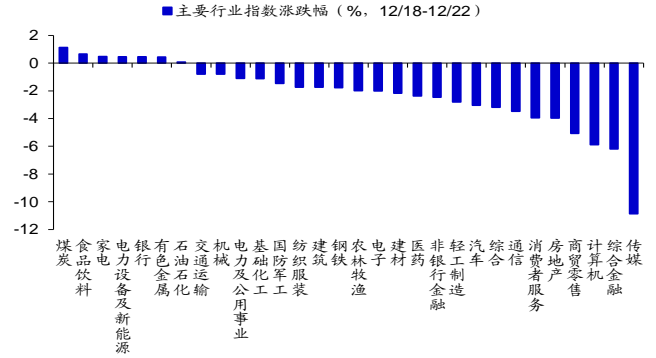
3. 市场概览与外资流入

市场指数多数下跌，主要行业指数多数下跌。 上周（2023/12/18-2023/12/22 下同）上证指数涨幅 0.0%，上证 50 涨幅 0.0%，沪深 300 跌幅为 0.7%，万得全 A 跌幅为 0.9%，中小 100 跌幅为 1.6%，中证 1000 跌幅为 2.0%，创业板指跌幅为 4.0%。行业中涨幅较大的有煤炭（1.1%），食品饮料（0.7%），家电（0.5%）。跌幅较大的是传媒（-10.9%），综合金融（-6.2%），计算机（-5.9%）。

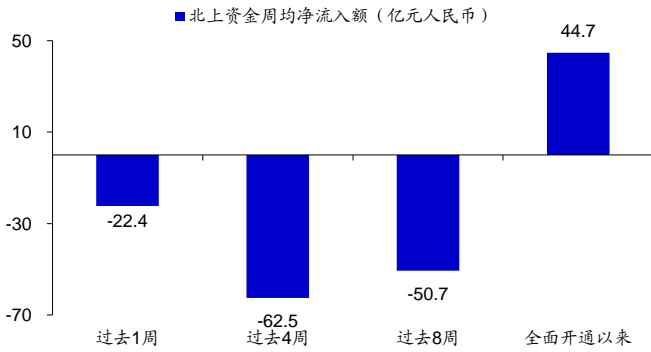
北上资金上周净流出，通信、医药、非银金融净流出居前。 上周陆港通北上资金合计净流出 22.4 亿元人民币，过去 4 周周均净流出 62.5 亿元人民币，16 年底陆港通全面开通以来周均净流入 44.7 亿元人民币。分行业来看，上周北上资金净流入的行业有电力设备及新能源、汽车、基础化工等；上周北上资金净流出的行业有通信、医药、非银金融等。

图25 主要市场指数涨跌幅表现（%，12/18-12/22）


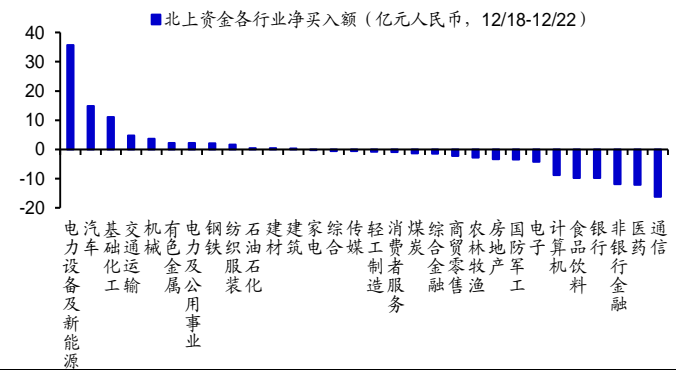
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 主要行业指数涨跌幅表现（%，12/18-12/22）


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 陆港通北上资金周均净流入额（亿元人民币，12/22）


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 上周北上资金各行业净买入额（亿元，12/18-12/22）


资料来源: Wind, 海通证券研究所

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
余培仪 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。