

# 历史的“映射”系列之二

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

## 美股调整，A股能否“独善其身”？

经验显示：美国经济步入衰退初期，美股易因“杀盈利”而调整；美股调整阶段，国内市场容易跟随。本轮中，A股能否摆脱美股下跌的影响，走出“独立行情”？本文分析，仅供参考。

### 一问：美国衰退初期的历史规律？美股均有调整，A股、港股易跟随

美国经济延续下行态势，或已进入“衰退”区间；历史规律显示，美股衰退初期的下跌从未“缺席”，“杀盈利”阶段“虽迟但到”。截至2022年底，NBER观测的6个指标中，批发与零售、工业生产、个人收入均已见顶回落，从历史经验来看，美国经济或已进入“衰退”的区间。回溯过去10轮周期，衰退期间、美股多因“杀盈利”而出现回调，“杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始，持续约2个季度，期间标普500相对衰退起点回调约20%。

美国衰退经出口链条对国内的基本面冲击、美股下跌对中国市场的情绪冲击、以及资金面扰动等，是美股下跌向国内市场传导的主要路径。历史回溯来看，美股衰退期的调整中，港股均有“跟随”；2000年以来美股大幅下跌过程中，A股也多有调整。这主要通过三方面路径实现：1) 美国经济衰退期，中国对美出口大幅下滑，多对基本面形成拖累；2) 美股市场的涨跌对A股、港股有情绪冲击；3) A股外资占比不断提升，外资流向或受美股涨跌扰动。

### 二问：A股“逆势上涨”期的历史共性？基本面分化、估值低位、资金面平稳

2000年以来，美股跌超10%的区间，A股曾有4次“风景独好”；而港股均受波及。2000年以来，标普500有18段跌超10%的区间，其中4段区间内A股“逆势上涨”，分别发生在2001年1月30日-4月2日、2003年1月10日-3月10日、2009年1月2日-3月6日、2022年4月29日-6月30日；港股则无一“幸免”。近三轮美股“杀盈利”阶段，2001年、2009年的两次，A股均免于下跌。

基本面分化、估值低位、与资金面平稳，是4次A股“逆势而上”的共性特征。从基本面来看，4次美股大跌而A股“逆势上行”，均发生在中美经济周期阶段性分化的窗口。从情绪面来看，A股以市盈率衡量的绝对估值、或以股债性价比衡量的相对估值较低时，受美股调整的冲击较弱。从资金面来看，历史上，北上资金阶段性大幅净流出主要易受中美“脱钩”担忧、人民币贬值预期、中美相对估值等因素影响，美股大跌对外资流向的影响、持续性不强。

### 三问：未来市场的演绎？美股或再度回调、A股有望逆“势”而上

年初以来的美股反弹，持续性存疑；经济步入衰退的过程中，本轮美股的回调风险不容忽视。1月以来，经济“软着陆”预期与货币金融环境边际转松共同作用下，美股表现较为强劲。向后展望，美股盈利端、估值端或均有一定压制：

1) 标普500指数EPS几未回调，“杀盈利”压力即将显现。2) 10Y-2Y美债期限利差已近历史极值位置，利差倒挂加深的空间受限；阶段性10Y美债利率处于相对高位的时间或超预期。

经济周期“东升西降”或支撑A股走出“独立行情”；本轮中港股更易“受伤”，但考虑到紧缩周期已接近尾声，港股所受的冲击或相对有限。中美经济周期的再度分化、市盈率相对低位对情绪冲击的缓和、经济向好与汇率企稳对外的吸引，或支撑A股摆脱美股下跌的影响。相较A股，本轮中港股更易“受伤”，但考虑到当下市场环境的三方面变化，港股调整或相对有限：1) 港股企业盈利的修复；2) 港股相对较低的市盈率；3) 美国紧缩周期的尾声。

### 风险提示

美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期、国内经济复苏不及预期

## 内容目录

一问：美国衰退初期的历史规律？美股均有调整，A股、港股易跟跌	4
二问：A股“逆势上涨”期的历史共性？基本面分化、估值低位、资金面平稳	6
三问：未来市场的演绎？美股或再度回调、A股有望逆“势”而上	10
风险提示	15

## 图表目录

图表 1： 历轮衰退中，标普 500 指数的走势	4
图表 2： 历轮衰退中，美股最低点均出现在衰退开始后	4
图表 3： 历轮衰退中，美股均有“杀盈利”阶段	4
图表 4： “杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始	4
图表 5： 历轮美国经济衰退中，港股市场难逃一跌	5
图表 6： 多数美国经济衰退期，港股跌幅相较美股更深	5
图表 7： 历史上，美股大幅调整阶段，A股多数也会跟跌	5
图表 8： 2000 年以来标普 500 大跌期间，A股多数下跌	5
图表 9： 美国经济的下滑对国内出口有明显拖累	6
图表 10： 历史回溯来看，中美经济周期同步性较高	6
图表 11： 2013 年以来，A股外资占比逐步提升	6
图表 12： 港股市场的投资者中外资占比过半	6
图表 13： 2000 年以来，有过 4 次美股大跌而 A 股上涨	7
图表 14： 00 年以来所有美股跌超 10% 区间，港股均调整	7
图表 15： 2001 年初、2003 年初中美经济基本面分化	7
图表 16： 2009 年初中国经济率先复苏	7
图表 17： 2022 年 5 月，市场预期中国经济即将筑底	8
图表 18： 2022 年 5 月，新冠冲击阶段性缓和	8
图表 19： 美股大跌期间，A 股估值越高，冲击越明显	8
图表 20： 4 次“逆势上行”中，A 股估值越低涨幅越大	8
图表 21： A 股股债性价比越高，受美股冲击越弱	9
图表 22： 3 次 A 股“逆势上行”均处股债性价比的高位	9
图表 23： 美股大跌对北上资金流向影响不大	9
图表 24： 美股大跌期间，仅 2020 年 Q1 外资大幅流出	9
图表 25： 2022 年 5 月，人民币汇率企稳，外资重归流入	10
图表 26： A 股相对估值较高时，易出现北上资金外流	10

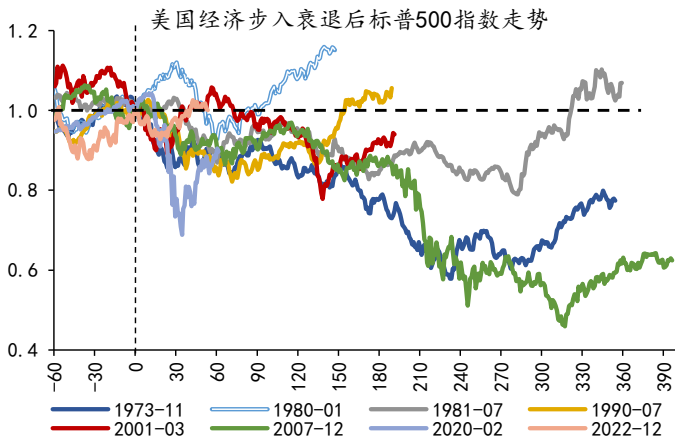
图表 27: 1 月以来, 美国股市明显反弹.....	10
图表 28: 联邦利率期货市场已经在定价 Q4 的降息.....	10
图表 29: 国债市场已在计入降息预期.....	11
图表 30: 市场对低预期数据不悲观、高预期数据更乐观.....	11
图表 31: “杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始.....	11
图表 32: 1980 年、2001 年美股衰退初期反弹持续性不强.....	11
图表 33: 美联储加息终点利率与 10Y 国债利率分歧较大.....	12
图表 34: 当下 10Y-2Y 美债期限利差已近历史低位.....	12
图表 35: 当下, 中美经济基本面分化.....	12
图表 36: 上证指数估值较低、股债性价比较高.....	12
图表 37: 中国市场兼具高增长、低估值优势.....	13
图表 38: 经济“东升西落”下, 人民币升值预期走强.....	13
图表 39: 当下, 恒生指数估值相对合理.....	13
图表 40: 美债收益率同样也是港股的无风险利率.....	13

经验显示：美国经济步入衰退初期，美股易因“杀盈利”而调整；美股调整阶段，国内市场容易跟跌。本轮中，A股能否摆脱美股下跌的影响，走出“独立行情”？本文分析，可供参考。

### 一问：美国衰退初期的历史规律？美股均有调整，A股、港股易跟跌

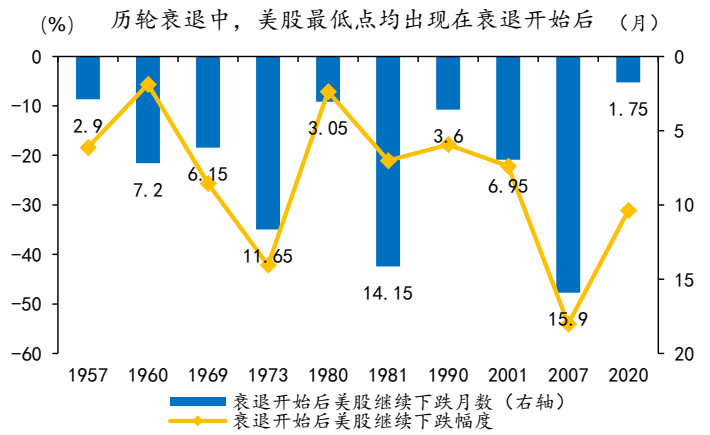
美国经济基本面延续下行态势，或已进入“衰退”区间；历史规律显示，美股衰退期的下跌从未“缺席”，“杀盈利”阶段多在衰退初期开启。截至2022年底，NBER观测的6个指标中，批发与零售、工业生产、个人收入均已见顶回落，美国经济或已迈入“衰退”的区间。回溯过去10轮衰退，有两方面共性特征：1) 美股最低点均出现在衰退开始后；多数经济衰退期中，标普500相对衰退起点调整约1-2个季度，幅度约20%。2) 历轮衰退中美股均出现了EPS的回调，回调幅度通常在10%-20%间；“杀盈利”阶段，美股多数下跌。“杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始，持续期约2个季度。

图表1：历轮衰退中，标普500指数的走势



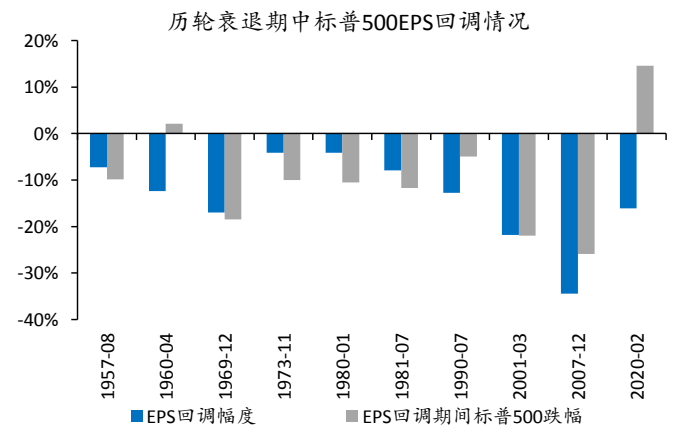
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：历轮衰退中，美股最低点均出现在衰退开始后



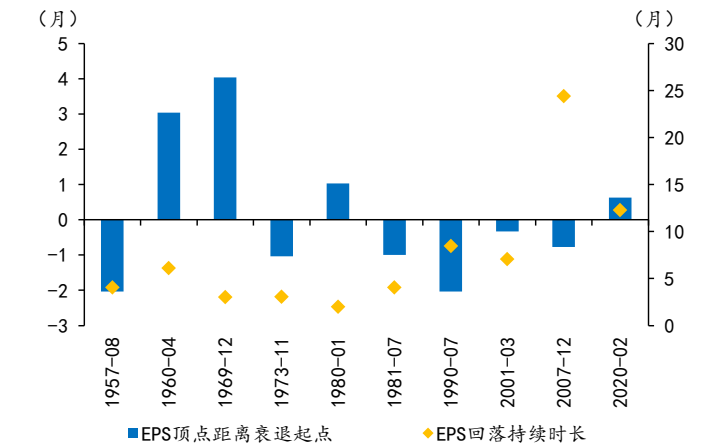
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：历轮衰退中，美股均有“杀盈利”阶段



来源：Bloomberg，国金证券研究所

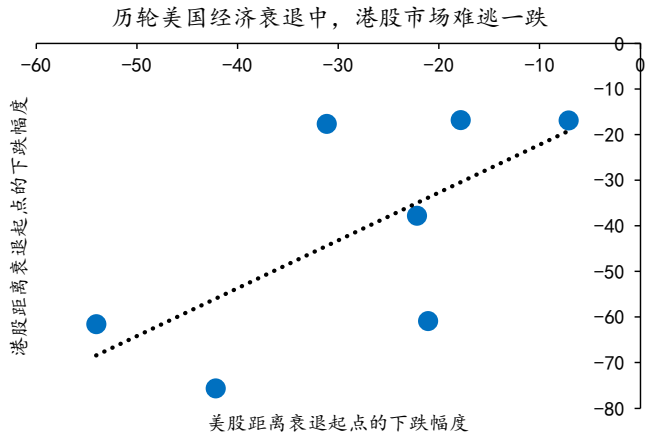
图表4：“杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始



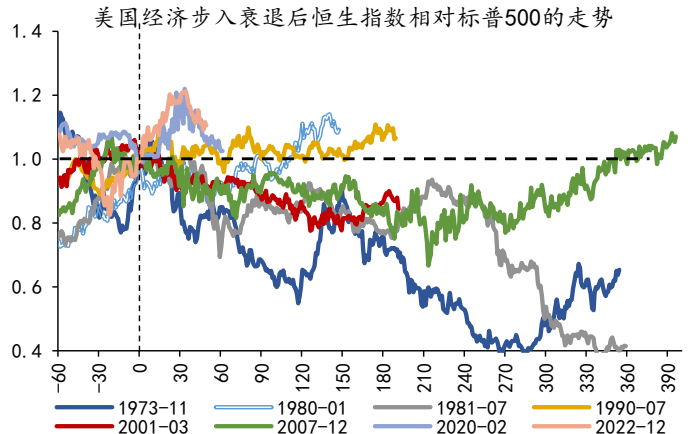
来源：Bloomberg，国金证券研究所

历史回溯来看，美股衰退期的调整中，港股均有“跟跌”；2000年以来美股大幅下跌过程中，A股也多有调整。1) 1970年以来，美国共历经了7轮经济衰退。美国经济衰退初期，港股市场“悉数下跌”。除1990年的“第三次石油危机”、2020年的“新冠疫情冲击”外，多数美国经济衰退期，港股回撤幅度较美股更深；2) 2000年以来，美股共有18段连续下跌超过10%的区间，其中A股市场多面临回调，仅4次“逆势上行”。

图表5: 历轮美国经济衰退中，港股市场难逃一跌



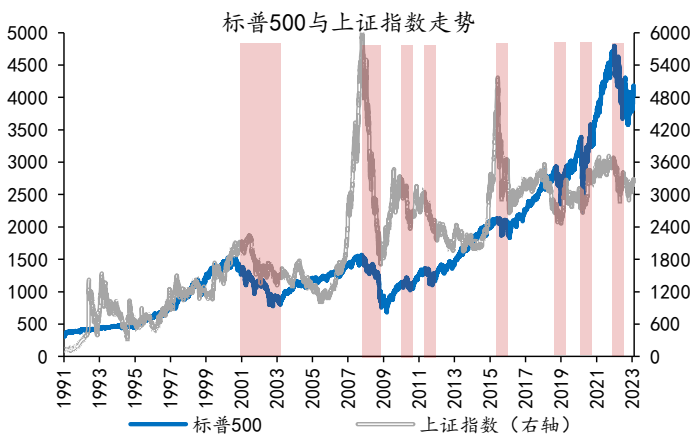
图表6: 多数美国经济衰退期，港股跌幅相较美股更深



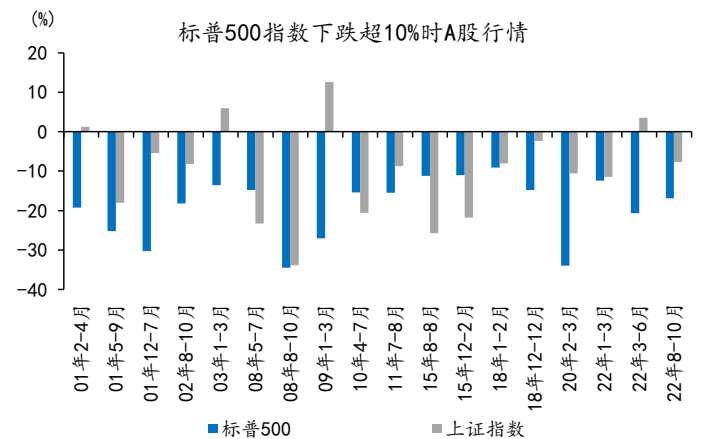
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 历史上，美股大幅调整阶段，A股多数也会跟跌



图表8: 2000年以来标普500大跌期间，A股多数下跌

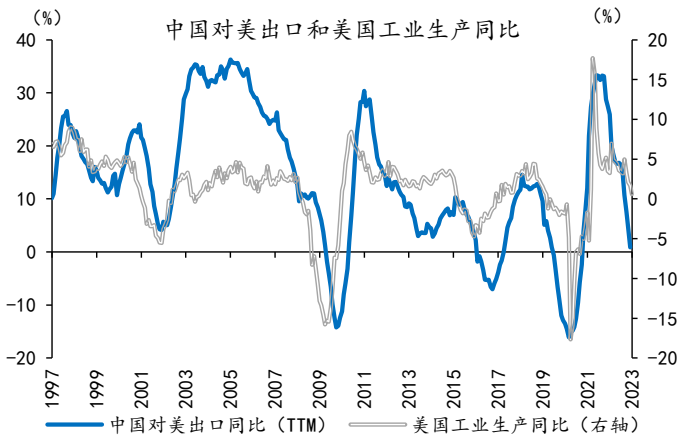


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

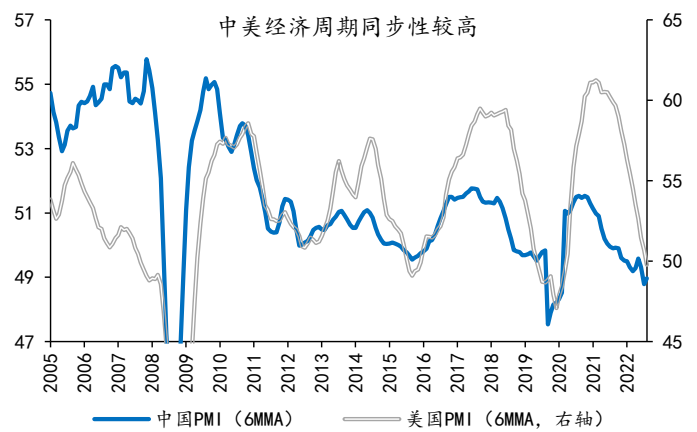
美国经济衰退对国内经出口链条的基本面冲击、美股下跌对中国市场的情绪冲击以及资金面的扰动等，是美股下跌向国内市场传导的主要路径。1) 2001年中国“入世”以来，两国经济之间的互补性使得中美经济周期同步性不断加强；美国经济衰退期，中国对美出口大幅下滑，多对基本面形成拖累；2) 美股市场的涨跌对A股、港股有情绪冲击。标普500单日跌超2%、3%、4%时，A股次日分别有66%、67%、73%的概率下跌，港股次日跟跌概率则分别为76%、74%、80%；3) 外资流向或受美股涨跌扰动，截至2022年底，外资占比为4.39%，交易量占比约10%；而港股市场的外资占比更是超过5成。

图表9: 美国经济的下滑对国内出口有明显拖累



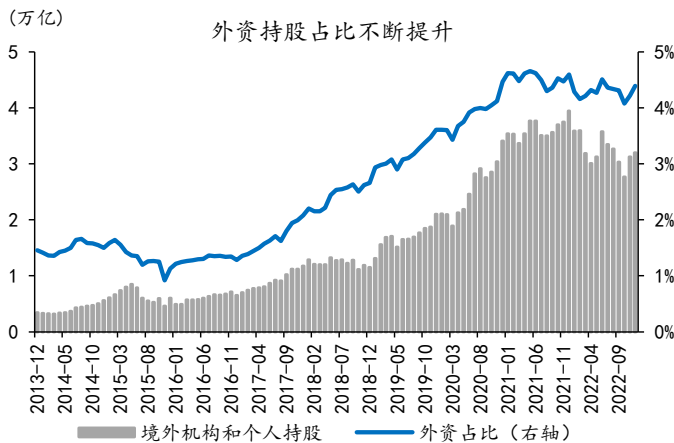
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 历史回溯来看, 中美经济周期同步性较高



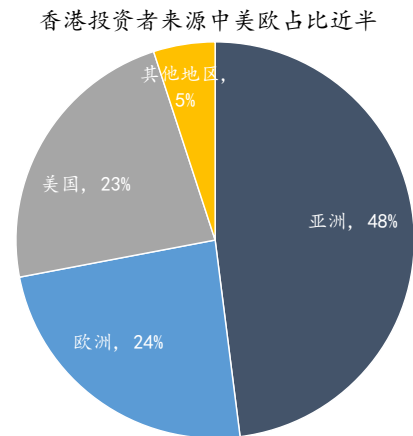
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 2013年以来, A股外资占比逐步提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 港股市场的投资者中外资占比过半

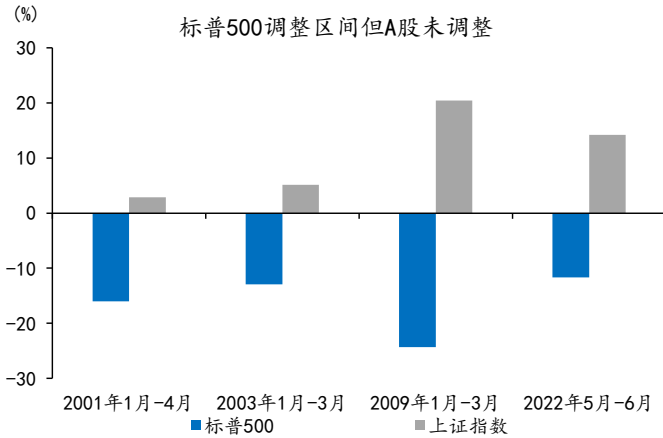


来源: Wind, 国金证券研究所

## 二问: A股“逆势上涨”期的历史共性? 基本面分化、估值低位、资金面平稳

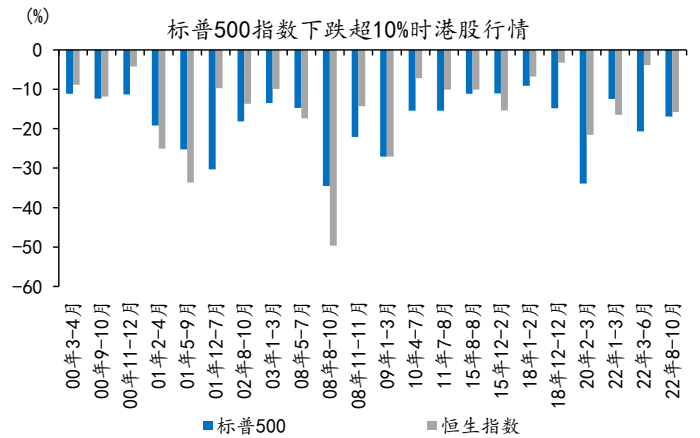
2000年以来, 美股跌超10%的区间, A股曾有4次“风景独好”; 而港股均受波及。2000年以来, 标普500有18段跌超10%的区间。其中2001年1月30日-4月2日、2003年1月10日-3月10日、2009年1月2日-3月6日、2022年4月29日-6月30日, 标普500分别下跌16%、13%、24%、12%, 而上证指数则分别上涨3%、5%、20%、14%; 其中2001年、2009年的两次A股“逆势上涨”均发生在美股“杀盈利”阶段, 仅新冠疫情冲击下美股快速“杀盈利”阶段A股未能“逃逸”。相较而言, 港股更易受美股下跌波及, 恒指波幅指数与VIX指数高度相关; 美股跌超10%的历史区间, 港股无一“幸免”。

图表13: 2000年以来, 有过4次美股大跌而A股上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

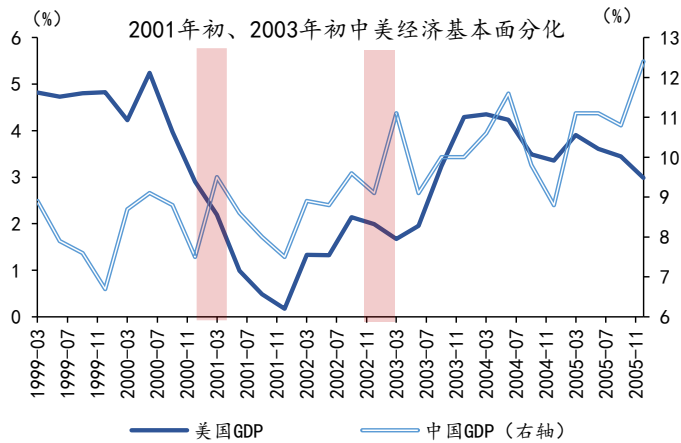
图表14: 00年以来所有美股跌超10%区间, 港股均调整



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

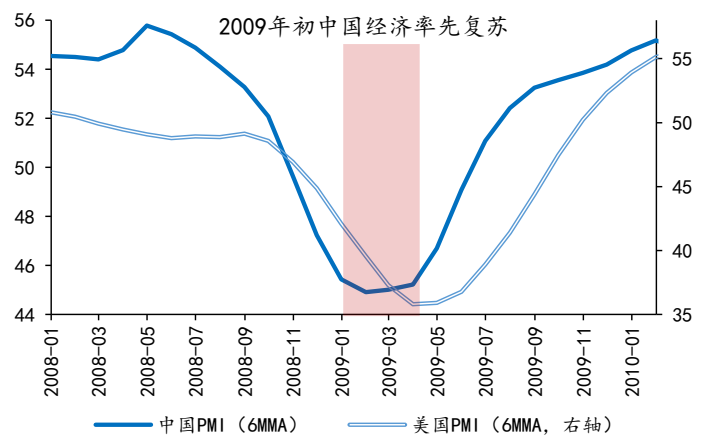
从基本面来看, 4次美股大跌而A股“逆势上行”, 无一例外均发生在中美经济阶段性分化的窗口。1) 2001年初, 美国经济延续下行, 企业盈利的担忧快速升温; 但全球经济衰退对我国经济冲击相对滞后, 一季度中国经济仍十分强劲, 增速高达9.5%; 2) 2003年初, 美国经济阶段性下行; 而国内经济在上半年加速上行, Q1增速高达11.1%; 3) 2009年初, 在“四万亿”计划的刺激下, 国内经济率先企底复苏, 而海外仍在探底阶段, 美股盈利大幅调整; 4) 2022年5月, 在“429”政治局会议夯实“政策底”、国内疫情好转后, 市场对于国内基本面修复的预期逐步升温(这一预期最终落空); 而美国经济仍处于下行阶段。

图表15: 2001年初、2003年初中美经济基本面分化



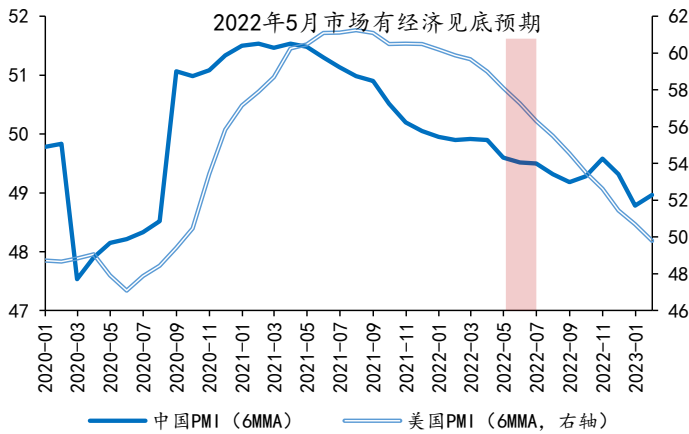
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 2009年初中国经济率先复苏

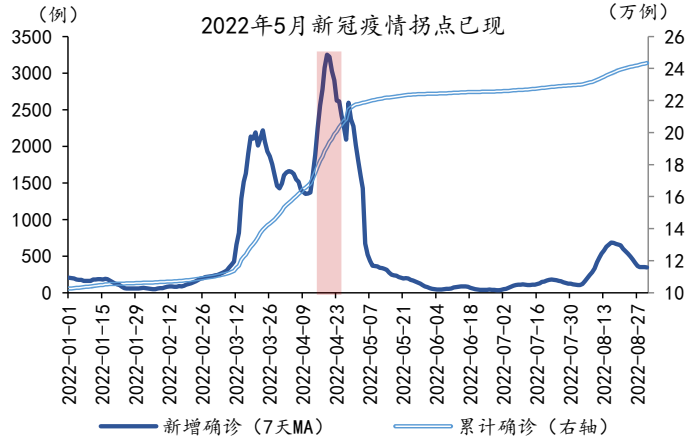


来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 2022年5月, 市场预期中国经济即将筑底



图表18: 2022年5月, 新冠冲击阶段性缓和

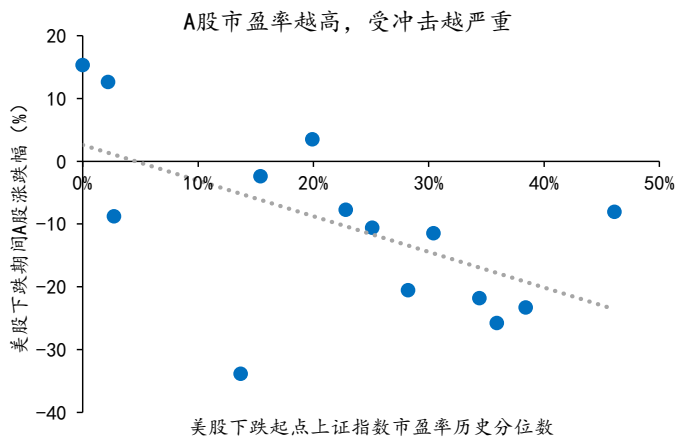


来源: Wind, 国金证券研究所

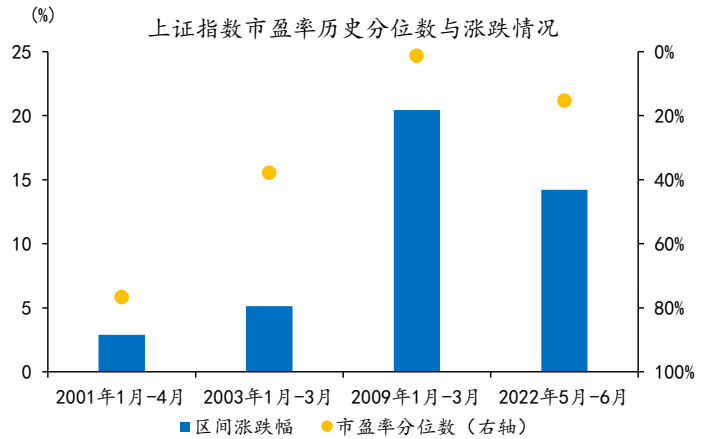
来源: Wind, 国金证券研究所

从情绪面来看, A股相对估值与绝对估值较低时, 受美股调整的冲击越弱。1) 从绝对估值来看, 过去22轮美股跌超10%的区间, 上证综合指数的市盈率历史分位数越高, 区间内相对美股的调整幅度越深; 4次A股“逆势上行”的行情中, 2009年1月、2022年5月A股市盈率历史分位数低于30%, A股均大幅上行、未受美股拖累。2) 从相对估值来看, A股股债性价比越高, 受美股的冲击也越弱。2002年中国国债收益率有数据以来, 3次A股相对美股的“逆势上行”, 均处于股债性价比的高位。

图表19: 美股大跌期间, A股估值越高, 冲击越明显



图表20: 4次“逆势上行”中, A股估值越低涨幅越大

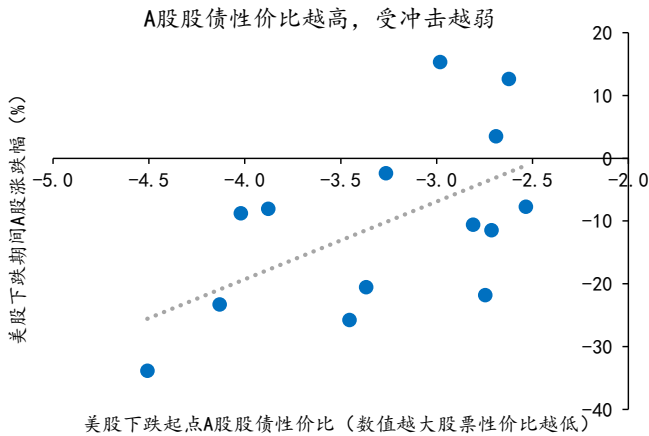


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

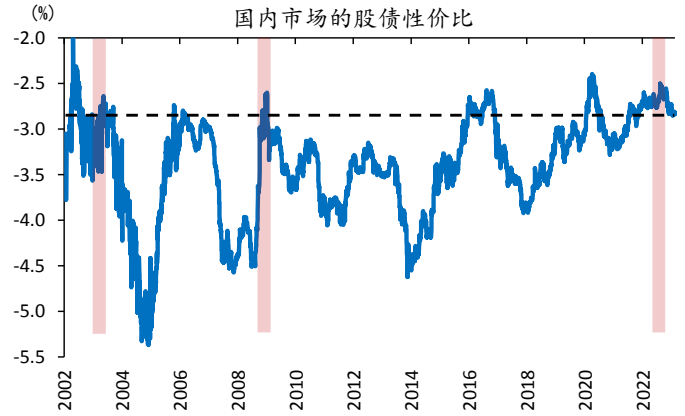


图表21: A股股债性价比越高, 受美股冲击越弱



来源: Wind, 国金证券研究所

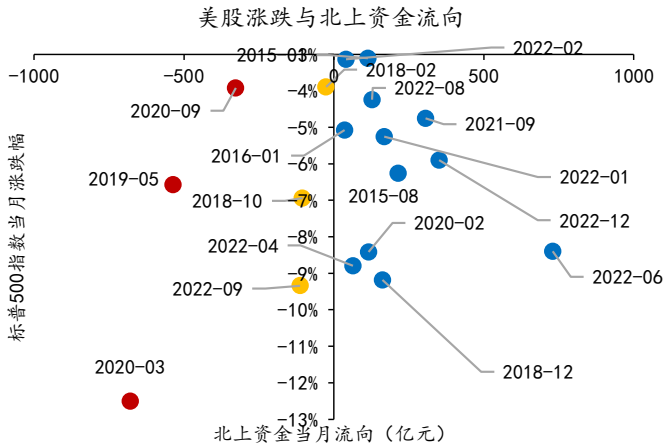
图表22: 3次A股“逆势上行”均处股债性价比的高位



来源: Wind, 国金证券研究所

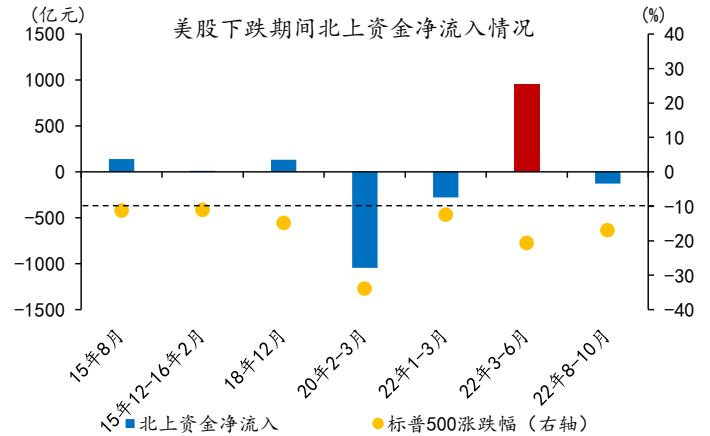
从资金面来看, 美股涨跌对北上资金影响的持续性较弱; 历史上, 北上资金阶段性大幅净流出主要受中美“脱钩”担忧、人民币贬值预期、A股相对估值高等因素影响, 受美股下跌影响不大。历史回溯来看, 美股月涨跌幅与当月北上资金的流向关系并不大。美股单月跌超4%时, 仅2019年5月中美贸易摩擦担忧、2020年3月新冠疫情冲击、2020年9月国内部分行业监管政策收紧时, 北上资金明显流出, 其他阶段并未受美股下跌扰动。例如, 2022年5月美股大跌期间, 随着人民币汇率阶段性企稳、北上资金重归流入, A股大涨。

图表23: 美股大跌对北上资金流向影响不大



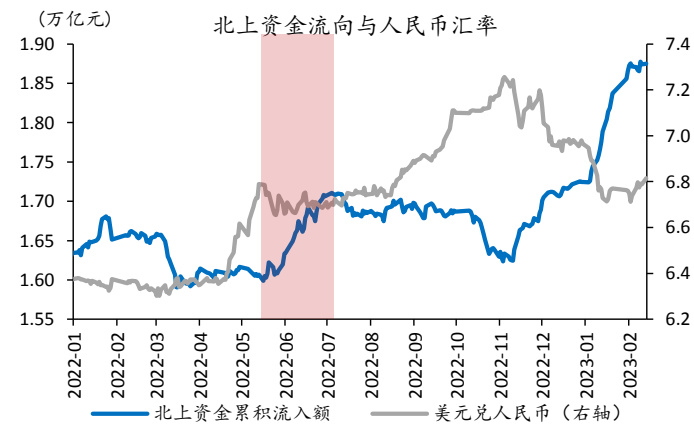
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 美股大跌期间, 仅2020年Q1外资大幅流出

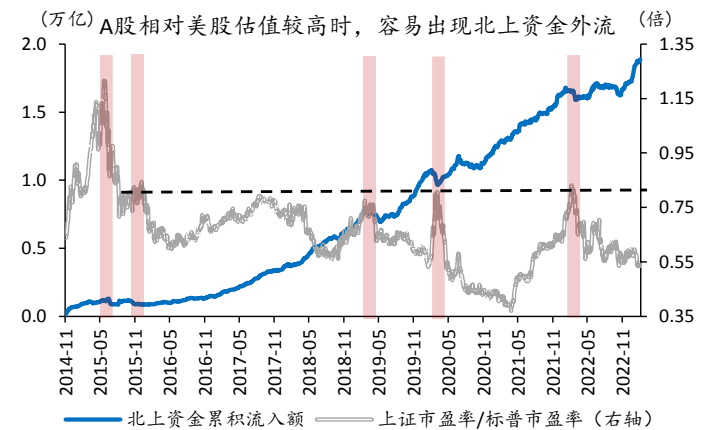


来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 2022年5月, 人民币汇率企稳, 外资重归流入



图表26: A股相对估值较高时, 易出现北上资金外流



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

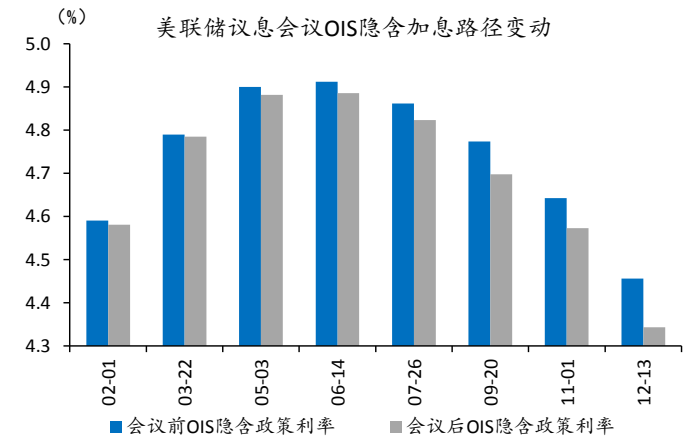
### 三问：未来市场的演绎？美股或再度回调、A股有望逆“势”而上

年初以来, 经济“软着陆”预期与货币金融环境边际转松共同作用下, 美股表现强劲; 但通胀粘性的约束下, “经济韧性”与“年内降息”或难同时成立。1月6日以来, 美国三大股指集体反弹; 截至2月28日, 道指、标普500、纳指的涨跌幅分别为-0.12%、4.57%、11.27%。“衰退”担忧缓和的分子端影响, 是本轮美股的主要支撑。10月的美股反弹中, 衰退担忧下, 超预期的经济数据并未驱动市场的上涨, 反而是低预期的数据会激起市场的下跌, 本轮美股反弹则恰恰相反。而“衰退”担忧缓和的同时, 联邦利率期货市场与美债市场却在定价年内降息的可能。粘性通胀的约束下, 二者或存一定矛盾。

图表27: 1月以来, 美国股市明显反弹



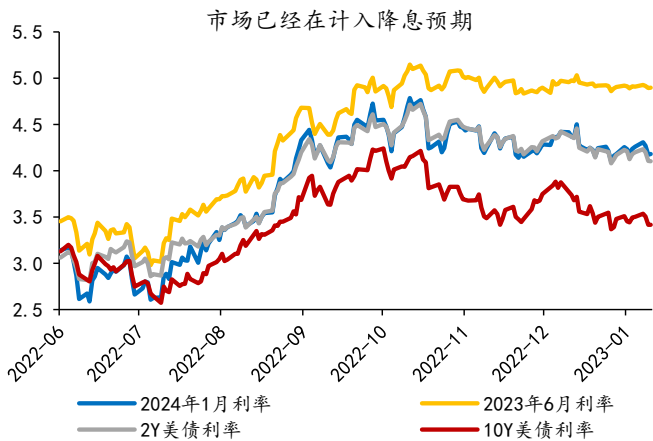
图表28: 联邦利率期货市场已经在定价Q4的降息



来源: Wind, 国金证券研究所

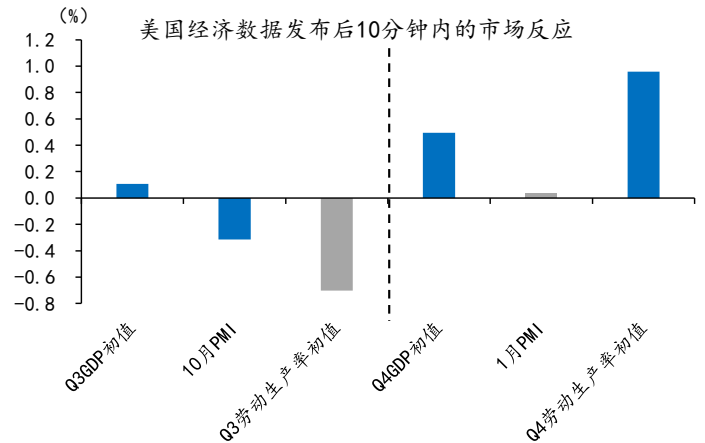
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 国债市场已在计入降息预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 市场对低预期数据不悲观、高预期数据更乐观

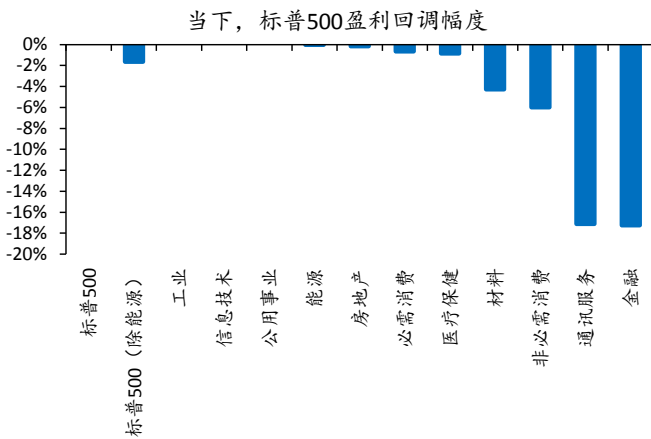


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

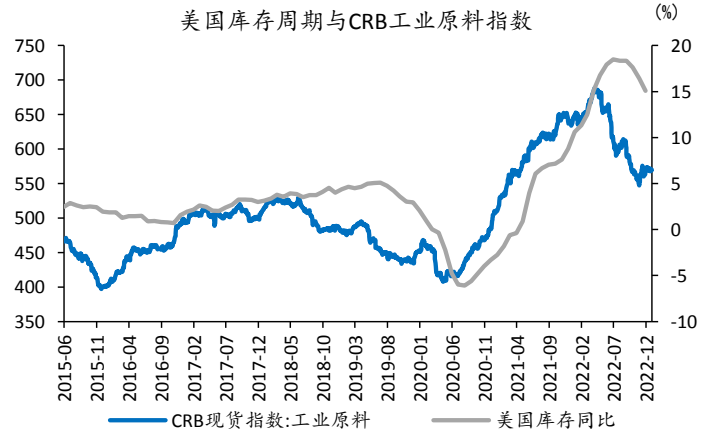
经济正式步入衰退的过程中,本轮美股的回调风险不容忽视。1) 盈利端,截至2月28日,标普500指数EPS回调0.42%、剔除能源业后也仅回调3.41%。劳动力供求紧张推升人力成本、前期商品价格高位补库推升生产成本、发行利率飙升推高融资成本,向后看,“杀盈利”的压力或将显现。2) 估值端,截至2月28日,10Y-2Y美债期限利差已至-0.86%,接近历史极值位置,利差继续倒挂的空间受限。另一方面,当下终点利率与10Y美债利率已现较大缺口,也意味着短期10Y美债利率或存一定反复。阶段性10Y美债利率处于相对高位的时间或超预期。

图表31: “杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始

图表32: 1980年、2001年美股衰退初期反弹持续性不强



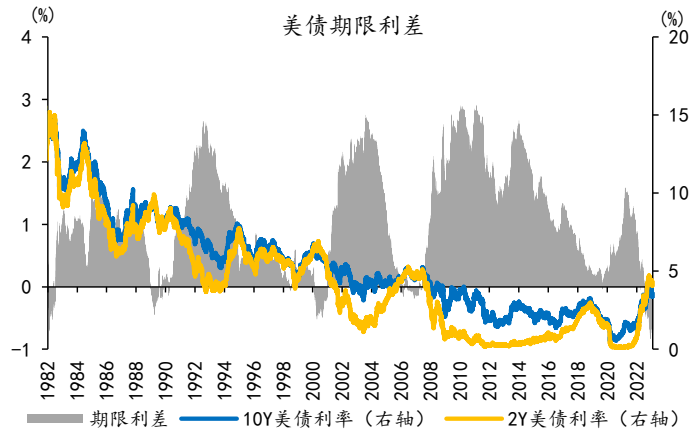
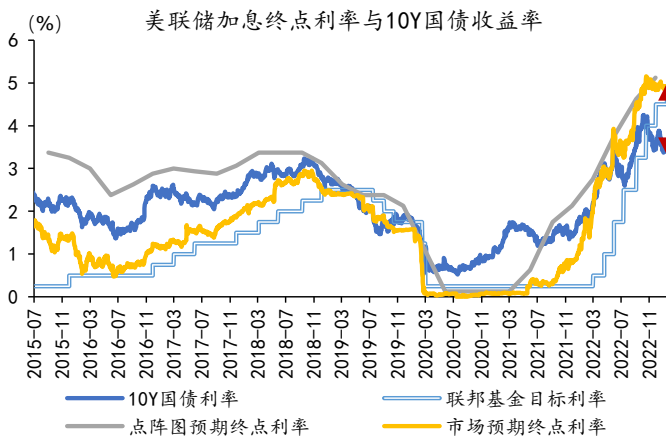
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 美联储加息终点利率与10Y国债利率分歧较大

图表34: 当下10Y-2Y美债期限利差已近历史低位



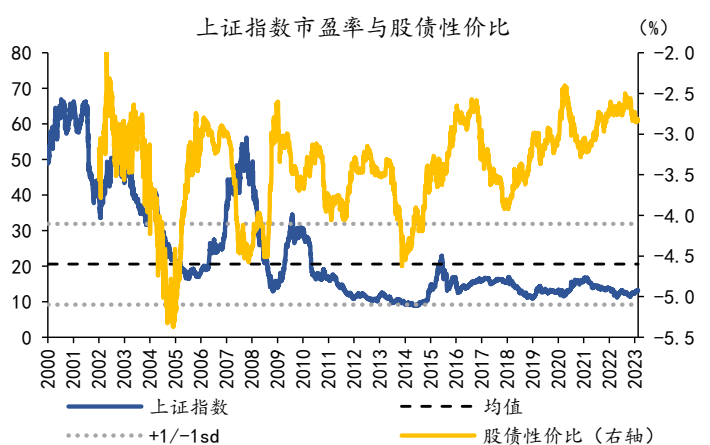
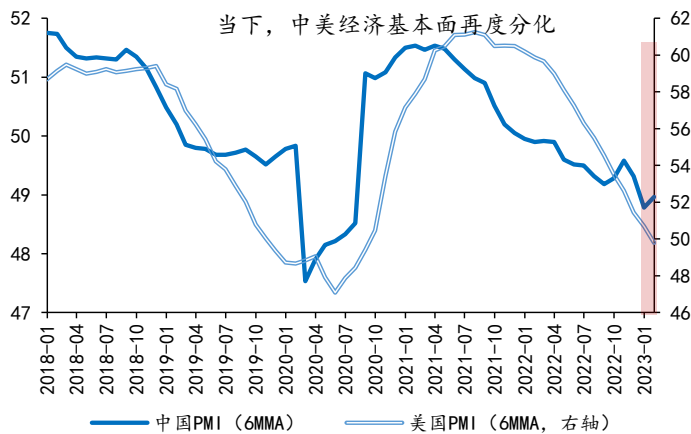
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经济周期“东升西降”或支撑A股走出“独立行情”，估值相对历史低位也有利于缓和美股调整的情绪冲击；而资金面来看，当下中国经济向好、汇率企稳，外资或延续流入。1) 从基本面来看，“非经济因素”干扰显著减弱，政治新起点下，稳增长政策的“累积效应”或将显现，驱动中国经济的复苏，中美经济周期的再度分化，或支撑A股摆脱美股下跌的影响；2) 从情绪冲击来看，当下A股市盈率处于28.6%的历史分位数，结合历史经验来看，低估值下的情绪冲击或相对有限；3) 从资金面来看，今年中国经济或维持5%左右的增速，权益资产估值也相对合理，对海外资金吸引力明显增强；同时，平台监管政策的“松绑”、中期选举后中美关系的阶段性缓和、人民币汇率的企稳也有利于外资的流入。

图表35: 当下，中美经济基本面分化

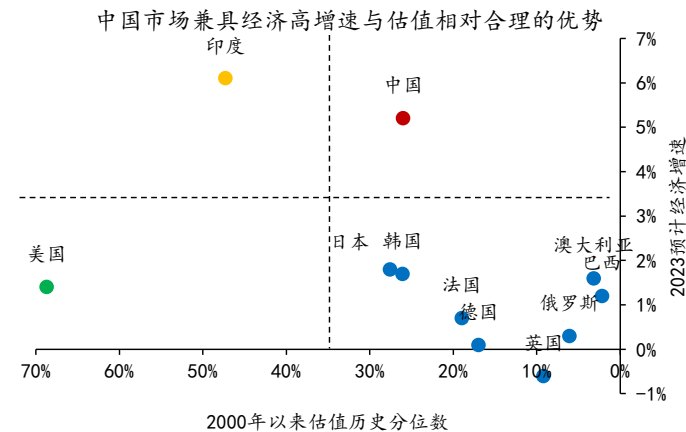
图表36: 上证指数估值较低、股债性价比较高



来源: Wind, 国金证券研究所

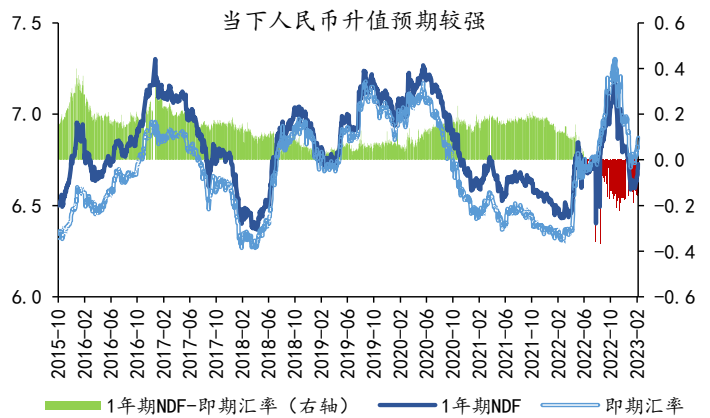
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 中国市场兼具高增长、低估值优势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 经济“东升西落”下, 人民币升值预期走强



来源: Wind, 国金证券研究所

相较 A 股, 本轮中港股更易“受伤”; 但考虑到紧缩周期已步入尾声, 港股所受的冲击或相对有限。历轮美股大跌中, 港股均未能幸免; 本轮同样值得担忧。但考虑到当下市场环境的三个变化, 港股调整或相对有限。1) 分子端, 中国经济复苏过程中企业盈利将有修复; 2) 港股市盈率处于 2000 年以来 36.4% 的历史分位数, 相对较低的市盈率有利于缓和美股的冲击; 3) 美联储加息即将结束, 紧缩周期的尾声, 无风险利率的冲击或将缓解。

图表39: 当下, 恒生指数估值相对合理



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 美债收益率同样也是港股的无风险利率



来源: Wind, 国金证券研究所

### 经过研究，我们发现：

- 1) 美国经济延续下行态势，或已进入“衰退”区间；历史规律显示，美股衰退初期的下跌从未“缺席”，“杀盈利”阶段“虽迟但到”。截至 2022 年底，NBER 观测的 6 个指标中，批发与零售、工业生产、个人收入均已见顶回落，从历史经验来看，美国经济或已进入“衰退”的区间。回溯过去 10 轮周期，衰退期间、美股多因“杀盈利”而出现回调，“杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始，持续约 2 个季度，期间标普 500 相对衰退起点回调约 20%。
- 2) 美国衰退经出口链条对国内的基本面冲击、美股下跌对中国市场的情绪冲击、以及资金面扰动等，是美股下跌向国内市场传导的主要路径。历史回溯来看，美股衰退期的调整中，港股均有“跟跌”；2000 年以来美股大幅下跌过程中，A 股也多有调整。这主要通过三方面路径实现：i) 美国经济衰退期，中国对美出口大幅下滑，多对基本面形成拖累；ii) 美股市场的涨跌对 A 股、港股有情绪冲击；iii) A 股外资占比不断提升，外资流向或受美股涨跌扰动。
- 3) 2000 年以来，美股跌超 10% 的区间，A 股曾有 4 次“风景独好”；而港股均受波及。2000 年以来，标普 500 有 18 段跌超 10% 的区间，其中 4 段区间内 A 股“逆势上涨”，分别发生在 2001 年 1 月 30 日-4 月 2 日、2003 年 1 月 10 日-3 月 10 日、2009 年 1 月 2 日-3 月 6 日、2022 年 4 月 29 日-6 月 30 日；港股则无一“幸免”。近三轮美股“杀盈利”阶段，2001 年、2009 年的两次，A 股均免于下跌。
- 4) 基本面分化、估值低位、与资金面平稳，是 4 次 A 股“逆势而上”的共性特征。从基本面来看，4 次美股大跌而 A 股“逆势上行”，均发生在中美经济周期阶段性分化的窗口。从情绪面来看，A 股以市盈率衡量的绝对估值、或以股债性价比衡量的相对估值较低时，受美股调整的冲击较弱。从资金面来看，历史上，北上资金阶段性大幅净流出主要易受中美“脱钩”担忧、人民币贬值预期、中美相对估值等因素影响，美股大跌对外资流向的影响、持续性不强。
- 5) 年初以来的美股反弹，持续性存疑；经济步入衰退的过程中，本轮美股的回调风险不容忽视。1 月以来，经济“软着陆”预期与货币金融环境边际转松共同作用下，美股表现较为强劲。向后展望，美股盈利端、估值端或均有一定压制：i) 标普 500 指数 EPS 几未回调，“杀盈利”压力即将显现。ii) 10Y-2Y 美债期限利差已近历史极值位置，利差倒挂加深的空间受限；阶段性 10Y 美债利率处于相对高位的时间或超预期。
- 6) 经济周期“东升西降”或支撑 A 股走出“独立行情”；本轮中港股更易“受伤”，但考虑到紧缩周期已接近尾声，港股所受的冲击或相对有限。中美经济周期的再度分化、市盈率相对低位对情绪冲击的缓和、经济向好与汇率企稳对外资的吸引，或支撑 A 股摆脱美股下跌的影响。相较 A 股，本轮中港股更易“受伤”，但考虑到当下市场环境的三方面变化，港股调整或相对有限：i) 港股企业盈利的修复；ii) 港股相对较低的市盈率；iii) 美国紧缩周期的尾声。

## 风险提示

- 1、美联储货币政策收紧超预期：通胀率高居不下、就业市场韧性仍在，可能会导致美联储货币政策收紧超预期，持续大幅度加息。
- 2、海外经济衰退超预期：持续大幅加息，可能带来海外经济体需求的快速恶化，叠加能源价格居高不下，经济步入深度衰退。
- 3、国内经济复苏不及预期：地产链的拖累、新冠疫情的再度扰动、复工复产进度不及预期，或拖累国内经济的复苏进程。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402