

宏观策略组

张溟

SAC 执业证书编号: S1410210030006

021-58766929-8053

zhangming@jhqzrs.com

联系人:

徐圣钧

021-58766929-8006

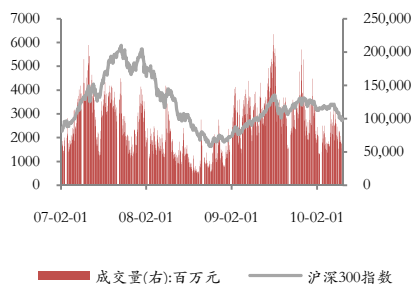
xushengjun@jhqzrs.com

杜长春

021-58766929-8025

duchangchun@jhqzrs.com

沪深 300 走势图



相关研究报告

- 1、2010.07.26《投资策略周报:把握政策与估值主线,备战8月大丰收》
- 2、2010.07.19《策略周报:回避经济下滑风险,挖掘结构性机会》
- 3、2010.07.12《策略周报:寻找振荡市的超额收益主线》
- 4、2010.07.5《策略周报:关注弱势市场的估值修复行情》
- 5、2010.06.28《策略周报:二次汇改将继续推动市场回暖》

8月投资策略

政策暖风频吹,振荡上涨可期

投资要点:

美国经济出现二次探底的概率较小: 由于美国投资、制造业及出口均见改善,经济仍处于复苏趋势进程中,相信美国经济不会陷入双底衰退。在美国政府和美联储的共同干预下,金融信贷渠道已经逐步恢复正常。恐慌情绪已逐渐下降到正常水平,金融对经济增长的支持也恢复到正常轨道。美联储宽松的货币政策在今年年内也不会发生变化。其次,在美国占 GDP 七成的消费支出数据在近几个月环比增长。此外,美国即将出台失业保险支持的法案,这将有效地巩固个人收入以及消费支出。

中国经济,短期放缓不改长期向好趋势: 虽然市场普遍预期下半年中国经济各项指标将放缓,但今年全年的 GDP 增速预计仍将达到 9.5%,远远超出全球经济平均水平。此外,7月17日,财政部公布国有企业半年度利润数据,同比增长 57.1%,换算为环比,二季度增长了 26.89%,单季度利润创出去年以来的历史新高。业绩持续增长还能维持,这证明了市场对于业绩增速下滑的担忧并不必要。在全球低增长环境中,中国相对高的增长率对全球投资者而言更具吸引力,而具有高成长性的股票也会出现更高的溢价。

资本市场筑底反弹: 在经济二次探底的担忧之声中,沪深两市在7月末大幅反弹,指数持续上涨。市场此轮反弹可以视为市场信心恢复所导致的修复性行情。强周期行业如有色、机械、交运、化工领涨,而信息技术、新能源、低碳环保等新兴产业也表现强劲。上涨的动力源于宏观政策逐渐明朗、短期流动性改善、良好的中报预期对估值的支撑,以及外围市场走强带来的信心提振,我们判断这些因素将会在8月份继续推动市场曲折上行。

8月份A股市场有望延续7月的上涨行情: 建议超配受益于名义价格上涨终端需求回升并受到政策支持消费领域如食品饮料、商业贸易;周期性行业受益于低估值,政策放松预期以及海外经济恢复,看好资源类个股以及化工股,8月份有望跑赢大盘;新兴产业节能环保、TMT、低碳新能源、智能电网、医药生物等虽然普遍估值较高,但受益于经济转型的实质性利好和长期的高增长预期,仍然建议超配;农业板块在政策的明确扶持以及通胀预期的增强背景下,其阶段性和事件性的机会将十分丰富,8月份继续看好。

行业配置: 超配农林牧渔、医药生物、食品饮料、商业贸易、电子元器件、化工、工程机械、有色金属;标配:信息设备、信息服务、交通运输、采掘、建筑建材、房地产;低配:综合、金融服务、家用电器、公用事业、轻工制造、黑色金属。

8月投资策略：政策暖风频吹，振荡上涨可期

1 中国经济短期放缓，长期向好

美国经济出现二次探底的概率较小：由于美国投资、制造业及出口均见改善，经济仍处于复苏趋势进程中，相信美国经济不会陷入双底衰退。在美国政府和美联储的共同干预下，金融信贷渠道已经逐步恢复正常。恐慌情绪已逐渐下降到正常水平，金融对经济增长的支持也恢复到正常轨道。美联储宽松的货币政策在今年年内也不会发生变化。其次，在美国占GDP七成的消费支出数据在近几个月环比增长。此外，美国即将出台失业保险支持的法案，这将有效地巩固个人收入以及消费支出。

欧洲已经相对平稳的度过了欧元区债务危机：欧洲银行压力测试结果公布前，分析师预测将有10家银行无法通过测试，资金缺口380亿欧元（合490亿美元）；而测试结果是只有7家银行没有通过，资金缺口仅35亿欧元，这表明前期市场对欧债问题的担忧有所过度。而德国7月Ifo商业景气指数创德国统一以来最大增幅以及欧元区工业订单指数环比大增也表明欧元区整体复苏程度好于预期。

新兴国家成为全球经济增长的引擎：欧美发达经济体虽然能避免二次衰退的威胁，但其增长放缓已是不争的事实，发展中国家已日益取代发达国家成为全球经济增长的引擎。中国一个国家的增长，即相当于美国、欧洲、日本三个国家和地区的总和，加之印度，拉美和新兴欧洲国家，新兴国家总增长相当于全球经济总增长的2/3。而且目前对世界经济贡献2/3的新兴国家的债务负担并未因为经济危机而有过分的增加。因此，后期发展中国家的经济将是全球经济增长的动力所在。

中国经济，短期放缓不改长期向好趋势：虽然市场普遍预期下半年中国经济各项指标将放缓，但今年全年的GDP增速预计仍将达到9.5%，远远超出全球经济平均水平。此外，7月17日，财政部公布国有企业半年度利润数据，同比增长57.1%，换算为环比，二季度增长了26.89%，单季度利润创出去年以来的历史新高。业绩持续增长还能维持，这证明了市场对于业绩增速下滑的担忧并不必要。在全球低增长环境中，中国相对高的增长率对全球投资者而言更具吸引力，而具有高成长性的股票也会出现更高的溢价。

2 三季度资本市场将有惊喜，8月股指有望曲折上行

政策暖风频吹：中共中央7月20日在中南海召开党外人士座谈会中，胡锦涛强调，做好下半年经济工作，对全面完成“十一五”规划确定的目标任务

务，并重申将会继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，促进经济平稳较快发展。

目前国内经济正处在调结构实现转型的进程中，但调结构不会以牺牲经济增长为代价，上半年中国经济向上，但政策向下，整个货币政策呈现收紧趋势；下半年中国经济放缓，包括 GDP 指标等都在逐渐回落，而政策已逐渐向上。

住建部的 580 万套保障房方案，国务院的 6800 亿元西部开发计划以及上周公布的 5 万亿新能源投资规划均表明“保持经济平稳较快发展”仍是政策第一目标，这也为资本市场提供了稳定的外部环境。住房和城乡建设部部长姜伟新 7 月 17 日在哈尔滨出席“2010 中国市长论坛”时表示，要坚定不移地继续坚决贯彻落实好国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，加快保障性住房建设，做好利用住房公积金贷款支持保障性住房的试点工作。并强调“今年这 580 万套的任务一定要完成。”为了完成 580 万套保障性住房建设任务，中央已经下达 600 多亿资金，有关的政策措施都已经定并以文件形式下发。他同时透露，国务院批准利用住房公积金贷款支持保障性住房的试点，已经确定了北京 28 个城市作为试点城市，住房和城乡建设部已经会同财政部、人民银行等制定了具体的试点办法，包括具体的贷款办法。从中央部委对保障房建设的态度看，这一政策的执行力度将有多加强，有助于缓解部分投资者对保障房建设投入的质疑。

早在今年 5 月 13 日，国务院发布的《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（又称“新 36 条”）被认为是宏观调控的又一重要策略，而 7 月 26 日，为贯彻落实“新 36 条”，国务院印发鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知。进一步明确了中央和地方政府部门在鼓励和引导民间投资健康发展方面的分工和任务。《通知》对列出的 40 项工作任务分别明确了职责，总共有 20 多个部门参与其中。如在引入关注的基础产业和基础设施领域，由于涉及公路、水运、港口码头、民用机场、通用航空设施，以及水利工程、电力、石油天然气、电信建设和土地整治、矿产资源勘探开发多个行业，因此相关负责部门从发改委、财政部，到交通运输部、民航局、能源局等各个层面，多个部门参与配合，研究提出具体实施办法。而在鼓励和引导民间资本重组联合和参与国有企业改革这一问题上，则明确了各地政府的职责任务。我们认为鼓励民间资本“新 36 条”细则的出台，是政府保障宏观经济平稳较快发展的又一重要措施，有助于缓解宏观经济下滑预期。

资本市场筑底反弹：在经济二次探底的担忧之声中，沪深两市在 7 月末大幅反弹，指数持续上涨。市场此轮反弹可以视为市场信心恢复所导致的修复性行情。强周期行业如有色、机械、交运、化工领涨，而信息科技，新能源，低碳环保等新兴产业也表现强劲。上涨的动力源于宏观政策逐渐明朗，短期流动

性改善，良好的中报预期对估值的支撑，以及外围市场走强带来的信心提振，我们判断这些因素将会在8月份继续推动市场曲折上行。

三季度行情有望将步入可持续的估值修复行情：上涨的逻辑在于实体经济将趋于稳定并引导资本市场形成经济向上预期，而信贷政策及财政政策也将同步出现结构性变化。资本市场将逐渐从经济下滑，过于悲观经济预期中修复，三季度上证指数有望站稳2680点，四季度上证指数有望重新站上价值位2900点，对应PE20倍。

关注三大投资主线：建议8月份投资者重点关注三大投资主线：通胀受益，并购重组，中报业绩。

通胀受益主线：近期南方洪灾造成部分农产品减产，粮食价格及蔬菜价格持续上升；而受生猪出栏量减少、饲料涨价、降水偏多等因素影响，各地猪肉价格触底反弹，“猪通胀”将成为通胀的新的推动力，加之资源品价格改革对物价的拉动效应和国际大宗商品反弹。尽管6月份CPI数据略低于市场预期，但我们认为3、4季度CPI还有继续上升的动力，部分上市公司可能受益。建议重点关注农林牧渔、消费、零售、有色、煤炭以及旅游酒店板块。

并购重组主线：2010年，在全球需求放缓的背景下，原有的钢铁、水泥等产业出现了严重的产能过剩，而有色金属、能源化工主要受到国际市场大宗商品价格的影响，单体企业抗拒产品价格波动的能力较小。在中央经济工作会议“调结构”的基调确定后，这些基础工业领域都需要进行一番重新整合，以适应未来经济发展的需要。国资委主任李荣融也表示，2010年国资委将积极推动国有企业集团核心业务资产上市或整体上市，推动优势资源向绩优上市公司集中，提高企业资本的证券化比重。

我们认为，钢铁、军工、机械、化工、有色、煤炭这些行业内存在丰富的债务剥离、资产重组、并购整合机会，虽然此类行业并非是未来的朝阳产业，在行业框架的整合有利于上市公司提升效率并在短期迅速扩张规模，而股价也将会有积极表现。

中报业绩主线：截至2010年7月27日，有招商地产、国电电力、南玻A、嘉凯城、燕京啤酒等81家公司公布2010年中报，净利润78.85亿元，较2009年度同期上涨83.21%；共有849家上市公司发布了2010年中报业绩预告，根据业绩预计情况测算（采用中值法计算），849家公司2010年1~6月预计净利润合计1143.26亿元，较2009年度同期上涨231.44%，2010年二季度净利润环比下降4.57%。业绩预计向好（预增和预盈）的543家公司中，机械行业46家，占比8.47%，电子元器件行业45家，占比8.29%，汽车及配件和化工行业各40家，分别占比7.37%，化工、房地产开发、钢铁等行业分别在10家以上，共占比84.16%。建议重点关注机械，电子元器件，交运设备和化工行业中龙头公司中报预增投资机会。

3 投资策略：超配周期性行业和新兴产业

8月份A股市场有望延续7月的上涨行情：但在宏观经济趋缓，政策虽然相对宽松但二次刺激并无可能，且目前A股市场流通市值大增，流动性对市场的整体推动效应已相对减弱，我们认为市场难以走出整体性单边上涨行情，振荡上涨的可能性较大，获取超额收益的关键，将是对子行业和个股的深入挖掘。

建议超配受益于名义价格上涨终端需求回升并受到政策支持消费领域如食品饮料，商业贸易；周期性行业受益于低估值，政策放松预期以及海外经济恢复，看好资源类个股以及化工股，8月份有望跑赢大市；新兴产业节能环保、TMT、低碳新能源、智能电网、医药生物等虽然普遍估值较高，但受益于经济转型的实质性利好和长期的高增长预期，仍然建议超配；农业板块在政策的明确扶持以及通胀预期的增强的背景下，其阶段性和事件性的机会将十分丰富，8月份继续看好。

行业配置：超配农林牧渔、医药生物、食品饮料、商业贸易、电子元器件、化工、工程机械、有色金属；标配：信息设备、信息服务、交通运输、采掘、建筑建材、房地产；低配：综合、金融服务、家用电器、公用事业、轻工制造、黑色金属。

4 七月市场回顾：全球股指出现普涨

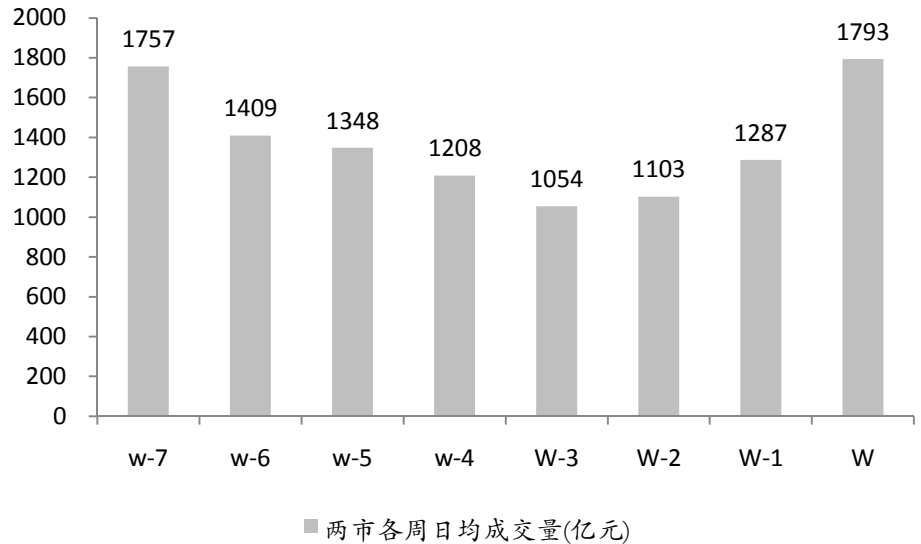
4.1 主要股指七月表现

7月国内市场结束了6月的下跌行情，出现震荡上涨，截止7月23日，上证综指累计涨幅达8.35%、深证综指涨11.56%、沪深300指数涨10.57%。股指总体表现出探底回升的走势，上证综指最低下探至2319.74点，也是年内低点。股指前期的持续下探，一方面是投资者预期下半年宏观经济增速的下滑，以及对欧洲债务危机蔓延的担心；另一方面，市场资金面趋紧，尤其是农行上市更是对市场资金的巨大考验。进入7月以来，在上半年宏观经济数据公布后表明，宏观经济仍保持着高增长、低通胀的态势，但先行指标已经表明了经济增速下滑的必然性，导致投资者普遍预期宏观经济政策会出现转向。而在农行上市前，央行更是连续实现8周的资金净投放，累计资金净投放额达到9570亿元，有效缓解了市场资金面压力，而海外市场由于受到债务危机缓解、经济数据向好以及部分企业良好的财报影响，出现了不同程度的上涨，也带动了国内市场参与者的做多热情。在此背景下，国内A股市场中前期跌幅较大的周期性行业率先反弹，引领股指连续收阳，同时也创造了年内单月最大涨幅。

美国市场中，道琼斯工业指数涨7.11%、标普500指数涨7.33%、纳斯达

克涨8%，欧洲市场中伦敦金融时报100指数6月跌幅较大，但7月上涨10.55%，法国CAC指数与德国DAX指数分别涨8%与5.27%。亚太股市中香港恒生指数与印度孟买指数涨幅均超过3%。全球股指7月整体上表现出了较为明显的上涨态势。

图 1、两市各周日均成交额（截止 7.23）



数据来源：WIND，江海证券研发部（注：W 为上周；W-1 为前推一周，依此类推）

表 1、世界主要股票指数表现

指数	6 月涨幅(%)	7 月涨幅(%)	收盘价(7. 23)
道琼斯工业平均数	-2. 91	7. 11	10, 024. 02
标准普尔 500 指数	-4. 05	7. 33	1, 070. 71
纳斯达克指数	-5. 44	8. 00	2, 222. 33
伦敦金融时报 100 指数	-6. 92	10. 55	5, 163. 30
法国 CAC 指数	-4. 66	8. 00	3, 503. 08
德国 DAX 指数	-2. 07	5. 27	5, 981. 27
东京日经 225 指数	-5. 36	2. 60	9, 711. 83
香港恒生指数	3. 24	3. 41	19, 496. 95
印度孟买 sensex30 指数	5. 66	3. 55	16, 572. 03
俄罗斯 RTS 指数	-6. 20	12. 45	1, 373. 87
巴西圣保罗交易所指数	-0. 98	8. 31	61, 841. 00
标普/澳证 200 指数	-3. 98	5. 21	4, 413. 10
韩国 KOSPI 指数	3. 42	4. 26	1, 630. 40
新加坡海峡时报指数	3. 86	5. 43	2, 715. 44
上证综指	-7. 57	8. 35	2, 568. 28
深证综指	-8. 38	11. 56	1, 016. 54
沪深 300 指数	-7. 95	10. 57	2, 744. 16

数据来源：Bloomberg，江海证券研发部

4.2 行业板块七月表现：周期性行业领涨市场

行业板块上看，采掘、房地产、家用电器、交运设备、建筑建材等周期性行业领涨，其中采掘业6月跌幅达到14.7%，而7月涨幅最大达17.1%。房地产板块6月跌4.77%，跌幅较小但7月涨幅达16.8%，房地产板块下跌动能衰竭而上涨动能充足。6月跌幅较小的食品饮料、信息服务，7月也均出现了上涨，但涨幅有限。而7月金融服务板块涨幅最下，为6.05%。

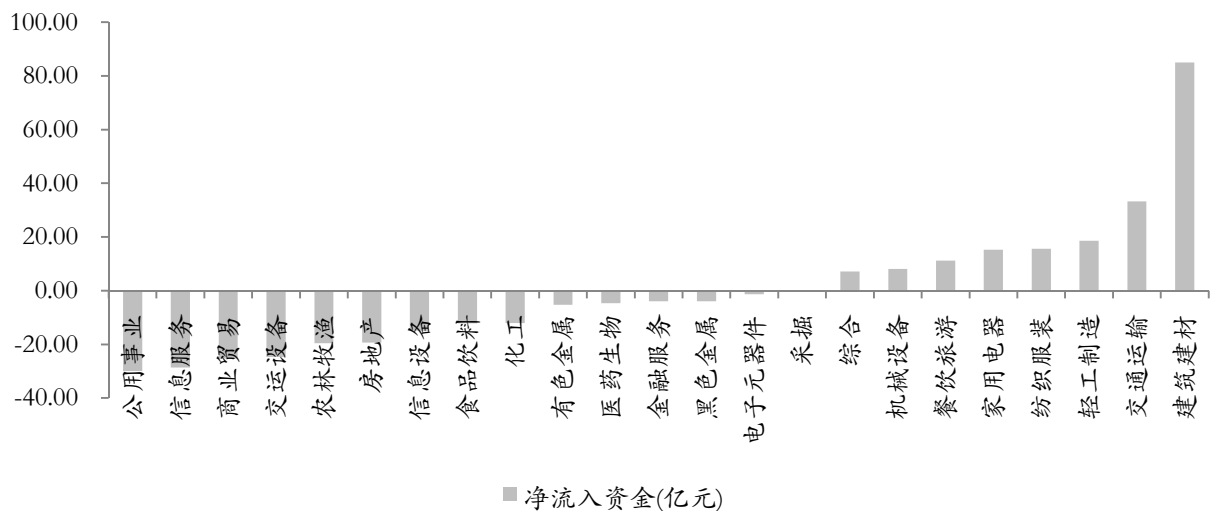
从资金流向来看，建筑建材、交通运输、轻工制造等成为资金净流入最多的板块，而公用事业、信息服务、商业贸易出现一定程度的资金净流出。整体上看，纺织服装、餐饮旅游、家用电器等消费类板块仍受到资金青睐。

表 2、主要行业指数一月表现

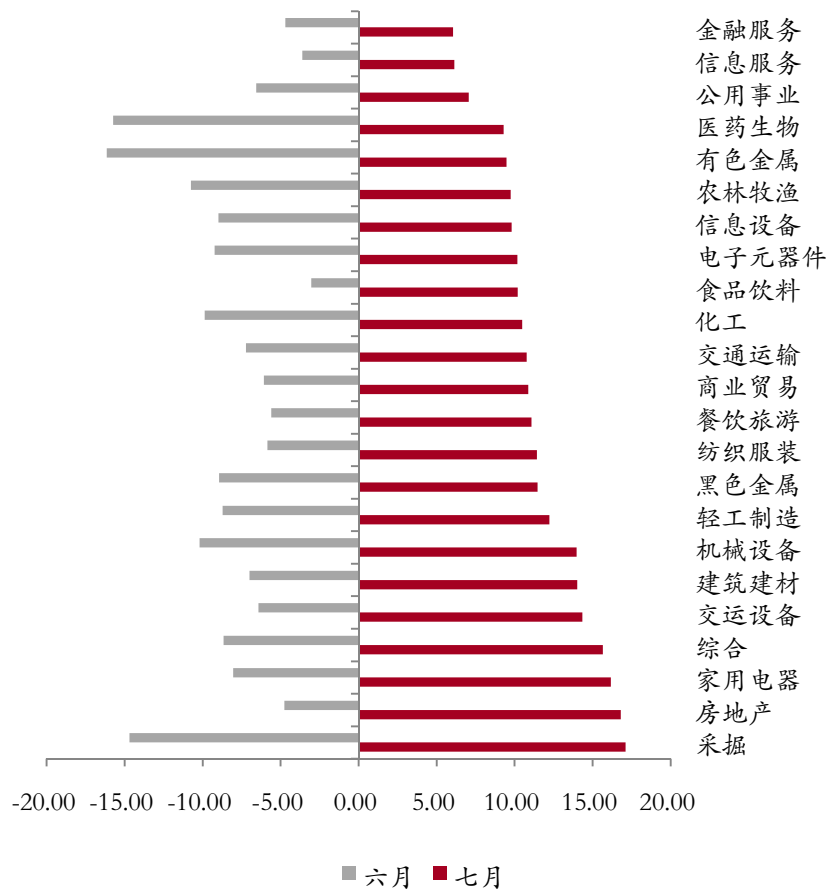
行业	七月收益率(%)	六月收益率(%)	行业	七月收益率(%)	六月收益率(%)
农林牧渔	9.74	-10.76	纺织服装	11.42	-5.84
采掘	17.10	-14.70	轻工制造	12.23	-8.73
化工	10.49	-9.87	医药生物	9.29	-15.74
黑色金属	11.46	-8.94	公用事业	7.05	-6.57
有色金属	9.49	-16.14	交通运输	10.78	-7.23
建筑建材	14.01	-6.99	房地产	16.80	-4.77
机械设备	13.98	-10.19	金融服务	6.05	-4.70
电子元器件	10.17	-9.24	商业贸易	10.88	-6.08
交运设备	14.34	-6.43	餐饮旅游	11.07	-5.60
信息设备	9.81	-8.99	信息服务	6.13	-3.60
家用电器	16.16	-8.05	综合	15.65	-8.66
食品饮料	10.19	-3.05			

数据来源：WIND，江海证券研发部

图 2、各行业资金流向（截止 7 月 26 日）



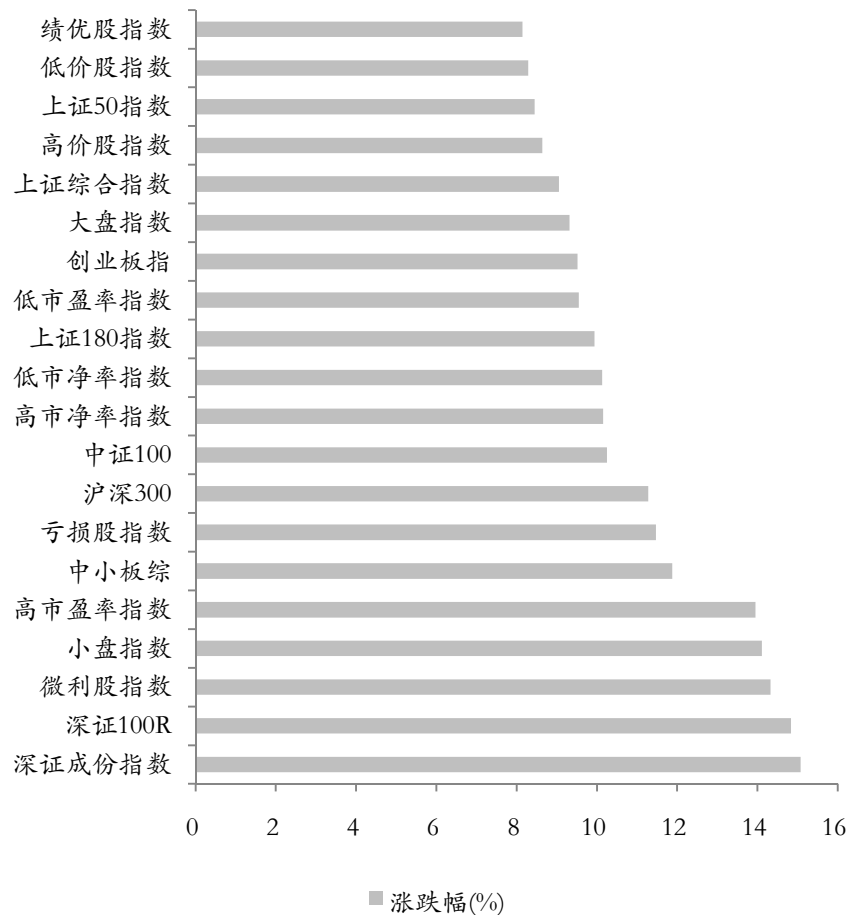
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 3、申万一级行业涨跌幅 (%)

数据来源：WIND，江海证券研发部

4.3 风格指数：创业板、中小板涨幅居前

从风格指数上看，深成指、小盘指数涨幅较大，且涨幅均超过 14%，而绩优股指数、上证 50 指数以及大盘指数涨幅相对较小，但各指数涨幅也均超过 8%，创业板指数波动较大，7 月整体涨幅达 9.52%。

图 4、不同风格指数本周表现

数据来源：WIND，江海证券研发部

5、中报业绩回顾，整体向好

截至 2010 年 7 月 26 日，两市已有 999 家上市公司披露了业绩预告公告或中报。其中，预减 64 家，占 6.4%、续亏与首亏合计 173 家，占 17.3%、扭亏 131 家，占 13.1%。

从行业上看，采掘业的 13 家公司中有 8 家预增；电子元器件行业整体表现较好，73 家公司中有十家续亏，占比 13.7%，其余均为预增、续盈，行业盈率状况较好；房地产板块 72 家公司中有 16 家公司出现首亏、续亏，11 家预减，行业整体业绩出现下滑，说明地产调控政策已部分影响到上市公司业绩；纺织服装行业 42 家公司中有 7 家首亏、续亏，其余均实现盈利，行业整体恢复较快；钢铁行业 18 家公司中，仅有华凌钢铁出现续亏，其余均实现扭亏或预增，但目前钢铁行业库存量较高，下半年业绩可能出现下滑；机械设备行业受内需和出口双重带动，业绩明显好转，120 家公司中续亏仅有 6 家，9 家出现业绩下滑，但行业整体盈利状况较好；家用电器行业受家电下乡、以旧换新等政策扶持，21 家公司中仅有 1 家续亏，行业整体业绩较好；交运设备行业 51 家公司中仅 2 家公司续亏，行业受汽车购置优惠政策刺激明显，但目前的

高库存成为下半年业绩增长的瓶颈。

表 3：发布 2010 年中报业绩预告情况

事项	预增	预减	续盈	续亏	首亏	扭亏	略增	略减	不确定
家数	370	64	87	132	41	131	138	30	6
占比 (%)	37	6.4	8.7	13.2	4.1	13.1	13.8	3.0	0.6

数据来源：Wind，江海证券研发部

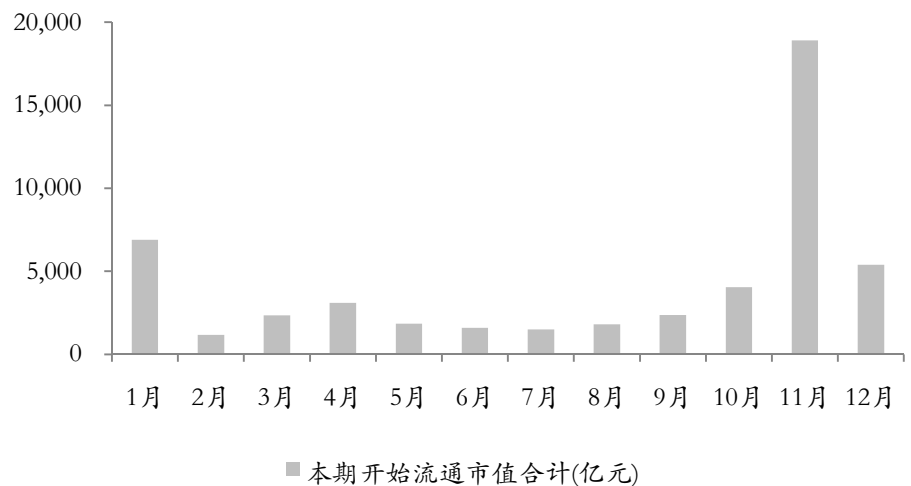
6 新股 IPO 节奏不减、估值有待进一步修复

6.1 6 月限售股解禁压力较小、新股 IPO 压力较大

根据 Wind 统计数据，8 月限售股解禁合计为 4199.6 亿股，以 7 月 26 日的收盘价格计算所得市值约为 1599 亿元，与年内其他月份相比较而言，8 月限售股解禁压力与 5、6 月份相当，限售股解禁高峰期在 11 月份。

另一方面，从目前新股发行的频率看，虽然市场中已经出现大面积的破发潮，但管理层对于新股发行并没有出现明显的放松迹象，市场扩容压力依然存在，但农行已经成功上市，二级市场表现仍属平稳，市场资金也经受考验，预计未来市场扩容速度并不会出现显著收紧，光大银行也已经开始了 IPO 进程，据传已经获批，新股 IPO 不断对投资者心理构成一定压力，但在经历农行之后，市场已无所畏惧。

图 5、8 月限售股解禁相对平稳



数据来源：WIND，江海证券研发部

6.2 市场估值有待修复

从目前市场估值看，上证 A 股目前的市盈率为 16.49 倍，2004 年 1 月以来的平均值为 23.4 倍，已经偏离平均值，接近 08 年低点 12.48 倍，从上证 A 股历史估值角度看已经具有一定的估值优势。深证 A 股的平均估值为 28.5 倍，而目前市场为 31.4 倍，历史低点为 12.85 倍，深证 A 股估值优势并不明显，这主要是由于创业板目前估值普遍较高，创业板目前估值为 65 倍，显著高于其他板块。

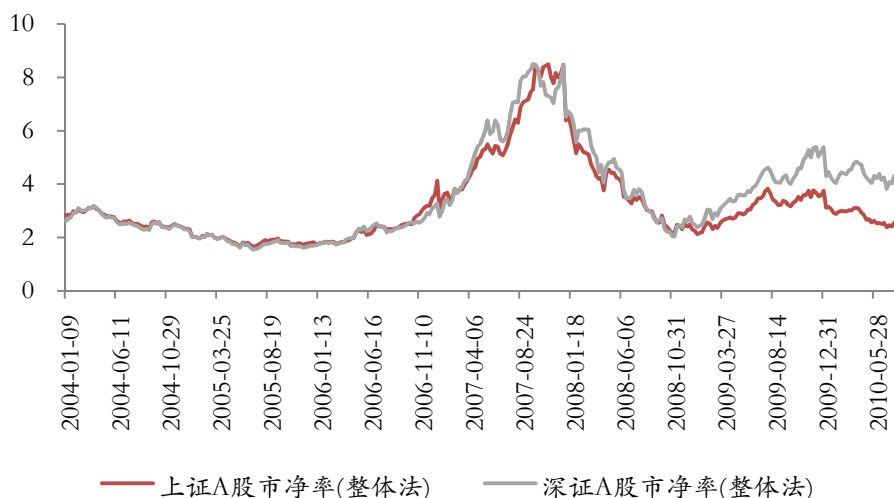
而从 PB 角度看，上证 A 股当前市净率为 2.58 倍，低于 04 年以来均值为 3.2 倍，历史低位在 1.66 倍；深证 A 股当前市净率 4.37 倍，高于均值的 3.54 倍。从市净率角度看，深证 A 股估值偏高主要受创业板影响，创业板当前市净率为 8.95 倍，相比较而言创业板估值并不便宜。

图 6、上证 A 股与深证 A 股市盈率历史走势



数据来源：WIND，江海证券研发部

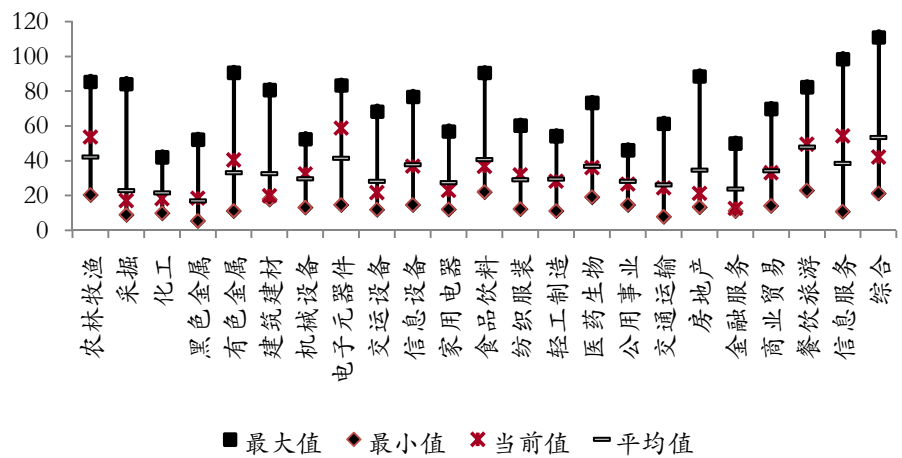
图 7、两市 A 股市净率比较



数据来源：WIND，江海证券研发部

从各行业角度看，目前市场估值高于历史平均值的版块包括了农林牧渔、有色金属、电子元器件、信息服务；而目前估值接近历史低位的版块包括建筑建材、金融服务、房地产。由于周期性行业在上半年遭到抛售，而消费以及农业等防御性板块以及受政策利好因素影响，农林牧渔、电子元器件、信息服务行业估值较高，而受到房地产政策调控影响地产、金融、家用电器、建筑建材估值相对较低。前期跌幅较大的钢铁、有色、煤炭等板块在近期的持续反弹之后，估值也有所提升，纷纷向历史均值靠拢，而近期涨势明显的食品饮料板块，从估值上看只是略高月历史均值，而商业贸易、餐饮旅游、纺织服装等消费板块目前估值仍处于历史均值附近，未来仍有提升空间。

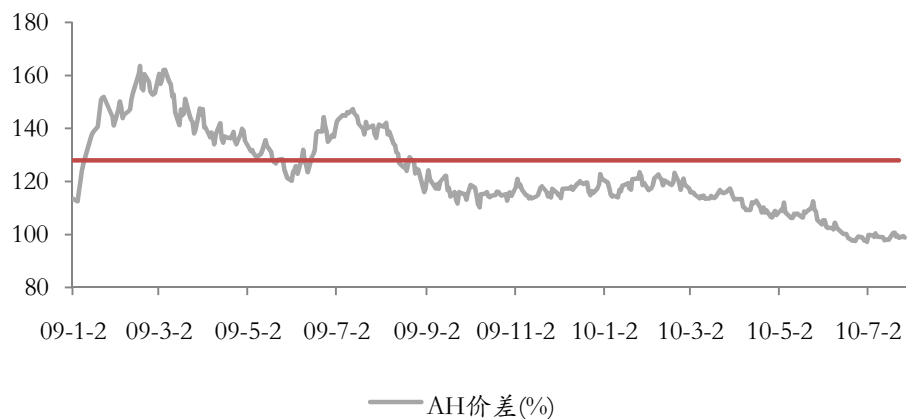
图 8、主要版块估值情况



数据来源：WIND，江海证券研发部

根据恒生AH溢价指数，截止7月26日A股和H股的最新折价率为1.09%，A股相对H股已经出现折价，并持续较长时间，虽然短期A股出现一定幅度的反弹，但整体上仍处于折价状态，目前，国内A股中的银行、保险等个股相对H股具有较大的估值优势。

图 9、AH 溢价指数仍然处于低位



数据来源：Bloomberg，江海证券研发部

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

徐圣钧，策略研究

杜长春，行业数据及行业比较研究

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。