

## 1 月通胀继续走高

2020-2-22

宏观分析

报告摘要：

- **核心观点：**1) 疫情对经济阶段性冲击显著，经济企稳修复预计时间较长。为了控制新型冠状病毒传染扩散，国家及各地方采取的措施是极致的，可以预测此次疫情对宏观经济的冲击是巨大的，1 季度的宏观经济应该是断崖式下行。当前经济内生动能较非典时期已经明显减弱，即使 2 季度疫情得到缓解消除，预计经济的企稳修复仍可能需要更长的时间；2) 积极财政政策将贯穿全年，货币政策由于通胀的掣肘，年中或有变化。近期货币政策释放了超出预期的宽松信号起到稳预期的作用，但 1 月份的通胀实际是大幅超出了此前的预期，在疫情后，会有两个重要因素会可能持续推高通胀，一是极度宽松的货币和地产政策，二是疫情加大了猪肉和鸡肉的供给难度。因此，在下半年经济进入复苏期后，不排除货币政策会有适度的转向；3) 多地房地产政策进行宽松，未来需求端刺激或有望出台。从 1-2 月份的房地产销售和拿地数据来看，都呈现出断崖式的下滑，这会给房地产现金流以及地方财政收入带来沉重打击。因此，在复工之后，地产领域包括融资、拿地、销售和投资的政策环境预计都会呈现较为宽松的局面，如果经济下行压力过大，甚至不排除对需求端进行刺激的政策出台；4) 改革预期逐步落地，市场信心逐步提升。近期，证监会发文对再融资制度部分条款进行调整，验证了我们在年度策略当中提到的改革主线还会延续。再融资新规的调整释放了监管走向宽松的信号，有利于激发市场的活力。在两会召开之后，预计会有更多明确的改革方针和措施落地，进一步破除体制机制障碍，提振市场信心；5) 上半年市场将会以主题市为主，二季度进入基本面修复阶段。一方面，由于疫情的影响，消费、社服、生产型企业会受到非常大的影响，这类公司的阿法属性在一季度完全被破坏。另一方面，由于货币政策的宽松，外加居民资产配置大搬家的局势，二级市场资金极度宽裕，新增的资金必将流向不受疫情影响、受疫情影响比较小的 TMT 板块或者主题板块中，这为今年上半年的主题市创造了宏观背景。进入二季度后，随着疫情的结束，各地纷纷进入复工，经济慢慢进入恢复期，伴随着比较高的通胀背景，货币政策将会逐步转向。在此背景下，资本市场将会逐步从主题市转向基本面修复的市场格局。
- **投资操作：**当下我们应该思考疫情对所持仓的公司所属的行业需求、组织模式、产业格局是否会产生影响，如果疫情在长期的维度对上述几个方面的影响是积极的，短期的冲击下实际上是买入的最佳机会。虽然资金的充裕带来了市场的活跃，但是我们仍然要谨守价值成长的主线，积极发掘个股，成为长期的赢家，而不是迷失在主题市中。

投资经理 崔红建

cuihongjian@shifengamc.com

投资经理 郭锋

guofeng@shifengamc.com

研究员 田汉

tianhan@shifengamc.com

联系人 魏翔翔

021-61093233

office@shifengamc.com

目录

一、报告期内宏观经济分析..... 3

二、对当月经济数据和市场数据点评..... 12

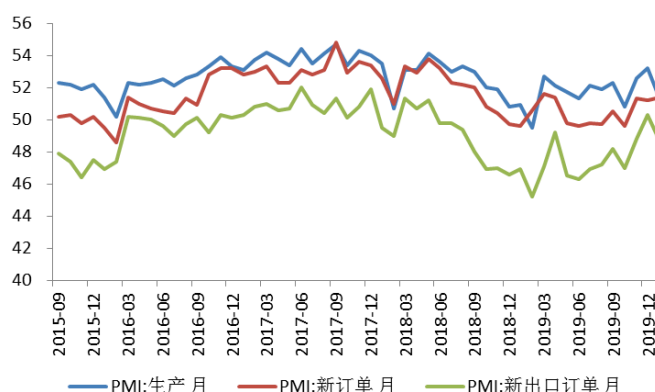
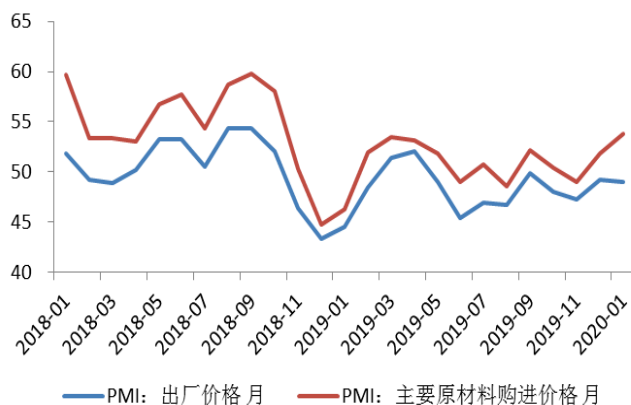
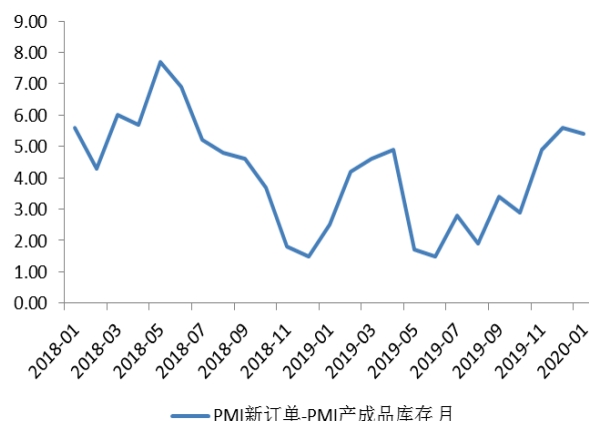
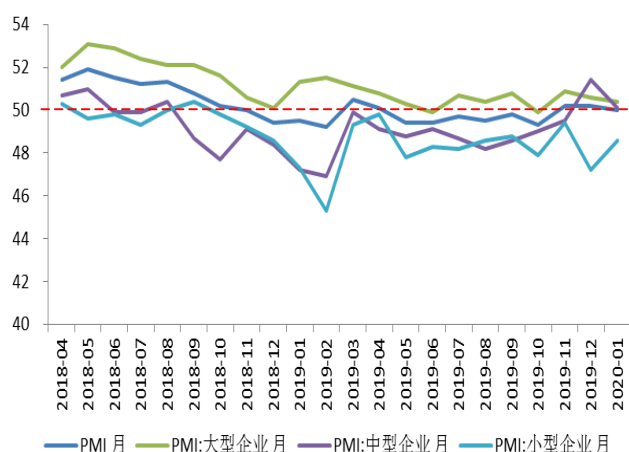
三、对未来宏观经济和证券市场的展望..... 13

四、操作结论..... 15

## 一、报告期内宏观经济分析

由于春节错期以及疫情数据的影响，1月份的部分经济数据已经出现了明显的影响，但是大部分数据仍然无法显示实际的恶化影响，需要等到2月份的经济数据出来后，才会显示出经济数据的断崖式下行。具体数据如下：

**制造业 PMI 小幅回落。**1月制造业 PMI 为 50.0，较去年 12 月份回落 0.2，其中大企业 PMI 为 50.4，较去年 12 月份回落 0.2；中型企业 PMI 为 50.1，较去年 12 月份回落 1.3；小型企业 PMI 为 48.6，较去年 12 月份回升 1.4，在疫情尚未扩散之前，小型企业景气度较前两个月有所改善。从结构上看，生产端，PMI 生产指标大幅下跌，1 月份指标为 51.3，较去年 12 月份回落 1.9，需求端，PMI 新订单小幅回升，但进口订单和新出口订单分别回落 0.9 和 1.4，价格端，PMI 原材料购进价格走高，出厂价格走低。同时，1 月份 PMI 就业指标 47.5，较去年 12 月回升 0.2，但仍处于偏弱的状态。1 月份非制造业 PMI 为 54.1，较去年 12 月份回升 0.6，其中建筑业 PMI 为 59.7，较去年 12 月份回升 3.0，服务业 PMI 为 53.1，较去年 12 月份回升 0.1。受到新冠肺炎影响，多数省市都采取了隔离措施，进而导致经济活动的停滞，预计后续 PMI 可能会出现比较明显的下行。

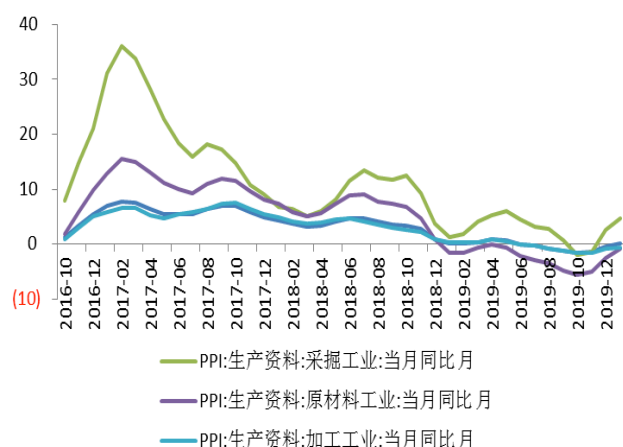
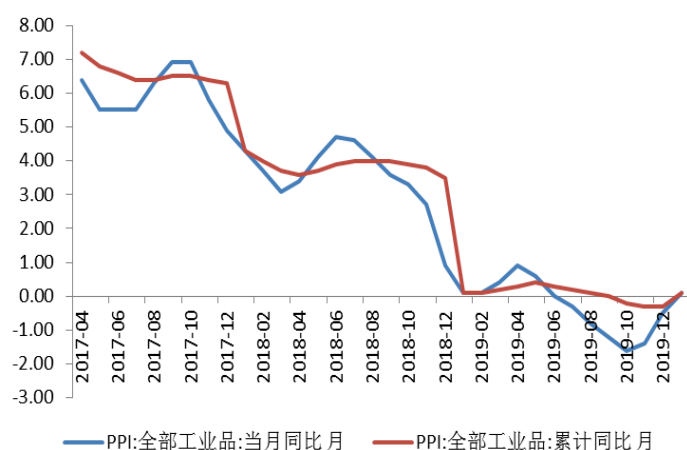
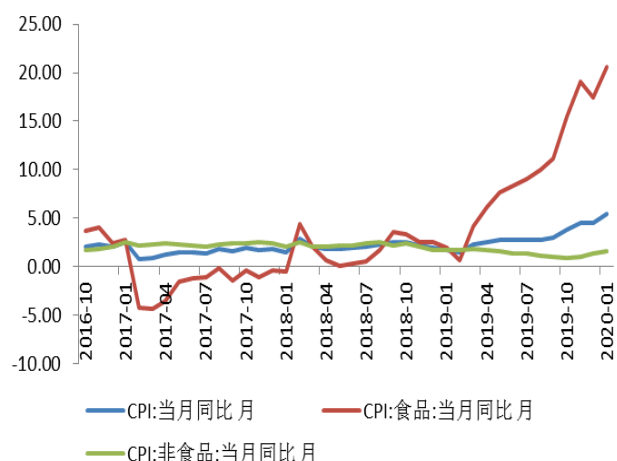
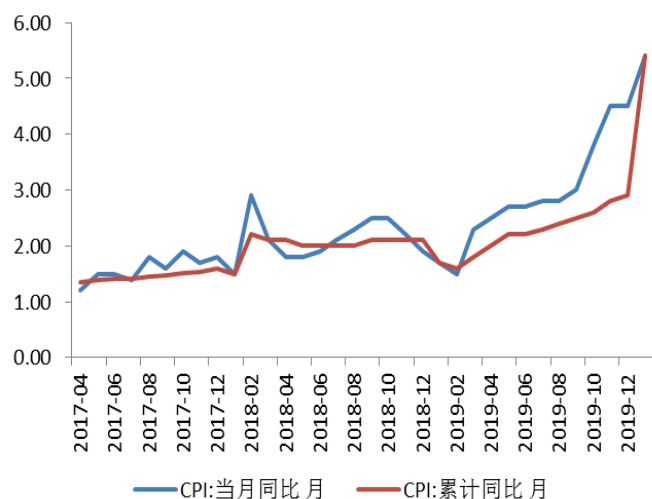


**表 2：PMI 及 PMI 分项指标**

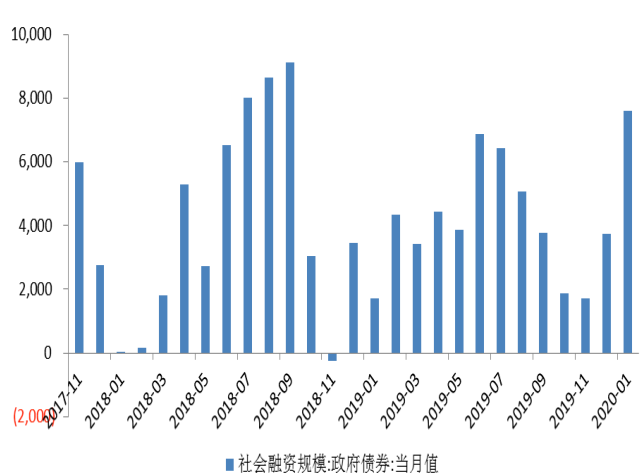
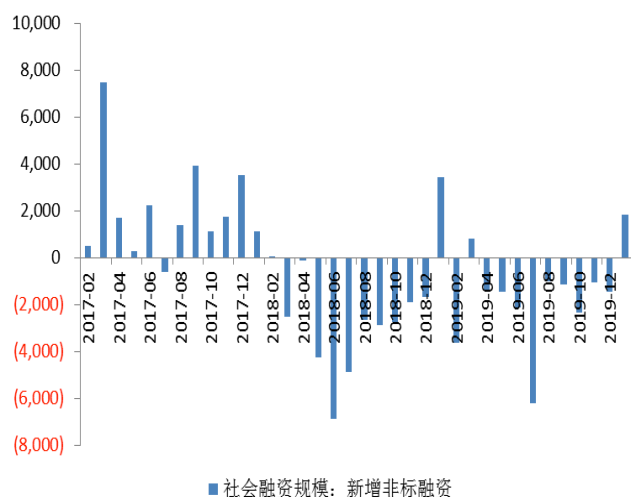
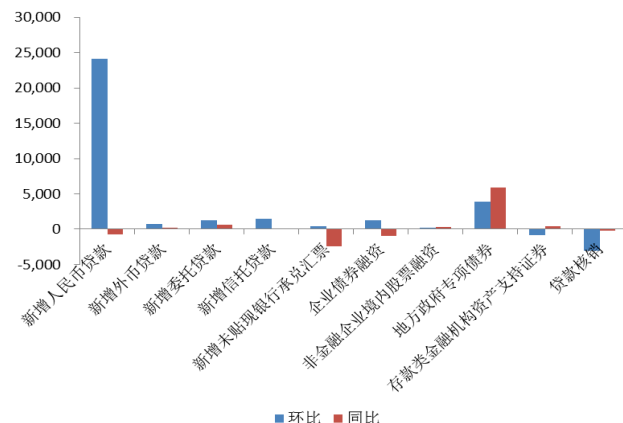
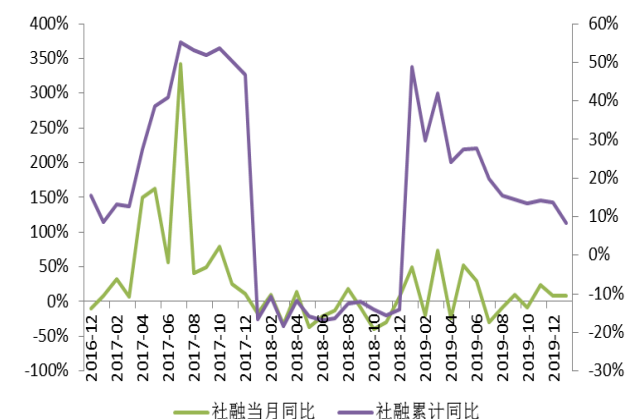
指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	50.00	50.20	收缩
生产端	PMI：采购量	51.60	51.30	扩张
	PMI：生产	51.30	53.20	收缩
需求端	PMI：新订单	51.40	51.20	扩张
	PMI：新出口订单	48.70	50.30	收缩
	PMI：进口	49.00	49.90	收缩
库存	PMI：产成品库存	46.00	45.60	扩张
	PMI：原材料库存	47.10	47.20	收缩
价格	PMI：购进价格	53.80	51.80	扩张
	PMI：出厂价	49.00	49.20	收缩
就业	PMI：从业人员	47.50	47.30	扩张

**通胀超出预期。**1 月 CPI 同比为 5.40%，较去年 12 月份上升 0.9%，其中 CPI 食品同比增长 20.6%，增速较去年 12 月份上升 2.8%，猪肉同比上升 116%，环比上升 8.5%，蔬菜同比上升 17.1%，环比上升 15.3%，鸡蛋同比上升 2.4%，环比下降 3.2%，鲜果同比下降 5%，环比上升 5.5%；非食品同比增速 1.60%，较去年 12 月份上升 0.3%，其中交通和通信增速上升较为明显，主要是受到油价上涨的影响，除此之外教育文化和娱乐、医疗保健等领域同比增速也在走高。1 月 PPI 同比为 0.1%，较去年 12 月份上升 0.6%，其中生产资料同比增速-0.4%，较去年 12 月份降幅收窄 0.8%，生活资料同比增速 1.3%，与去年 12 月份持平。从数据来看，CPI 在原本已经较高的水平上再次出现跳升，一方面春节因素叠加疫情的影响使得猪肉和蔬菜供给更为紧张，另一方面油价的上涨带来通胀进一步的上升。目前正常的经济秩序尚未恢复，物流不通会带来供给的不畅，预计短期内通

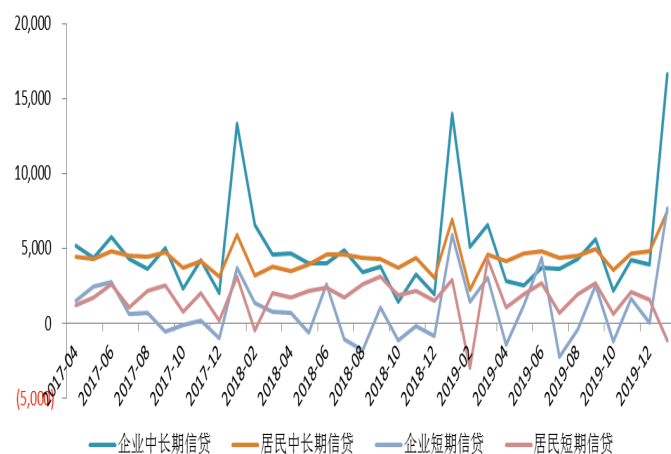
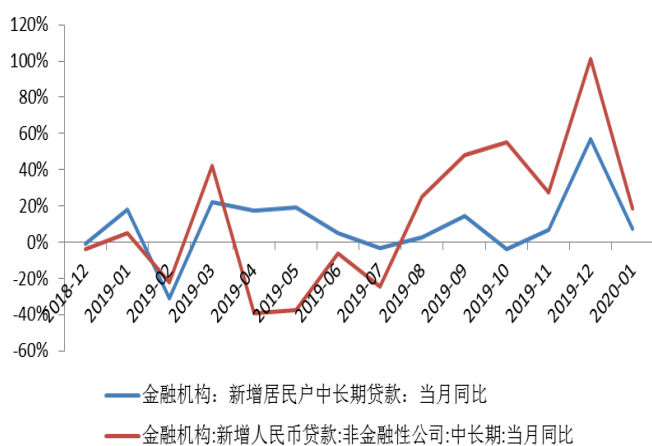
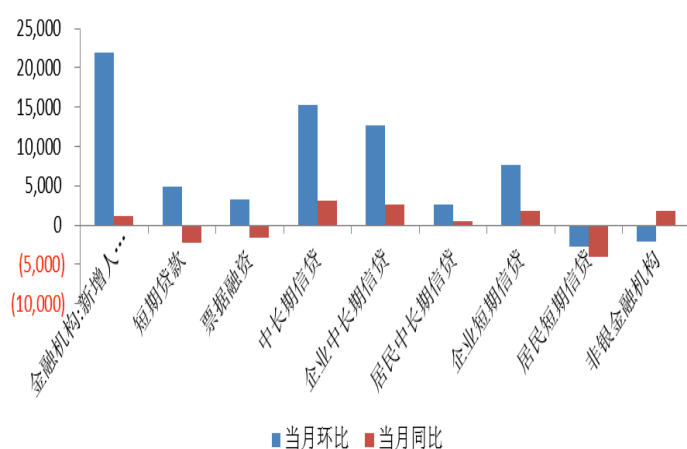
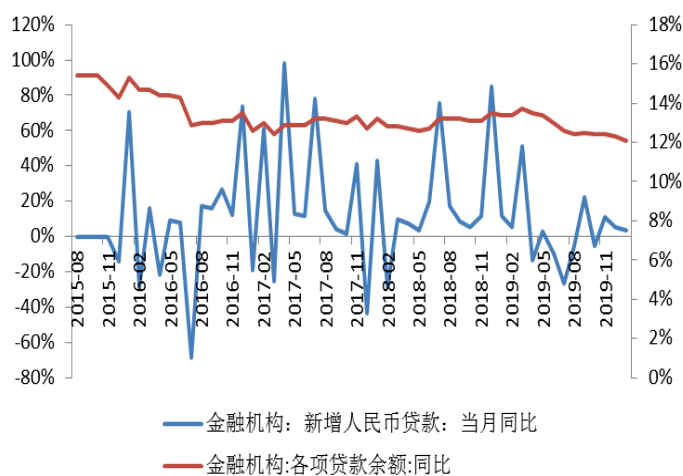
胀压力仍然存在，按照目前的数据测算，预计在2月份通胀会进一步上升，达到5.7%左右，之后可能会进入到增速下行的阶段。



**新增社融好于预期。**1月新增社融总量5.07万亿，同比增加3908亿，超出市场预期4.2万亿。从分项看，新增非标融资部分合计1809亿，同比下降1623亿，其中新增委托贷款-26亿，降幅收窄673亿，新增信托贷款432亿，同比增加87亿，新增未贴现银行承兑汇票增加1403亿，同比下降2383亿。1月份新增人民币贷款3.49万亿，同比下降768亿，新增企业债券融资3865亿，同比下降964亿，新增政府债券7613亿，同比增加5913亿。从结构上看，政府债券大幅增加是社融超预期的主要原因，预计主要受到地方政府专项债提前发行所致，新增人民币贷款、非标融资、企业融资仍维持收缩的状态。



**新增信贷好于预期。**1月份新增人民币信贷3.34万亿，同比增加1100亿，好于市场预期3.0万亿，其中新增票据融资3596亿，同比下降1564亿，新增企业短期贷款7699亿，同比增加1780亿，新增居民短期贷款-1149亿，同比下降4079亿，新增企业长期贷款1.66万亿，同比增加2600亿，新增居民长期贷款7491亿，同比增加522亿，新增非银金融机构贷款-1567亿，同比增加1819亿。从结构上看，企业贷款保持良好趋势，短贷和长贷有明显上升，居民短贷有明显下降，居民长贷则继续维持扩张，信贷结构仍在继续优化。



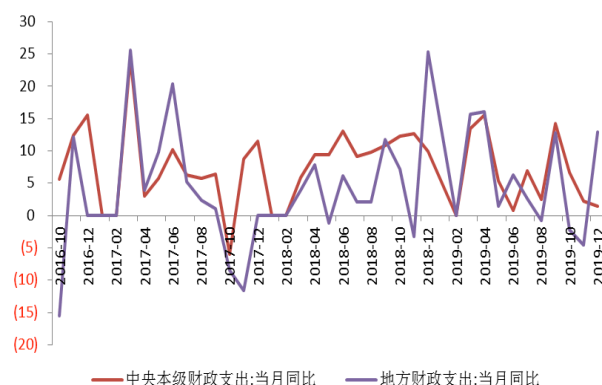
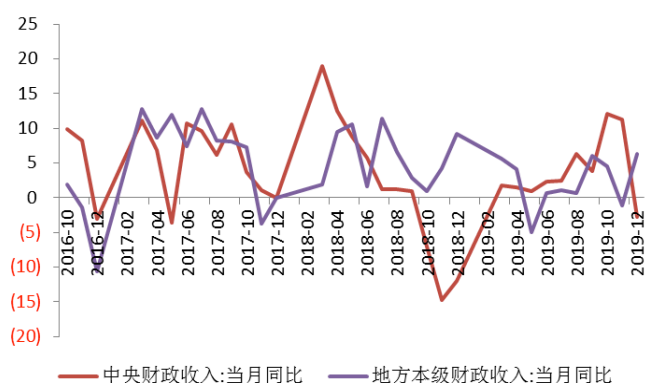
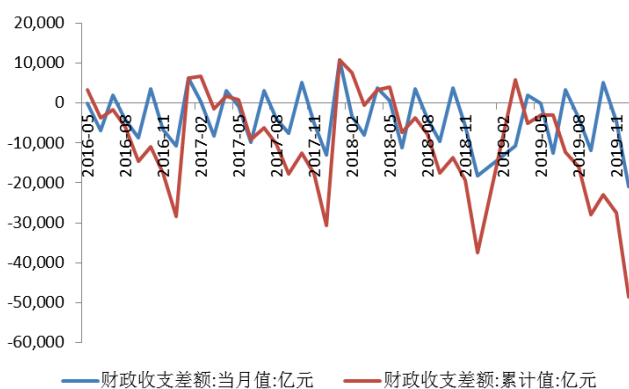
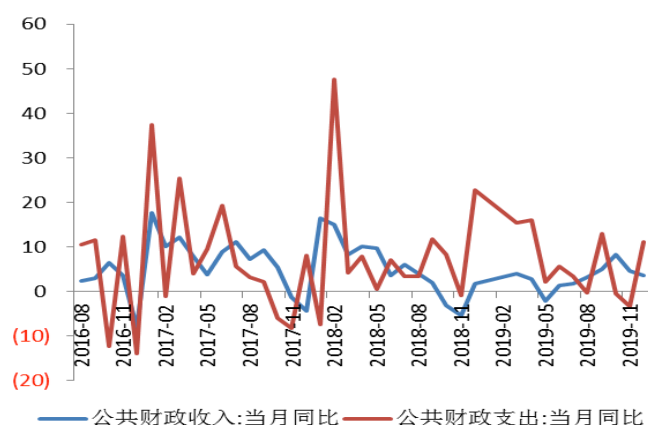
**M2 增速回落，M1 增速降至 0%。**1 月份 M2 同比增速 8.4%，较去年 12 月份同比回落 0.3%，M1 同比增速 0%，较去年 12 月份同比回落 4.4%，其中“流通中货币”同比增速 6.6%，较去年 12 月份增速回升 1.2%，“单位活期存款”同比增速-1.3%，较去年 12 月份同比回落 5.6%，春节错位以及疫情可能是导致 M1 增速出现异常的原因，要结合 2 月份的 M1 数据一起看，预计会恢复正常。

表 3：信贷及财政收支

		Jan-20	Dec-19	Jan-19	同比
货币	社会融资规模	50700	21030	46791	3909
	社融：新增人民币贷款	34900	10770	35668	-768
	社融：新增委托贷款	-26	-1316	-699	673
	社融：新增信托贷款	432	-1092	345	87
	社融：未贴现银行承兑汇票	1403	951	3787	-2384
	金融机构新增人民币贷款	33400	11400	32300	1100
	金融机构：居民中长期贷款	7491	4824	6969	522
	金融机构：企业中长期贷款	16600	3978	14000	2600
		Dec-19	Nov-19	Dec-18	
财政	财政收入	11415	11263	15727	-4312
	财政支出	32411	15876	12031	20380
	收支差额	-20996	-4613	3696	-24692

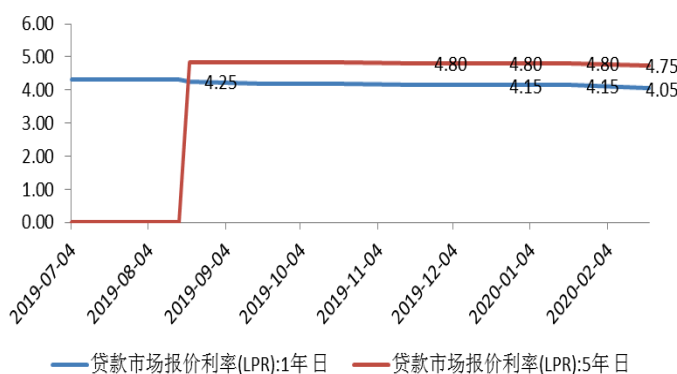
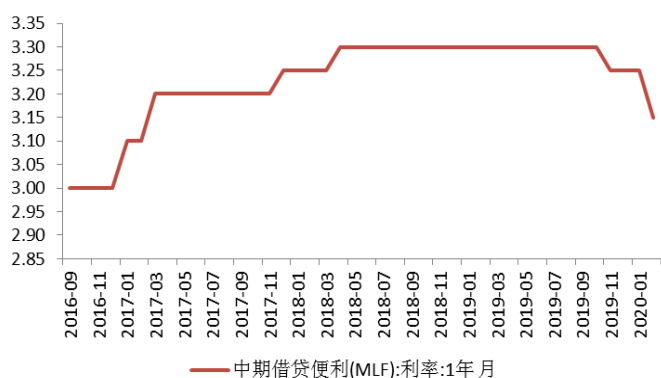
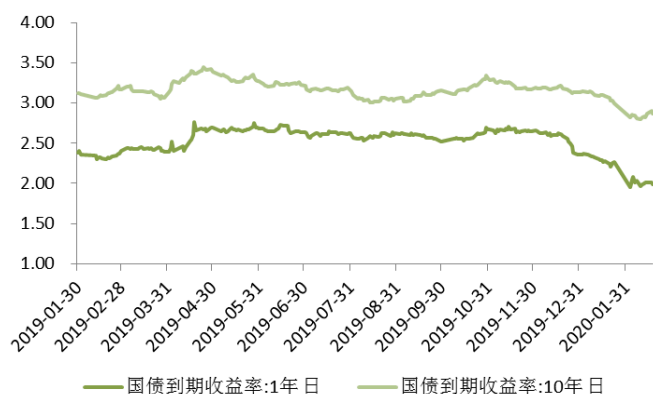
**财政赤字加大。**12 月份财政支出同比增速 11.2%，较去年 11 月份增速上升 7.8%，其中中央财政支出同比增长 1.5%，较去年 11 月份增速回落 0.8%，地方财政支出增速 13.0%，较去年 11 月份增速上升 17.5%，从支出项目来看，科学技术、社会保障和就业、节能环保、城乡社区事务等支出增速明显上升。12 月份财政收入同比增速 3.6%，较去年 11 月份增速回落 1.0%，其中中央财政收入同比下降 2.8%，较去年 11 月份增速下降 13%，地方财政收入同比增速 6.3%，较去年 11 月份增速上升 7.4%。从分项看增值税、消费税同比仍然下降明显，关税、契税、土地增值税等税种增速明显。12 月份政府基金收入增速 24.0%，较去年 11 月份增速上升 7.4%，政府基金支出增速-8.1%，较去年 11 月份回落 1.5%。1-12 月份财政收支累计赤字 4.85 万亿，超出一般公共预算 5600 亿，政府性基金累计赤字 6850 亿，小于政府性基金预算值 15000 亿，两者合计累计赤字 5.53 万亿，低于预算值 9400 亿。预算内财政赤字规模和赤字率都达到了新高，而政府性基金的收入超出预期，但支出小于预期，从而整体的赤字水平好于预期。



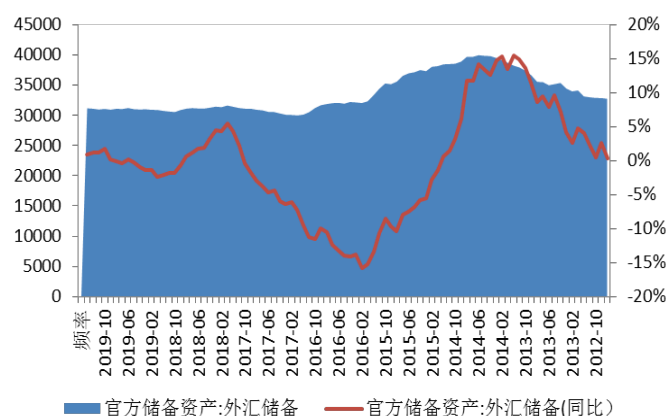
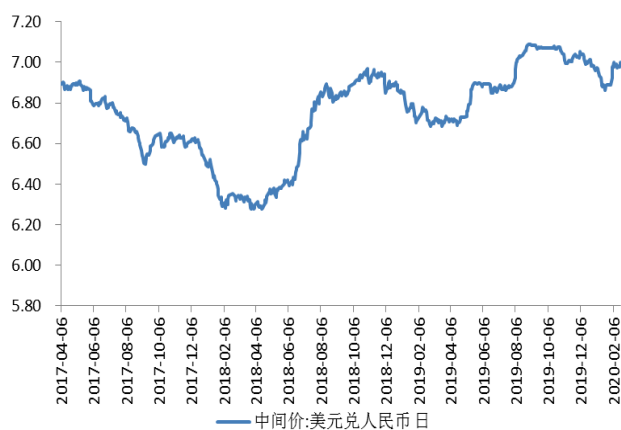


**货币市场流动性放松。**2月公开市场货币净投放资金8400亿，较1月份环比增加8600亿，中期借贷便利余额(MLF)3.99万亿，同比下降12%，较1月份降幅收窄13%，抵押补充贷款(PSL)3.56万亿，同比增长4.3%，较1月份增速回落0.4%，债券同业存单托管量为10.7万亿，同比增速为5.7%，增速回落2.8%。

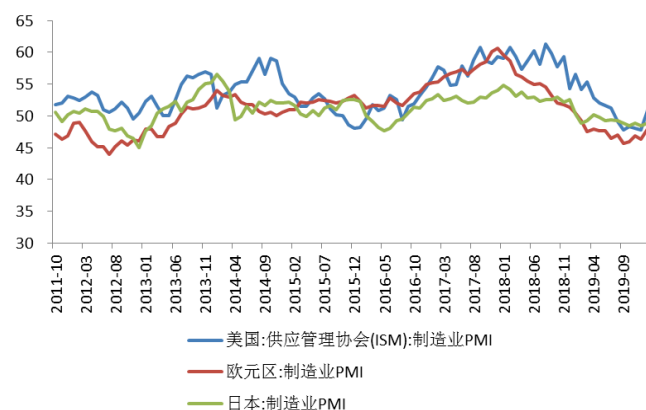
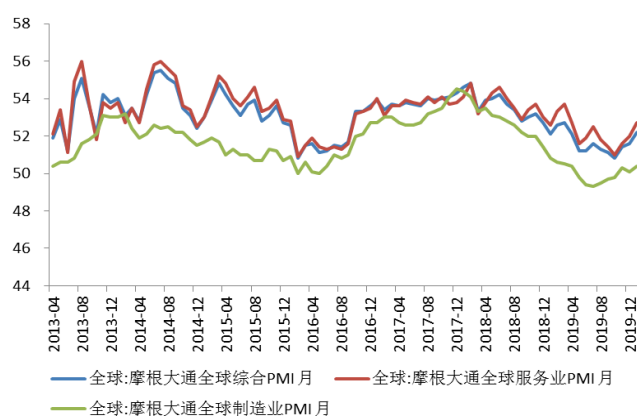
**短端利率快速下行。**截止2月18日，一年期国债利率回落至1.9863%，十年期国债利率回落至2.8679%，一年期AAA企业债到期收益率回落至2.7906%，十年期AAA企业债到期收益率回落至3.8517%。民营企业信用利差数据(中位数)近期回落至3.1142%，整体仍处在高位。2月17号，央行下调1年期MLF利率10bp，利率降至3.15%，2月20日，央行下调1年期LPR利率10bp，利率降至4.05%，5年期LPR利率5bp，利率降至4.75%。



**汇率小幅贬值。**截止 2 月 18 日，美元兑人民币即期汇率为 7.0052，美元兑人民币中间价为 6.9826。截止 1 月末，外汇储备 3.12 万亿，环比增加 76 亿，外汇占款 21.23 万亿，环比下降 20 亿。



海外方面，制造业 PMI 普遍回升。美国 1 月份制造业 PMI 为 50.9，较去年 12 月份回升 3.1，CPI 为 2.50%，较去年 12 月份上涨 0.2%，核心 CPI 为 2.3%，与去年 12 月份持平。欧元区 1 月份制造业 PMI 为 47.9，较去年 12 月份回升 1.6，CPI 为 1.4%，较去年 12 月份上升 0.1%，核心 CPI 为 1.1%，较去年 12 月份回落 0.2%。日本 1 月份制造业 PMI 为 48.8，较去年 12 月份回升 0.4。



指数方面，1 月上证综指下跌 2.41%，深证综指上涨 1.97%，创业板指上涨 7.21%，沪深 300 下跌 2.26%，上证 50 下跌 4.27%。行业方面，涨幅前三的行业分别为电子（申万）、计算机（申万）、电气设备（申万），涨幅分别为 13.54%、7.73%、5.36%，跌幅前三的行业为房地产（申万）、交运（申万）、休闲服务（申万），跌幅分别为-6.59%、-6.63%、-8.70%。2 月份以来（截止至 2 月 19 日），上证综指上涨 0.28%，深证综指上涨 5.68%，创业板指上涨 12.62%，沪深 300 上涨 1.34%，上证 50 下跌 0.28%。行业方面，涨幅前三的行业分别为计算机（申万）、农林牧渔（申万）、电子（申万），涨幅分别为 14.41%、9.14%、9.06%，跌幅前三行业分别为钢铁（申万）、建筑（申万）、银行（申万），跌幅分别为-2.04%、-2.08%、-2.95%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

1 月市场行情		涨幅前三行业		涨幅后三行业	
上证指数	-2.41%	电子(申万)	13.54%	房地产(申万)	-6.59%
深证综指	1.97%	计算机(申万)	7.73%	交运(申万)	-6.63%
创业板指	7.21%	电气设备(申万)	5.36%	休闲服务(申万)	-8.70%
2 月（截止 2 月 19 日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	0.28%	计算机(申万)	14.41%	钢铁(申万)	-2.04%
深证综指	5.68%	农林牧渔(申万)	9.14%	建筑(申万)	-2.08%
创业板指	12.62%	电子(申万)	9.06%	银行(申万)	-2.95%

## 二、对当月经济数据和市场数据点评

1 月份，经济数据处于真空期，疫情影响尚未反应到数据当中，当前除湖北以外的区域陆续进入返工状态，经济受到的冲击及影响还需要继续观察。制造业 PMI 小幅回落，其中生产指标回落明显，显示疫情扩散之前生产需求尚未企稳，总需求仍维持在较弱的状态。通胀继续走高，除了猪肉之外，来自非食品价格上涨加大了通胀的压力，短期内物流不通带来供给的不畅，预计通胀的压力仍会继续存在。政策从“稳货币、宽财政”转向“宽货币、宽财政”，央行在年后持续发出加大逆周期调节力度的信号，包括在公开市场进行巨量的逆回购操作，调降 MLF 利率等，稳定市场预期，在各地陆续复工之后，财政政策预计将起到托底经济的作用。

1 月份，进入到年报业绩预告露尾声，从披露的业绩预告来看，电子、计算机、通信、光伏等领域诸多子版块维持高景气的特征，叠加中美贸易摩擦出现缓和，国内流动性宽松等利好因素，这些领域成为市场追逐的热点。1 月 20 号，随着疫情的突然扩散，市场出现进入到调整阶段，房地产、交运、休闲服务等行业调整幅度明显。进入 2 月份，节后第一天指数大幅调整，从经验上我们判断，一次性的冲击对指数的调整幅度在 10% 左右，经过当天调整之后指数已经基本见底。随着疫情进入到可控阶段，市场情绪逐渐修复，在此期间央行释放的宽松信号，使得宽松预期升温。节后市场在短暂调整之后，延续了节前的趋势，电子、计算机和通信等领域率先修复，创业板指在近期创出 18 年 4 月份以来的新高，市场成交进入到较为活跃阶段。

### 三、对未来宏观经济和证券市场的展望

我们主要有以下几个观点：

#### （一）疫情对经济阶段性冲击显著，经济企稳修复预计时间较长

从非典疫情的影响来看，2003 年非典对宏观经济的影响仅仅出现在 2 季度，2 季度的 gdp 增速较 1 季度环比下滑了接近 2 个点，降到了 9.1%，但是 3 季度后 gdp 增速又迅速反弹，逐步步入正轨，当时经济正处在外贸高速发展阶段，经济内生动能较为强劲，在短期内完成了企稳回升。相比而言，此次新型冠状病毒传染性更强，传染方式更加隐蔽，为了控制传染扩散，国家及各地方采取的措施是极致的，可以预测此次疫情对宏观经济的冲击是巨大的，1 季度的宏观经济应该是断崖式下行。

从总量结构上看，当前消费和服务的占对经济增长的贡献率比远高于非典时期，此次疫情采取的极端措施，对第三产业的冲击是非常明显的，并且，当前经济本身进入到减速阶段，内生动能较非典时期已经明显减弱，即使 2 季度疫情得到缓解消除，预计经济的企稳修复仍可能需要更长的时间。

#### （二）积极财政政策将贯穿全年，货币政策由于通胀的掣肘，年中或有变化

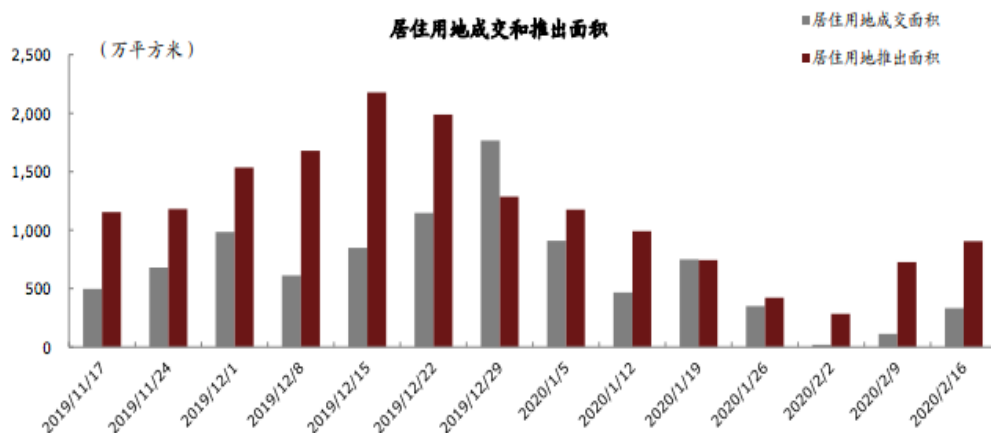
疫情扩散之后，货币政策释放了超出预期的宽松信号，第一，采用公开市场操作等货币政策工具进行超额流动性释放，第二，进一步下调 MLF 利率以引导 LPR 下降，第三，对帮助解决疫情的企业进行定向信贷资源倾斜，其中定向提供 3000 亿的低成本专项再贷款，第四，对受疫情影响较大的企业和居民采取适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等形式。未来货币政策的基调仍会保持宽松的局面，从而起到稳预期的作用。

目前，财政政策的主要着力点还在于应对疫情，在疫情稳定之后，财政政策预计会有更积极的措施落地。财政部在 2 月 11 号提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿，其中一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿，加上去年 11 月提前下达的专项债务 1 万亿，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 1.848 万亿元，专项债务达到 1.29 万亿，相比于去年全年的专项债务规模 2.15 万亿，专项债下发的节奏也体现出财政政策积极的基调。未来财政政策有可能会在提高赤字率、税收减免和补贴等方面做出更多的宽松。

但是需要注意的是，1 月份的通胀实际是大幅超出了此前的预期，在疫情后，会有两个重要因素会可能持续推高通胀，一是极度宽松的货币和地产政策，二是疫情加大了猪肉和鸡肉的供给难度。因此，在下半年经济进入复苏期后，不排除货币政策会有适度的转向。

### （三）多地房地产政策进行宽松，未来需求端刺激或有望出台

从 1-2 月份的房地产销售数据来看，房地产销售出现了大幅的跳水，由于房地产公司都是高杠杆运营，地产销售数据的停滞将会给房地产企业的现金流带来致命打击。可以看下图，从 1-2 月份的政府拍地数据可以看出，房地产投资一定是出现了迅速的跳水。另外，可以判断地方财政收入也会是近乎瘫痪。



疫情发生之后多地发布为了维持房市稳定，相继出台房地产政策，其中多数政策集中在调减土地出让金比例，延缓土地出让金交付时间，预收资金监管放松、预售标准条件放松，主要是缓解地产企业由于销售停滞而带来的资金紧张。可以预期，未来房地产和基建领域会率先发力，成为政策托底的重心。未来两到三个季度，地产领域包括融资、拿地、销售和投资的政策环境预计都会呈现较为宽松的局面，如果经济下行压力过大，甚至不排除对需求端进行刺激的政策出台。

### （三）改革预期逐步落地，市场信心逐步提升

在年度策略报告当中，我们提到机制改革仍然是今年的一条主线，特别是改善和完善资本市场的基础制度，其中我们提到三个方面包括：国企改革的推进、再融资的放开、减持新规的修订。近期已有相关的措施在逐步落地。2月14号，证监会发文对再融资制度部分条款进行调整，包括：降低再融资的门槛条件、调整非公开发行股票定价和锁定机制、调整非公开发行对象数量等。再融资新规的调整释放了监管走向宽松的信号，有利于激发市场的活力。随着疫情进入到可控阶段，两会召开预计会有更明确的改革方针和措施落地，包括国企改革、资本市场改革、户籍改革等，进一步破除体制机制障碍将使市场信心逐步提升

#### **(四) 上半年市场将会以主题市为主，二季度市场进入基本面修复阶段**

由于疫情的影响，宏观经济快速下行，对和宏观经济相关度比较高的消费、社服、生产型企业带来非常大的影响，因此这类公司的阿法属性在一季度完全被破坏了。但是由于货币政策的宽松，外加上正在进行中的居民资产配置大搬家的大的局势，二级市场资金极度宽裕，新增的资金必将流向不受疫情影响、受疫情影响比较小或者完全不看基本面的 tmt 板块或者主题股中，这为今年上半年的主题市创造了宏观背景。

进入二季度后，随着疫情的结束，各地纷纷进入复工，经济慢慢进入恢复期，伴随着比较高的通胀背景，货币政策将会逐步转向。在此背景下，资本市场将会逐步从主题市转向基本面修复市场格局。

## **四、未来操作思考**

本次的疫情是一次偶发的短期事件，这个时候我们不应该去恐慌抛出自己的筹码或者是盲目去追求主题，而是要去思考以下几个问题：

- 一、疫情结束后，这个行业的需求是不是会发生变化？
- 二、疫情结束后，这个行业的组织模式会不会发生变化？
- 三、疫情结束后，这个行业的产业格局是不是要发生变化？
- 四、如果疫情持续半年，你持有的公司能熬过去吗？

如果这四个问题都解答完了，你还愿意继续持有该公司，那这个时候实际是你买入这类公司最佳的时机。

虽然资金的充裕带来了市场的活跃，但是我们仍然要谨守价值成长的主线，积极发掘个股，成为长期的赢家，而不是迷失在主题市中。

## 【免责声明】

本报告仅供上海石锋资产管理有限公司（以下简称“本公司”）内部及特定机构交流研讨使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“石锋资产研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。