

日股创新高后如何演绎？

核心观点：

近期日本股市一路高歌猛进，并突破了1989年底创下的最高收盘记录，今年以来日经225的涨幅也超过了18%，东证指数上涨超过12%。市场仍在不断上调对日本股市的预测。我们认为日本股市走强背后有三重主要因素。

（一）支持日股上涨的内外条件趋于成熟，包括四个方面：1. 薪资和通胀螺旋上升，日本有望走出通缩。全球大通胀浪潮助推日本将安倍经济学以来的积极政策转化为去通缩的实际效果。2. 日本央行的宽松货币政策为股价提供了支撑。虽然日本央行或在4月前退出YCC和NIRP，但预计其政策“正常化”仍保持谨慎克制。3. 日元汇率疲软有利于日本出口，并使日本公司股票对外国投资者更具吸引力。4. 海外环境趋于稳定，投资气氛有利日股。

（二）市场层面：盈利改善，资金流入，估值提升。日本企业的盈利持续改善，这是推动日股上涨的核心基本面利好。得益于日本企业在提高生产效率和成本控制方面的努力，利润率持续上升到历史高位。对日企的盈利预期也在显著改善。同时，海内外资金持续流入，推高日股估值。自2023年初至2024年2月中，外资总计净流入超过550亿美元，是2014年以来最快速度。

（三）制度改进层面：关键的“一增一减”。交叉持股比例过高和分红回购不足，是日本股市长期被诟病的两个方面。如果说减少交叉持股是为了加快解决日股在企业治理方面的陈年旧疾，那加大回购分红则是致力于提升资本回报、提高长期吸引力的重大变革。近期的积极改变也是日股吸引到更多长线投资的重要原因。

日股前景如何？和1989年泡沫不同，当前日股主要是盈利支撑。日经225预期市盈率约22.5倍，仍在过去20年均值加一个标准差范围内。我们认为短期内日股将继续受益于通缩改善预期、盈利提升、资金流入以及公司治理改善这四大支柱的支撑，目前看还没有进入严重过热状态。年中美国可能开始降息利于权益市场。如果中美经济动能强于预期，制造业周期好转，日本企业也会受益。在美国经济衰退、美元指数大幅下行和日元大幅升值这三项不出现的基准情景下，日经225指数在2024年有望站上40,000点并冲高至42000点，但后市波动会加大。

在目前投资情绪高涨背景下，要格外留意四点风险。首先是海外股市波动，例如AI主题泡沫破裂、资金获利回吐、货币政策等因素触发的回调。第二是日本经济下行风险，目前陷入技术性衰退，如果反弹不及预期，则基本面对日股的拖累最终还是会出现。第三，如果日本央行在时间点或者节奏上比市场预期的更鹰派，甚至转向连续加息，则日本企业的利息负担将会增加，日股也会明显承压。最后，外部环境对日股影响较大，地缘政治风险的上升可能导致外资投资者风险偏好下降。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示

1. 日本经济和通胀不及预期风险
2. 海外股市回调风险
3. 美日货币政策超预期调整风险
4. 地缘政治的风险

目录

一、 日本股市走强背后的三重因素	3
(一) 支持日股上涨的内外条件趋于成熟	3
(二) 市场层面：盈利改善，资金流入，估值提升	6
(三) 制度改进层面：关键的“一增一减”	8
二、 日本股市的前景及主要风险	9
(一) 日股的涨势能否持续?	9
(二) 投资日股需要注意哪些风险?	10

一、日本股市走强背后的三重因素

近期，日本股市一路高歌猛进，日经 225 指数于 2 月 13 日突破 38,000 点位大关，比市场的预测来得更快。仅七个交易日之后的 2 月 22 日收于 39,099 点，突破了 1989 年底泡沫时期创下的历史收盘最高记录 38,915 点。而且市场对于日本股市的预测仍在不断向上调整。

日本股市自上世纪 80 年代牛市和 1989 年股灾之后沉睡了近三十年，直到近三、四年重新进入全球投资者的视线，并于 2023 年二季度开始显著上行，全年涨幅近 30%。截至 2024 年 2 月 26 日，日经 225 指数自今年以来的涨幅也超过了 18%，东证指数 TOPIX 在同期的涨幅超过 12%。

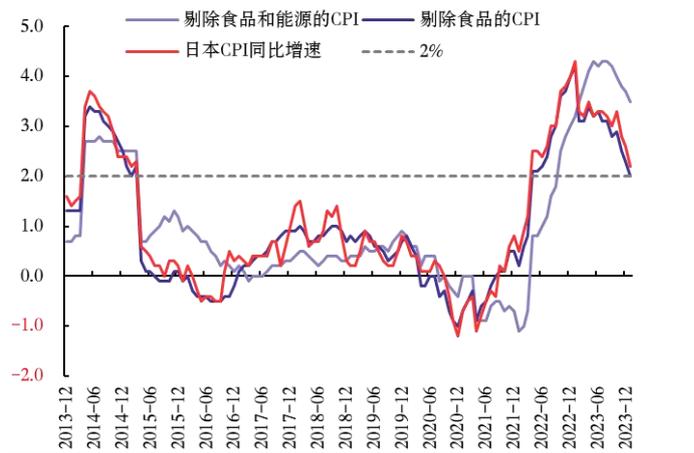
（一）支持日股上涨的内外条件趋于成熟

1. **薪资和通胀螺旋上升，日本有望走出通缩。这也是日股走强背后的核心宏观原因之一。**长期以来，通胀低迷对日本股市有着明显的拖累：（1）消费和投资延迟：在预期物价将下降的环境中，消费者通常会推迟购买非必需品，企业也倾向于推迟或取消投资计划，这会减少经济增长的动力，从而拖累股市表现。（2）企业盈利压力：通缩环境下企业面临降价压力，使得利润空间被压缩，影响企业的盈利能力。此外，通缩可能导致实际债务负担加重。（3）货币政策限制：为应对通缩，日本央行只能实施宽松的货币政策，长期的低利率环境影响银行和其他金融机构的盈利能力。（4）投资者信心：长期的低通胀或通缩局面削弱投资者对日本经济前景的信心。（5）财政政策挑战：为刺激经济，政府倾向于增加公共支出，导致财政赤字和债务水平上升。高债务水平反过来增加政府融资成本，限制未来的财政政策空间。（6）资产价格波动：在通缩环境中，投资者倾向寻求保值资产，如黄金或外币，导致资金从股市流向其他市场，影响日本股市的流动性和价格。

为了应对这些挑战，日本政府和央行曾推行不少政策措施，包括推动结构性改革、提高潜在增长率、增强经济的抵御外部冲击能力等，效果并不尽人意。主要原因在于国内总需求不足，工资长期固化，通缩预期持续。

2021 年新冠疫情大流行导致的全球通胀上涨影响到了日本，这给日本尝试走出长期通缩泥潭提供了一个偶发契机，得以将安倍经济学以来的积极政策转化为去通缩的实际效果。2022 年 12 月，日本 CPI 同比增速自 1991 年以来首次达到 4%。伴随通胀上升的是员工薪酬的增长，雇员报酬也在同期达到了 3.34% 的同比增速。从最新公布的通胀数据来看，日本今年 1 月的 CPI 同比增速为 2.2%，除去食品和能源的核心 CPI 同比增速达到 3.5%，较 2023 年的峰值有所回落，但仍在 2% 的央行目标水平之上。

图 1: 日本 CPI 和核心 CPI 增速 (%)

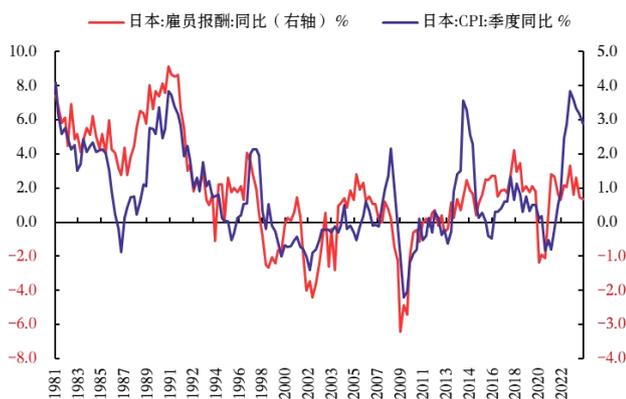


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024 年春季的日本薪资谈判（春斗）之所以备受市场关注，是因为此次谈判的结果可能会对日本的通胀和货币政策产生重要影响。据日本经团联统计，2023 年春斗中大企业员工的平均工资涨幅达到了 3.99%，为 31 年来的最高水平。关于 2024 年春斗，经团联提出了涨薪超过 4% 的目标。日本劳工管理研究所发布的报告显示，主要大公司预计 2024 年春斗的工资增长为 3.66%，略高于去年。野村证券甚至预计，本次春斗工资增幅可能超过 3.9%，甚至有望达到 4% 到 4.5% 之间。另一方面，计划提高基本工资的公司比例进一步提高，48.4% 的受访公司表示他们正在计划提高员工基本工资，高于去年同期调查的 41.6%。

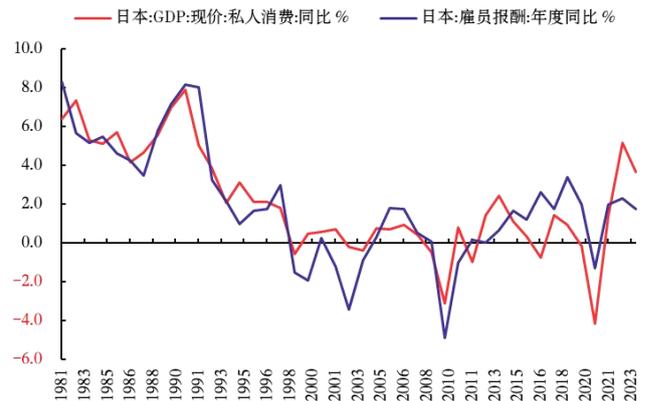
因此，2024 年春季的薪资谈判在“薪资-物价”正向循环当中扮演着格外重要角色，不仅关系到劳动者的收入增速，进而提高民众的消费和投资欲望，也可能对日本的货币政策和经济走向产生影响。日本有望逐步走出低通胀的预期，显著缓解了投资者的一项主要忧虑。经济增长和企业盈利的预期也因此向上打开了空间。

图 2: 日本 CPI 增速和薪资收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3: 日本私人消费和薪资收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

- 日本央行的宽松货币政策为股价提供了支撑。疫情期间，日本央行为支持企业融资主要推出两项政策，大幅提高购买商业票据和企业债的限额，并通过公开市场操作向金融机构提供更多资金以支持银行向中小企业贷款，总规模达到 30 万亿日元。在美联储大幅加息后，日本央行依然坚持超级量化宽松。我们在 1 月发布的报告《日本股市上涨背后的潜在风险》当中，也已经详细分析了日本

央行货币政策“正常化”之路仍然谨慎克制，流动性难以显著收紧。

前瞻来看，在通胀将逐步企稳的预期之下，日本央行可能在今年4月议息会议前后退出YCC（收益率曲线控制政策）和NIRP（负利率政策），市场甚至有预测认为最早在3月就将启动加息。但预计仍将强调维持货币环境整体宽松。虽然今年美国等海外主要央行将启动降息的概率很大，但利率整体水平仍处于较高位置，日本在宽松货币政策方面仍具备优势，流动性仍有支撑。

图4：当前市场预期日本央行可能最早于3月会议开始加息（%）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

3. **日元汇率疲软有利于日本出口，并使日本公司股票对外国投资者更具吸引力。**我们在过往报告中已经指出，历史上看日元汇率走弱和日股上行的相关性较强，日经指数在2023年3月至6月的集中上涨以及2024年初的强劲表现也都与日元形成贬值趋势的背景挂钩。由于日本央行没有跟随美联储加息，日元在近三年大幅贬值，美元兑日元USDJPY从2021年2月的106.55上涨至目前的约150.53，涨幅超过40%。日本出口也因此得到利好：以日元计价，日本2022年出口金额为98.17万亿日元，同比增长18.15%。2023年在此基础上又增长2.76%至100.88万亿日元。强劲的出口托底了日本经济的增长。美国今年1月CPI超预期的表现发布后，又推后了投资者对美联储降息时点的平均预测，美元走强而美元兑日元汇率涨幅扩大。日元汇率的疲软也吸引外国投资者兑换日元投资日股，助推本轮日股创新高。

图5：日元汇率和日经225指数表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：日元汇率和出口金额

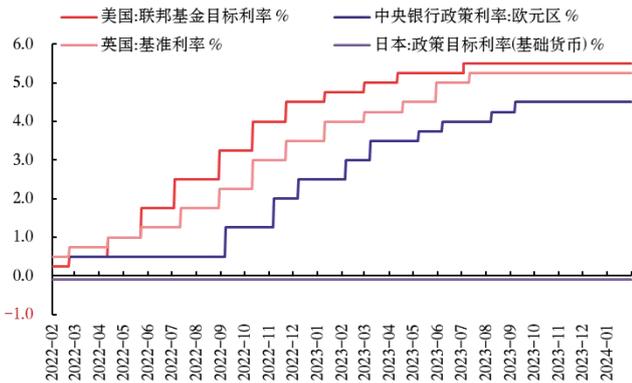


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4. **海外环境趋于稳定，投资气氛有利日股。**（1）从近期的高频和前瞻经济数据来看，美国经济在今年硬着陆或衰退的风险在下降。同时，美联储等众多海外央

行已经站在利率顶端，将在今年逐步降息的概率较大，将减轻风险资产市场的流动性压力。（2）在此背景下，美国等股票市场在科技股特别是 AI 热潮推动下屡创新高，带动海外市场的投资气氛，日股从中受益。（3）一些代表性的长线资金进入也带动投资者对于日股的信心提升。跟随巴菲特加码日股投资的步伐，贝莱德等外资持续涌入，助推日本股市走高。（4）日股受益于国际资金在亚洲投资的多元化布局。近期亚洲主要股市当中，印度股市估值相对比较高，中国股市仍在等待更多催化剂和确定性，使得更多海外资金考虑布局日本股市。

图 7：主要经济体政策利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8：海外主要股市表现 (2023 年 1 月=100)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

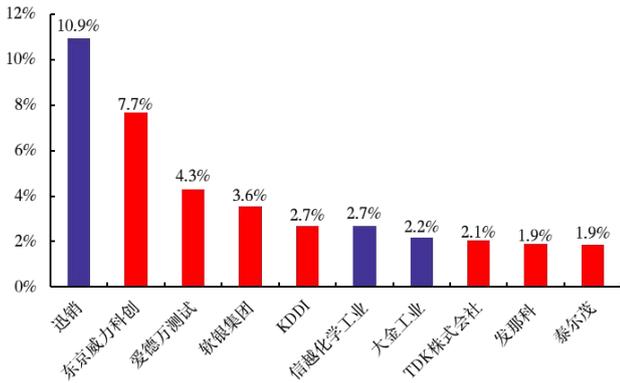
（二）市场层面：盈利改善，资金流入，估值提升

1. **日本企业的盈利持续改善，这是推动日股上涨的核心基本面利好。**在过去的十年中，日本企业的利润率持续上升到历史高位，得益于日本企业在提高生产效率和成本控制方面的努力。日本企业通过进行结构调整，包括剥离非核心业务、专注于高附加值产品和服务，以及通过技术创新和业务模式创新来提高竞争力。同时日本国内也在大力推动吸引高端制造落地，台积电将于近期正式启用其熊本工厂，有望在今年晚些时候开始大规模生产。

疫情之后日本汽车和零售等行业的海外销售复苏加快，盈利能力提升。而且高科技相关的产品和服务，尤其是在 AI、5G 通信、自动驾驶汽车等领域的龙头科技股表现亮眼，领涨股市。例如东京电子（Tokyo Electron）和爱德万测试（Advantest）等芯片股，股价显著上涨。考虑到科技行业在日经 225 指数当中的占比达到 49.14%，是最大的板块，且前十大成分股中有七家都是科技相关企业，其强劲表现拉动大盘上涨。2024 年至今日股中其他涨幅较高的板块还包括耐用消费品、配送服务和零售行业，涨幅分别达到 22.96%、22.58%和 15.91%，显示了投资者对经济内外需求稳步提升的预期。

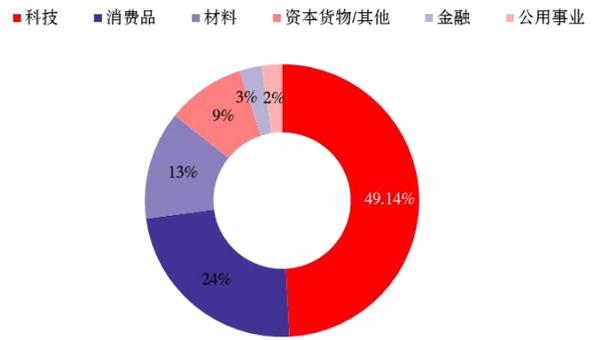
整体上，日企盈利预期也在显著改善，日经 225 指数的 2024 年预测 EPS 为 1736.19 日元，较 2023 年的 1225.71 日元显著提高，预计增幅达到 41.6%。盈利预期上升支撑股价走高。

图 9：日经指数前十大成分股（标红为科技行业）



资料来源：The Nikkei Stock Average, 中国银河证券研究院

图 10：日经指数成分股比例



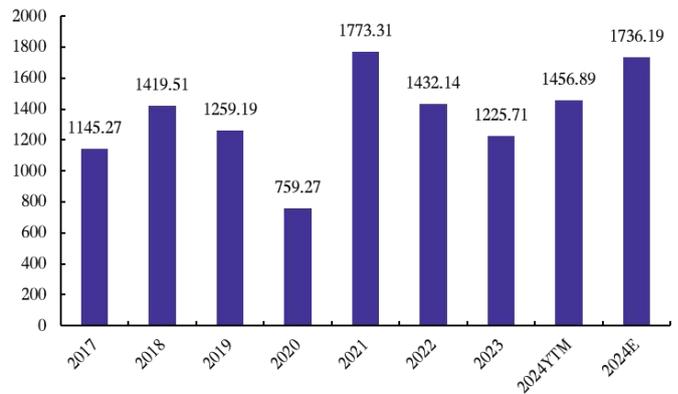
资料来源：The Nikkei Stock Average, 中国银河证券研究院

图 11：东京电子和爱德万测试股价



资料来源：Yahoo Finance, 中国银河证券研究院

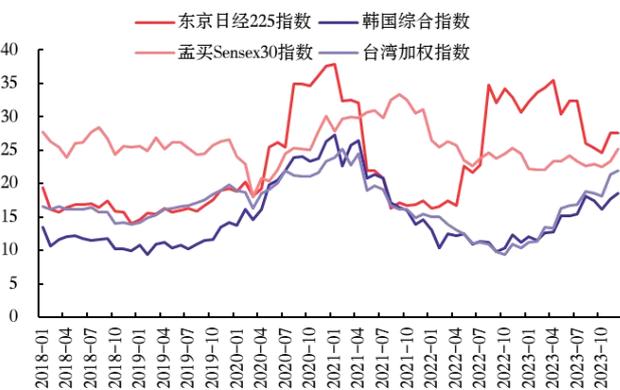
图 12：日经 225 盈利预期 (EPS)



资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院

2. 海内外资金持续流入，推高日股估值。外资以较快速度流入日本股市，自 2023 年初至 2024 年 2 月中，总计净流入超过 550 亿美元，是 2014 年以来最快速度。日本国内资金也随之大量入市，包括个人投资者资金积极参与也为股市提供了增量资金。资金流入也推高了日本股票的估值。截至 2023 年底，日经 225 指数市盈率为 27.54 倍，在亚洲股市中处于高位（印度孟买 Sensex30 为 25.55 倍）。但从市净率表现出发，仍处于相对低位。与日股历史水平相比，也仍有一定的估值提升空间。

图 13：亚洲主要股市市盈率（倍）



资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院

图 14：流入日股外资额（百万美元）



资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院

（三）制度改进层面：关键的“一增一减”

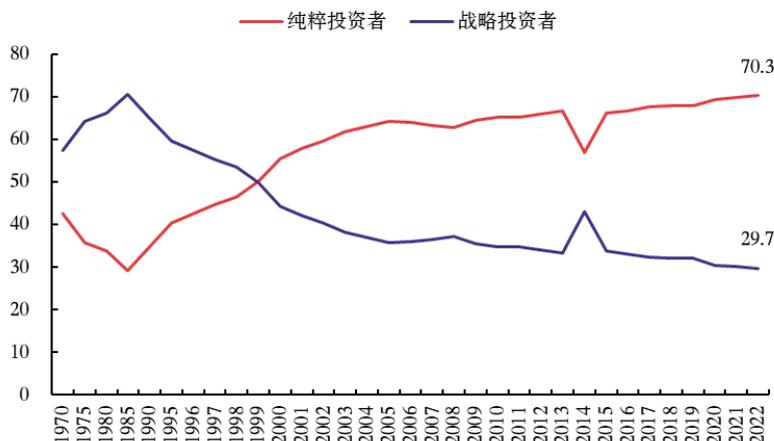
交叉持股比例过高和分红回购不足，是过去几十年日本股市长期被诟病的两个重要方面，近期投资者看到的积极改变有望将日股上市公司的企业治理和股票价值提升到新的水平，这也是日股吸引到更多长线投资的重要原因。

1. **减少交叉持股：政府要求非寿险公司出售其交叉持股的要求可能成为日本企业整体的趋势。**交叉持股（Cross Holding）作为企业间相互持有对方股份的股权结构（即作为战略投资者持有股份），在日本企业中非常普遍，尤其是在 20 世纪 80 年代和 90 年代以来。交叉持股的主要目的包括防止恶意收购、维护企业间的长期合作关系、稳定股价以及促进企业间的协同效应。这类战略投资者与主要关注财务表现的个人投资者、退休基金、指数基金等纯粹投资者（Pure Investors）形成鲜明对比。然而，交叉持股也存在严重弊端。由于持股企业之间存在利益关联，可能导致对管理层的监督力度减弱，影响公司的治理结构。交叉持股可能导致资金在企业间循环，而不是用于最高效的投资，从而降低资本的使用效率。而且一旦交叉持股的企业群体中某一企业出现问题，容易通过持股关系传导给其他企业，增加整个集团的风险。这一点也是过往国际资金对日股保持谨慎的重要原因。

近年来，随着日本企业治理结构的改革和市场环境的变化，交叉持股的现象有所减少。东京证交所和日本金融厅鼓励企业明确交叉持股的目的，并在必要时进行调整。一些企业开始解除交叉持股，以提高资本效率和响应股东对更好公司治理的要求。2023 年日本公司大幅削减了交叉持股，达到了有记录以来的新低，因为要求它们放弃这种有争议做法的压力越来越大。

2024 年 2 月 9 日，日本金融厅要求四家龙头财险公司加快抛售其交叉持股（分别是 Tokio Marine & Nichido Fire Insurance, Sompo Japan Insurance, Mitsui Sumitomo Insurance 和 Aioi Nissay Dowa Insurance），这四家财险公司一共拥有 5900 项战略持股，总金额达到 6.5 万亿日元（约 435 亿美元），其中就包括了丰田汽车和其他的蓝筹股。这种政策要求或意味着在政府压力下，整个日本企业加快解除交叉持股的趋势。

图 15：日本“pure investors”（纯粹投资者）和“strategic investors”（战略投资者）的比例变化（%）¹



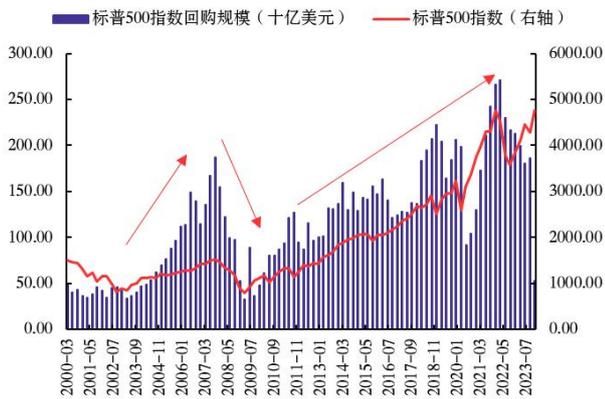
资料来源：National Conference of Stock Exchanges' Share Ownership Survey, 中国银河证券研究院

¹ 战略投资者 = 国家/地方政府 + 非金融企业 + 金融机构（减去信托银行的估计信托业务）+ 持股 10% 或以上的个人投资者。纯粹投资者 = 信托银行的估计信托业务（信托基金、养老金）+ 个人投资者（持股比例低于 10%）+ 非居民投资者。

2. **加大分红回购力度，重视提升股东回报。**如果说减少交叉持股这“一减”是为了加快解决日股在企业治理方面的陈年旧疾，那加大回购这“一增”则是致力于提升日股资本回报、提高长期吸引力的重大变革。日本股市的估值长期以来被认为相对较低，这主要是由于日本企业在过去几十年中重视市场份额和现金积累，而相对忽视了对股东的回报，导致股价长期低于账面价值。根据 2023 年的数据，日本东证指数（TOPIX）中约有一半的公司股价净值比（PBR）低于 1 倍，这意味着这些公司的市值低于其净资产价值。这种低估值的情况在 2023 年有所改善，部分原因是东京证交所出台了新规定，要求长期股价净值比低于 1 倍的上市企业公布具体的改善计划。这一政策推动了企业提高股东回报，包括增加派息和股票回购，不少日股企业的主动股票回购计划与第三季度业绩一起公布，吸引了更多的投资者关注和资金流入。

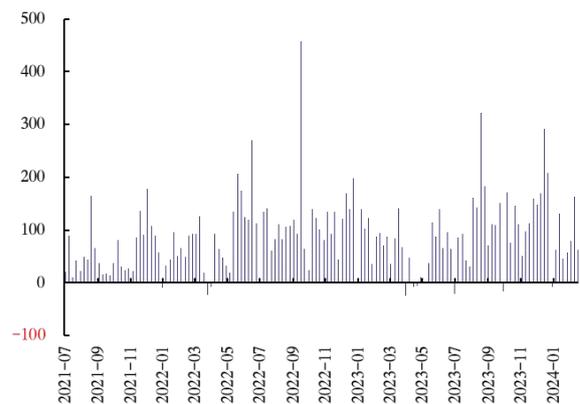
日本或许正在借鉴美股的经验，因为大量而持续的回购是推动美股长牛的重要动力，也是美股与其他市场相比的一个重要特点。美股回购规模在金融危机之后从低点回升并保持快速提高的趋势，只有 2020 年短暂受到新冠疫情影响。美股市场的回购具有显著的顺周期性，与美股牛市相互促进和彼此成就。日本上市公司开始考虑加大分红力度和回购股票，治理质量有望得到改善，会提高投资收益率，使得投资者对日本市场重拾信心。

图 16：美股回购金额和指数表现



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图 17：日本企业持续净买入日股（十亿日元）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

二、日本股市的前景及主要风险

（一）日股的涨势能否持续？

和 1989 年的泡沫对比，这次日股主要是盈利作为支撑的。即使经过最近的持续上涨，东证指数的平均预期市盈率在 16.1 倍左右，日经 225 指数的预期市盈率在 22.5 倍左右，仍在过去 20 年的均值加一个标准差的范围内。在此基础上日股市场并不属于严重过热的状态。除了前文分析到的各种内外条件、基本面因素和长期制度改进以外，如果对比日本经济结构的调整和日股产业比重，从金融地产为主导已经逐步转向消费科技为主导的产业模式，也为股市上涨提供了动力。

图 18: 日经 225 前瞻市盈率



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

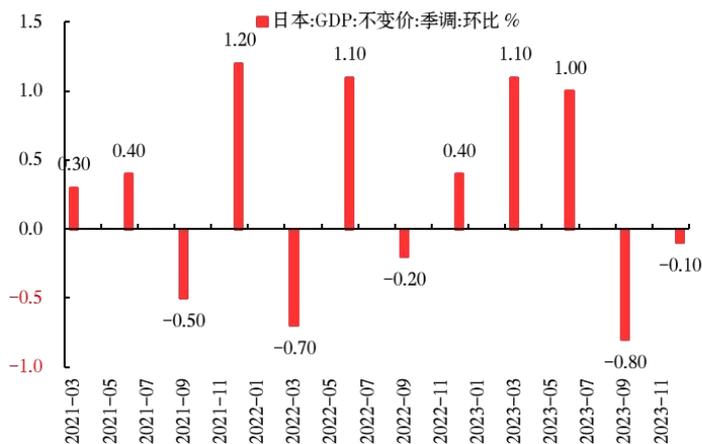
我们认为短期内日本股市将继续受益于通缩结束的预期、盈利预期的改善、全球投资在亚洲的多元化布局以及日本公司治理改善这四大支柱的支撑。年中美国可能开始考虑降息，资金会进一步流向风险资产，利于权益市场。如果美国和中国的经济动能强于预期，制造业周期好转，则设备投资的需求会提升，日本企业也会受益，到时投资者可能会进一步买入工厂自动化和机械相关股票。在美国经济衰退、美元指数大幅下行和日元大幅升值这三项不出现的基准情景下，日经 225 指数在 2024 年有望站上 40,000 点并冲击 42000 点，但后市波动会加大。

（二）投资日股需要注意哪些风险？

尽管如此，日股继续上涨难以一路坦途。我们在 1 月报告《日本股市上涨背后的潜在风险》当中提示的风险基础上，进一步强调以下几点：

1. **海外市场回调风险：**在目前投资情绪高涨背景下，要格外留意全球股市出现回调带来的冲击。特别是 AI 相关主题的泡沫破裂、资金获利回吐（Profit Taking）、货币政策不及预期等因素触发的回调，将会显著拖累日股。例如，美国通胀的回落若不及预期，甚至出现再通胀迹象，则美联储的降息步伐将放缓，甚至不排除小幅上调利率，将导致全球股市估值明显调整。
2. **日本经济不及预期的风险：**2 月 15 日公布的日本 GDP 数据显示，2023 年第四季度经季节调整后的日本实际 GDP 按季环比下降 0.1%，环比折年率为负 0.4%，远逊市场预期。实际 GDP 连续两个季度环比收缩，也意味着日本经济陷入技术性衰退。同时，日本的名义 GDP 也从世界第三位下降至第四位，被德国反超。

图 19: 日本 GDP 按季环比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

那么为何日本经济表现疲软,但目前日股仍旧不断创新高呢?我们认为主要有几个方面的原因:(1)细分 GDP 增长的结构来看,主要的拖累项在于设备投资增长欠佳(环比下降 0.1%)以及个人消费的低迷(环比下降 0.2%),在日股当中的相应板块占比与科技板块有一定差距,使得科技板块的上涨得以弥补这些领域的负面消息;(2)日股企业的海外盈利占比高,日本上市公司的海外收入占比从 1990 年的 19%增长至 2022 年的 50%,这一增长成为日本企业营收维持年均增速的重要支撑;(3)虽然过去几个季度的经济数据不及预期,但投资人对日本经济前景改善还是比较有信心;(4)经济增速与企业盈利更加相关,而制度改革等释放的红利及带来的估值提升也在显著推动日股走势。

尽管如此,如果日本本土经济反弹持续不及预期,或者外部需求疲弱,日本经济基本面对日股的拖累最终还是显现出来,这是需要留意的重要风险。

- 日本央行货币政策超预期调整的风险。**虽然基准预测是日央行的政策“正常化”过程会比较缓慢,但如果日本央行在时间点或者节奏上比市场预期的更鹰派,甚至转向连续加息,则日本企业的利息负担将会增加,日股也会明显承压。
- 地缘政治风险。**外资流向对日股影响较大,地缘政治风险的上升可能导致外资投资者风险偏好下降,从而影响资金流入日本市场,对日股产生负面影响。地缘政治事件还可能影响全球供应链,尤其是对依赖进口原材料和能源的日本经济。供应链中断可能导致生产成本上升,影响企业盈利能力,进而影响日本股市。此外,日本经济与美国和中国等主要经济体有密切相关性,美国大选等事件伴随的风险也是投资日股需要考虑的因素。例如,随着特朗普竞选进程推进,市场对未来特朗普经贸政策的可能情景感到担忧,如果按照特朗普的计划对所有进口美国商品征收 10%关税,则将打击日本出口,日股也会因此受到冲击。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

杨超：策略分析师，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn