

政策先行，静候验证

——2024年12月策略观点



分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

2024年12月5日



证券研究报告

- **核心问题一：从趋势到波动。** 11月A股小幅收涨，换手率小幅下滑，但市场仍然保持较高热度。市场的赚钱效应持续保持在较高水平，吸引增量资金持续流入市场。
- **核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证。** 当前经济政策和金融政策仍在持续发力。同时随着存量政策和一揽子增量政策的稳增长效应进一步显现，部分经济数据改善，11月制造业PMI延续回升趋势，部分高频经济数据也有所好转。
- **核心问题三：保持仓位，降低交易频率。** 赚钱效应和投资者政策预期仍在，A股市场热度不减。历史来看，预期改善是市场走强的必要条件。当前市场赚钱效应仍在，而从历史来看，牛市初期的赚钱效应会持续吸引增量资金流入，进一步助推市场上涨，形成正反馈。因此，建议投资者保持较高仓位。预计未来一段时间，机构偏好的方向仍难以持续战胜市场，不过，从历史来看，预期改善驱动的市场上涨阶段，领涨行业之间的市场表现差异相对较小，因此，建议降低交易频率，避免追涨杀跌。
- **A股市场：仍在验证期。** 政策的持续支持以及赚钱效应带来的资金流入将有望进一步提升市场估值。短期内，市场交易或仍然围绕政策预期展开，2024年12月与2025年3月或将是市场行情演绎的重要时间节点。市场面临的风险或仍来源于外部，预计市场风格介于均衡与成长之间。成长风格行业中，12月建议重点关注证券、光伏设备、电池、半导体等。均衡偏经济风格板块中，12月建议重点关注保险、房地产开发等。
- **港股市场：关注结构性机会。** 南下资金仍在持续流入港股市场，AH股溢价回升至较高位置，港股配置性价比提升。但考虑到港股受海外资金影响明显，未来港股市场整体回暖仍有待国内经济数据持续好转，建议关注港股结构性机会。
- **风险提示：** 历史规律失效；政策落地进度不及预期；市场情绪显著回落；中美关系波动压制市场风险偏好；地缘冲突加剧。

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：仍在验证期
- 3、港股市场：关注结构性机会
- 4、风险提示

1.1 核心问题一：从趋势到波动

➤ 11月A股市场呈“N型”走势，整体小幅收涨。受投资者对国内政策预期以及对美联储降息预期波动等因素影响，11月A股偏震荡，整体小幅收涨，上证指数、万得全A分别上涨1.4%、1.3%，主要宽基指数走势分化，科创50、创业板指等指数涨幅居前，中小100、中证500跌幅居前。

图1：11月A股市场呈“N型”走势

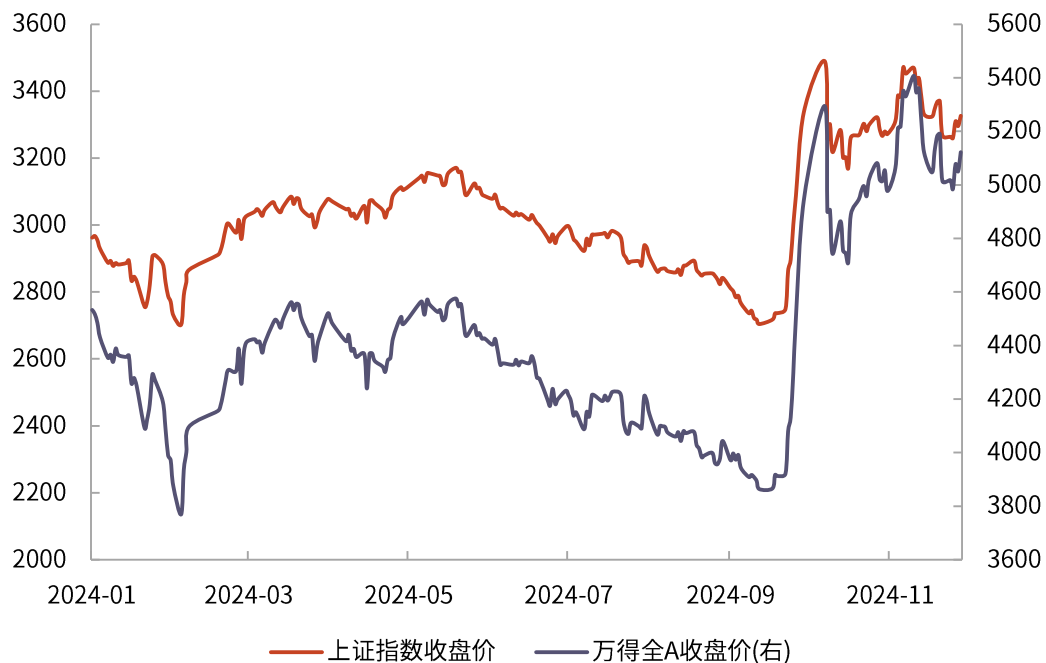
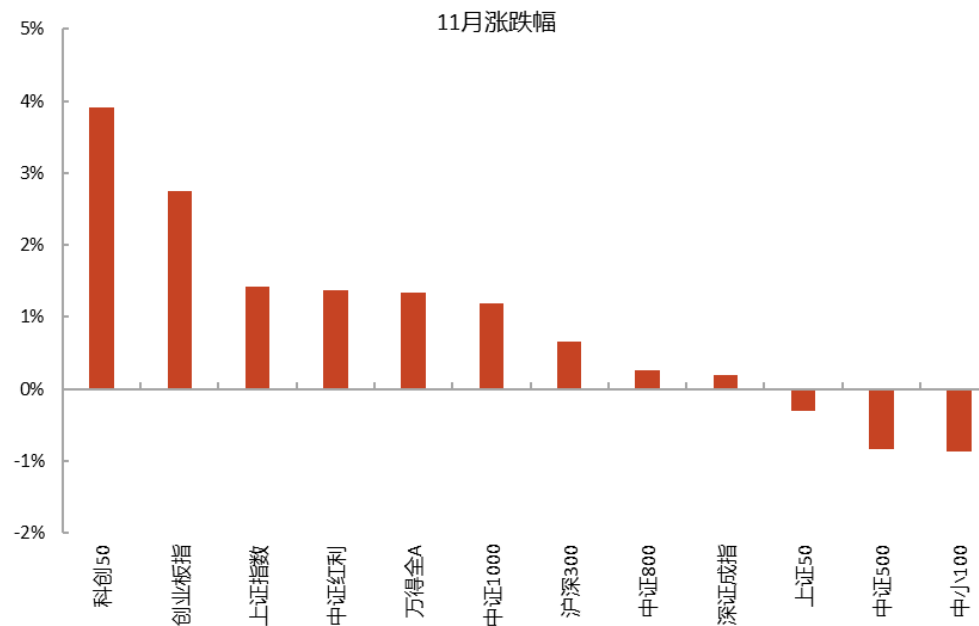


图2：11月宽基指数走势分化，科创50涨幅居前



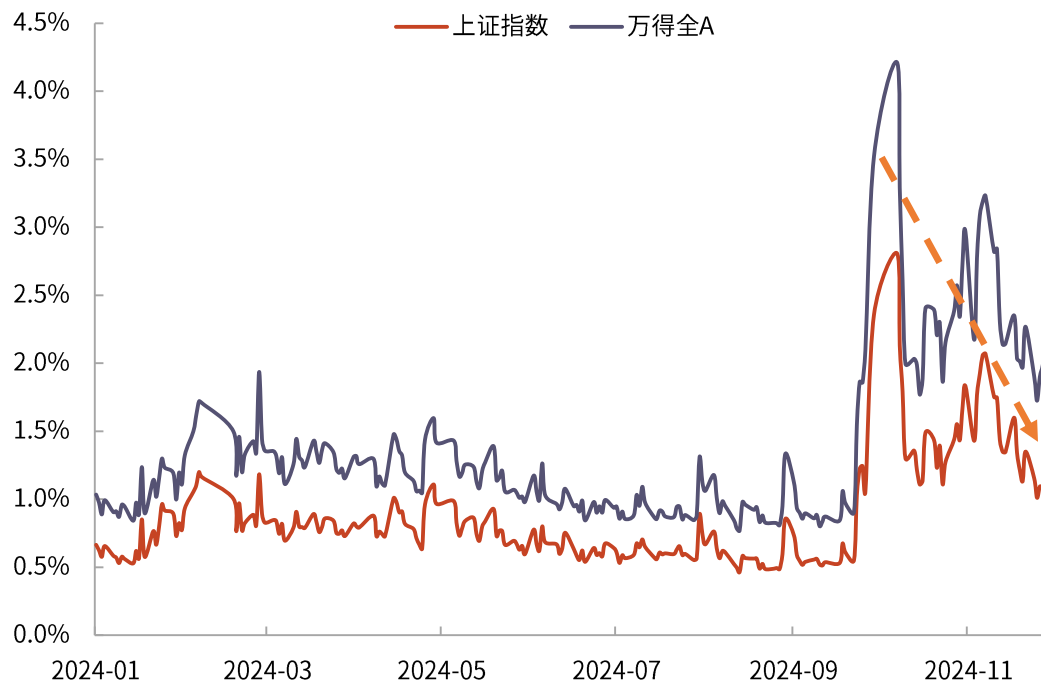
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

1.1 核心问题一：从趋势到波动

➤ 相比于9、10月份，11月A股市场的波动率和换手率均回落。从换手率来看，近期A股市场换手率较10月份的高点出现明显回落，且从市场波动率来看，11月万得全A收益率标准差显著低于10月，表明A股市场波动率有所下行。

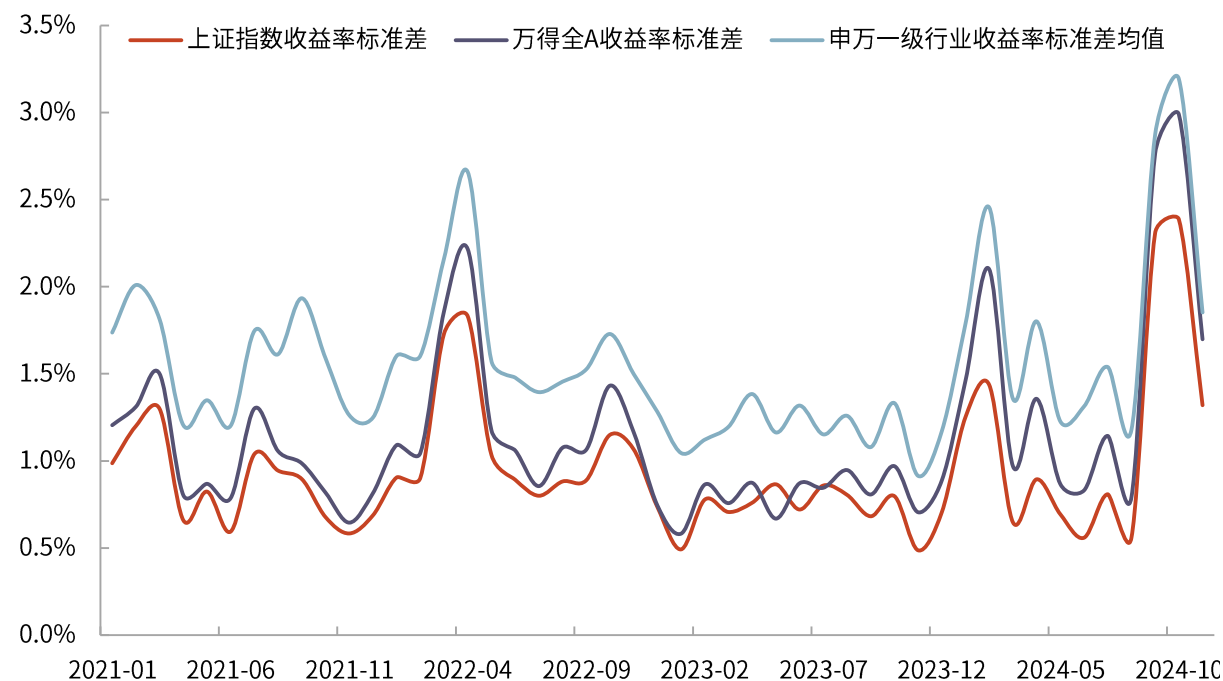
图3：近期A股市场换手率震荡回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

图4：近期A股市场波动率下行



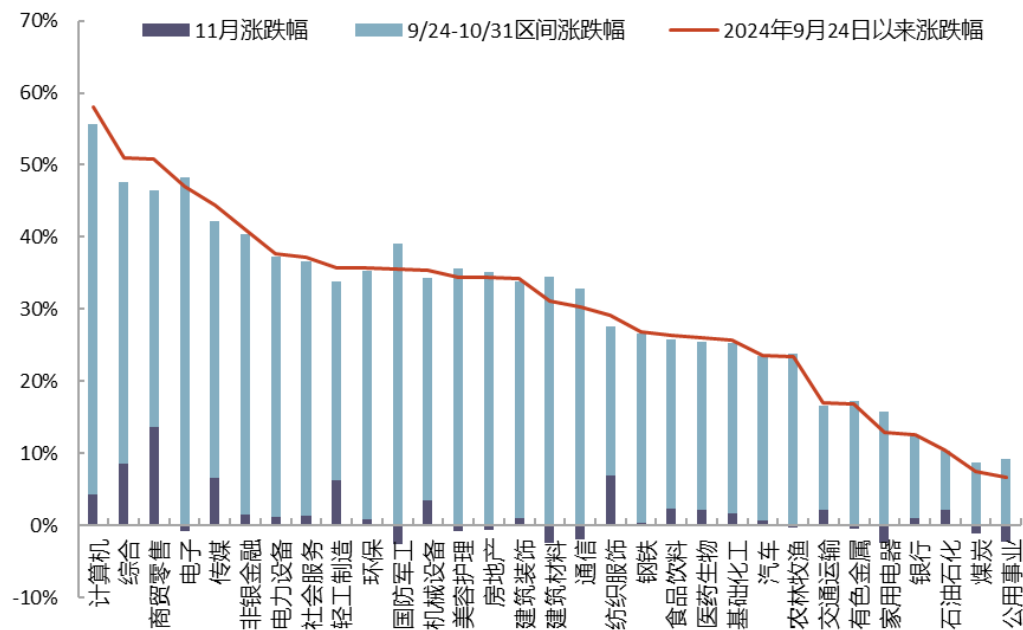
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11

1.1 核心问题一：从趋势到波动

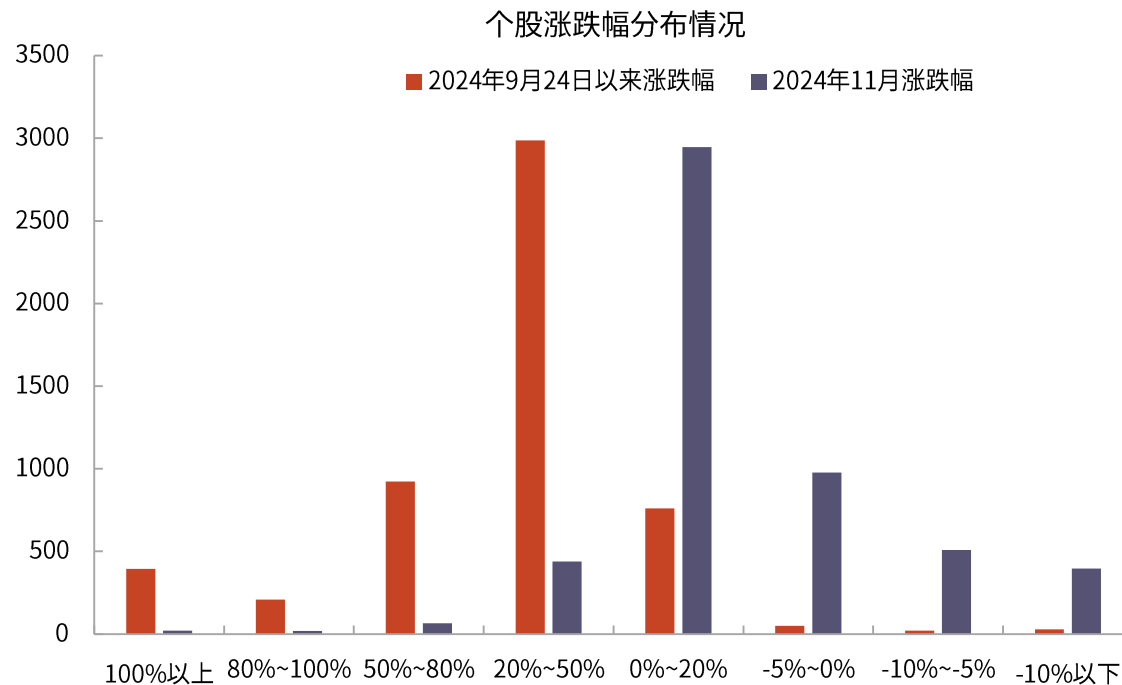
➤ 11月各行业之间的市场表现分化。11月各行业之间的市场表现分化，商贸零售、纺织服饰、传媒等行业涨幅超过5%，而国防军工、建筑材料、家用电器等行业跌幅超过2%。此外，从9月24日以来的市场表现来看，各行业分化明显，截至11月29日，计算机、商贸零售等行业涨幅超过50%，公用事业、煤炭等行业涨幅不足10%。

图5：11月各行业之间的市场表现分化



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11/29

图6：11月个股之间的市场表现分化



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11/29

1.1 核心问题一：从趋势到波动

▶ **增量资金积极流入市场。**随着市场情绪回升，增量资金积极流入A股市场。截至2024年11月29日，融资余额为1.8万亿元，较10月末上升1348亿元。此外，小单交易相关的资金净流入规模显著上升，或反映个人投资者积极参与本轮市场行情。

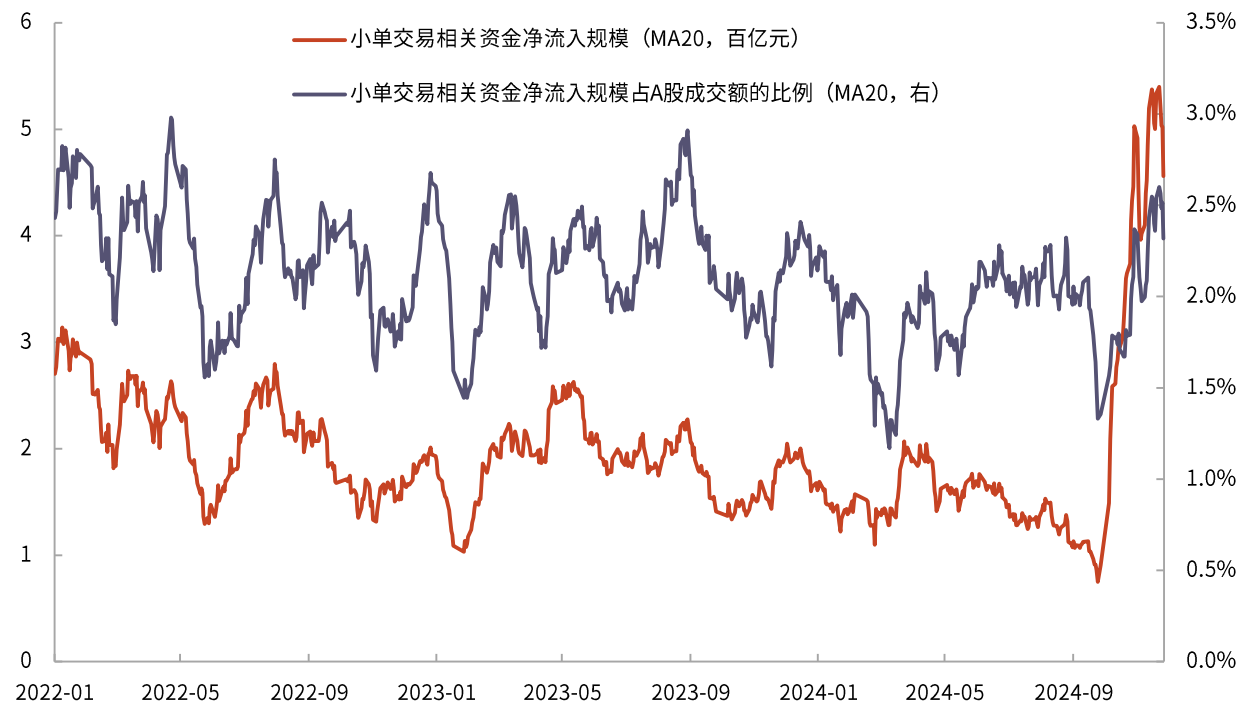
图7：近期融资余额显著上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

图8：小单交易相关资金净流入规模显著回升



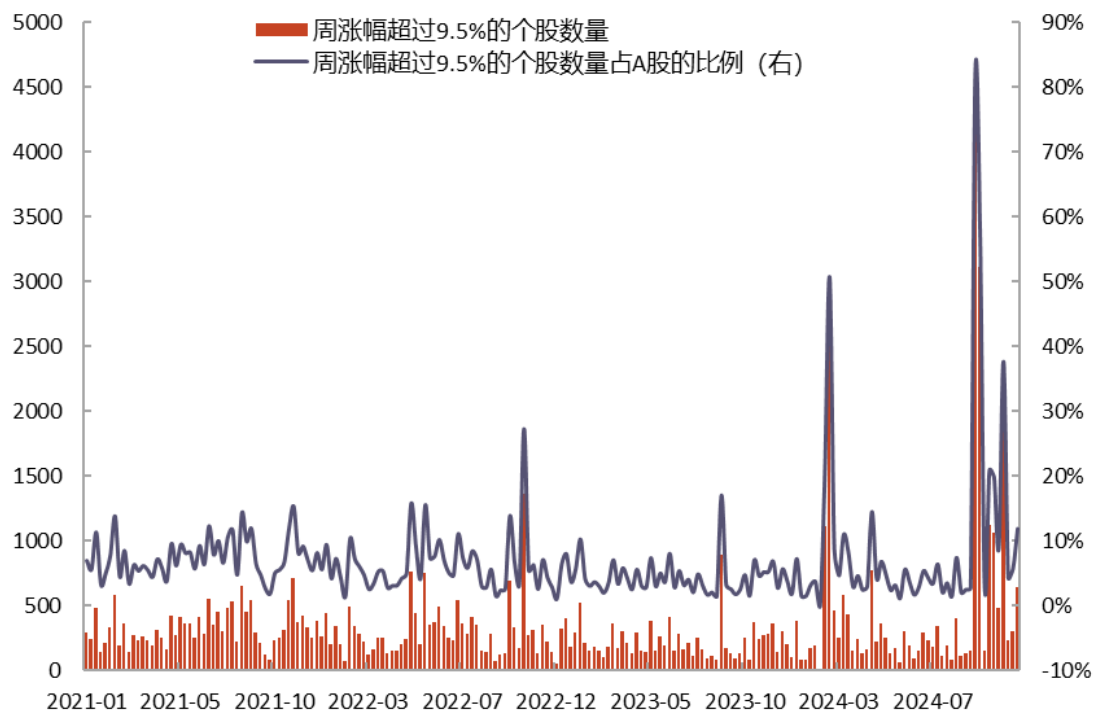
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

1.1 核心问题一：从趋势到波动

➤ 市场赚钱效应仍在。无论是从绝对涨幅还是从个股股价创新高的比例来观测市场的赚钱效应，近期A股市场的赚钱效应仍在，截至2024年11月29日，当周周涨跌幅超过9.5%的个股占整个A股的比例达11.9%。此外，近期个股股价创新高的比例也处于历史相对高位。因此，整体来看，市场赚钱效应仍在。

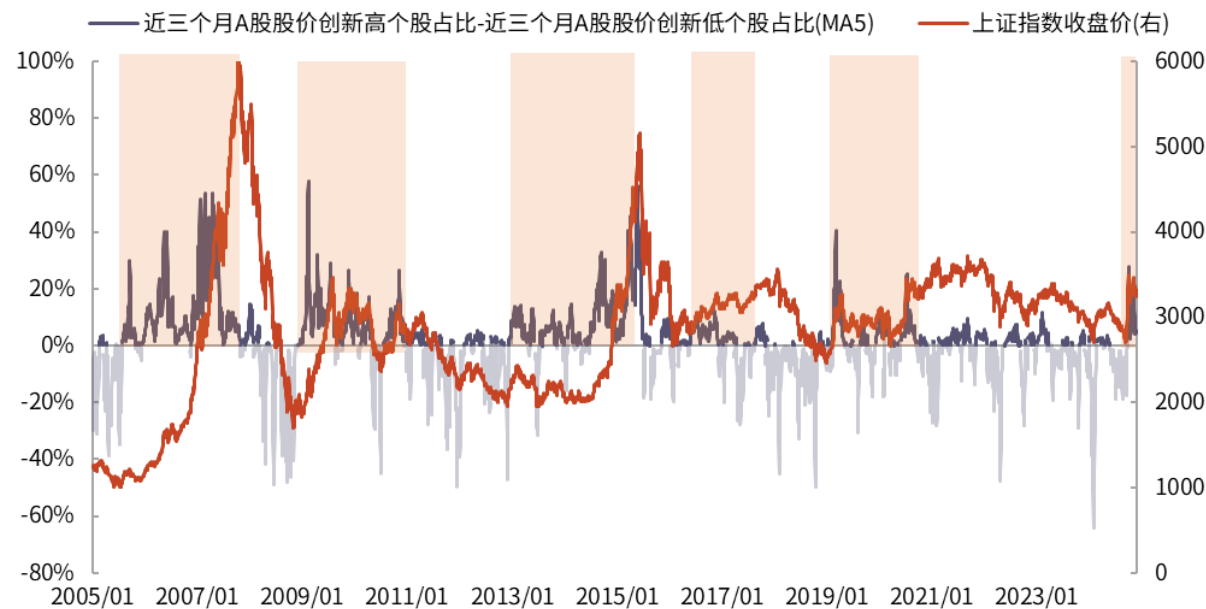
图9：周涨幅超过9.5%的个股比例仍相对较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

图10：近期个股股价创新高的比例处于历史相对高位



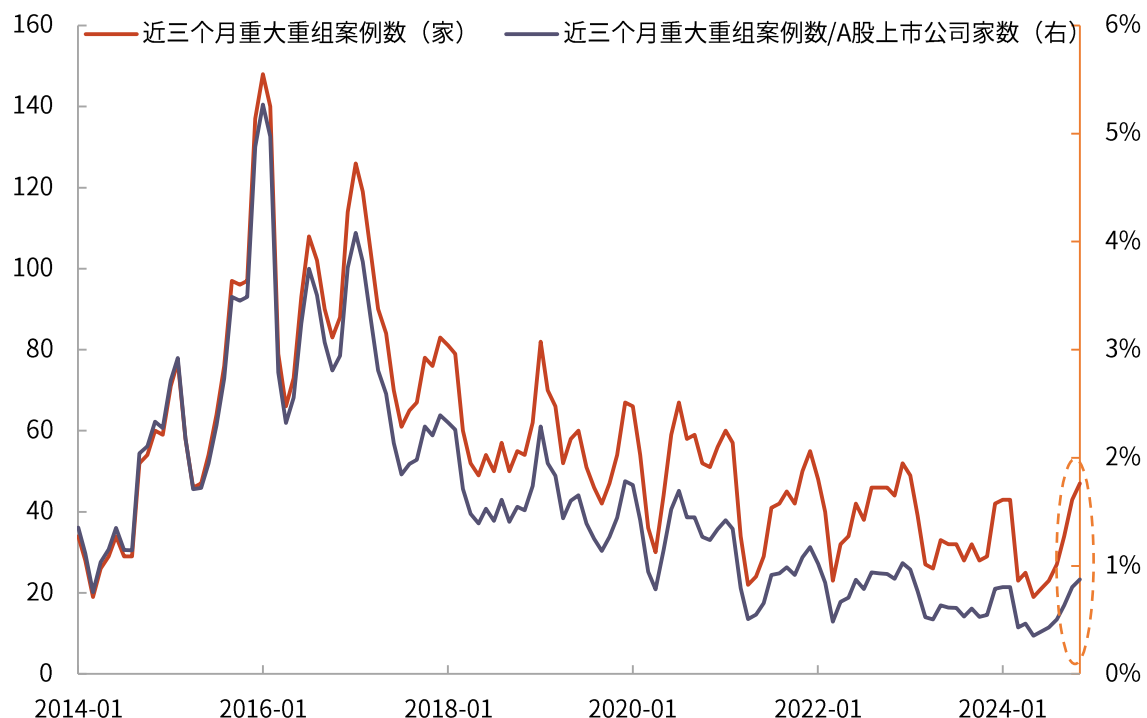
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

1.1 核心问题一：从趋势到波动

- 近期A股市场并购重组活跃。11月27日，深圳市委金融办发布《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025—2027）（公开征求意见稿）》，力争通过并购重组实现深圳产业补链强链，提升制造业产业链活力与韧性，更好地激发科技创新活力，培育一批以科技为核心的高质量上市公司群体，也是全国首个由地方政府推动制定并公布全文的并购重组专项政策。在政策推动下，并购重组市场持续活跃。

图11：近期，A股并购重组案例数有所上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：重大重组案例数按首次披露日期进行统计，数据截至2024/11

1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- **经济政策持续发力。** 11月8日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安在发布会上表示，增加的6万亿地方政府债务限额分三年安排，2024—2026年每年2万亿支持地方用于置换各类隐性债务。且从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。此外，11月19日，《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》发布，强调促进跨境电商发展，扩大特色农产品等商品出口，支持关键设备、能源资源等产品进口等。

表1：经济政策持续发力

会议或文件	日期	相关内容
全国人大常委会办公厅新闻发布会	11月8日	增加的6万亿地方政府债务限额分三年安排，2024—2026年每年2万亿支持地方用于置换各类隐性债务。从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元
国务院常务会议	11月8日	要切实做好促进外贸稳定增长工作，为经济持续回升向好提供有力支撑。要壮大外贸新动能，促进跨境电商发展， 推进海外智慧物流平台建设 。要进一步激发养老事业和养老产业发展活力， 大力发展银发经济 ，更多调动社会力量参与积极性，发挥市场机制作用，多渠道增加服务供给、提升服务水平，释放养老消费潜力，扩大国内需求。
《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》	11月19日	扩大出口信用保险承保规模和覆盖面，加大对外贸企业的融资支持力度，优化跨境贸易结算， 促进跨境电商发展，扩大特色农产品等商品出口 ，支持关键设备、能源资源等产品进口等。
国务院常务会议	11月22日	会议指出， 发展平台经济事关扩内需、稳就业、惠民生，事关赋能实体经济、发展新质生产力 。要进一步加强平台经济健康发展的统筹指导， 加大政策支持力度 ，壮大工业互联网平台体系，支持消费互联网平台企业挖掘市场潜力，强化平台经济领域数据要素供给，促进数据依法有序跨境流动，增强平台经济领域政策与宏观政策取向一致性。

1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- **金融政策持续发力。**11月19日，证监会主席吴清表示，下一步，证监会将坚持以改革促发展、促稳定，着力健全投资和融资相协调的资本市场功能，加快形成支持科技创新的多层次市场体系和支持“长钱长投”的政策体系，抓紧健全强监管、防风险的制度机制，多举措强化投资者保护实效，不断提升市场的吸引力、竞争力和内在稳定性。

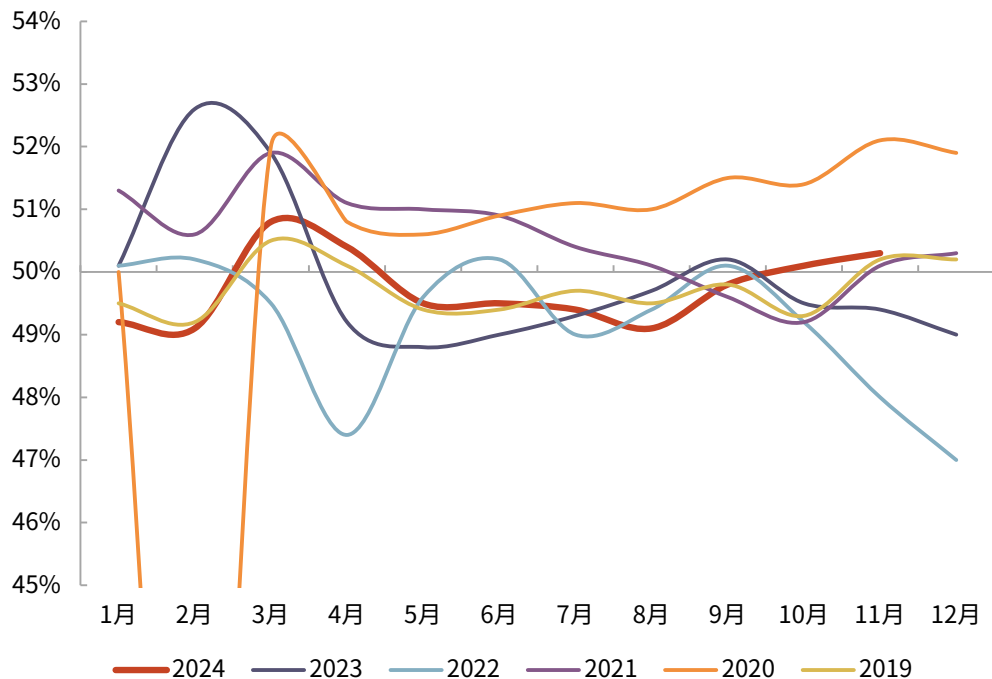
表2：金融政策持续发力

会议或文件	日期	相关内容
吴清主席在第三届国际金融领袖投资峰会上的致辞	11月19日	坚持以改革促发展、促稳定，着力健全投资和融资相协调的资本市场功能，加快形成支持科技创新的多层次市场体系和支持“长钱长投”的政策体系，抓紧健全强监管、防风险的制度机制，多举措强化投资者保护实效，不断提升市场的吸引力、竞争力和内在稳定性。保持境外融资渠道畅通，进一步提升境外上市备案效率，积极支持符合条件的境内企业赴境外上市，更好利用两个市场、两种资源。继续拓展与境外市场互联互通，扩大沪深港通标的范围，拓展存托凭证互联互通，吸引全球中长期资金。
《上市公司监管指引第10号——市值管理》	11月15日	要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。
《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》	11月1日	修订后的办法主要从五方面降低了投资门槛，旨在进一步拓宽外资投资证券市场渠道，发挥战略投资渠道引资潜力，鼓励外资开展长期投资、价值投资。一是允许外国自然人实施战略投资；二是放宽外国投资者的资产要求；三是增加要约收购这一战略投资方式；四是以定向发行、要约收购方式实施战略投资的，允许以境外非上市公司股份作为支付对价；五是适当降低持股比例和持股锁定期要求。

1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- 随着存量政策和一揽子增量政策的稳增长效应进一步显现，部分经济数据改善。11月制造业PMI为50.3%，较10月回升0.2pct，连续两个月处于扩张区间。从分项来看，新订单指数为50.8%，比上月上升0.8个百分点，表明制造业市场活跃度有所增强。

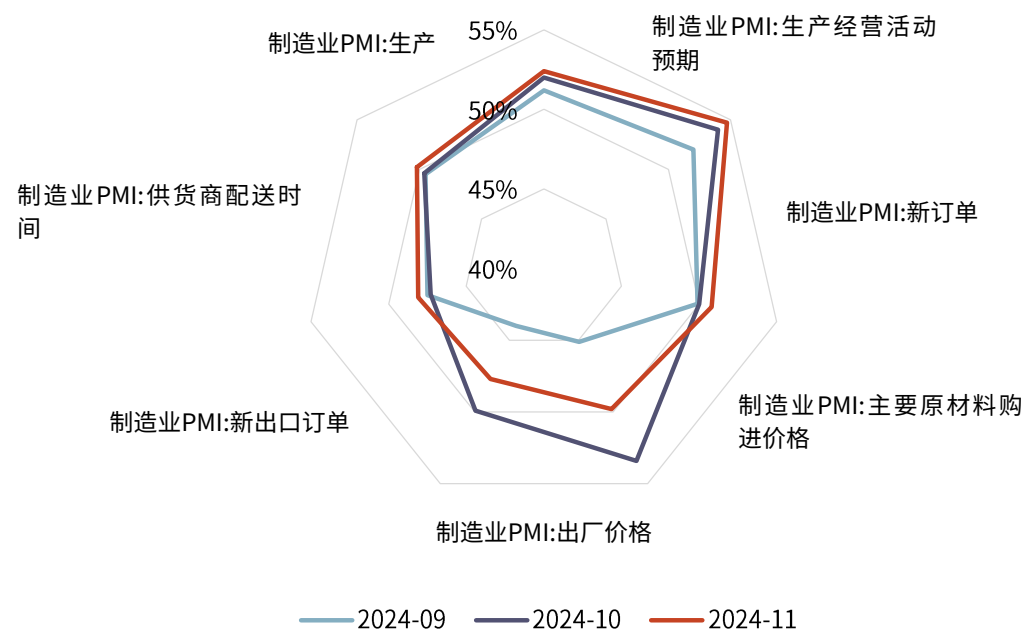
图12：11月制造业PMI回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11

图13：11月多项制造业PMI分项位于荣枯线之上

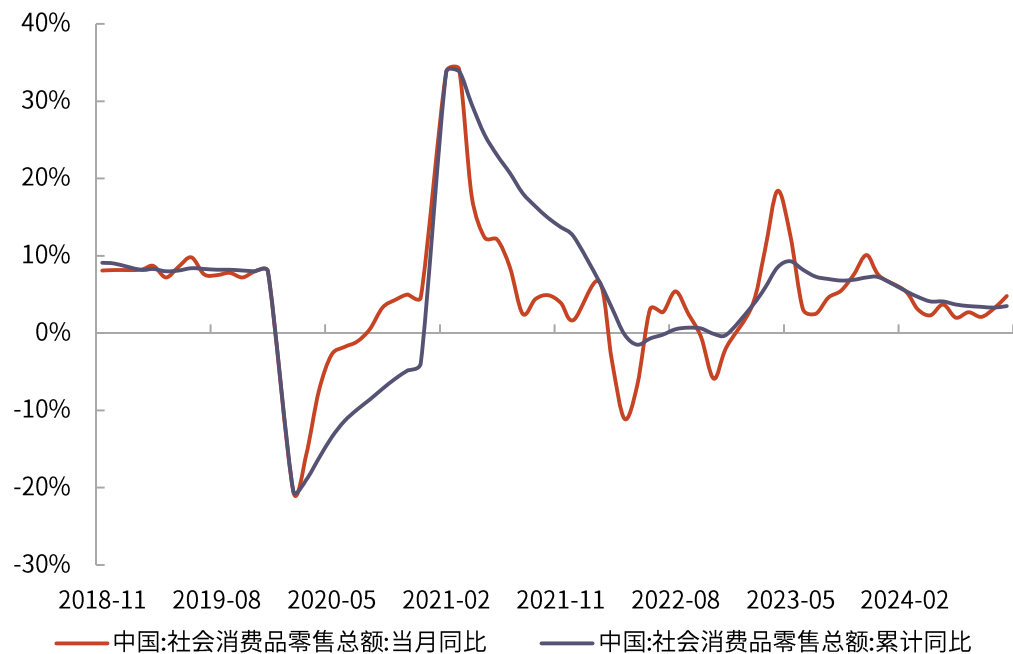


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- 10月消费数据改善，工业生产企稳。随着前期消费品以旧换新政策加力实施，政策效果逐步显现，10月社零同比增速为4.8%，较9月回升1.6pct。10月规模以上工业增加值同比增速为5.3%，较9月小幅回落0.1pct。

图14：10月社零同比增速回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

图15：10月规模以上工业增加值同比增速小幅回落



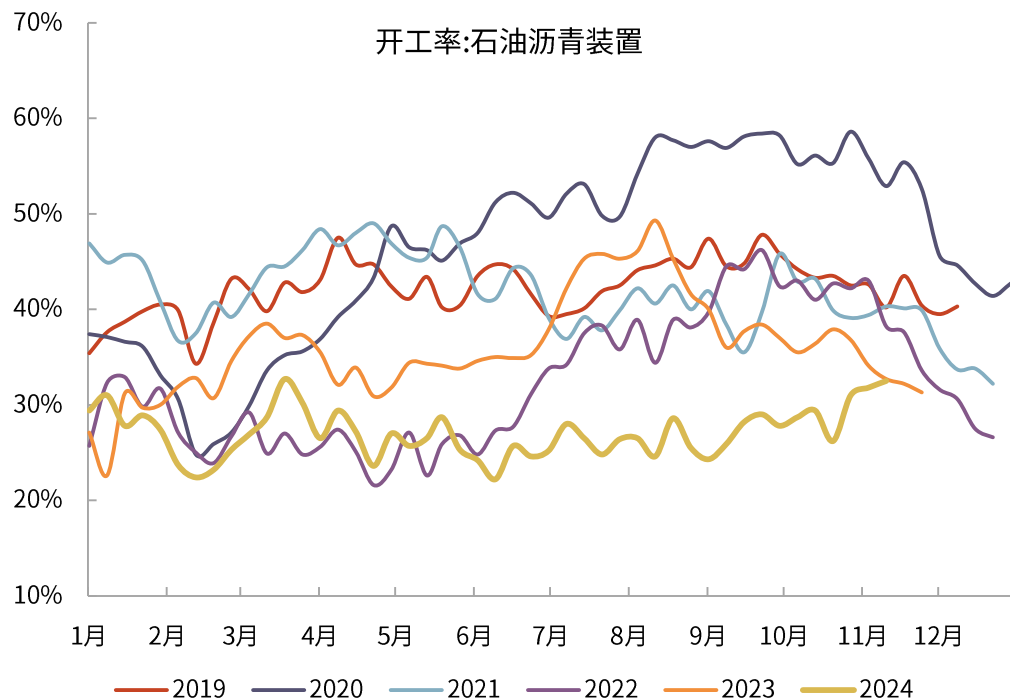
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- 部分高频经济数据有所好转。从高频经济数据来看，截至11月27日，石油沥青装置开工率为32.5%，较10月末的29.4%出现回升。截至2024年11月29日，高炉开工率为81.6%，处于近几年同期相对高位。

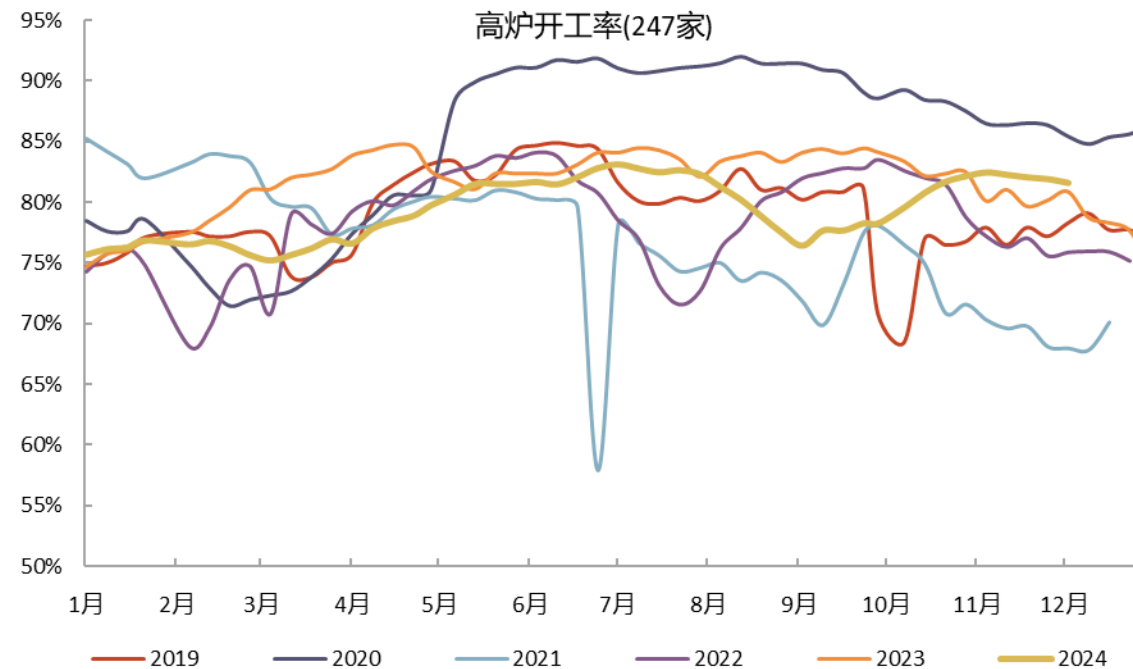
图16：近期，石油沥青装置开工率回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/27

图17：近期，高炉开工率处于近几年同期相对高位



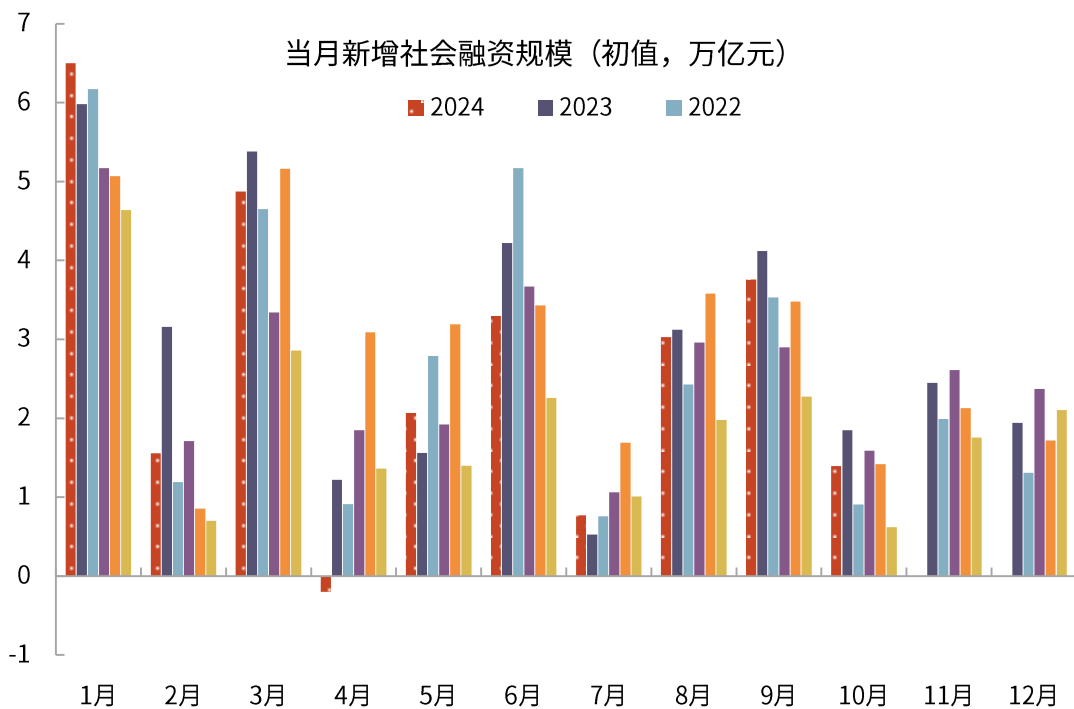
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- **金融数据分化。**11月11日，中国人民银行公布10月金融数据，10月社融新增1.4万亿元，同比少增4483亿元。但M1同比降幅收窄，10月M1同比增速为-6.1%，较9月份回升1.3个百分点，扭转此前连续多月增速走弱势头。

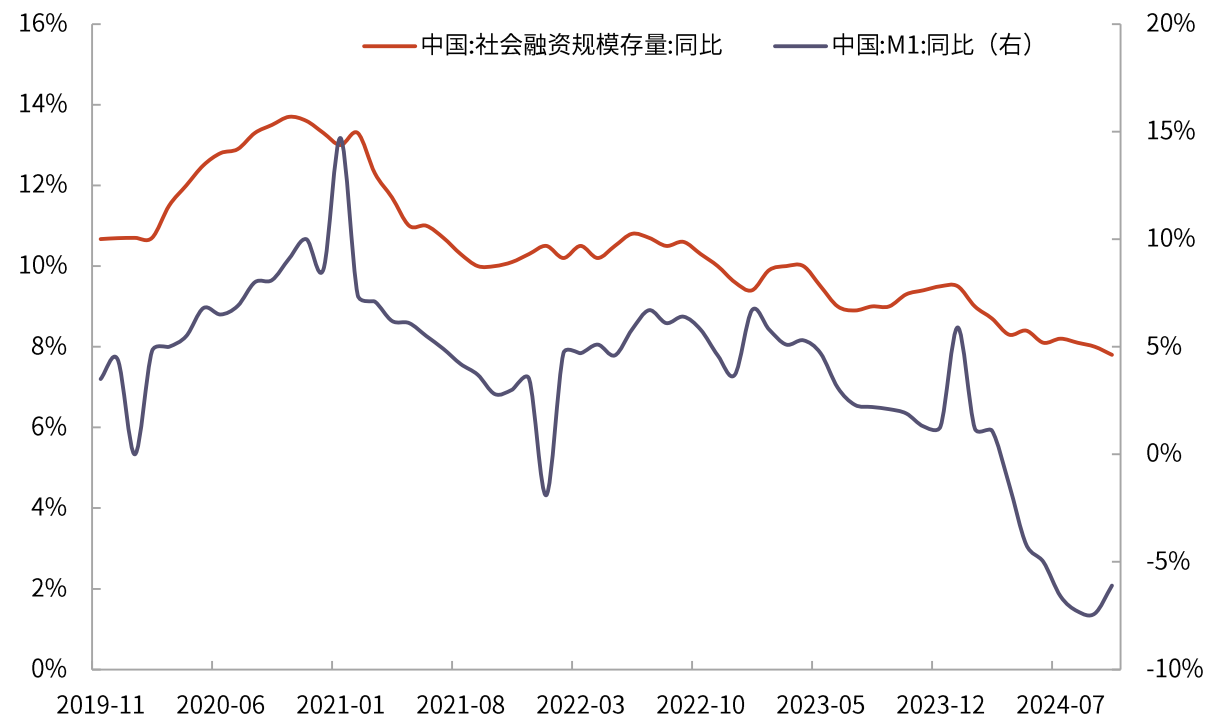
图18：10月新增社融1.4万亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

图19：10月M1同比降幅收窄



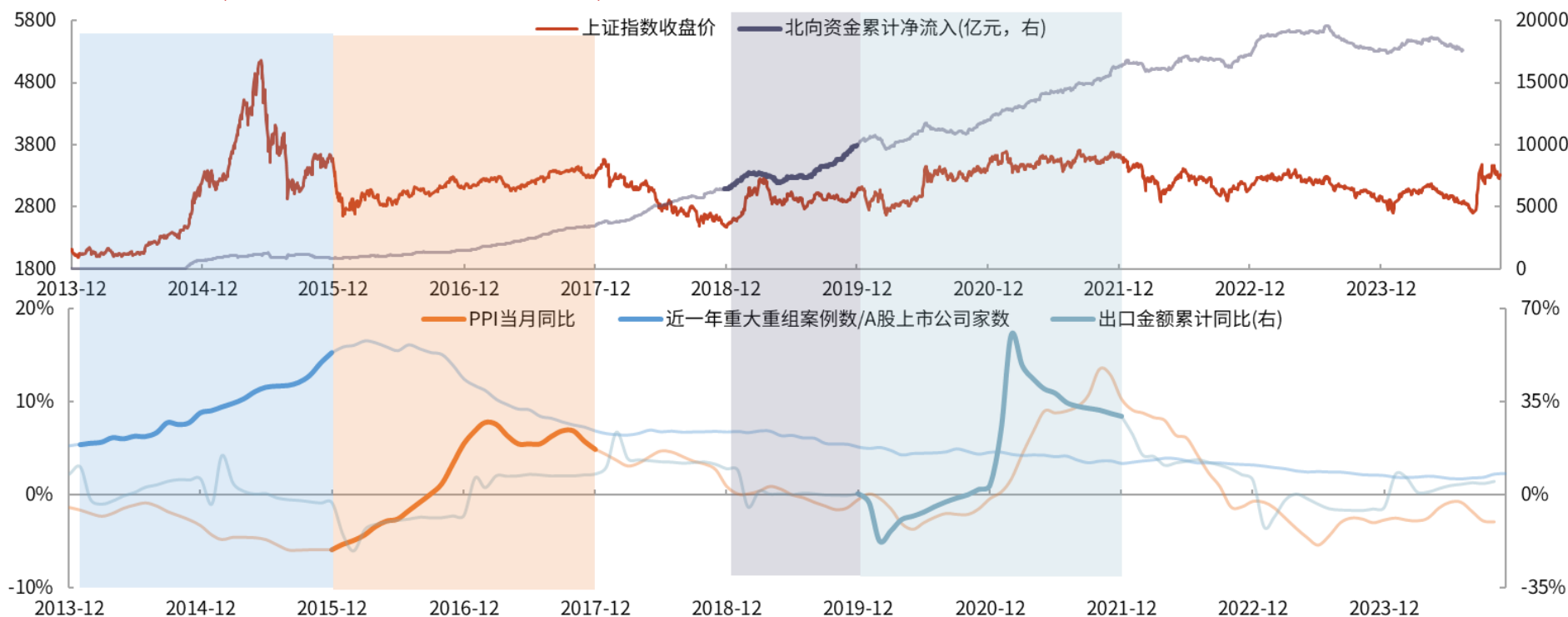
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

➤ 赚钱效应和投资者政策预期仍在，市场热度不减。历史来看，预期改善是市场走强的必要条件。不过，预期的改善在不同的时间阶段有不同的体现，在2014-2015年，体现为大规模的并购重组与流动性宽松带来的信心回升；在2016-2017年，体现为供给侧改革与棚改货币化共振带来的再通胀与盈利的逐步好转；在2019年，体现为中美贸易摩擦阶段性缓和以及政策宽松带来风险偏好抬升；在2020-2021年，体现为疫情期间国内经济相较于海外经济出现提前修复，以及出口显著回升。本轮行情中则体现为投资者对于内需相关政策的乐观预期以及对于经济改善的期待。

图20：历史来看，预期改善能推动市场上涨，如2014-2015年并购重组带来的盈利改善预期



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数收盘价截至2024/11/29，北向资金数据截至2024/8/16，PPI、出口、重大重组案例数相关数据截至2024/11，其中，重大重组案例数按首次披露日期进行统计

1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

- 赚钱效应则是牛市形成的另外一个必要条件，当市场出现赚钱效应时，通常会成为一轮牛市的起点。除了预期改善之外，赚钱效应或许是牛市形成的另一个必要条件，当然，这本身也是市场演绎的结果。对于A股市场而言，缺乏的不是增量资金，而是对资金的长期吸引力，对于个人投资者而言，最大的吸引力或许来源于赚钱效应。从历史来看，牛市初期的赚钱效应会持续吸引增量资金流入，进一步助力A股市场上涨，形成正反馈。
- 建议保持仓位。当前赚钱效应和投资者的政策预期并没有出现显著变化，预计A股市场仍然将保持较高热度，建议投资者保持仓位。

图21：历史来看，市场的赚钱效应通常会持续一段时间

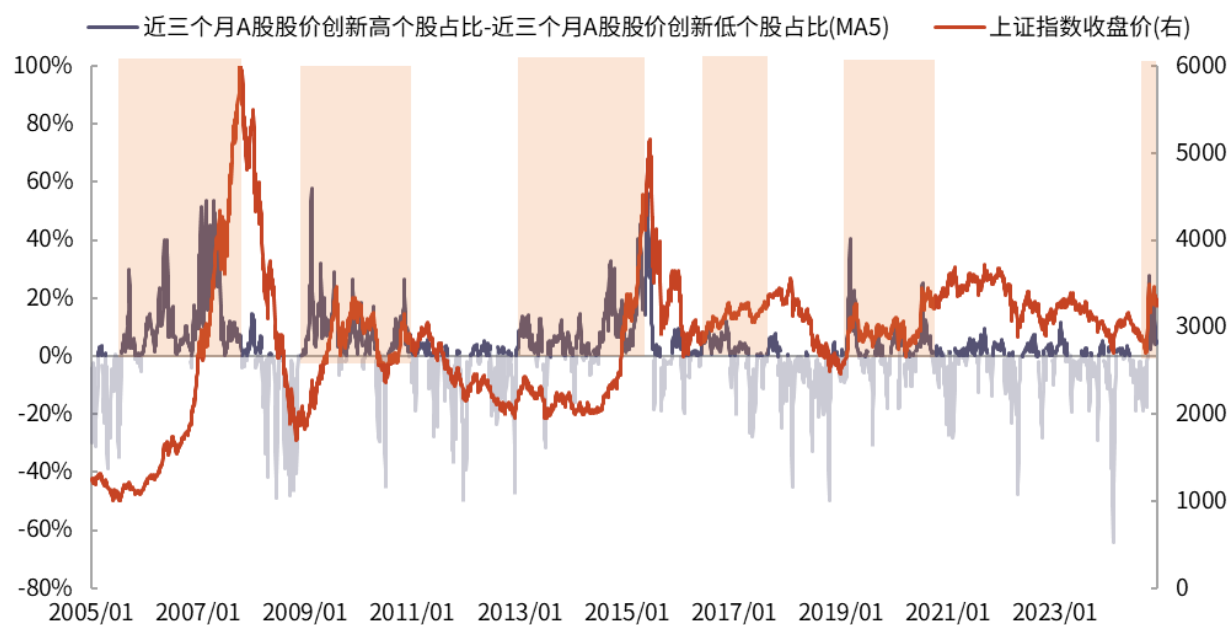
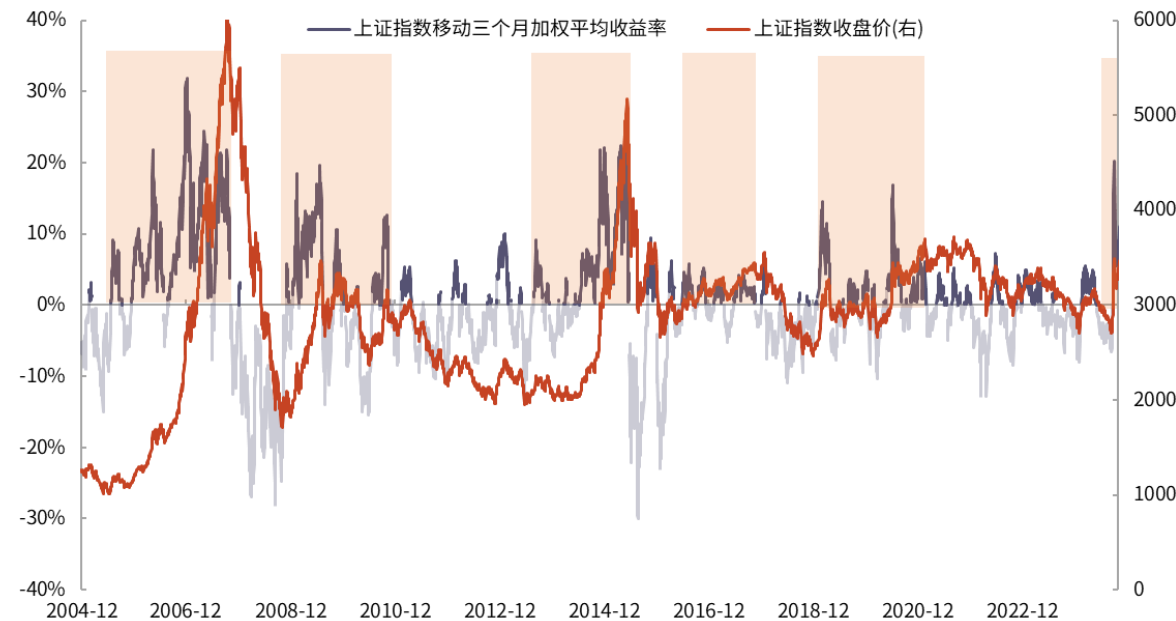


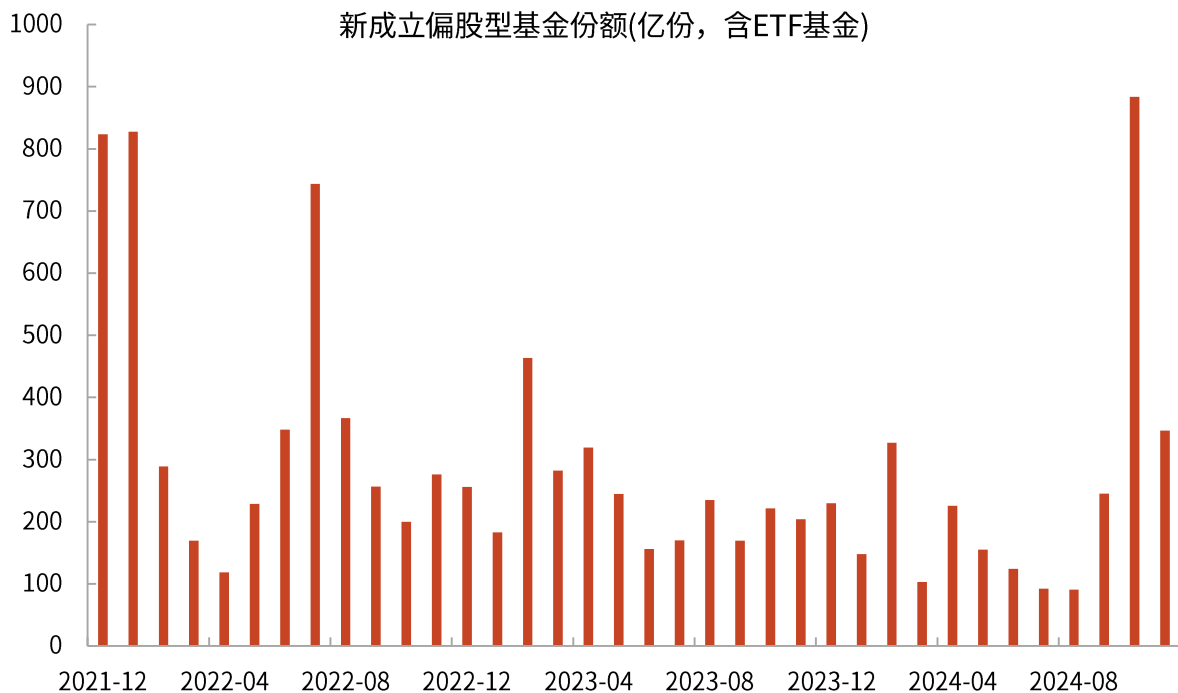
图22：历史来看，市场在牛市初期通常有相对明显的赚钱效应



1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

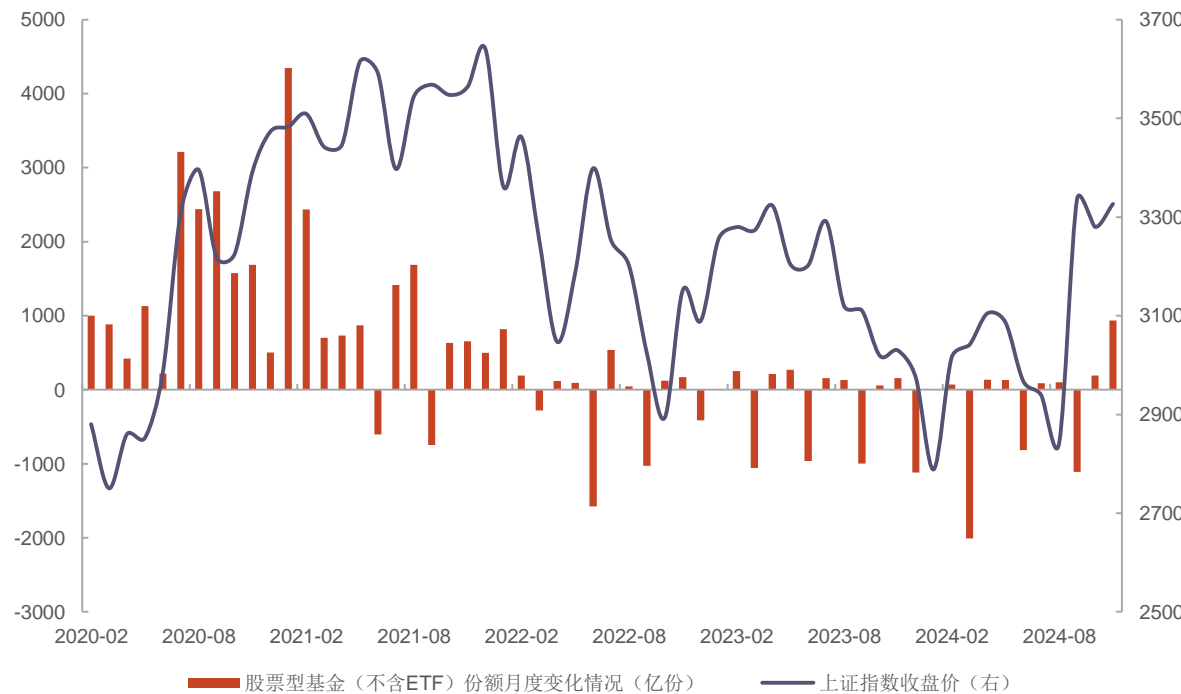
➤ 公募基金发行回暖，持续为A股市场带来增量资金。随着市场行情回暖，投资者申购基金的热情有所回升，10月、11月偏股型基金发行份额处于近几年来相对高位，为A股市场带来增量资金。

图23：近期，偏股型基金发行回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11

图24：近期，股票型基金（不含ETF）份额回升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11

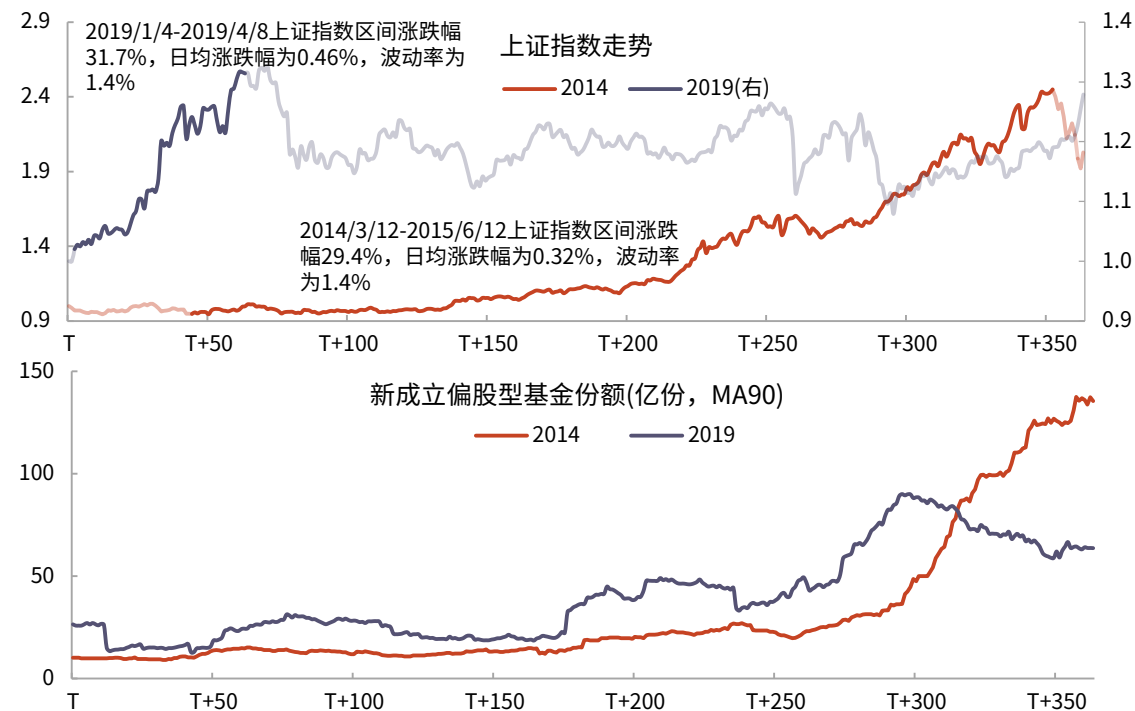
1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

➤ 当前市场上涨的驱动力仍来自于预期改善，市场波动率相对较大。从历史来看，预期改善驱动市场上涨的阶段，市场波动率相对较大。而盈利改善驱动市场上涨的阶段，市场波动率相对较小，毕竟基本面的变化通常相对缓慢且具有一定的持续性，而风险偏好的变化则相对更加敏感且迅速。因而，未来随着盈利逐步改善，A股市场或相对更加平稳。

图25：盈利改善的市场呈“慢牛”特征，基金发行与市场表现相关



图26：预期改善的市场呈“快牛”特征，基金发行呈震荡上行趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势是将2016、2020年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，图中的T表示当年的第一个交易日，T+n表示当年的第n+1个交易日

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势是将2014、2019年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，图中的T表示当年的第一个交易日，T+n表示当年的第n+1个交易日

1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

- 预期改善驱动市场上涨的阶段，市场波动率偏高，领涨行业之间的市场表现差异相对较小。盈利改善推动市场上涨的阶段，市场区间换手率相对更低，同时领涨行业的涨幅存在相对较大的差异；而预期改善推动市场上涨的阶段，市场区间换手率相对更高，同时，领涨行业的涨幅差异相对更小，呈现一定程度的普涨行情。
- 建议降低交易频率。当前产业边际变化尚未形成明显趋势，预计A股各行业之间市场表现差异或将缩小，建议降低交易频率，避免追涨杀跌。

图27：盈利改善推动的牛市中，机构获得超额收益的比例高于个股

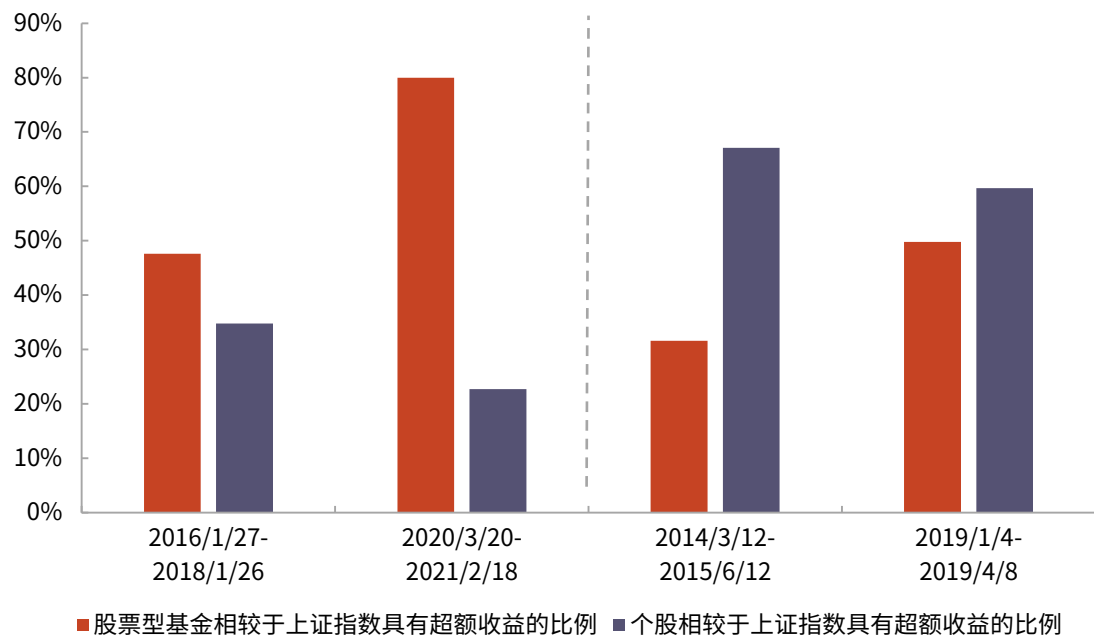
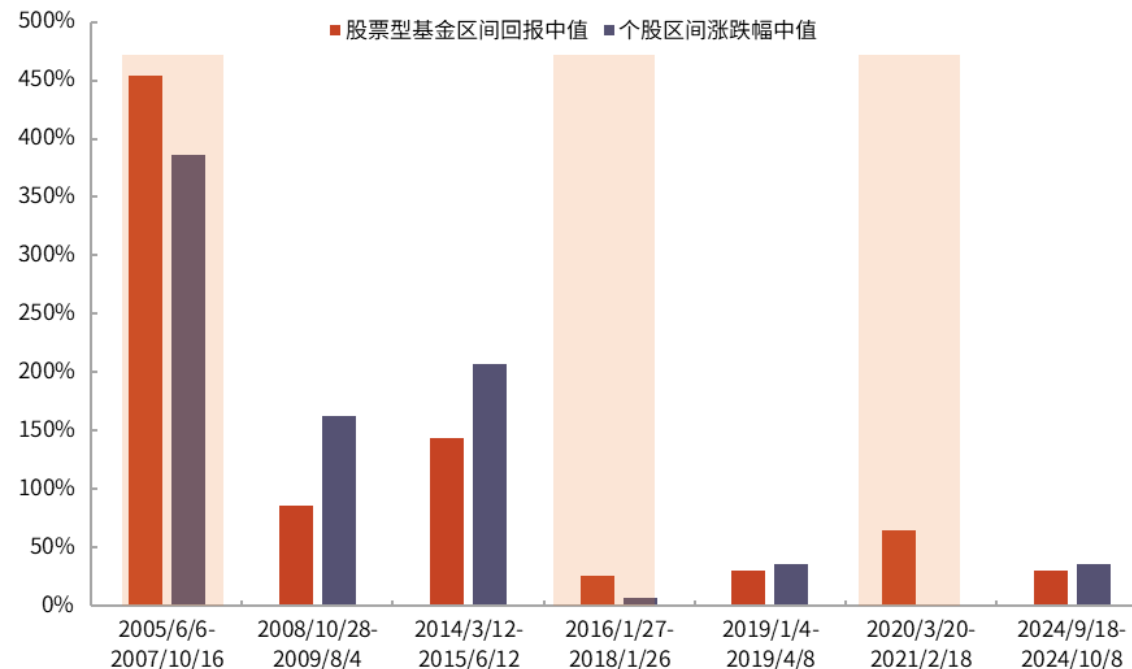


图28：盈利改善推动的牛市中，A股日均换手率相对更低，领涨行业收益率标准差相对更高



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金，个股仅统计了沪深A股

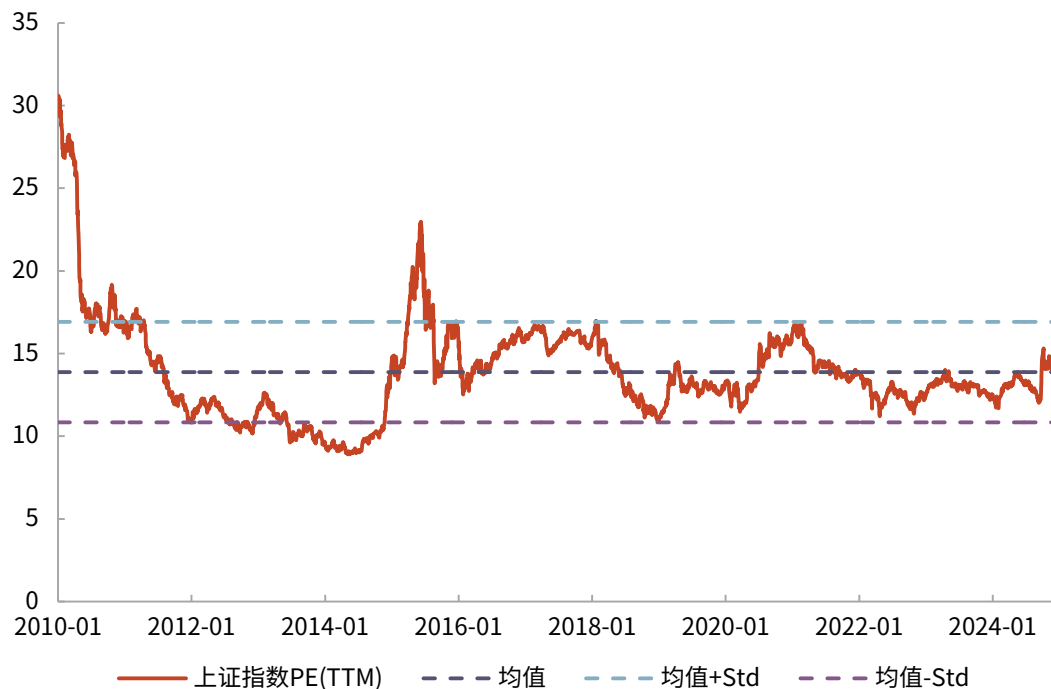
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金，个股仅统计了沪深A股

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：仍在验证期
- 3、港股市场：关注结构性机会
- 4、风险提示

2.1 短期市场估值仍然有提升空间

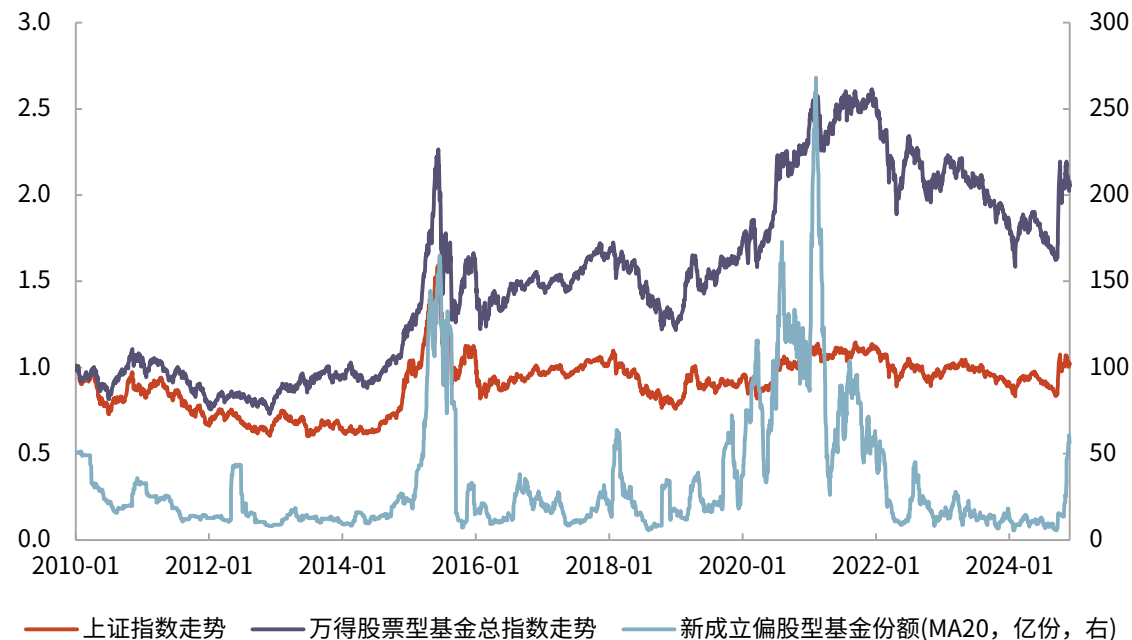
- 政策的持续支持以及赚钱效应带来的资金流入将有望进一步提升市场估值。截至2024年11月29日，上证指数PE(TTM)位于2010年以来的均值附近。历史来看，政策支持之下，市场估值通常会显著抬升。同时，历史来看，赚钱效应带来的增量资金流入通常会有一定的滞后。因此，虽然当前市场估值处于2010年以来的均值附近，但后续增量资金的流入可能会继续助力市场估值抬升。

图29：当前市场估值处于2010年以来的均值附近



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11/29

图30：赚钱效应带来的资金流入通常会滞后

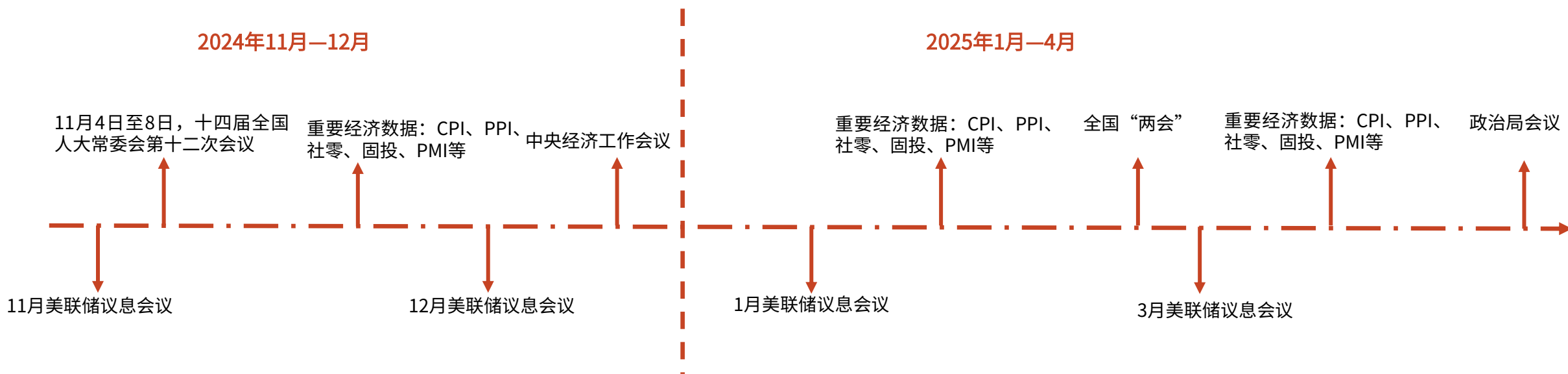


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势和万得股票型基金总指数走势是将上证指数、万得股票型基金指数2010年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，数据截至2024/11/29

2.2 关注2024年12月与2025年3月份关键的时间节点

- 从时间节点来看，2024年12月与2025年3月或将是市场行情演绎的重要时间节点。短期内，市场交易或仍然围绕政策预期展开，但未来或将进入政策观察期，预计今年年末的中央经济工作会议将部署2025年的经济工作，这是年末第一个值得关注的时间节点。此外，明年3月前后市场将进入数据验证期，3月全国“两会”确定的全年经济目标对市场而言值得关注。

图31：未来部分重要事件和经济数据值得关注



2.3 市场面临的主要风险来自于外部

- **关注外部风险。**随着特朗普再度当选美国总统，中美关系走向值得关注。从特朗普新内阁成员的提名来看，部分成员对华态度强硬，且特朗普加征关税的主张或对我国出口形成扰动。因此，短期内需关注外部风险。

表3：特朗普外交、贸易及国家安全团队介绍

职位	人物	简要介绍	人物标签
国务卿	马尔科·卢比奥	佛罗里达州参议员，推动多个反华法案	特朗普政府中最喧闹的反华先锋
国家安全事务助理	迈克·沃尔兹	前陆军特种部队队员、国会众议员	FOX新闻常客、鹰派外交人士
商务部部长	霍华德·卢特尼克	金融服务企业康托·菲茨杰拉德公司CEO	特朗普亲密友人、竞选筹款人、激进的关税派人士
贸易代表	贾米森·格里尔	具有国际贸易法背景的律师、在特朗普第一任期参与贸易谈判	莱特希泽助手、技术官僚
美国中东问题特使	史蒂夫·威特科夫	房地产投资商	特朗普亲密友人、与犹太财团的联络人
美国驻以色列大使	迈克·赫卡比	曾任阿肯色州州长、虔诚的福音派基督徒	支持以色列扩张领土，反对“两国方案”
美国常驻联合国代表	爱丽丝·斯蒂芬尼克	国会众议员，早年为温和保守派，倒向特朗普后日益激进	以色列的坚定支持者
“边境沙皇”	汤姆·霍曼	拥有30年移民执法工作经验	遣返移民时手段狠辣

资料来源：环球时报，WIND，新华社，华尔街日报，光大证券研究所宏观团队整理

表4：特朗普政策主张

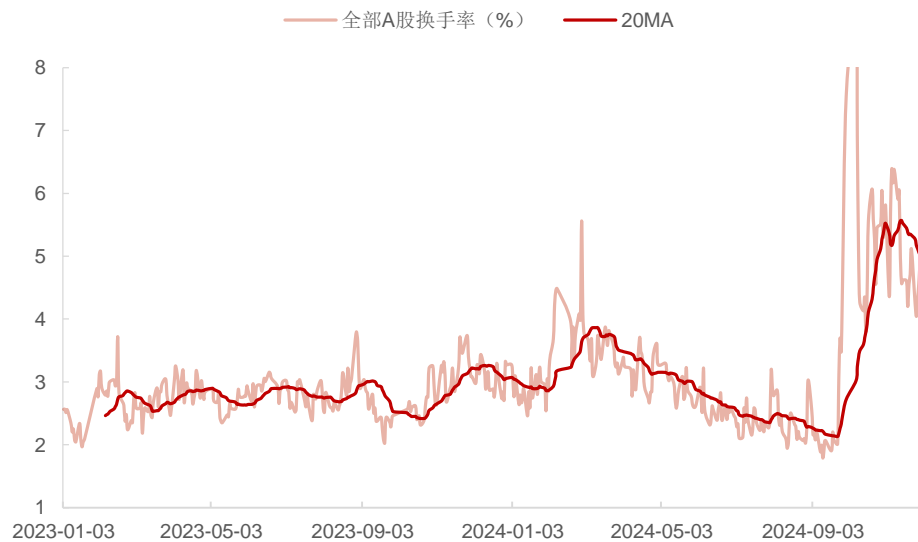
	领域	2024年政策纲领	主要内容
财政扩张刺激经济	税收	对内减税	(1)延续减税法案中个税条款，提议取消对小费、社会保障福利以及加班工资的所得税。 (2)将在美国生产产品的公司税率降至15%，这一数字远低于当前的21%。
	财政	扶持本国制造业	(1)为购买美国产汽车提供税收减免优惠，废除或部分废除拜登《削减通胀法案》。 (2)将关税所得资金注入主权财富基金并投资于制造业中心国防和医学研究。
	货币	倾向货币宽松，支持尽快降息	(1)特朗普任内曾多次公开施压美联储，指责美联储加息拖累美国股票市场表现和经济增长，要求尽快降息，并认为目前利率过高。 (2)倾向于实施弱美元政策，提振出口。
逆全球化加剧	关税	提升关税	(1)承诺要对所有国家的所有进口商品征收20%的统一关税，特别是对中国进口商品征收高达60%的关税。
	移民	收紧移民政策	(1)继续收紧移民政策，当选后或实施美国史上规模最大的非法移民驱逐计划。
	军事	加大对以色列支持、减少对乌援助	(1)计划解决俄乌冲突，并打算当选后就立即行动，而不是等到1月正式就职。 (2)希望以色列可以在自己胜选后迅速结束加沙冲突，将给予以色列更自由的决策权，抨击拜登试图限制以色列针对伊朗的报复性袭击。

23 资料来源：央视网，新浪财经，光大证券研究所宏观团队整理

2.4 市场风格：情绪未来预计将维持高位

- 当前市场交易活跃，投资者情绪整体处在高位。随着一系列政策措施落地，市场情绪出现了显著抬升，尽管10月份以来市场情绪有所波动，但整体仍然处于历史相对高位，截至11月29日，A股换手率处于相对高位，市场交易活跃。
- 政策积极呵护经济与市场，预计市场情绪有望维持高位。11月中旬期间，市场情绪出现了一定波动，不过在政策端很快便迎来了积极表态，11月19日，证监会主席吴清在第三届国际金融领袖投资峰会上表示，“在座有很多的长期投资，当然长期投资、短期投资我们都是欢迎的，但现在在市场上更需要把长期资金入市的堵点打通”。总体来看，政策积极呵护经济与市场，预计市场情绪有望维持高位。

图32：A股换手率处于相对高位



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2024年11月29日

表5：政策传递积极信号

会议或政策	时间	主要内容
保险业高质量发展座谈会	2024/11/26	金融监管总局党委书记、局长李云泽强调，保险业要发挥保险资金长期投资优势，持续支持国家重大战略，加大对战略性新兴产业、先进制造业、新型基础设施等重点领域投资力度，更好服务新质生产力发展
第三届国际金融领袖投资峰会	2024/11/19	中国证监会主席吴清在第三届国际金融领袖投资峰会上表示：“在座有很多的长期投资，当然长期投资、短期投资我们都是欢迎的，但现在在市场上更需要把长期资金入市的堵点打通”
政治局会议	2024/9/26	当前经济运行出现一些新的情况和问题。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。
国新办新闻发布会	2024/9/24	中国人民银行等三部门宣布推出一批新举措，相关政策包括降低存款准备金率和政策利率、降低存量房贷利率、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展、推动中长期资金入市、优化无还本续贷政策、对六家大型商业银行增加核心一级资本等。

资料来源：新华社，国新办等，光大证券研究所整理

2.4 市场风格：现实或在“强现实”及“弱现实”间波动

- 从实际经济数据来看，已有部分指标出现了改善。从当前已经披露的经济数据来看，随着稳增长政策的持续发力，国内经济数据已经出现了一定程度的改善，例如10月份的PMI、社零、M1、M2等数据，相比于9月份而言均出现了不同程度的回暖。不过经济修复的过程不会是一蹴而就的，当前仍然有一些经济数据较为疲弱，例如CPI、PPI数据，而社融及信贷数据10月份也有所下滑。因此，对于目前的市场而言，可能还并不能称之为“强现实”。
- 受政策发力节奏及投资者预期波动影响，未来经济或在“强现实”及“弱现实”之间波动。当前稳增长政策仍在陆续出台，而12月期间又将会召开中央经济工作会议，受政策出台节奏和投资者预期波动的影响，我们认为经济现实存在较强的不确定性，可能会在“强现实”及“弱现实”之间波动。

表6：国内经济部分指标出现了一定程度的好转

领域	指标	2024-10	2024-09	2024-08
制造业	中国制造业采购经理指数(PMI, %)	50.1	49.8	49.1
	工业增加值(%)	5.3	5.4	4.5
进出口	进口(%)	-2.3	0.3	0.4
	出口(%)	12.7	2.4	8.7
消费	社会消费品零售(%)	4.8	3.2	2.1
固投	固定资产投资:累计(%)	3.4	3.4	3.4
	固定资产投资:制造业:累计(%)	9.3	9.2	9.1
	固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	9.35	9.26	7.87
	固定资产投资:房地产开发:累计(%)	-10.3	-10.1	-10.2
通胀	CPI(%)	0.3	0.4	0.6
	PPI(%)	-2.9	-2.8	-1.8
金融	M1(%)	-6.1	-7.4	-7.3
	M2(%)	7.5	6.8	6.3
	人民币贷款(%)	8	8.1	8.5
	社会融资规模存量(%)	7.8	8	8.1
失业率	城镇调查失业率(%)	5	5.1	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所

图33：10年期国债利率未来或会呈现震荡走势

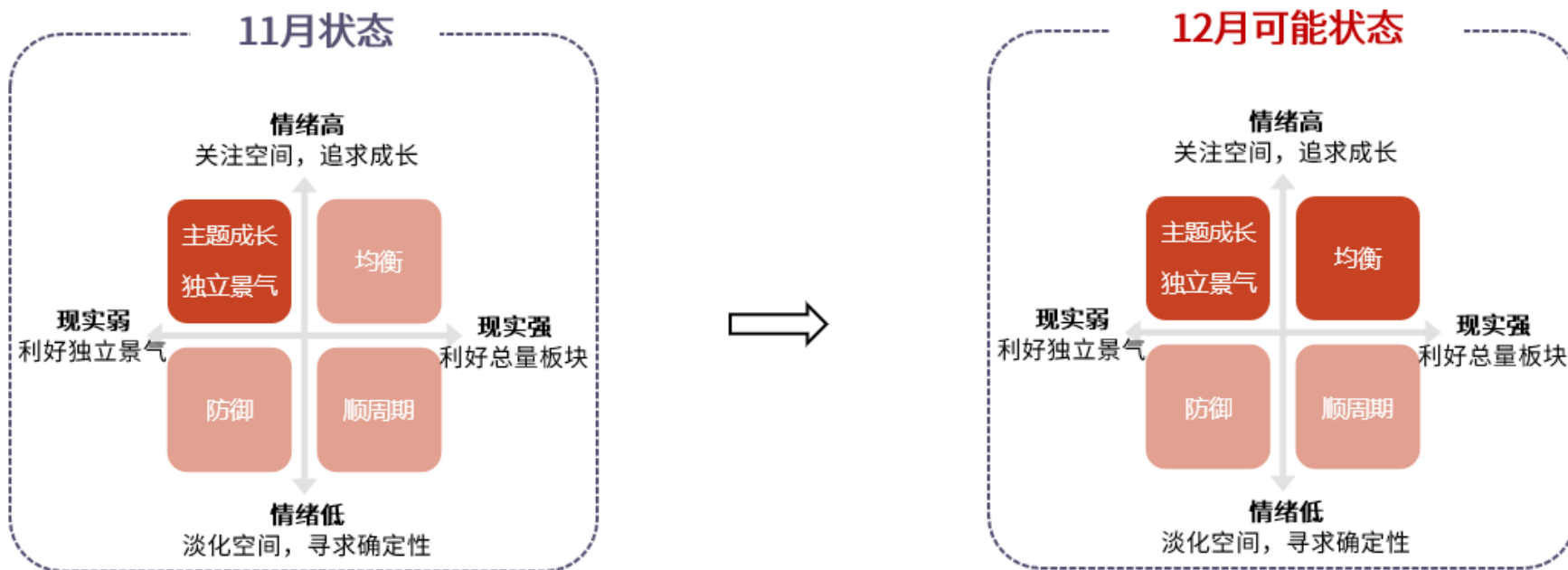


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：截至2024/11/29

2.4 市场风格：12月或在成长与均衡之间轮动

- 未来市场或将处于“强现实、强情绪”或“弱现实、强情绪”情景，市场风格或在成长与均衡风格之间轮动。结合前文分析，市场情绪在政策呵护下有望维持高位，而经济现实受政策出台节奏及投资者预期影响，可能会在“强现实”及“弱现实”之间反复切换。总体而言，未来市场风格或将在成长及均衡之间进行轮动。从投资角度来看，兼具成长及均衡属性的方向或将是配置的首选，均衡偏经济风格方向则可适度参与博弈。

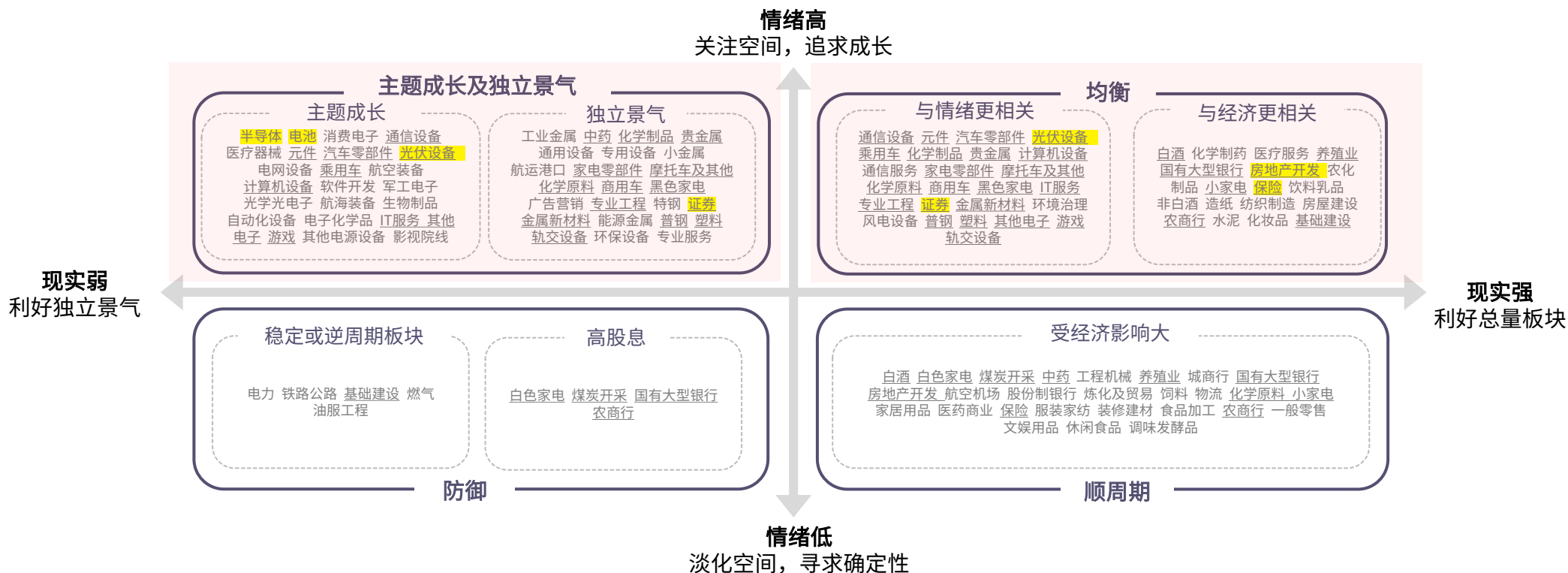
图34：未来市场风格或在成长与均衡之间轮动



2.5 细分行业推荐

- 细分行业方面，成长风格行业关注证券、光伏设备、电池、半导体等，均衡偏经济风格关注保险、房地产开发等。结合交易信号、财务数据、行业研究员观点等指标，成长风格行业中，12月建议重点关注证券、光伏设备、电池、半导体等。均衡偏经济风格板块中，12月建议重点关注保险、房地产开发。

图35：建议关注的细分行业（黄底色）



2.6.1 成长风格行业推荐：证券

- **并购重组预期催化下，券商板块值得关注。**3月15日，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》并指出“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强”。9月25日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，从六个方面对并购重组做出指引。在监管鼓励券商并购重组的大背景下，未来或许会看到更多的政策出台，以及实际的并购重组事件。并购重组预期催化下，券商板块值得投资者关注。
- **此外，当前市场成交额整体处于高位，也有利于证券行业景气度改善。**
- **风险提示：市场成交量大幅下降；并购重组政策催化不及预期；市场风险偏好明显回落。**

表7：《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(2024/9/25)主要内容

领域	主要内容
支持上市公司向新质生产力方向转型升级	证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。
鼓励上市公司加强产业整合	资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募基金积极参与并购重组。
进一步提高监管包容度	证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。
提升重组市场交易效率	证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
提升中介机构服务水平	活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。
依法加强监管	证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

图36：市场成交额目前整体处于相对高位

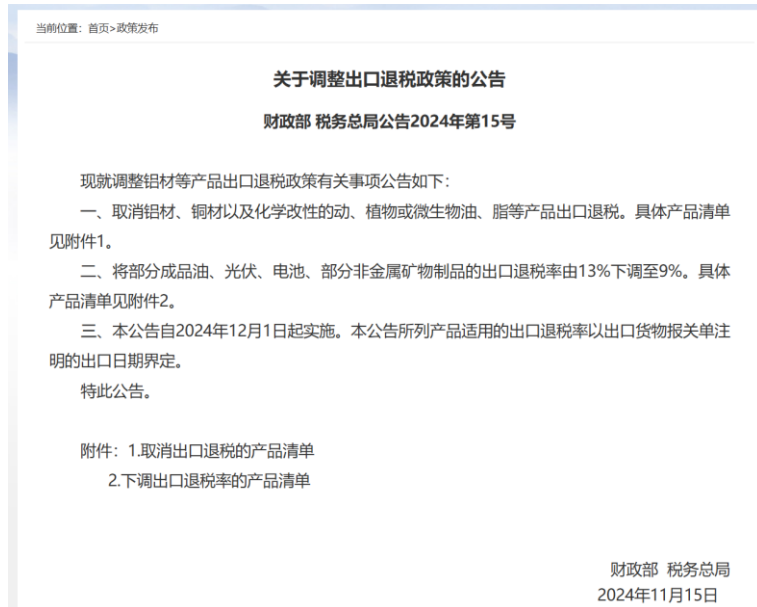


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年11月29日

2.6.2 成长风格行业推荐：光伏设备

- **出口退税率调整，利好产品涨价、优化供给侧。**11月15日，财政部、税务总局取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税；将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品出口退税率由13%下调至9%。该政策具有标志性意义，中国为应对逆全球化影响及部分优势产业供需矛盾，正通过一揽子政策调整，旨在减少低价产品无序输出全球、防止供给侧持续无序内卷。在新能源领域，我国的光伏、锂电产品在全球具有很强优势，出口退税调整政策并不会影响产品全球竞争力，反而可通过出口产品涨价，将更多收入留在国内，并有利于推动淘汰落后产能，推动行业高质量发展。光伏、锂电行业“防内卷”优化供给侧已成为政策重要导向，议价能力较强、成本曲线陡峭、亏损时间较长的环节均具备较好的投资机会。从政策预期结果看，涨价是大概率事件，但幅度或受政策力度和市场供需情况影响，建议重点关注硅料、BC电池板块。
- **风险提示：**海外政策冲击；产品需求不及预期；供给侧优化不及预期。

图37：关于调整出口退税政策的公告

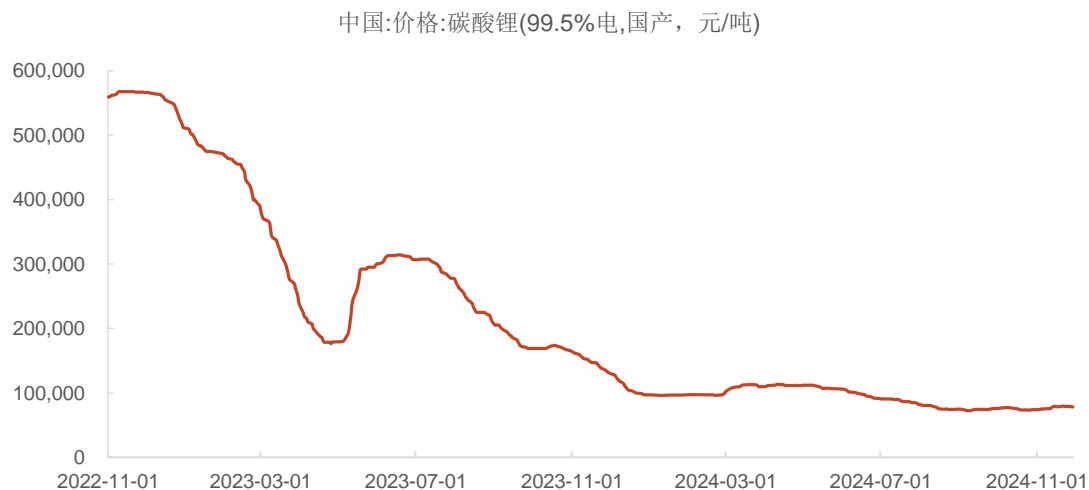


资料来源：财政部，光大证券研究所

2.6.3 成长风格行业推荐：电池

- **欧盟对华电动汽车加征关税有望取消，强化涨价逻辑。**随着特朗普当选，欧洲产业竞争政策发生调整，其对华电动汽车加征关税争端有望出现转机。双方达成协议可能带有条件，设置最低出口价格、要求在中国设厂时进行技术合作等。此前国内电池等产品出口退税率下调，即为面对全球政治变化及贸易争端的先发动作。出口退税等形式的补贴可能给海外贸易摩擦留下隐患，例如欧盟反补贴税，降低出口退税为双方谈判提供筹码。降低出口退税率减少通过国内财政补贴海外通胀，减轻国家财政负担引导企业转向技术创新和产品升级，有望开启相关产品的涨价潮。
- **出口退税率调整，利好产品涨价、优化供给侧。**11月15日，财政部、税务总局取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税；将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品出口退税率由13%下调至9%。该政策具有标志性意义，中国为应对逆全球化影响及部分优势产业供需矛盾，正通过一揽子政策调整，旨在减少低价产品无序输出全球、防止供给侧持续无序内卷。在新能源领域，我国的光伏、锂电产品在全球具有很强优势，出口退税调整政策并不会影响产品全球竞争力，反而可通过出口产品涨价，将更多收入留在国内，并有利于推动淘汰落后产能，推动行业高质量发展。
- **风险提示：**需求不及预期；海外政策风险；竞争加剧风险。

图38：近期碳酸锂价格处于历史相对低位



2.6.4 成长风格行业推荐：半导体

- **大基金三期成立有助于进一步推动半导体国产化。**大基金三期正式成立，基于注册资本判断，其投资规模将有望大幅超过大基金一期、二期投资，在大基金三期资金的进一步推动下，国内半导体行业相关企业将有望获得充足资金进行产品研发、验证导入，进而实现企业半导体相关产品的规模化放量，最终在持续地正反馈作用下帮助企业实现长久发展，同时也使得我国实现半导体“卡脖子”技术的突破。
- **台积电及三星断供 7nm AI芯片，半导体国产化重要性持续凸显。**根据集微网等报道，11月11日起台积电暂停向中国大陆 AI/GPU 客户供应所有 7nm 及更先进工艺的芯片。此外，根据中国台湾媒体《经济日报》11月12日报道，三星晶圆代工事业单位受限于美国禁令升级无法接单生产，也将停止向中国大陆供应 7nm 及以下芯片。随着特朗普的正式上台，其或将进一步加大美国及其盟友在集成电路等高科技领域对华的出口管制，可能也不排除通过“列入实体清单”等方式限制中国集成电路等领域科技企业的正常展业。在此预期下，国内集成电路领域自主可控、国产替代的重要性再度凸显，进而推动集成电路领域相关龙头企业投资价值的提升。
- **风险提示：政策力度不及预期；海外国家及地区政策限制风险；下游需求不及预期。**

图39：大基金三期于5月24日正式成立

The screenshot shows the public information page for the National Integrated Circuit Industry Investment Fund III. The page is titled "国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司" (National Integrated Circuit Industry Investment Fund III Public Company Limited). It includes a search bar with the text "存续 (在营、开业、在册)" and buttons for "发送报告", "信息分享", and "信息打印". The main content area is divided into sections: "基础信息" (Basic Information), "行政许可信息" (Administrative License Information), "行政处罚信息" (Administrative Penalty Information), "列入经营异常名录信息" (Information on Inclusion in the Abnormal Business Operator List), "列入严重违法失信名单 (黑名单) 信息" (Information on Inclusion in the List of Seriously Illegal and Discreditworthy Entities (Blacklist)), and "公告信息" (Announcement Information). The "营业证照信息" (Business License Information) section is expanded, showing details such as: 统一社会信用代码: 91110000MADMQ4TB8N; 注册号: ; 类型: 其他股份有限公司(非上市); 注册资本: 34400000.000000万人民币; 登记机关: 北京市市场监督管理局; 住所: 北京市北京经济技术开发区荣昌东街甲5号3号楼9层901-6; 企业名称: 国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司; 法定代表人: 张新; 成立日期: 2024年05月24日; 核准日期: 2024年05月24日; 登记状态: 存续 (在营、开业、在册). A note at the bottom states: "提示: 根据《市场主体登记管理条例》及其实施细则, 按照《市场监管总局办公厅关于调整营业证照照面事项的通知》要求, 国家企业信用信息公示系统将营业证照照面公示内容作相应调整, 详见https://www.samr.gov.cn/zw/zfxxgk/fdzdgnr/djzcj/art/2023/art_9c67139da37a46fc8955d42d130947b2.html".

资料来源：国家企业信用信息公示系统，光大证券研究所

2.7.1 均衡风格偏顺周期行业推荐：保险

- **从负债端来看**，目前保险产品预定利率已全面下调，一方面负债端刚性成本下降将利好险企利差损风险缓释；另一方面尽管需求提前释放或将导致保险产品短期销售遇冷，但随着产品结构优化及“报行合一”持续深化，NBVM有望进一步提升以对冲部分新单压力，叠加前三季度主要上市险企NBV增幅普遍走阔，将对全年价值表现形成有力支撑，负债端景气度有望延续。
- **从资产端来看**，一方面权益市场回暖及长端利率企稳将显著利好险企投资收益改善，低基数下提振4Q盈利表现；另一方面随着地产领域相关支持政策逐渐落地显效，市场对险企地产风险敞口的担忧情绪有望进一步缓解，进而推动板块估值上修。
- **风险提示**：保费收入不及预期；资本市场大幅波动；利率超预期下行。

表8：2024年1-10月主要上市险企保费收入情况

公司名称	1-10月保费(亿元)	1-10月累计同比	累计同比较9月变动(pct)	10月单月保费(亿元)	10月单月同比	单月同比较9月变动(pct)
寿险业务						
中国人寿	6,269	4.9%	(0.2)	186	-2.6%	1.4
中国平安	4,775	9.0%	(0.8)	277	-1.9%	(21.9)
寿险	4,474	9.4%	(0.8)	257	-1.9%	(24.5)
养老	150	-5.4%	(0.5)	8	-13.4%	9.4
健康	151	14.2%	(0.3)	12	10.4%	(11.0)
太保寿险	2,196	2.4%	(0.0)	100	2.3%	(10.4)
新华保险	1,556	1.8%	(0.1)	100	-0.2%	(2.3)
中国人保	1,456	7.0%	(0.3)	50	-0.9%	(12.8)
寿险	998	5.6%	(0.3)	32	-2.8%	(11.6)
健康	458	10.1%	(0.3)	18	2.6%	(14.8)
财险业务						
人保财险	4,609	4.8%	0.2	326	7.8%	1.1
车险	2,378	3.6%	0.3	243	6.4%	1.1
非车险	2,232	6.2%	0.2	82	12.3%	3.4
平安财险	2,657	6.5%	0.6	263	12.2%	1.3
太保财险	1,729	7.4%	(0.3)	130	3.9%	(3.3)
上市公司总保费						
中国人寿	6,269	4.9%	(0.2)	186	-2.6%	1.4
中国平安	7,432	8.1%	(0.3)	541	4.5%	(11.6)
中国太保	3,924	4.5%	(0.1)	230	3.2%	(6.7)
新华保险	1,556	1.8%	(0.1)	100	-0.2%	(2.3)
中国人保	6,065	5.3%	0.1	376	6.6%	(0.8)

2.7.2 均衡风格偏顺周期行业推荐：房地产开发

- **房地产政策持续出现优化。**2023年7月政治局会议提出我国房地产市场供求关系已发生重大变化，2024年继续优化房地产政策，4月政治局会议提出研究消化存量房产，5月提出3000亿元保障性住房再贷款，取消按揭贷款利率下限，9月将首套房和二套房的按揭贷款首付比例下限统一调整为15%。供给侧看，强调金融业支持房地产责无旁贷，“金融16条”延期至2026年底，通过信贷、债券、股权等支持房地产融资，强调不同所有制房企融资“一视同仁”；需求侧看，充分赋予城市调控自主权，地方政府“因城施策”加大购房支持力度，包括优化“认房认贷”、差异化确定本地的首付比例及按揭利率等。
- **新房及二手房数据10月份出现好转。**新房：10月光大核心30城商品住宅成交面积同比+4.5%，成交均价同比+1.3%，环比+3.7%；1-10月30城累计成交面积同比-31.3%，成交均价同比+1.5%。二手房：10月光大核心15城二手房成交面积同比+21%，10城二手房成交均价同比-0.5%，环比+4.3%；1-10月核心15城二手住宅累计成交面积同比+0.3%。
- **风险提示：**政策推进不及预期；需求不及预期；房地产企业项目竣工不及预期。

图40：光大核心30城商品住宅（不含保障）成交面积单月同比



图41：光大核心15城二手住宅成交面积当月同比

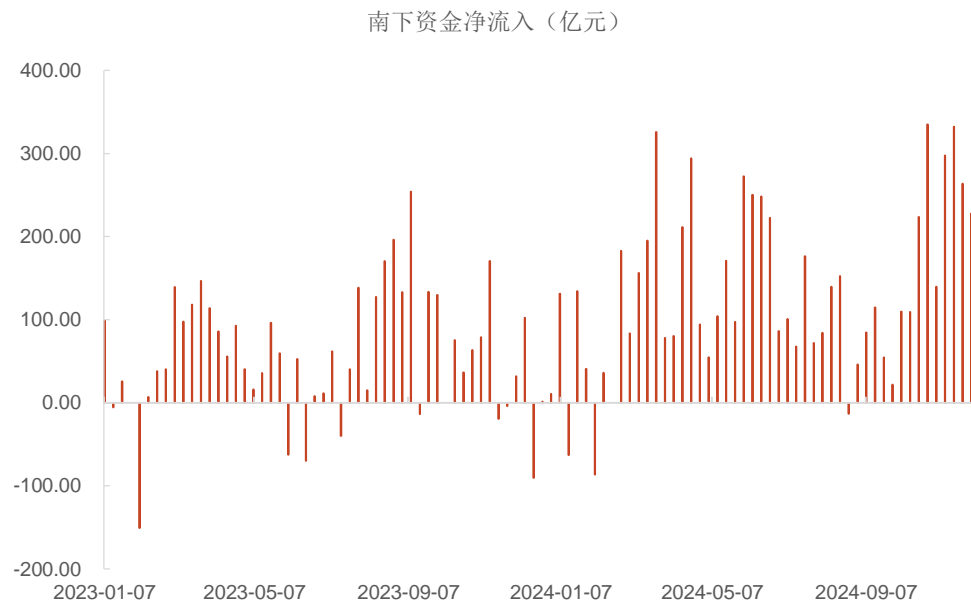


- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：仍在验证期
- 3、港股市场：关注结构性机会**
- 4、风险提示

3.1 南下资金持续流入港股市场

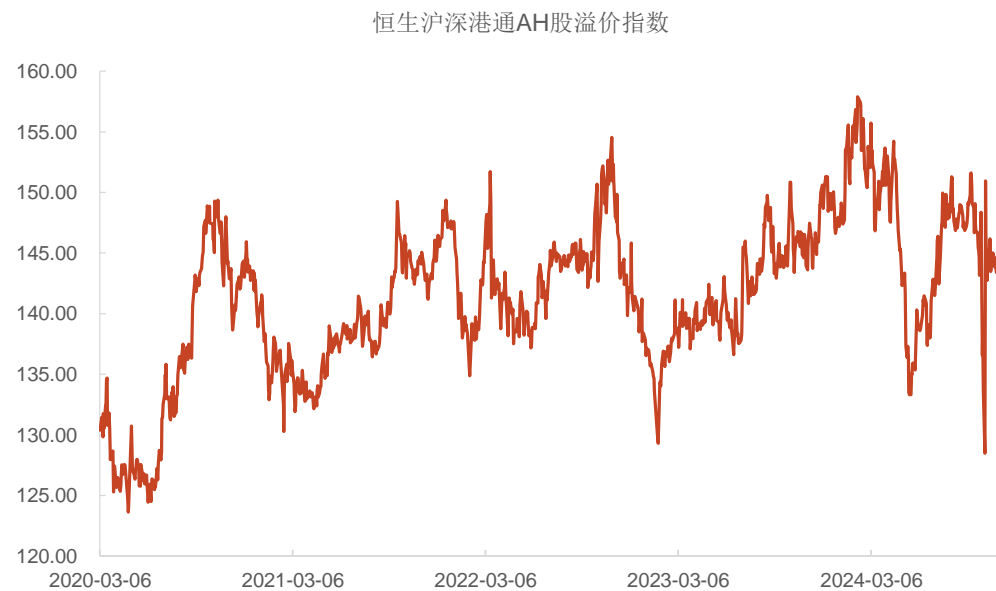
- 11月南下资金逆势流入港股市场。地缘局势紧张、“特朗普交易”重启、美联储降息预期降温、人民币贬值压力、国内政策力度博弈等多种宏观因素导致11月港股市场承压，但南下资金持续流入港股市场。
- AH股溢价指数回升至相对高位，港股配置性价比提升。随着前期港股市场的调整，近期AH股溢价指数回升至相对高位，港股配置性价比有所提升，可能刺激南下资金继续流入。

图42：10月以来南下资金持续净流入



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年11月29日

图43：AH股溢价指数回升至相对高位

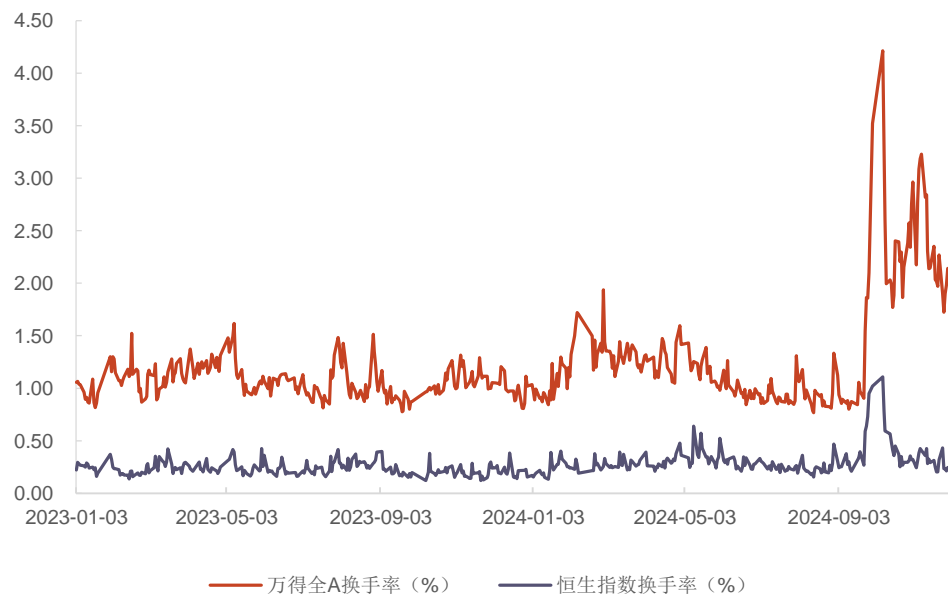


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年11月29日

3.2 港股市场成交量并未显著放大

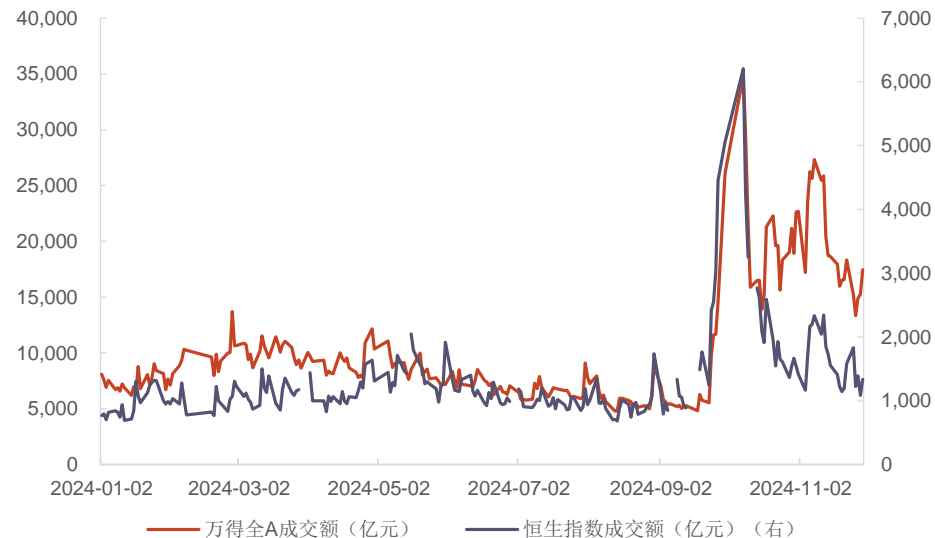
- ▶ 港股市场受海外资金影响明显，近期港股成交额回落明显。港股市场受海外资金影响明显，相比于近期A股市场换手率高位波动，港股市场的换手率则显著回落。从成交额来看，9月市场上涨阶段，港股及A股市场成交均快速上行，但10月中旬开始分化，港股成交额快速回落，而A股维持在相对高位。

图44：A股换手率显著高于港股



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年11月29日

图45：恒生指数成交额回落明显

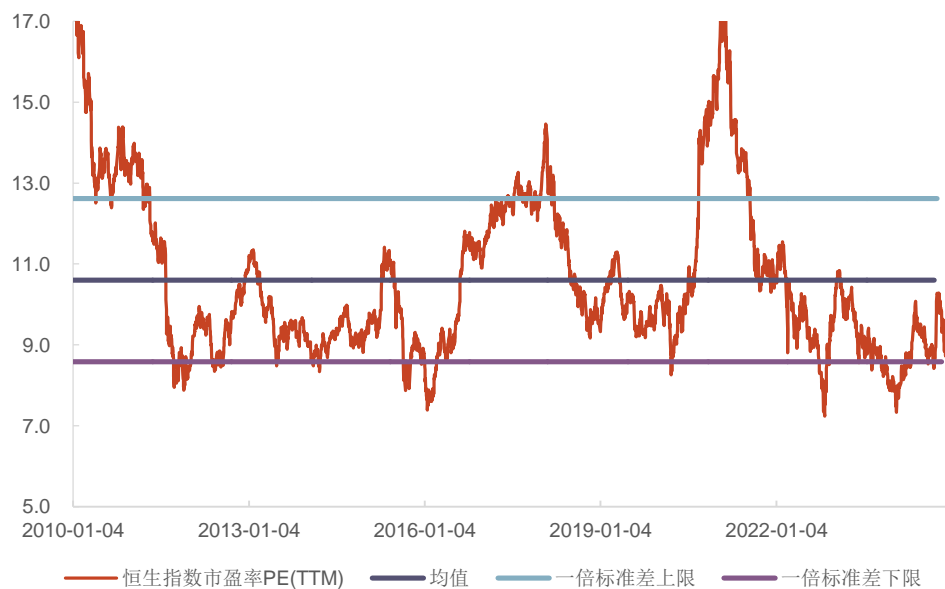


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年11月29日

3.3 港股估值水平处于低位

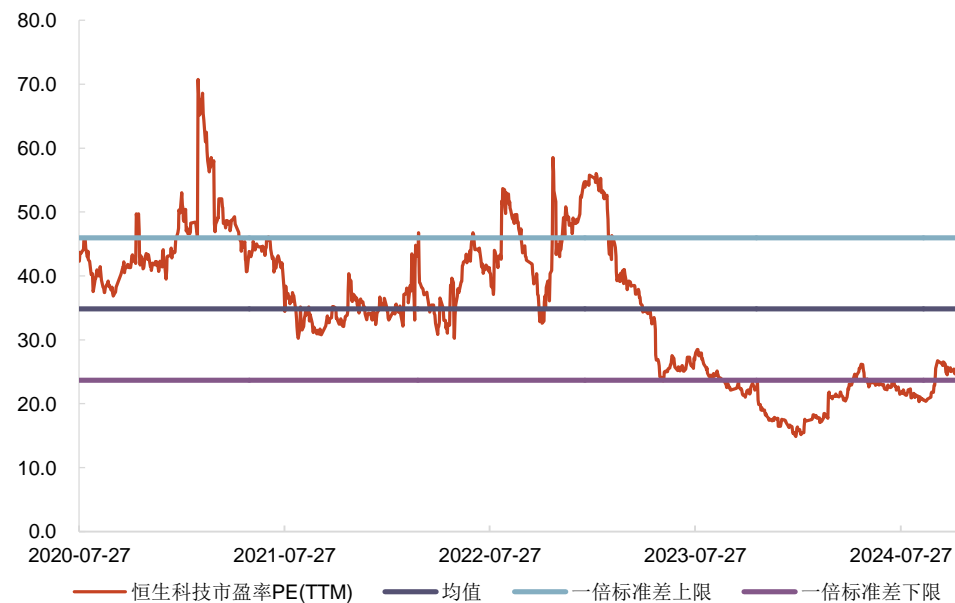
- 当前港股估值较低，具有较高的配置性价比。随着前期港股市场的调整，当前恒生指数和恒生科技指数的PE（TTM）估值均处于历史相对低位，具有较高的配置性价比。

图46：恒生指数的PE（TTM）估值处于历史相对低位



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中一倍标准差上限和下限=均值±一倍标准差，数据时间区间为2010/1/1-2024/11/29

图47：恒生科技指数的PE（TTM）估值处于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中一倍标准差上限和下限=均值±一倍标准差，数据时间区间为2020/7/27-2024/11/29

3.4 港股市场回暖仍依赖经济与盈利的持续好转

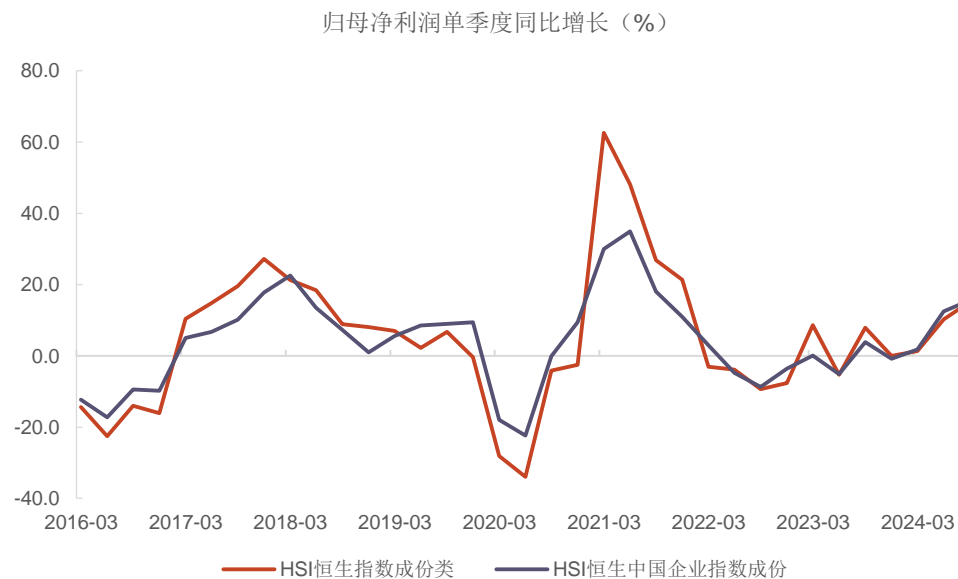
➤ 港股市场回暖仍依赖经济与盈利的持续好转。历史来看，国内经济数据的好转对港股市场行情有明显的提振作用。11月制造业PMI继续上行，连续超出市场预期。伴随12月重要会议可能和经济数据持续共振，同时海外风险对市场情绪的边际影响逐步减弱，后续港股市场情绪有望持续修复。此外，从盈利来看，港股盈利逐步修复，有望成为后续市场上涨的动能。

图48: 恒生指数与制造业PMI指数相关性较强



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 恒生指数收盘价截至2024年11月29日, PMI数据截至2024年11月

图49: 港股盈利持续修复



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至2024Q3

3.5 光大证券港股建议关注列表

表9：光大证券港股建议关注列表

代码	证券名称	行业	EPS (元)		逻辑
			2024(E)	2025(E)	
3896.HK	金山云	计算机	-0.55	-0.06	3Q24调整EBITDA率实现9.8%，来自小米&金山软件生态的收入有望加速增长 1、持续赋能小米&金山生态系统，2025-27三年框架协议收入上限总额达113亿元 2、3Q24公有云营收回归双位数增长，AI布局已初见成效 3、行业云持续深耕优势细分领域，重视项目的盈利能力+可持续性
1810.HK	小米集团-W	电子	0.95	1.16	小米集团：IoT营收&毛利率有望强劲增长，SU7 Ultra量产版发布卡位80+万价格带 1、3Q24智能手机出货保持同比提升，3Q24毛利率或为全年低点 2、IoT自研品类+海外加强发力、3Q24毛利率有望突破20%，互联网业务或将环比略增 3、汽车单月交付突破2万台，SU7 Ultra量产版发布卡位80+万价格带，2024全年研发投入将超140亿
1415.HK	高伟电子	电子	0.11	0.21	2024年有望切入iPhone后摄，中长期发展逻辑清晰 1、2023年业绩略不及预期，主要系iPad业务承压 2、24年有望切入iPhone后摄，份额或超此前预期 3、24年iPad新机发售+光学升规，平板业务有望实现量价双升 4、LiDAR应用场景广阔，持续深化与速腾聚创合作 5、MR供应链地位独特，期待Vision Pro放量打开中长期增长空间
2382.HK	舜宇光学科技	电子	2.26	2.71	24H1业绩大幅改善，光学规格升级+聚焦高端化有望驱动盈利能力持续改善 1、光学规格升级+聚焦高端化，产品结构优化驱动手机光学盈利能力显著提升 2、持续深耕车载相关产品，行业龙头地位稳固 3、VR/AR高速增长，中长期成长逻辑仍顺畅
2018.HK	瑞声科技	电子	1.27	1.84	24H1业绩超预期，光学业务毛利率转正 1、安卓声学中高端市场份额稳中有升，产品组合持续改善 2、收购PSS后协同效应逐步显现，业务多元化布局 3、光学毛利率转正，产品结构优化+光学规格升级有望驱动盈利能力持续提升 4、精密结构件业务毛利率提高，电磁传动跨界增长

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：仍在验证期
- 3、港股市场：关注结构性机会
- 4、风险提示

- ❑ 历史规律失效；
- ❑ 政策落地进度不及预期；
- ❑ 市场情绪显著回落；
- ❑ 中美关系波动压制市场风险偏好；
- ❑ 地缘冲突加剧。

衷心 感谢

光大证券研究所



策略研究团队

首席分析师

张宇生

📄 执业证书编号: S0930521030001

☎ 电话: 021-52523806

✉ 邮件: zhangys@ebscn.com

分析师

王国兴

📄 执业证书编号: S0930524070013

☎ 电话: 021-52523868

✉ 邮件: wangguoxing@ebscn.com

分析师

郭磊

📄 执业证书编号: S0930524060002

☎ 电话: 021-52523659

✉ 邮件: guolei66@ebscn.com

联系人

张卓然

☎ 电话: 021-52523418

✉ 邮件: zhangzhuoran@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。