

# 当下环境是否支持一轮较大级别的券商行情？

## 证券

2022年6月7日我们发布了报告《券商股投资择时篇：券商行情启动的六大条件》，通过复盘历史上8次券商指数涨幅超过50%的行情，总结出券商行情启动的必要条件。本文来跟踪相关条件的当下现状。

1) 8次行情均启动于宏观经济衰退后半段或复苏前半段，也就是通胀下行、经济触底或企稳的过程中。目前最新公布的6月CPI、PPI分别为0.00、-5.40，且均处于下行通道；最新公布6月的工业企业利润总额同比-16.80%，同比降幅逐渐收窄。两者均符合历史上行情启动时宏观经济特征。

2) 稳增长政策发力：货币、财政、房地产政策陆续出台，货币流动性最宽松或趋向于宽松。2022年下半年以来已经有相关货币政策、产业政策以及房地产支持相关政策陆续出台。流动性对于市场的意义相对更为关键。当前流动性充裕，最新的中国10年期国债收益率为2.65%；M1为3.10，也处于低于5%的较低水平。最新监管会议表示“保持流动性合理充裕”。流动性环境也符合历史上券商行情发展的条件。

3) 估值处于低位、有较大提升空间也是券商行情启动的必要条件。本轮行情券商首次探底的2022年10月底PB估值1.18倍，估值分位数为历史0.3%，二次探底PB估值1.24倍，估值分位数为历史1.9%。估值处于历史低位。

4) 外围环境的稳定也是券商行情的重要条件。根据华西宏观团队判断，7月可能是美联储的最后一次加息，从现在到明年都处于维持利率状态，降息可能要到明年年初。这样的外部条件将有利于券商行情的延续。

5) 国家重视资本市场。中共中央政治局2023年7月24日召开会议，明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。7月27日中证报再发评论员文章直指“有活力的资本市场是稳预期强信心的重要抓手”。可以说资本市场的重要性得到政策层的充分重视。

6) 资本市场改革不断推进，引入长线资金。日前证监会召集了几家头部券商的相关人士，就之前政治局会议提出的“活跃资本市场提振投资者信心”广泛征求了意见。目前公募基金降费方案已出将有利于个人及机构投资者通过权益基金参与二级市场，监管喊停“离婚式减持”，对于上市公司再融资行为更加审慎，将有效改善二级市场围观流动性现状。预计后续会陆续有相关政策落地。

### 投资建议：

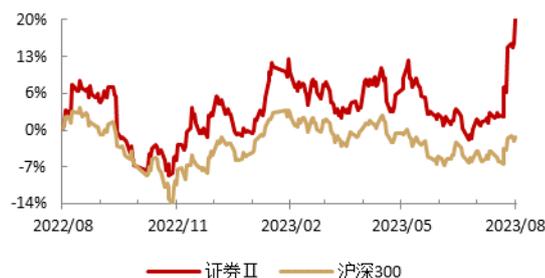
目前各方面环境支持一轮较大的券商行情出现。我们建议投资者重视券商板块投资机会。

我们看好券商行情的持续性，受益标的包括东吴证券、财通证券、国金证券、广发证券、中信证券、华泰证券等。受益标的

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

还包括互联网金融信息服务商同花顺，以及互联网券商指南针、东方财富；弹性较大的寿险标的中国人寿、新华保险也有望受益于资本市场活跃。

### 风险提示

股债市场大幅波动自营投资收益下滑；市场交易萎缩；行业人才竞争致管理费率大幅提升。

## 目录

1. 宏观经济情况.....	4
2. 稳增长政策发力：货币、财政、房地产政策陆续出台，货币流动性最宽松或趋向于宽松 .....	6
3. 券商股估值处于低位，有较大提升空间.....	9
4. 外围环境：7月可能是美国最后一次加息 .....	10
5. 国家高层重视资本市场.....	11
6. 资本市场改革，特别是引入长线资金 .....	12
投资建议： .....	13
风险提示 .....	13

券商行情具有明显的波段特征。自 2003 年第一家券商上市（中信证券）至今，典型的券商行情（涨幅超过 50%）共有 8 轮。2022 年 6 月 7 日我们发布的报告《券商股投资择时篇：券商行情启动的六大条件》中我们对这 8 轮行情进行了复盘，总结券商行情启动 6 大条件为：宏观经济处于衰退后期或复苏前期，宏观流动性宽松或趋向于宽松，券商估值处于较低的位置，外围条件稳定，国家重视资本市场，改革推动机构微观流动性改善。

本文将跟踪分析相关条件的当下现状。

表 1 自 2003 年以来的 8 轮券商行情

时间点				各个期间持续天数			区间券商指数涨跌幅			区间沪深300涨跌幅		
首次探底	二次探底	首次登顶	二次登顶	磨底期	行情主区间	探顶期	磨底期	行情主区间	探顶期	磨底期	行情主区间	探顶期
2005/7/21	2005/11/11	2007/10/17	2007/11/5	113	705	19	-5	1,834	-5	3	575	-9
2008/11/4	2008/12/31	2009/7/31	2009/8/4	57	212	4	3	125	2	10	104	4
2011/12/28	2012/1/6	2012/6/1	2012/6/13	9	147	12	1	50	-1	-1	16	-2
2012/11/29	2012/12/4	2013/2/7	2013/2/18	5	65	11	-4	59	-3	0	31	-1
2014/3/21	2014/6/19	2015/4/23	2015/6/9	90	308	47	4	261	-3	2	119	12
2015/9/15	2015/9/28	2015/11/11	2015/12/23	13	44	42	-0	57	0	-1	19	1
2018/10/19	2018/12/27	2019/3/7	2019/4/4	69	70	28	14	65	3	-2	27	6
2020/4/28	2020/5/25	2020/7/8	2020/7/15	27	44	7	-1	51	4	0	25	1

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 1. 宏观经济情况

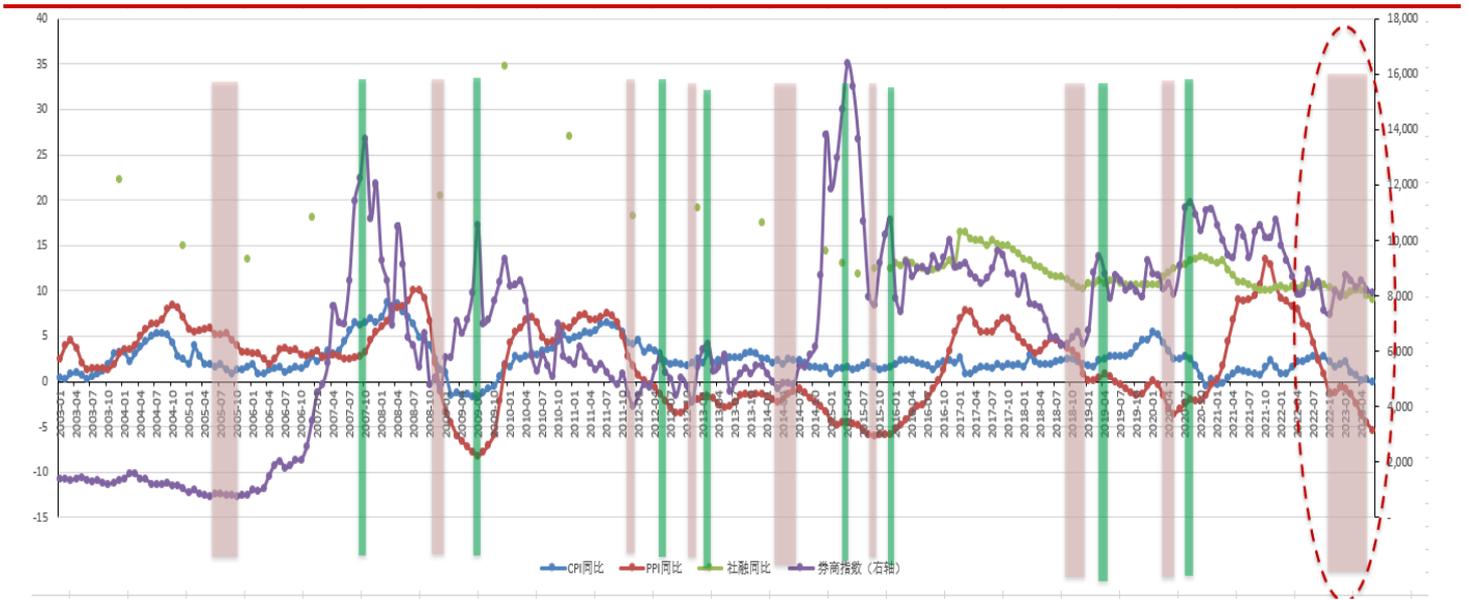
复盘历次券商行情，8 次行情均启动于宏观经济衰退后半段或复苏前半段，也就是通胀下行、经济触底或企稳的过程中，这也符合美林投资时钟的结论。

8 段行情中有 7 段启动于 CPI、PPI 下行（或低位走平）阶段，只有 2012.11~2013.2 行情启动时 CPI、PPI 已经越过下行阶段，处于上行过程中。然而事实上本轮行情我们更愿意定义为前一轮 2012.1~2012.6 行情的延续，2012 年上半年在证券业创新驱动下证券行业有一波持续时间较短的行情，但市场对于行业创新及效果仍然抱有怀疑态度，加之欧债危机发酵行情终止，2012 年下半年证券业创新细则陆续落地，以及宽松的货币流动性配合，行情再次启动。

8 轮行情中有 7 次工业企业利润位于触底前夜（4 个月内数据回升）或者触底企稳阶段，只有一个例外是 2014.3~2015.5，行情启动之时，社融与工业企业利润仍然处于漫长的下行通道，行情启动于 2014 年 6 月，但事实上一年后社融与工业企业利润才企稳回升。

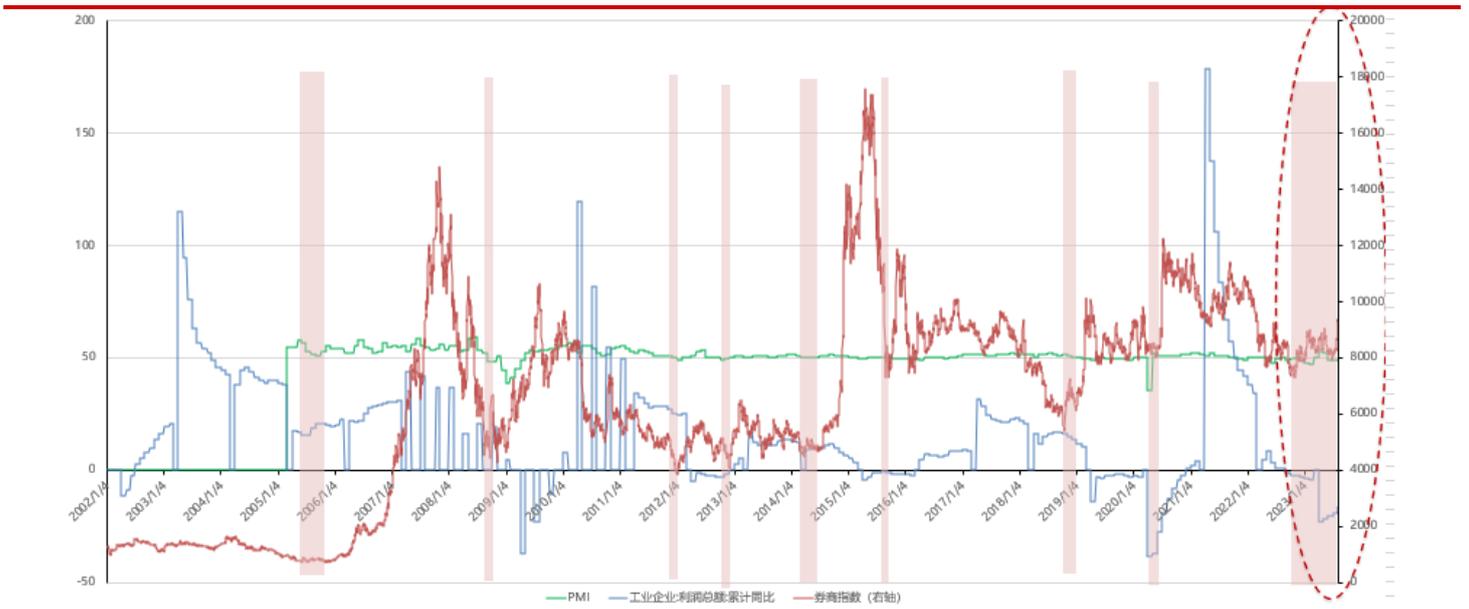
目前最新公布的 6 月 CPI、PPI 分别为 0.00、-5.40，且均处于下行通道；最新公布 6 月的工业企业利润总额同比-16.80%，同比降幅逐渐收窄。两者均符合历史上行情启动时宏观经济特征。

图 1 行情通常启动于通胀下行或低位阶段



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 行情通常启动于经济筑底或底部回升阶段



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 历轮券商行情与宏观经济指标情况

首次探底	时间点			探底期宏观经济指标		
	二次探底	首次登顶	二次登顶	CPI	PPI	工业企业利润同比
2005/7/21	2005/11/11	2007/10/17	2007/11/5	↓	↓	↑ (低位)
2008/11/4	2008/12/31	2009/7/31	2009/8/4	↓	↓	↓ (1个季度后触底)
2011/12/28	2012/1/6	2012/6/1	2012/6/13	↓	↓	↓ (1个月后短期触底)
2012/11/29	2012/12/4	2013/2/7	2013/2/18	↑ (低位)	↑ (低位)	↑ (低位)
2014/3/21	2014/6/19	2015/4/23	2015/6/9	↓	↑ (负值)	↓ (1年后触底)
2015/9/15	2015/9/28	2015/11/11	2015/12/23	↓	→ (负值)	→
2018/10/19	2018/12/27	2019/3/7	2019/4/4	↓	↓	↓ (4个月后触底)
2020/4/28	2020/5/25	2020/7/8	2020/7/15	V	V (负值)	V (触底回升)
2022/10/31	2023/6/26			↓	↓	↑ (低位)

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 稳增长政策发力：货币、财政、房地产政策陆续出台，货币流动性最宽松或趋向于宽松

历次行情启动前，都伴随着货币、财政、房地产放松政策稳增长的过程。

首先，降准降息。降准降息等货币政策的出台有助于稳定经济恢复预期，同时为市场注入流动性。

其次，财政政策发力。有助于稳定经济恢复预期。

再次，稳定房地产政策出台。作为国民经济的支柱型产业，房地产业对于稳定经济的积极意义不言而喻。同时，房地产及相关资产还是借贷最常用的抵押品之一，房地产价格成为影响资金市场借款者资产净值的重要因素，房地产市场的稳定对于信贷市场稳定意义重大。2008年、2014年为两轮典型的地产放松周期，2011年、2018年地产政策弱放松，几轮放松后带来经济趋稳预期，此后券商指数均有较好的表现。

2022年下半年以来出现多轮降准、降LPR举措，以及支持房地产企业发展政策，以稳定实体经济发展。

表 3 自 2008 年以来的历轮货币、财政、房地产放松政策

年份	月份	货币政策		财政政策	地产政策
		降准	降息		
2008年	9月		降息0.27%，至3.87%		
	10月	降准0.5%，至17%	降息0.27%，至3.6%		中央地产政策放松：下调首套房首付比例及个人住房公积金贷款利率等
	11月	降准1%，至16%；	降息1.08%，至2.52%	四万亿刺激计划	
	12月	降准0.5%，至15.5%	降息0.27%，至2.25%		
2011年	10月				地方地产政策放松（如南京放宽公积金贷款比例等）
2012年	2月	降准0.5%，至20.5%			
	5月	降准0.5%，至20%			
	6月		降息0.25%，至3.25%		
	7月		降息0.25%，至3%		
2014年	9月				中央地产政策放松-930地产新政（认贷不认房-无贷款记录者再次购房亦按首套房利率）
	11月		降息0.25%，至2.75%		
2015年	2月	降准0.5%，至19.5%			
	4月	降准1%，至18.5%	降息0.25%，至2.5%		
	5月		降息0.25%，至2.25%	国务院《中国制造2025》	
	6月		降息0.25%，至2%		
	8月		降息0.25%，至1.75%		
	9月	降准0.5%，至18%			
	10月	降准0.5%，至17.5%	降息0.25%，至1.5%		
2016年	3月	降准0.5%，至17%			
2018年	04月	降准1%，至16%			
	07月	降准0.5%，至15.5%			
	10月	降准1%，至14.5%			
	12月				地方地产政策放松（如菏泽取消限售等）
2019年	01月	降准0.5%，至14%			
	01月	降准0.5%，至13.5%			
2019年	09月	降准0.5%，至13%			
2020年	01月	降准0.5%，至12.5%			
	2月		1年期LPR报价下调10BP， 5年期LPR报价下调5BP		
	4月		1年期LPR报价下调 20BP，5年期LPR报价下 调10BP		

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 4 自 2022 年下半年以来货币、财政、房地产放松政策支持实体经济发展

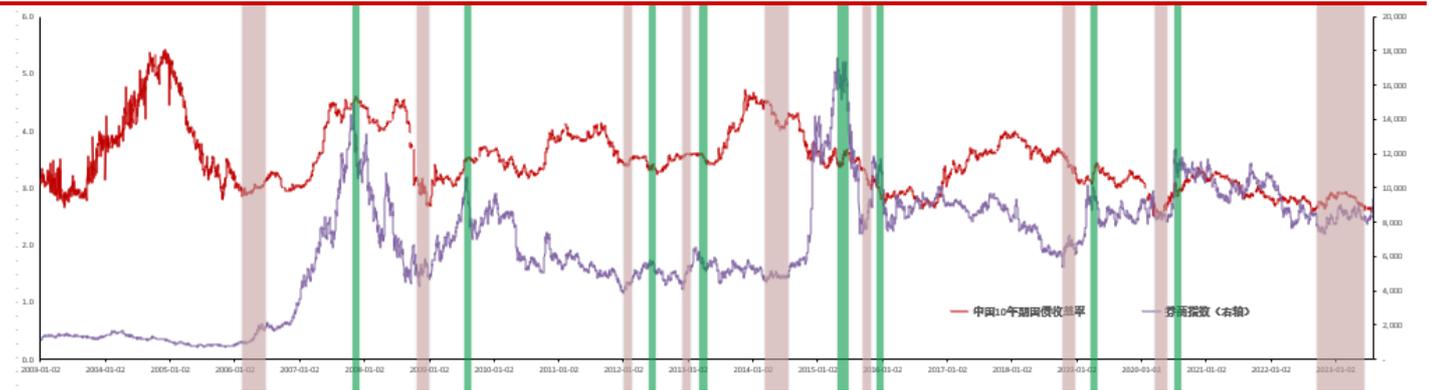
年份	月份	货币政策			降息公布时间	财政政策	地产政策
		降准	降准公布时间	降息			
2021年	07月	降准0.5%，至12%	2021/7/9				
	12月	降准0.5%，至11.5%	2021/12/6				
2022年	12月			1年期LPR报价下调5BP，5年期LPR未调整	2020/12/20		
	01月			1年期LPR报价下调10BP，5年期LPR下调5个BP	2021/1/20		
	4月	降准0.25%至11.25%	2022/4/15				
	5月			最低首套房贷利率降20bp到4.4%，LPR不变	2022/5/15	稳定经济一揽子政策	中央：降低房贷利率；地方：地产政策放松
				1年期LPR报价不变，5年期LPR下调15个BP	2022/5/20		
	8月			1年期LPR下降5BP，5年期LPR下调，降至4.30%	2022/8/22		
	11月						中央：支持房地产企业股权融资
	12月	降准0.25%至11.00%	2022/12/5				
2023年	3月	降准0.25%至10.75%	2023/3/27			加大财政宏观调控力度有效支持高质量发展	
	6月			1年期LPR下调10BP，5年期LPR下调10BP	2022/6/20		近20城放松住房限购
	7月						中央：延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限

流动性对于市场的意义相对更为关键。但是券商行情的启动是否伴随着经济预期的改善则在经济发展不同阶段结果有所不同，具体分界线为 2012 年。2012 年之前券商行情启动之时，货币流动性达到宽松的顶点，以 10 年期国债收益率来看，达到收益率的最低点，行情伴随 10 年期国债收益率的回升而启动。换句话说，此时的宏观流动性足够宽松，同时市场对于宏观经济基本面预期向好。2012 年之后的券商行情则启动于宏观流动性持续宽松的过程中，也就是流动性在持续宽松，但宏观经济并无预期企稳的迹象。

事实上，通过 M1 判断券商行情启动具有较好效果。当市场 M1 降至较低水平，则接下来 M1 大概率触底回升。因此根据 M1 低点构建投资策略买入券商将有较高超额回报，具体见我们的报告《券商波段把握系列一——M1 定买卖：买入券商 20210818》。

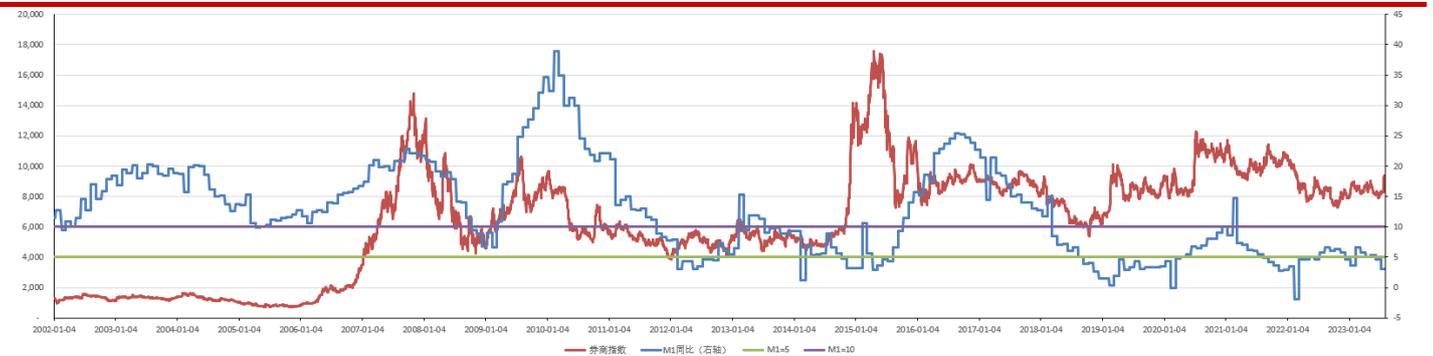
当前 10 年期国债收益率处于较低水平，最新的中国 10 年期国债收益率为 2.65%；最新的 M1 为 3.10，也处于低于 5% 的较低水平。2023 年 8 月 1 日中国人民银行、国家外汇管理局召开 2023 年下半年工作会议表示，“保持流动性合理充裕”。流动性环境也符合历史上券商行情发展的条件。

图 3 货币流动性 VS 券商行情



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 券商行情 VS 货币 M1 情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3. 券商股估值处于低位，有较大提升空间

估值处于低位、有较大提升空间也是券商行情启动的必要条件。2011 年以来，启动时券商指数 PB 估值均处于 2 倍 PB 以下。从估值分位数来看，2011 年以来，启动时券商指数估值均处于历史 10%分位数以内。

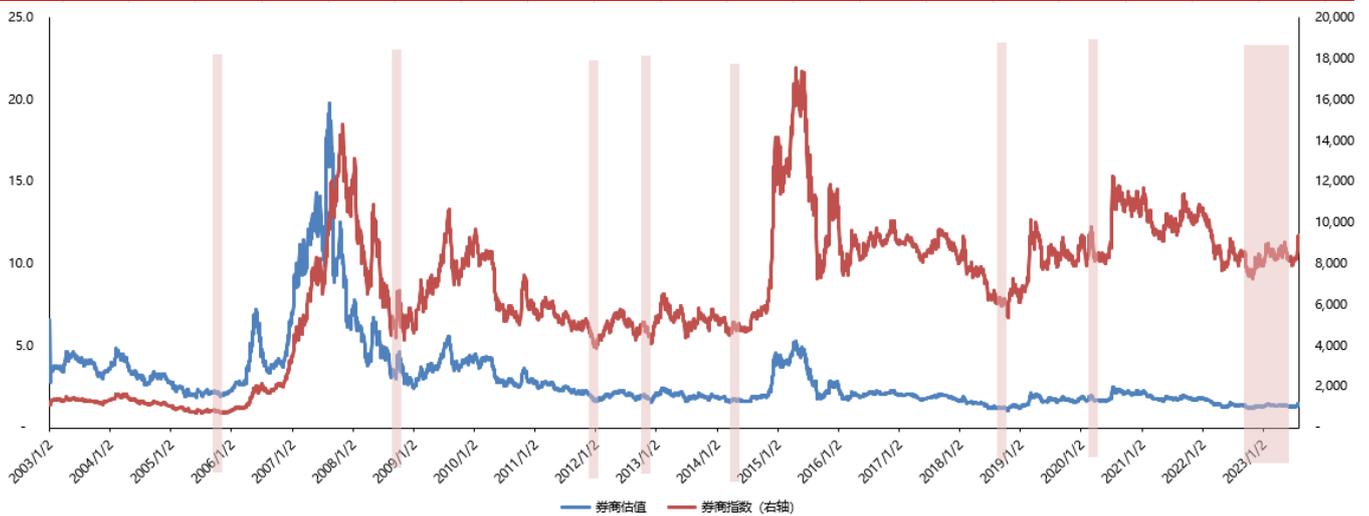
**本轮行情券商首次探底的 2022 年 10 月底 PB 估值 1.18 倍，估值分位数为历史 0.3%，二次探底 PB 估值 1.24 倍，估值分位数为历史 1.9%。**

表 5 行情各个时间点对应估值

时间点				对应PB				估值分位数			
首次探底	二次探底	首次登顶	二次登顶	首次探底	二次探底	首次登顶	二次登顶	首次探底	二次探底	首次登顶	二次登顶
2005/7/21	2005/11/11	2007/10/17	2007/11/5	2.05	1.98	12.53	9.71	7.3%	3.2%	95.4%	86.8%
2008/11/4	2008/12/31	2009/7/31	2009/8/4	2.80	2.44	5.51	5.45	23.3%	15.0%	77.6%	77.1%
2011/12/28	2012/1/6	2012/6/1	2012/6/13	1.66	1.62	2.29	2.27	0.2%	0.2%	17.8%	17.7%
2012/11/29	2012/12/4	2013/2/7	2013/2/18	1.58	1.60	2.44	2.34	0.0%	0.2%	26.1%	24.5%
2014/3/21	2014/6/19	2015/4/23	2015/6/9	1.65	1.58	5.20	4.68	1.0%	0.1%	87.0%	84.7%
2015/9/15	2015/9/28	2015/11/11	2015/12/23	1.74	1.84	2.85	2.81	5.3%	9.1%	47.3%	46.7%
2018/10/19	2018/12/27	2019/3/7	2019/4/4	1.10	1.21	2.10	2.08	0.2%	1.1%	36.2%	35.1%
2020/4/28	2020/5/25	2020/7/8	2020/7/15	1.65	1.58	2.47	2.41	9.8%	6.3%	52.9%	51.6%
2022/10/31	2023/6/26			1.18	1.24			0.3%	1.9%		

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 行情启动点券商股估值（PB）处于低位



资料来源：Wind，华西证券研究所

#### 4. 外围环境：7月可能是美国最后一次加息

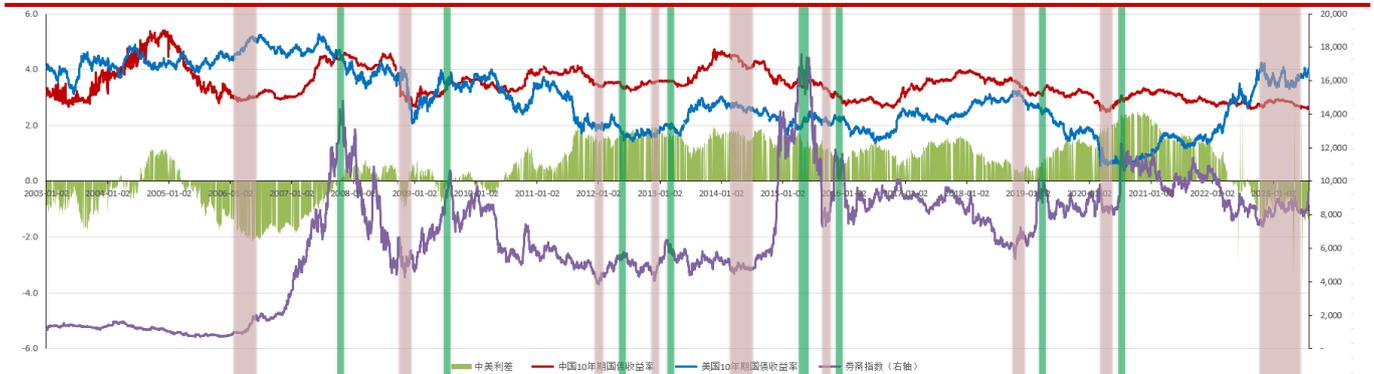
8次券商行情中6次发生于美国10年期国债收益率下行触底或者下行过程中，中美利差上升或稳定，中美货币经济周期一致。只有2次例外，分别是2005年7月以及2012年11月。

2005年券商行情启动于7月份，彼时中国10年期国债收益率持续下行，而美国10年期国债收益率持续上行。通常情况下美国加息或缩表周期下，新兴资本市场表现有较大压力，我们认为2005年6月A股市场之所以迎来行情启动，主要原因在于2005年汇改背景下人民币进入长期升值通道，虽然中美利率倒挂，但资金仍然是净流入的。此外当时虽然上市公司整体业绩有压力，但是中国宏观经济并不差；另外2005年6月行情启动前市场已经有了长达四年的调整，市场整体估值处于极低位置。

2012年12月券商行情的启动时美债收益率小幅上行，10年期美债收益率从2012年12月的1.6左右上行至2013年2月的2.0左右。但整体上行幅度不大而且持续时间并不长。同时我们认为本轮券商行情也是上半年行情的延续。

根据华西宏观团队 2023 年 7 月 27 日外发报告《华西证券 7 月美联储议息会议点评：再临加息末期，资产如何表现？》，认为 7 月可能是美联储的最后一次加息，从现在到明年都处于维持利率状态，降息可能要到明年年初。这样的外部条件将有利于券商行情的延续。

图 6 行情启动时多数情况下美国 10 年期国债收益率下行触底或下行



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5. 国家高层重视资本市场

每一轮大级别的券商行情都伴随着国家高层对于资本市场的重视程度提升，以及资本市场改革的不断推进。

中共中央政治局 2023 年 7 月 24 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。7 月 27 日中证报再发评论员文章直指“有活力的资本市场是稳预期强信心的重要抓手”。可以说资本市场的重要性得到政策层的充分重视。

表 6 近年高规格会议对于资本市场的相关指示

日期	会议	与资本市场相关的内容
2018/10/31	中央政治局会议	围绕资本市场改革，加强制度建设， <b>激发市场活力</b> ，促进资本市场长期健康发展。
2019/4/19	中央政治局会议	通过金融供给侧结构性改革做好金融服务，以关键制度创新 <b>促进资本市场健康发展</b> ，才能从根本上解决融资难、融资贵问题，增强经济发展内生动力。
2020/7/12	国务院金融委会议	要全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求，多措并举加强和改进证券执法工作，全力 <b>维护资本市场健康稳定</b> 和良好生态。
2020/7/30	中央政治局会议	要推进资本市场基础制度建设，依法严厉打击证券违法活动， <b>促进资本市场平稳健康发展</b> 。
2022/3/16	国务院金融委专题会议	<b>保持资本市场平稳运行</b> 。对市场关注的热点问题要及时回应。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。
2022/4/29	中央政治局会议	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者， <b>保持资本市场平稳运行</b> 。
2023/7/24	中央政治局会议	要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要 <b>活跃资本市场，提振投资者信心</b> 。

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

## 6. 资本市场改革，特别是引入长线资金

证监会日前召开的 2023 年系统年中工作座谈会表示。“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位。”据每日经济新闻，日前证监会召集了几家头部券商的相关人士，就之前政治局会议提出的“活跃资本市场提振投资者信心”广泛征求了意见。

目前公募基金降费方案已出将有利于个人及机构投资者通过权益基金参与二级市场，监管喊停“离婚式减持”，对于上市公司再融资行为更加审慎，将有效改善二级市场围观流动性现状。预计后续会陆续有相关政策落地。

表 7 活跃资本市场的相关政策梳理

已经实施的	信息来源	具体内容
公募降费	证券日报	1) 全面降低主动权益类基金产品的管理费、托管费率及稳健开展浮动费率创新产品试点。2) 合理调降公募基金的证券交易佣金费率。3) 进一步降低基金管理人尾随佣金支付比例，研究不同类型基金产品设置差异化的尾随佣金支付比例上限。4) 研究完善公募基金行业费率披露机制。
喊停“离婚式减持”	证监会网站	7月28日证监会有关部门负责人就上市公司股东离婚分割公司股份有关事宜答记者问。明确上市公司大股东、董监高不得以离婚、解散清算、分立等任何方式规避减持限制。
部分行业出现IPO收紧趋势	第一财经	7月31日第一财经报道，“吃穿住”行业IPO已经出现收紧趋势。
再融资充分论证必要性与合理性	新华社	财联社8月1日报道，“事关再融资募投项目产品，上交所倡导发行人和中介机构充分论证项目实施的必要性和合理性”
潜在政策	信息源	具体内容
适度加大A股融资融券力度	证券日报	证券日报8月2日文章指出，提高资本市场活跃度，可以从完善制度规则、创新金融工具等角度入手，其中，适度加大融资融券力度，对于提升市场的价值发现功能、推动增量资金入场有重要作用。具体可从两方面着手：一方面，进一步扩大融资融券标的股票范围，增强市场流动性，提升交易活跃度。另一方面，可以考虑下调融资融券费率，通过降低融资成本和交易成本，增强融资融券交易的意愿。
引入长线资金	证券时报	推出《资本市场投资端改革行为方案》； 证监会表示，加强跨部委沟通协调力度，推动各类专业机构投资者通过公募基金加大权益类资产配置。
对外开放	上海证券报	监管部门将坚定不移推进市场、机构、产品全方位开放，做好境外上市备案管理工作，推出更多“绿灯”案例，加强与香港市场的务实合作，拓展优化与境外市场的互联互通机制，扎实推进常态化、可持续的跨境监管执法合作，加快构建高水平制度型双向开放格局。
降低交易费用	证券时报	降低印花税
严惩市场违法违规行为		出重拳查处财务造假、内幕交易、操纵市场等恶性违法违规事件，进一步营造敬畏法治的良好市场生态。

资料来源：证监会网站，证券日报、第一财经、新华社、证券时报、上海证券报，华西证券研究所

## 投资建议：

目前各方面环境支持一轮较大的券商行情出现。我们建议投资者重视券商板块投资机会。

我们看好券商行情的持续性，受益标的包括东吴证券、财通证券、国金证券、广发证券、中信证券、华泰证券等。受益标的还包括互联网金融信息服务商同花顺，以及互联网券商指南针、东方财富；弹性较大的寿险标的中国人寿、新华保险也有望受益于资本市场活跃。

## 风险提示

股债市场大幅波动自营投资收益下滑；市场交易萎缩；行业人才竞争致管理费率大幅提升。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。