

核心观点

❖ 从多个角度来看，美股如今的估值都处于历史极端水平。

(1) 用股价除以过去 10 年的平均盈利（席勒市盈率）来衡量，美股现在的估值处于历史上第三高，仅次于 1929 年和 1999 年；(2) 用股价除以过去 10 年里的最高盈利来衡量，美股现在的估值处于历史上第二高，仅次于 TMT 泡沫时期；(3) 从标普 500 指数成分股的市销率和席勒市盈率中位数来看，美股现在的估值处于历史上的最高水平，并且个股普遍被高估；(4) 美股如今符合格雷厄姆深度价值标准的股票比重是 0，欧洲和英国股票符合该标准的比重在 1%到 2%之间，日本股票只有 5%；(5) 股市的回报可以拆分成盈利增长、股息、利润率提高和估值提升四个因素。1970 年到 2017 年间，美股的绝大部分回报来源于股息，这种情况比较合理，与长期的历史经验相符；但 2010 年到 2017 年间美股回报最大的贡献因素是估值提升，其次是利润率提高，盈利增长和股息的贡献和正常水平一致。接下来估值和利润率很难像过去 7 年那样大幅攀升；(6) 美股虽然处于高估状态，但并不表示美股的牛市就结束了，但是美股的风险收益比已经不具有吸引力。

❖ 相对而言，欧澳远东和新兴市场股票的风险收益比优于美股，尤其是新兴市场股票。

(1) 从绝对收益的角度看，全球主要资产类别都很贵；(2) 从相对收益的角度看，欧澳远东和新兴市场股票的风险收益比好于美股。欧澳远东股票的估值比美股便宜，不过便宜程度和 1990 年代后期以及欧债危机期间相近；(3) 相对于美股而言，新兴市场股市的估值比欧澳远东市场还要低，并且汇率有可能为投资新兴市场股票提供额外的回报；(4) 对追求相对收益的投资者而言，合理的选择是尽可能多地持有非美国股票，尽可能少地持有美股；对追求绝对收益的投资者而言，如果实在找不到投资机会，那就什么都不要做。

❖ 风险提示：美国经济过热推升美股进一步大涨；全球市场爆发黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 宏观策略部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2017/11/2

分析师

王鹏

证书编号：S1100516120001

021-68595118

wangpeng@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

标普 500 的估值.....	4
GMO 对标普 500 回报率的预测模型	6
其他估值角度的印证	8
GMO 并非永远的空头——只是以估值为导向.....	11
选择被动投资也是一个主动决策	12
（相对的）好消息.....	14
风险提示	17

图表目录

图 1:	1970-2017 年标普 500 指数回报率分解.....	5
图 2:	2010-2017 年标普 500 指数回报率分解.....	5
图 3:	GMO 的标普 500 指数回报率预测模型	7
图 4:	席勒市盈率.....	8
图 5:	哈斯曼市盈率.....	9
图 6:	标普 500 指数成分股市销率以及席勒市盈率的中位数	9
图 7:	格雷厄姆深度价值指标股票筛选结果	10
图 8:	GMO 对美股 7 年期实际回报率预测的演变	11
图 9:	被动投资在美国股市中的占比.....	13
图 10:	GMO 资产类别 7 年期实际回报率预测	14
图 11:	美股与 EAFE 以及新兴市场股市的估值价差	15
图 12:	美股崩盘的可能性	17

本期报告编译自 GMO 2017 年 8 月的报告。

退休金管理人史密斯：我向投资委员会建议清空我们的国际股票资产，并把所有的股票敞口投资于美国标普 500 指数。在过去 20 年里，美股表现最为优秀，世人皆知美国拥有世界上最强劲的经济和股市，我找不到任何理由认为美股的靓丽表现不会延续。

这是一个多少有点虚构的评论或讨论，在过去许多年里，类似的讨论经常出现在投资委员会内部交流上。这有何不妥呢？过去几年以来美股投资者深感辉煌，标普 500 指数完胜其他主要发达市场和新兴市场，在过去七年里，标普 500 指数上涨了 173%（以名义值计算年化回报率是 15%），MSCI EAFE 指数同期上涨 71%（年化 8%），而 MSCI 新兴市场指数只上涨了区区 30%（年化 4%）。每投资 1 美元到标普 500、MSCI EAFE 以及 MSCI 新兴市场指数分别可以获得 2.72、1.70 和 1.30 美元。分散投资听上去不错，但是就像 Yogi Berra 说的：“从理论上说，理论和实践没有区别，但实践并非如此。”就是否投资非美国股市这个具体问题来说，分散投资在理论上看上去不错，但是在实践中却并非如此。所以，我们是否应该同意退休金管理人史密斯的看法，举手投降，将所有的股票敞口都投资于标普 500 指数然后收工？假如我们的投资目标是为了资本的长期复合增长，那我们的回答将会是“绝不”！

标普 500 的估值

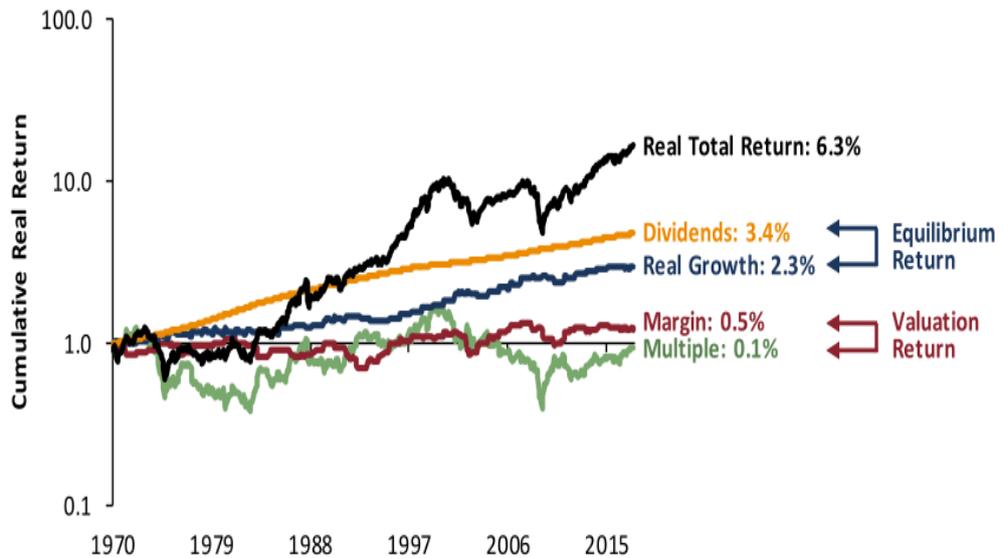
估值是我们做的所有事情的基石，所以我们先来看看标普 500 的估值从而检验史密斯的观点。开启估值之旅首先从回顾我们自己的估值框架开始，而回顾估值框架反过来又从理解股市回报的驱动因素开始。

我们认为可以将任何股票市场的收益拆分为四个驱动因素。从长期来看，股市回报几乎全部来自股息。公司权益所有者向公司提供资本让他们为他们的长期投资提供资金，权益所有者这么做需要获得补偿。这一补偿来自公司从他们的风险投资中产生的现金流，通常以盈利和股息的形式获取。持有股票资产类别赚钱的另外两种办法分别是估值（P/E）扩张和利润率提高。我们永远可以在

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

事后把股市回报分解为这四个因素。图 1 基于这四个因素对标普 500 指数 1970 年以来的回报进行了拆分。利润率提高和估值倍数在此期间几乎没有贡献，绝大部分收益来源于股息。

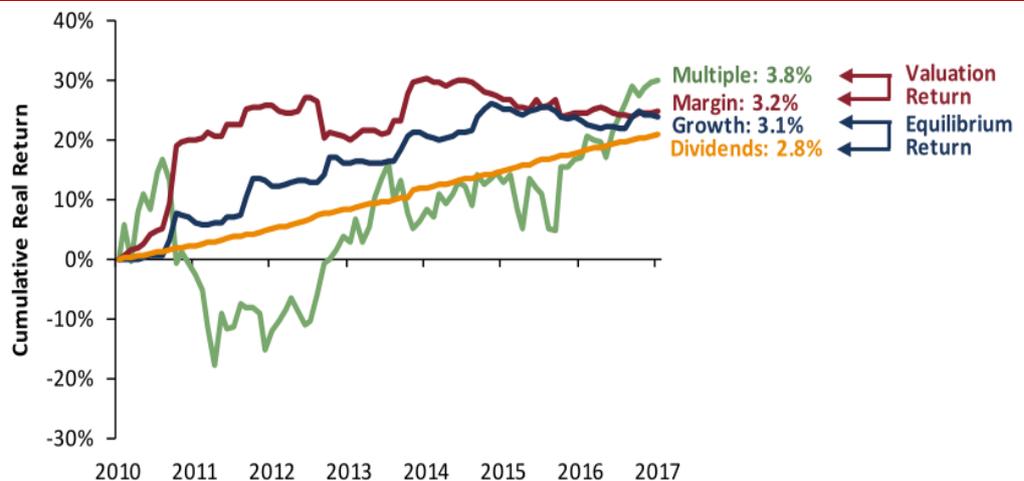
图 1： 1970 -2017 年标普 500 指数回报率分解



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

图 2 用相同的方法拆分了标普 500 过去 7 年的回报，结果与图 1 大相径庭。盈利和股息的贡献和预期一致，然而市盈率和利润率提高对过去 7 年美股回报的贡献非常巨大，尤其是市盈率扩张是四个因素中贡献最大的因素。这是短期市场表现的典型状况，短期内股票收益的波动取决于估值因素的变化。

图 2： 2010 -2017 年标普 500 指数回报率分解



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

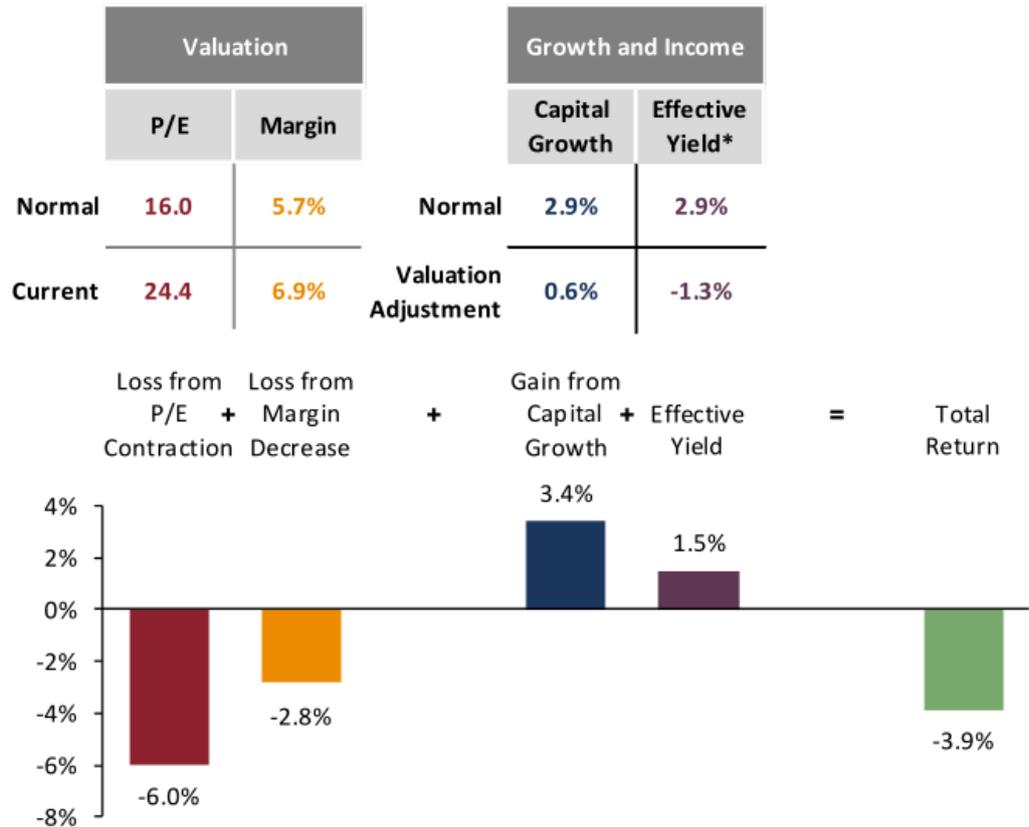
如果股息非常稳定(事实上确实如此),相信标普 500 未来会像过去 7 年一样,其实就是相信市盈率和利润率会像过去 7 年一样继续扩张。纵观历史,过去的经验对这个结论的支撑很单薄。认为短期历史会永远持续是投资者极易犯的错误同时也极其危险的错误,尤其是对标普 500 指数这种已经身处估值高位的资产而言更是如此。

GMO 对标普 500 回报率的预测模型

将上文中的会计等式转变成预测股市回报的框架需要对四个驱动因素未来的演进方式做出一些说明。我们的预测框架在原理上类似于经周期调整的市盈率,但我们对盈利的周期性所做的调整略与罗伯特·席勒教授有所不同。我们采用的是历史市盈率,我们的假设是,无论今天的市盈率和利润率处于什么水平,在 7 年末都将回归到均衡水平。这并不是说我们预计所有因素刚好在 7 年内都回到正常水平,而是鉴于预测未来 7 年会如何变化是极其困难的,那么假设收益回归到正常水平是一个很好的出发点。然后,我们再把盈利增长和收益(股息和股票回购)囊括进我们的预测模型。

当然了,我们的预测模型用到了一些艺术和主观判断(非常不幸,像金融市场这样的社会系统没有像自然界中的物理定律那样精确的规律),但这个模型至少是一个很好的交流的出发点。比如,如果有人对你说:“我认为美股从现在开始每年能挣 10%。”,你就可以问他,到底是这四个驱动因素中的哪几个能赚 10%?他认为市盈率和利润率将继续提高?还是他极度看好盈利增长?或者他对收益有独到的见解?同样地,如果你认为我们这个模型过于简陋,你也可以加入你自己的判断。我们每个月都会更新这个模型,图 3 是这个模型的最新情况。

图 3：GMO 的标普 500 指数回报率预测模型



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

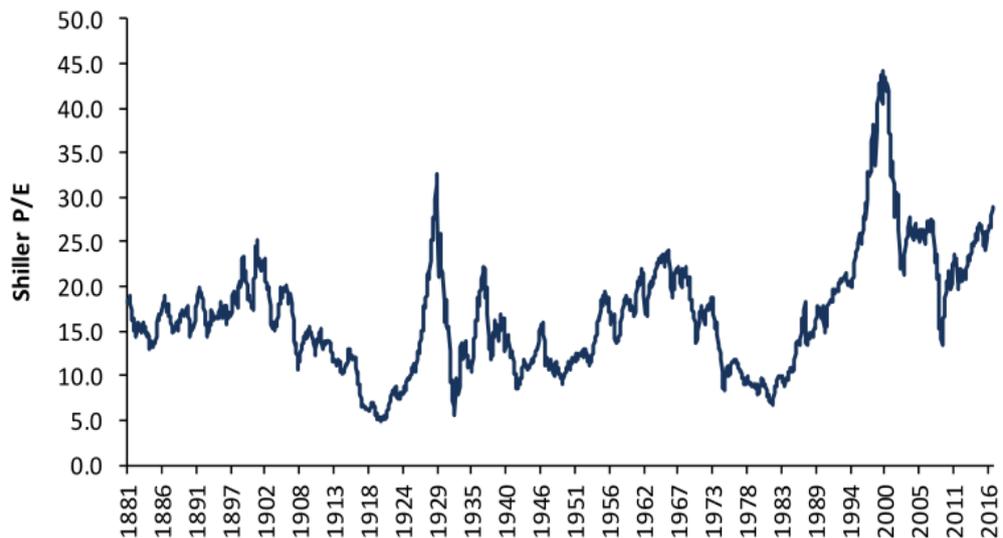
这个简单的模型对于我们挖掘标普 500 的价值颇有裨益，也可以让我们从风险管理的角度对这个模型到底哪里存在纰漏提出疑问。从我们的角度来看，人们需要做出相当夸张的假设才能得出标普 500 偏离公允价值不算离谱的结论。保持其他变量不变，标普 500 的均衡市盈率需要达到 31 倍如今的股市估值才算得上公允。可是，如果我们认为美国股市“合理的”估值是盈利的 28 倍，这样的话逻辑不又回到了网络股泡沫时期了吗？还记得当时有人喊出道指会突破 36000 点吗？

与之类似的是，美国公司的利润率刚刚从二战后的最高水平回落。保持其他变量不变，如今的股市估值倘若是“合理的”，公司利润率差不多要翻一番才行。

其他估值角度的印证

虽然我们认为我们自己的模型不错，我们还可以从别的角度来看是否同样能给出与这个模型一致的结论。比较直接的就是看经周期性调整的市盈率(CAPE)，该指标通过采用盈利的10年期移动均值对当前盈利进行了简单的正常化。通过图4可以看出，现在美国股市的估值正处于历史上第三高，另外两个更贵的市场估值分别出现在1929年和1999年。所以目前市场上没什么人鼓吹赶紧买美股也就不奇怪了，因为与1929年和1999年太过相似。

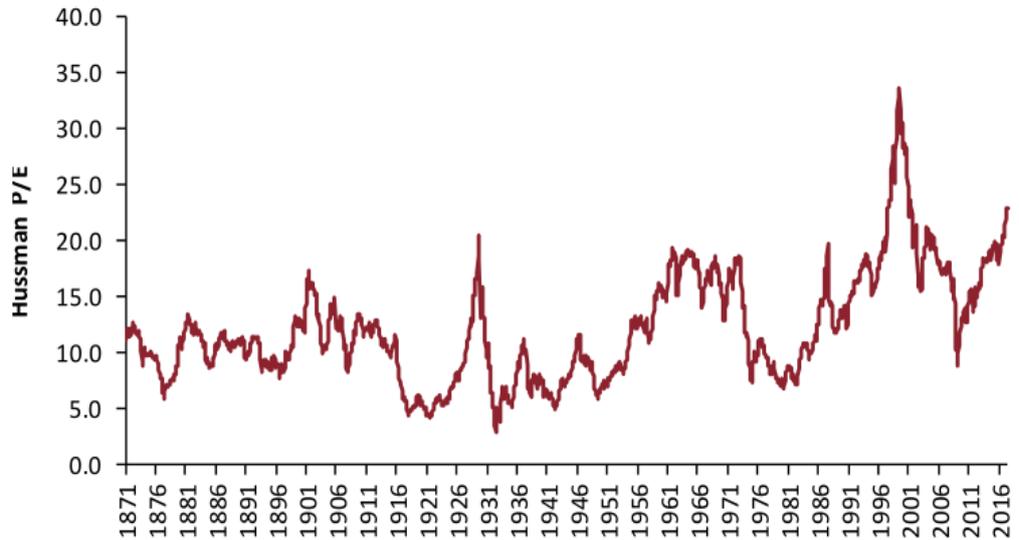
图4：席勒市盈率



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至2017年6月30日

现在针对这个指标有一些反对者，这些反对者认为2008年的盈利遭到了扭曲，还有人认为公司派息使该指标变得无效。但是，这些反对的声音并没有动摇我们，因为即使将反对者所顾虑的派息做相应的调整，对结论的影响也微乎其微。另一个指标也给出了相同的结论，这个指标叫做哈斯曼市盈率(Hussman P/E)，它跟席勒市盈率最大的不同在于它选取的盈利不是过去10年的平均盈利，而是过去10年里的盈利峰值，这样一来就可以将收入不好的年度排除在外，打消了反对者的顾虑。如图5所示，从哈斯曼市盈率指标来看，当前不是历史上估值第三高的时期，而是第二高。只有TMT泡沫时的估值超过了当下。

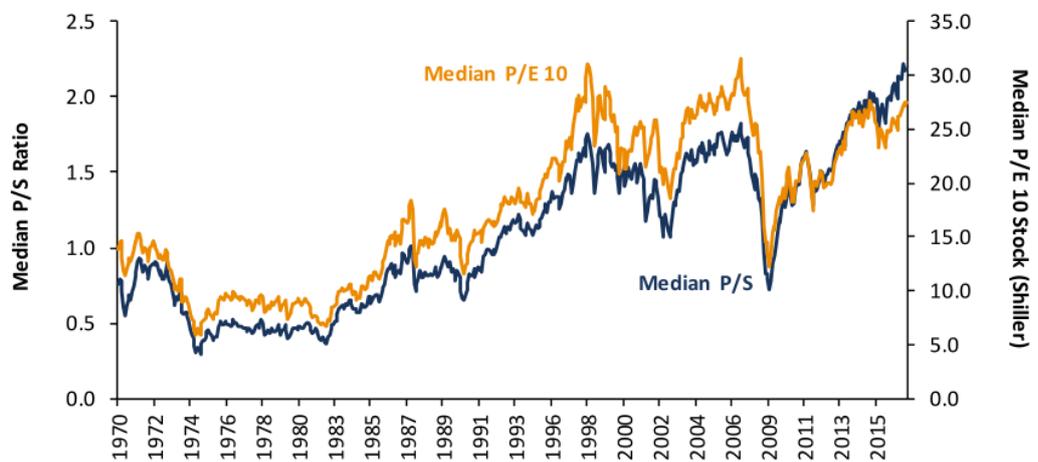
图 5: 哈斯曼市盈率



资料来源: GMO, 川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

也许有人会说这些自上而下的估值都是胡说八道, 那么我们从挑选个股的角度来看看情况如何。第一个方法是看看一般公司的估值如何。图 6 分别展现了标普 500 成分股市销率的中位数和席勒市盈率的中位数。市销率数据揭示的情景极为非同寻常: 美国股市普通公司的估值从来没有像现在这么高, 甚至比 1990 年代后期 TMT 泡沫最疯狂的时候都高。我们从来没有见到过美国股市个股被高估像现在这样普遍。席勒市盈率的中位数没有市销率那么极端, 但估值水平也处于 TMT 泡沫和全球金融危机之前。无论哪个指标都能得出与采用自上而下的方法相同的结论, 那就是当下我们所在市场的估值非常高。

图 6: 标普 500 指数成分股市销率以及席勒市盈率的中位数



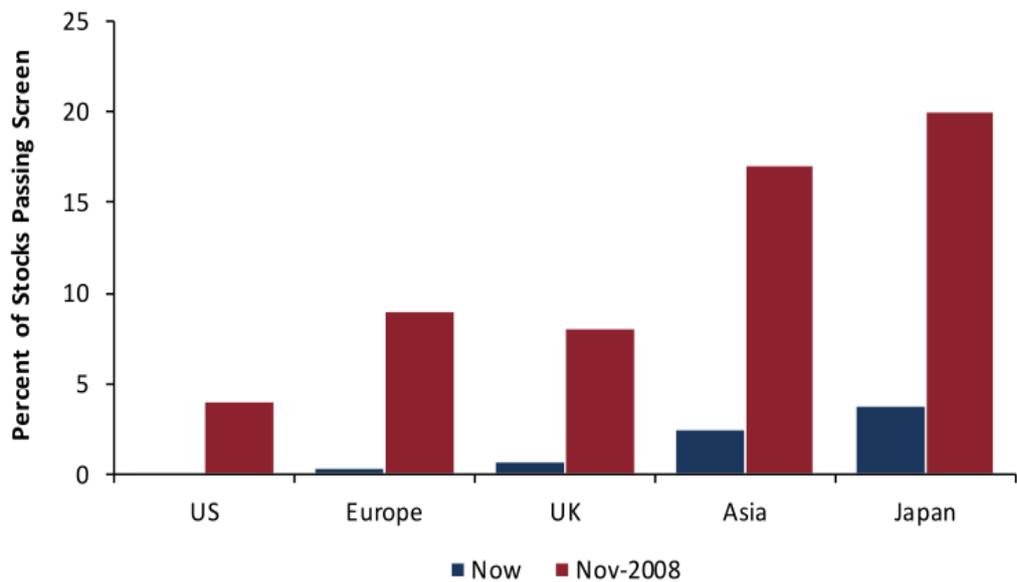
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 5 月 31 日

衡量股市机会多少的另外一种方法是采用由本杰明·格雷厄姆开发的股票筛选标准。格雷厄姆基于四个指标提出了一个深度价值筛选体系：1. 股票的盈利收益率必须要至少为 AAA 级债券收益率的两倍；2. 股票的股息收益率必须要至少是 AAA 级债券收益率的三分之二；3. 公司的债务总和不得超过有形资产账面价值的三分之二；4. 股票的格雷厄姆和多德市盈率不得超过 16 倍。

图 7 显示了针对不同市场分别就 2008 年年底和现在运行上述筛选得到的结果。在 2008 年底，有很多股票通过了筛选，日本市场有超过 20% 的股票符合要求，整个亚洲市场也在 20% 的水平左右，欧洲市场（包含英国）有超过 10% 的超级便宜的股票符合要求，在美国市场都有超过 5% 的股票符合要求，当中甚至还包括了微软。转眼看现在，日本市场只有区区 5% 的股票符合要求，在欧洲市场和英国市场该比例下降到 1% 至 2%，美股市场甚至找不到一只符合要求的股票。

图 7： 格雷厄姆深度价值指标股票筛选结果



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

正如格雷厄姆所说的：“真正的便宜货在牛市里越来越稀少，我们甚至可以通过数有多少股票的价格比运营资本价值更低来判断整个市场的估值水平是过高还是过低。一旦这种投资机会消失，过去的经验告诉我们远离股市，去购买

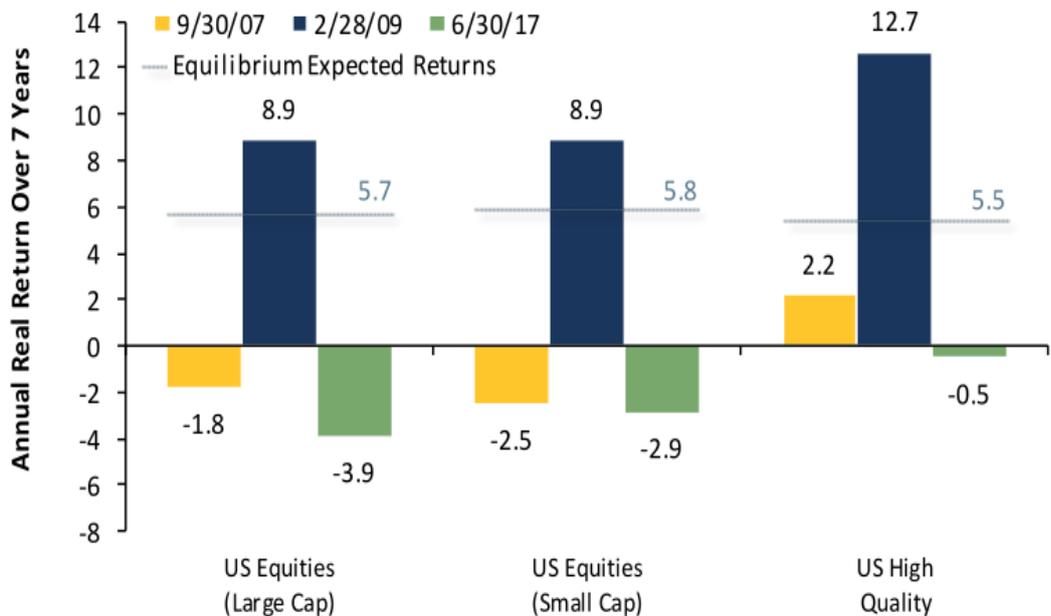
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

买国债吧！”

GMO 并非永远的空头——只是以估值为导向

请勿将我们归类为永远的空头。我们并不是将看空美股作为教条，我们的判断只是完全以估值理念为引导。举个例子，图 8 显示 2009 年我们的估值指标显示美股市场的回报率相当可观（其他市场甚至更具吸引力）。所以我们并不是一成不变的，而是像凯恩斯的说得那样：“当事实变了，我会改变我的看法，你呢？”

图 8：GMO 对美股 7 年期实际回报率预测的演变



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

结果表明，标普 500 指数的表现比我们于 2009 年做出的乐观预测还要好。倘若我们严格执行七年的时间跨度，我们的预测效果要差得多。在 2009 年十二月我们对标普 500 指数未来 7 年实际回报率的预测为每年 1.3%，但实际情况是，标普 500 的表现大大超过了我们的预期。我们的方法成功地预判了 2008-2009 年残酷的熊市，并且抓住了 2009 年二月份出现的投资良机，但从过去 7 年的预测效果来看，我们的模型似乎失效或失灵了。这到底是怎么回事呢？

我们的预测假设在七年时间跨度内，市盈率和利润率都会回归均值，很显然，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

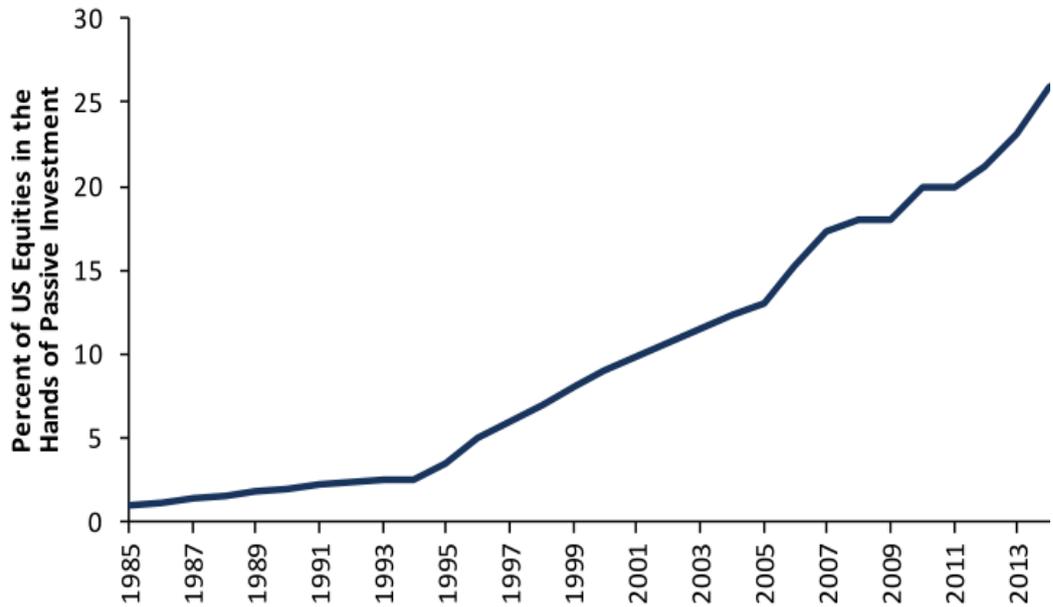
在过去的七年内这种情况并没有发生,反而市盈率和利润率双双冲击并且维持在周期的高点。我们花了非常多的时间去思考我们的这个假设是否存在问题。虽然我们可以就为什么如今的市净率比历史均值水平高或者比我们在预测模型中使用的数值高给出一些说法,但我们认为如今的市盈率水平无论如何都是无法持续的。与此相似,我们现在也在研究美国行业集中度的日益升高及其如何影响利润率回归均值的速度和水平。杰瑞米·格兰桑在 2017 年一季度报告中就对利润率的均值回归假设提出过质疑,原因有多种,其中之一就是行业集中度正在不断提高。我们也正在做很多研究,想要看看行业集中度的提升对我们这个假设到底有什么影响,不过无论如何都可以肯定的是,美股并不便宜,与美股相比我们更喜欢海外市场和新兴市场。

选择被动投资也是一个主动决策

人的天性会把最近的过去进行外推。无论从绝对收益还是相对收益来看,美股的表现都异常优秀,这就是为什么有那么多人建议将美股作为唯一的资产去持有,并且最低成本的持有方式就是被动投资。

然而,被动持有这个决定也是一个主动的决策,我们在此提示一个投资者们并没有给予足够重视的风险。随着越来越多的投资者转为被动投资者,主动投资的机会其实在不断扩大。主动配置标普 500 指数意味着你忽略了从长期来看最重要的收益驱动因素:估值。这样一来,你就不能自称为一个投资者,而更像一个投机者。被动操作消除了主动投资者低配高估程度最离谱的股票的能力。鉴于现在美股估值处于史上第三高的时期,在美股上保持原有的配置比重对于我们来说成本太高了。不过话说回来,这依然是流行的做法,美国股市所有资产中有 30%左右都在被动投资者手中。

图 9： 被动投资在美国股市中的占比



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2015 年

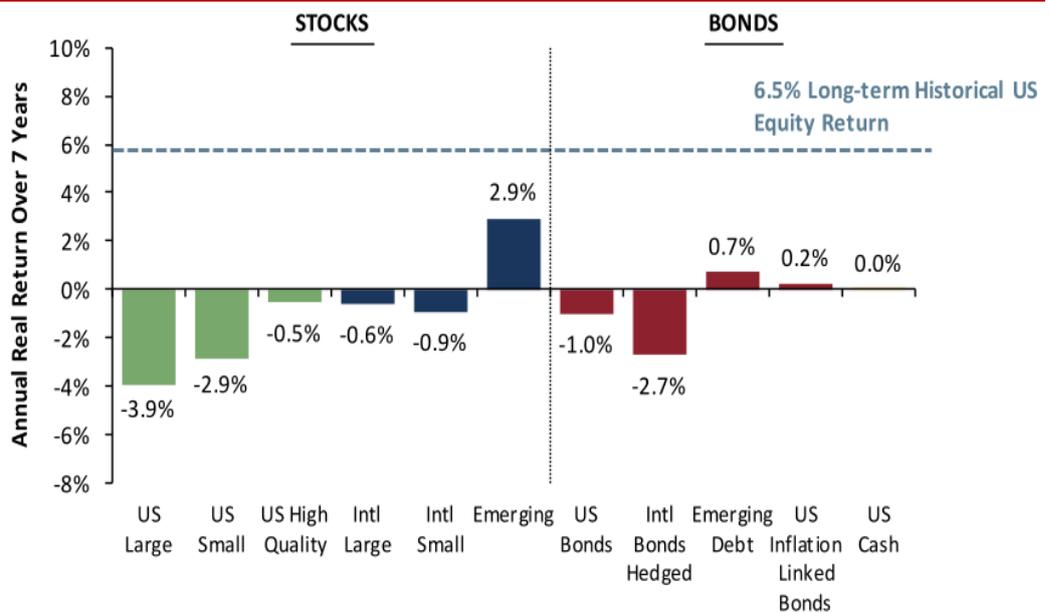
史密斯及其加码标普 500 的建议面临的终极挑战是：从基本面来看，到底是什么支撑了他强烈看多美股市场？用我们的框架，你必须相信盈利和股息的增长都将远超历史水平。但是这个观点让我们难以认同，因为盈利和源于盈利的股息的增长都是扎根于经济增长的土壤之中，然而美国现在的经济情况不可能达到上世纪 60 年代或者 90 年代的水平。所以，如果美国经济增长是你选择投资于标普 500 的原因的话，只能祝你好运了！

如果史密斯先生是因为相信市盈率和利润率都将继续维持在高位，使得盈利和股息如往常一样，从而能够赚取不错的回报的话，其实你也是做了一个与市盈率和利润率的历史状况完全无关的、非同寻常的假设。如若你相信未来 7 年的市盈率和利润率会像过去 7 年一样扩张的话，从而使得美股再创过去 7 年的辉煌，那我们无法和你讨论了，因为到这个点上你已经无视所有的原因和逻辑了。或者，更有可能的情况是，现在依然看涨美股的人其实是隐藏的趋势投资者，把目前的状况外推到遥远的未来，这样做是大错特错，并且最终会让这些人管理的投资组合遭受重创。

(相对的) 好消息

我们认为当今的机会组合从绝对收益的角度来看并没有太多机会，简而言之，所有标的都很贵，参考图 10。

图 10: GMO 资产类别 7 年期实际回报率预测



资料来源: GMO, 川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

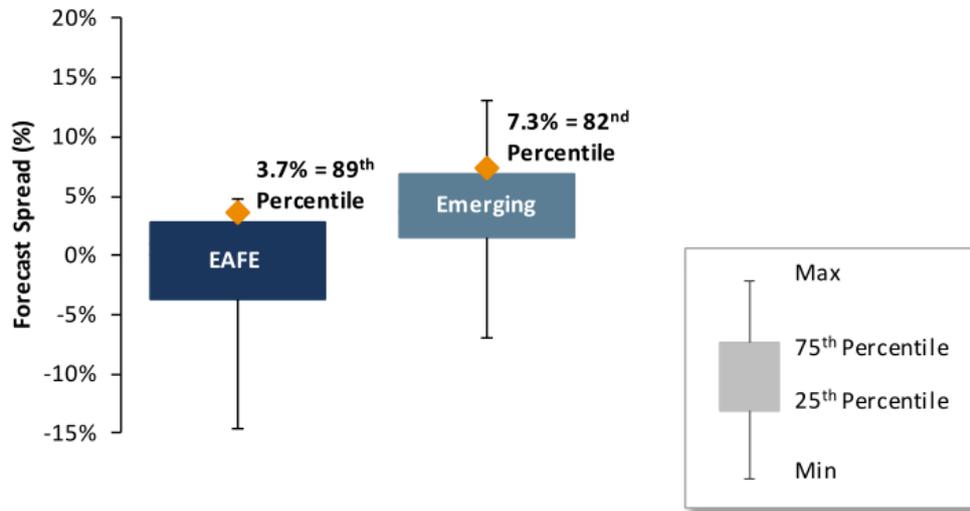
如果你想获得相对收益或者达到一些战略目标，这个市场还是存在一些相对机会的。此时最不应该做的就是集中投资世界上最昂贵的资产。

接下来我们再看看海外股票市场的估值。以当地货币计算的话，我们对国际股票市场（EAFE）所做的实际回报率预测是-0.6%，EAFE 价值股的预测回报稍微好一点，为 0.3%。EAFE 和美股的情况很类似，市盈率和利润率都处于历史高位，只不过没有美股那么极端，所以从绝对值来看，EAFE 也很糟糕，只是没有美股那么糟。

但是如果从相对角度来看，EAFE 的股票比美股还是便宜很多。事实上，如果我们考察 1980 年代初期到现在这段期间 EAFE 与美股的估值价差，如今二者之间的价差差不多是 4%，位于第 89 分位，也就是说这两大资产内部之间的估值价差在 89% 的情况下低于 4%。基本来说，EAFE 相对于美股的估值只有在 1990 年代后期以及几年前的欧债危机期间才像现在这么便宜。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 11： 美股与 EAFE 以及新兴市场股市的估值价差



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

尽管美股的牛市建立在了美国相比于欧洲和日本更强的经济基本面之上，对于投资者而言，问题不是各个经济体之间的相对健康程度，因为一个国家的经济增长对接下来的股票收益影响甚微。另外一点是，任何人都能通过报纸的标题做出一个简单的决定，但对于投资者而言，更重要的问题是这个价格折现了什么。美股市场看起来已经在股价里面折现了很多非常高的相对预期，反观海外市场，尽管从绝对值上来讲并不便宜，但股价折现了很多悲观的预期，反而应该是更有吸引力。外币对于美元看上去也处于相对便宜的位置。综上所述，海外市场应该比美股市场的收益好很多很多。

新兴市场的情况也与 EAFE 非常接近，并且更好。以本地货币计算，新兴市场的预测回报率达到到了 2.9%，并且便宜的新兴市场货币应该能进一步提升新兴市场股票的回报。尽管新兴市场股票从绝对值来看较贵（从市盈率来看比较高），但相比于美股的回报很高。新兴市场股票与美股之间的估值价差处于 1980 年代后期以来的第 90 分位。我们认为货币还会给新兴市场的回报添把火（大约 1%）。这意味着新兴市场的回报潜力比美股高得多。

我们都知道过去几年新兴市场碰到了哪些问题，中国经济增速的下滑、巴西经济的持续不景气和无止境的政治动荡，俄罗斯自原油价格崩溃之后的经济低迷。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

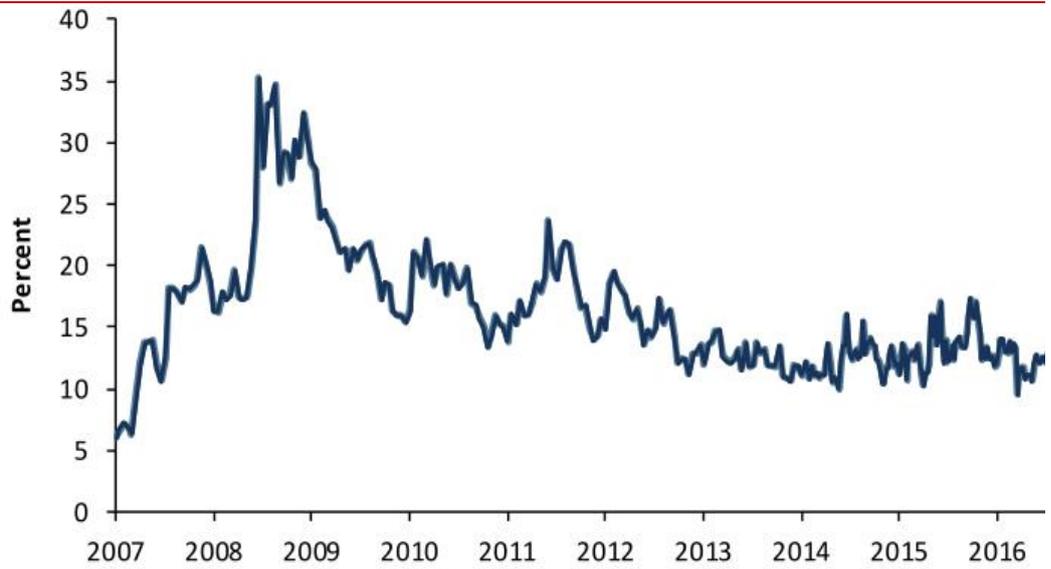
总之新兴市场有很多方面都值得去担心，但是，还是那个问题，新兴市场股票的价格都折现了什么？在我们看来，**新兴市场股票将大幅跑赢发达国家股市。新兴市场价值股的回报潜力就更高了**，实际预测回报率达到了 6.2%，这样一来史密斯更加不倾心于新兴市场了，因为在过去 7 年里，新兴市场的表现比海外市场更差。但他完全错过了投资上至关重要的一点，**无论对多长的投资期限而言，初始估值都是决定投资结果最重要的因素。**

对追求相对收益的投资者来说，我们相信投资选择非常明确：尽可能多地持有海外市场和新兴市场的股票，尽可能少地持有美股。如果你必须持有美股，那么优质股应该是很有吸引力的。在过去几年里，优质股相比于美股表现优异很多，持有海外市场和新兴市场会让你损失惨重。估值的吸引力通常来源于表现不佳（绝对和相对）。

从绝对的角度来说，投资机会面临着极大的挑战。当资产像现在一样折现的是完美情况的时候，一些小小的预期差都会对价格造成巨大的波动。所以，**我们强烈建议投资者持有相当数量的弹药，市场没什么可做的时候，就什么也别做。永远不要低估什么也不做所创造的价值。**

当下的市场充满了自负。我们可以根据期权市场的价格推算资产价格暴跌的可能性。根据美联储明尼阿波利斯分行的数据，**美股在未来 12 个月内出现幅度超过 25% 的下跌的可能性只有 10% 左右。**我们现在无法得知真实发生这种情况的可能性究竟有多大，但考虑到如今的美股估值处于历史上第三高，我们认为 10% 的可能性太低了。

图 12： 美股崩盘的可能性



资料来源：GMO，川财证券研究所 数据截至 2017 年 6 月 30 日

风险提示

1. 美国经济过热推升美股进一步大涨；
2. 全球市场爆发黑天鹅事件。

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001