

➤ 银行配置价值有无变化？

1. **银行的强势表现并非来自于高景气度，更多来自于其相对的比较优势。**尽管2024年以来上市银行的归母净利润依旧基本维持正增长，但是无论是营业收入还是拨备前净利润都出现一定程度下滑，目前银行业绩承压的主要原因为净息差的下降。

2. **当下实际增速资产、预期增速资产、盈利能力资产优势都在继续减弱，此环境下市场将不得不选择低估值红利资产。**目前整个银行板块仍然维持较高的股息率，四大行分红预案也或表明行业有未来长期维持高股息的可能；估值维度来看银行板块的 ROE/PB 即使经过近期较为强势的涨幅之后，仍位于 2010 年以来均值左右的位置，估值角度来看依旧具有性价比。

➤ 大类资产量化观点

1. **权益：流动性难以见底，九月继续观望。**景气度八月小幅下行，金融业分项先升后降，工业分项持续下降。信用扩张维持较弱水平，8月或无太大变化；从结构来看，信贷融资需求不旺同比负增，政府债券发行加速仍是社融的主要支撑。流动性回落的时间比想象的更久，景气度短期内难以迎来大变化，当下仍难言见底。

2. **利率：9月10Y国债利率或下行9BP至2.08%。**经济增长因子见顶回落，通货膨胀因子继续下行，债务杠杆因子上升，短期利率因子同样继续下行；资金面趋势保持宽松。综合来看9月利率理论上将大幅下行。

3. **黄金：美就业有所回升，不改黄金多头趋势。**从胜率因素来看，核心驱动仍是财政因子，就业因子回升带来一定利空。从赔率因素来看，黄金赔率无重大变化，且黄金久期在14年左右。

4. **地产：个人住房贷款增加，压力有所回落。**房地产行业压力指数0.639，行业整体压力略有下行。供给侧压力整体变化不大，而需求侧压力得益于个人住房贷款同比多增有明显降低。

5. **海外：外资趋缓内资强势，印度市场小幅上涨。**8月印度股权市场 FPI 净流入8.73亿美元，外资流入速度趋缓；内资强势驱动下，NIFTY 50 指数8月上涨1.14%，再创新高；分歧度↓流动性↑，印度处一致上涨区间。

➤ 市场风格量化观点

1. **价值成长红利：成长缺少资产支持，继续看好价值红利。**2024年8月价值风格相对占优，按规则2024年9月建议配置价值；美债利率趋势已经拐头，由于其拐点的领先性预计红利今年仍有表现空间；成长拥挤度见底后有所回升，离散度仍低缺乏资产；价值拥挤度有所回落但离散度在高位，更有机会。

2. **大小市值：关注度、拥挤度指向大盘占优。**机构关注度继续偏大盘；8月小盘拥挤度边际降低，但仍然处于较拥挤水平；2010年以来9月份统计上无显著占优风格。模型相较更看好大盘。（仓位上大盘：小盘为0.7：0.3）

➤ 行业配置量化观点

1. **胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：**有色金属、电子、交通运输、电力及公用事业、电力设备及新能源、石油石化。2024年以来绝对收益-1.08%，相较于中信一级行业等权基准超额收益12.92%。

2. **出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，**本期推荐电力设备及新能源、消费者服务。

3. **宏观驱动戴维斯双击策略，每季度末推荐下一季度景气度与估值有望双击的行业，**2024年Q3推荐：国防军工、汽车、电子。

➤ **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔东

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

研究助理 祝子涵

执业证书：S0100123030018

邮箱：zhuzihan@mszq.com

相关研究

1. 量化分析报告：八月社融预测：30797亿元-2024/09/01

2. 量化周报：景气度小幅下行-2024/09/01

3. 量化周报：流动性接近短期底部-2024/08/25

4. 量化专题报告：如何战胜 A50：核心资产基金的定义与优选-2024/08/21

5. 量化周报：流动性再次确认下行-2024/08/18

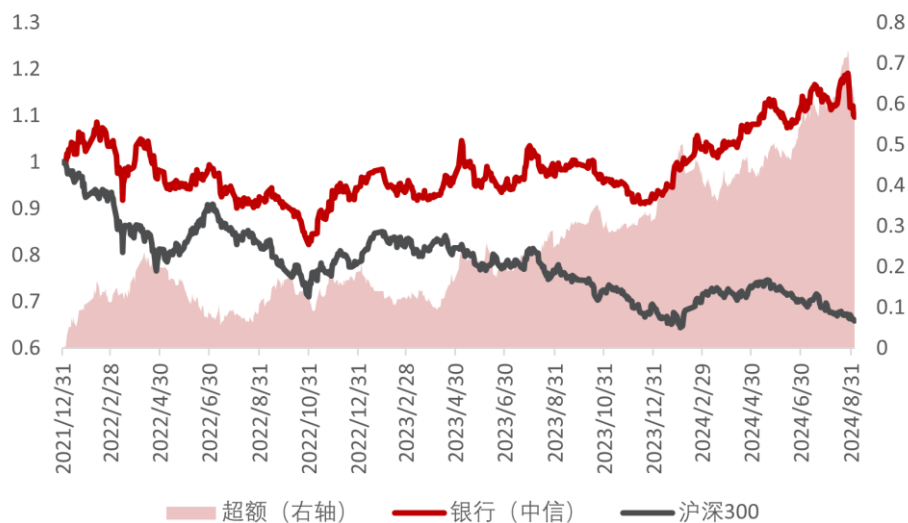
目录

1 银行配置价值有无变化?	3
2 大类资产量化观点	7
2.1 权益：流动性难以见底，九月继续观望	7
2.2 利率：9月10Y国债利率或下行9BP至2.08%	11
2.3 黄金：美就业有所回升，不改黄金多头趋势	14
2.4 地产：个人住房贷款增加，压力有所回落	17
2.5 海外：外资趋缓内资强势，印度市场小幅上涨	19
3 市场风格量化观点	21
3.1 价值成长红利：成长缺少资产支持，继续看好价值红利	21
3.2 大小市值：关注度、拥挤度指向大盘占优	24
4 行业配置量化观点	27
4.1 行业推荐：胜率与赔率	28
4.2 行业推荐：出清反转策略	29
4.3 行业推荐：宏观驱动戴维斯双击策略	31
5 风险提示	33
插图目录	34
表格目录	35

1 银行配置价值有无变化？

2023 年以来，银行（中信一级，CI005021.WI）相较于沪深 300 表现出明显的超额，但是 2024 年 8 月 29 日起，银行出现明显回撤。2024 年 8 月 27 日银行指数达到历史新高 9580 点，而截至 9 月 4 日，银行指数回撤至 8822 点，区间回撤 7.9%。那么站在当下，银行是否还有配置价值呢？

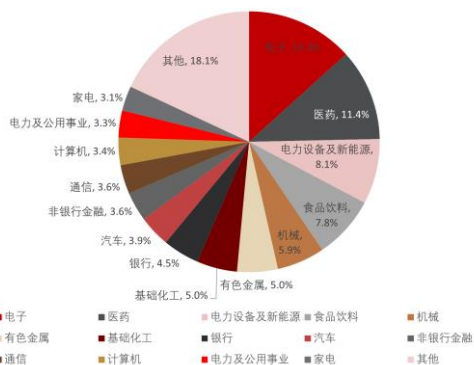
图1：银行与沪深 300 历史走势



资料来源：wind，民生证券研究院

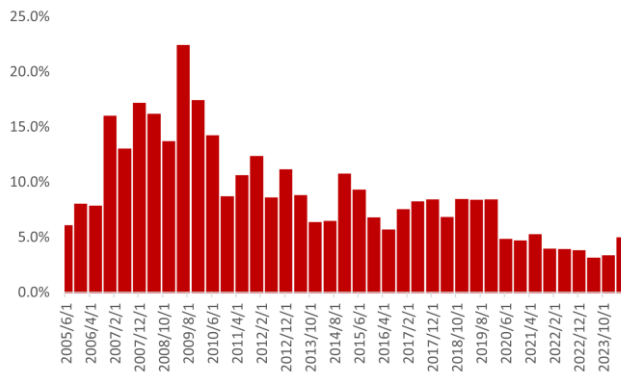
从公募基金持股规模来看，银行在全部权益持仓中的占比为 2022 年以来最高值，但是拉长区间来看，当下公募基金的银行仓位仍不及 2019 年以前的平均水平。根据基金中报数据，当前公募基金持有银行占全部权益仓位的比例为 4.5%，在全部中信一级行业中排第八位。从边际变化的角度来看，自 2023 年年中至今银行的持仓比例持续上行，但是相较 2010-2019 年平均的 8.3%仍有不小差距。

图2：公募基金各行业权益持仓比例（中信一级）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：使用 2024 年中报数据测算

图3：公募基金银行占全部权益仓位比例变化



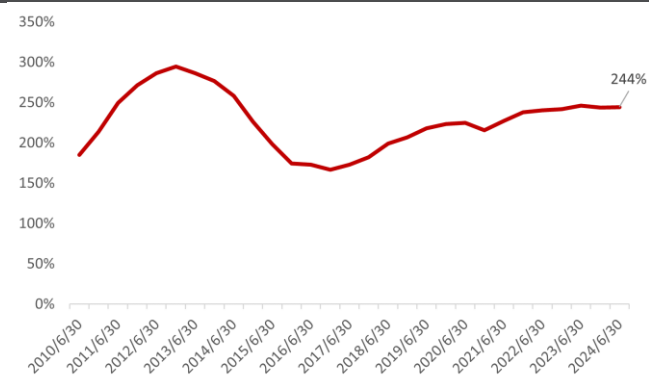
资料来源：wind，民生证券研究院

尽管我们看到 2024 年以来上市银行的归母净利润依旧基本维持正增长，但是无论是营业收入还是拨备前净利润都出现一定程度下滑。拨备前净利润增速显著低于归母净利润增速，说明银行有通过拨备计提的减少来平滑利润增速，这是净利润的重要贡献之一；当前上市银行整体的拨备覆盖率为 244%，依旧维持相对较高水平，未来银行或仍有通过拨备反哺利润的能力。此外银行的其他非息收入也有明显增长，这主要是受益于利率快速下行带来的投资收益的贡献；考虑到当前利率已至相对低位，未来该项继续贡献稳定收益的可能性或不高。

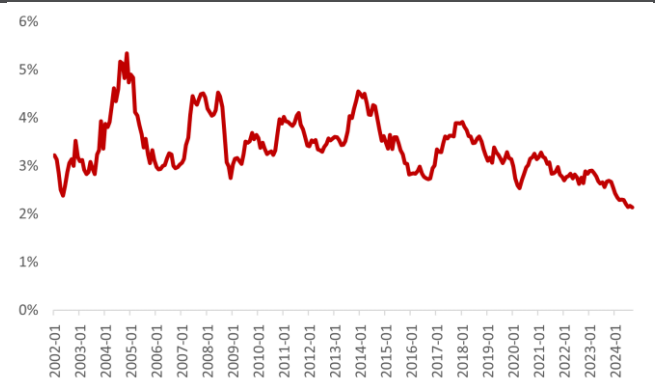
图4：上市银行业绩同比增速

报告期	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1
营业收入	8.8%	10.2%	5.5%	7.9%	0.7%	-4.4%	-3.4%	-3.9%	-3.5%	-1.7%	-2.0%
拨备前利润	11.0%	10.1%	6.1%	5.5%	-1.2%	-1.2%	-2.0%	-3.3%	-3.2%	-3.0%	-3.2%
归母净利润	5.7%	7.0%	0.7%	12.6%	7.6%	2.1%	3.4%	2.6%	1.5%	-0.6%	0.4%
净利息收入	8.1%	8.4%	12.3%	5.0%	3.0%	-1.9%	-1.4%	-2.0%	-2.9%	-3.0%	-3.4%
非息收入	10.8%	14.8%	-10.9%	16.6%	-5.5%	-10.3%	-8.5%	-9.0%	-5.4%	1.6%	2.0%
净手续费收入	1.7%	6.3%	-13.8%	6.4%	-2.9%	-4.2%	-3.6%	-5.4%	-7.7%	-10.3%	-12.0%
其他非息收入	34.3%	31.4%	-6.2%	31.6%	-8.6%	-18.0%	-14.1%	-13.3%	-2.5%	19.4%	20.3%

资料来源：wind，民生证券研究院

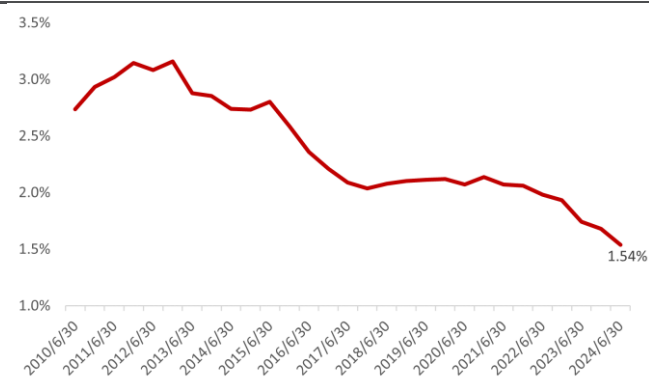
图5：上市银行拨备覆盖率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

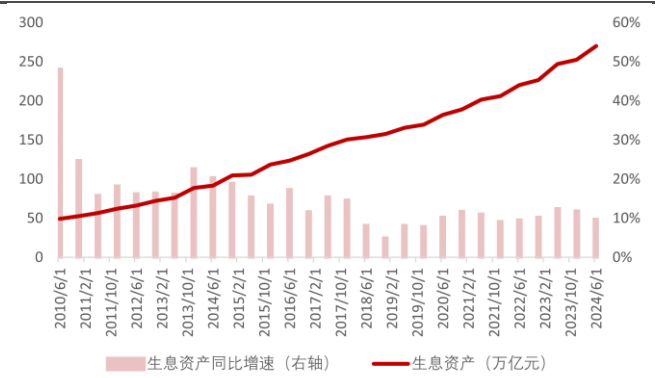
图6：10 年期国债利率


资料来源：wind，民生证券研究院

目前银行业绩承压的主要原因为净息差的下降。银行的净息差自 2021 年以来便持续下降，目前上市银行整体的净息差约为 1.53%。尽管生息资产的规模仍然保持平稳增长，但是净息差的快速下降还是使得银行净利息收入承受了比较大的压力，2024 年上半年上市银行净利息收入累计同比为-3.4%。

图7：上市银行整体净息差


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：上市银行生息资产规模及增速


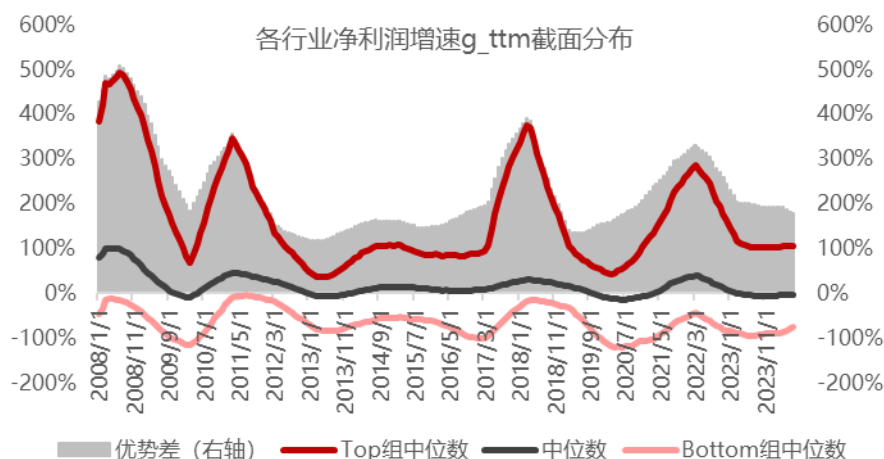
资料来源：wind，民生证券研究院

因此银行的强势表现并非来自于高景气度，更多来自于其相对的比较优势。

我们以截面行业的资产优势差刻画风格机会，以各资产特征维度（实际增速 g_ttm 、预期增速 g_fttm 、盈利能力 ROE）为度量排序，等分五组并计算头尾组的特征中位数差，其扩大预示着资产丰富度上升并且风格占优，其下降预示着资产丰富度下降并且风格劣势。其中 ROE 由于波动较小并且绝对值更重要，因此仅需观察 TOP 组中位数。

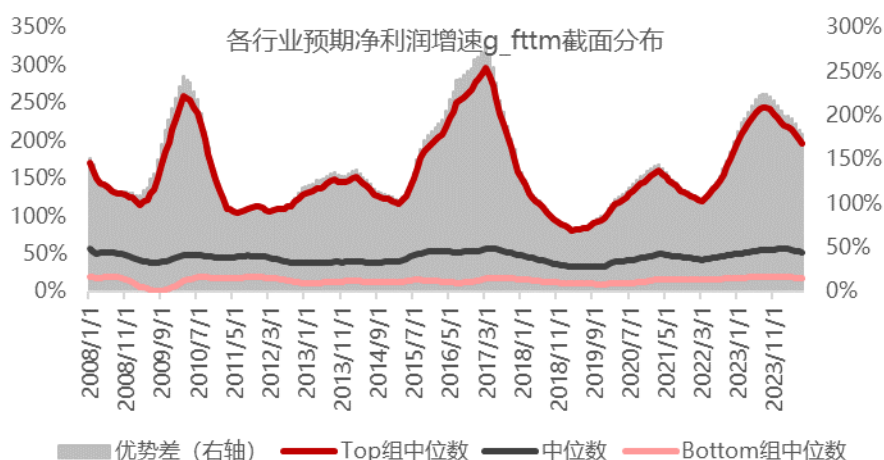
当下实际增速资产、预期增速资产、盈利能力资产优势都在继续减弱，此环境下市场将不得不选择低估值红利资产。整体三类基础资产的优势差目前并未明显改善，因此对红利资产的配置将依然具有吸引力虽然其关注度已经在高位并且由于资金的超买出现了一定的回撤，类似于长债资产。

图9：实际增速资产优势差 (g_ttm , MA12)



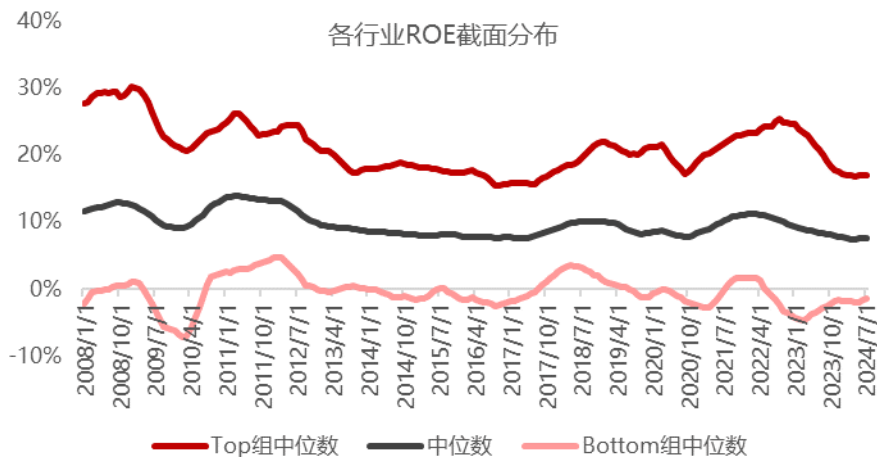
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：预期增速资产优势差 (g_fttm , MA12)



资料来源：wind，民生证券研究院

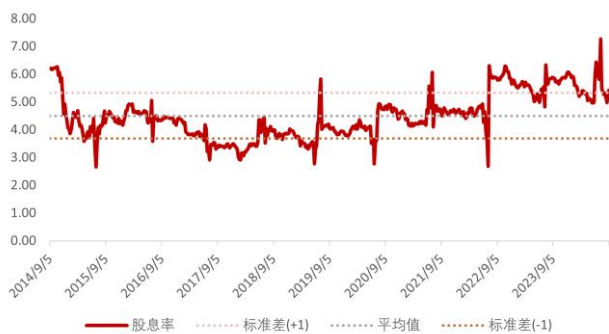
图11: 盈利 (ROE) 资产优势差 (ROE, MA12)



资料来源: wind, 民生证券研究院

目前整个银行板块仍然维持较高的股息率，并且估值维度依然有着较高的配置价值。当前银行板块的股息率为5.42%，处于过去10年82%分位数，2024年H1四大行的现金分红预案也基本维持30%的分红比例，高股息优势或长期存在。从估值的维度来看，银行板块的ROE/PB即使经过近期较为强势的涨幅之后，依然位于2010年以来均值左右的位置，估值角度来看依旧具有性价比。

图12: 银行板块股息率(%)



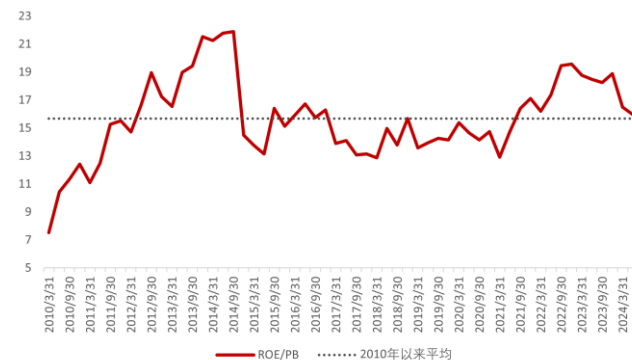
资料来源: wind, 民生证券研究院

表1: 四大行现金分红比例

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
工商银行	30.00%	30.00%	30.01%	30.01%	30.01%	30.00%	29.98%
建设银行	30.04%	29.99%	30.07%	30.08%	30.03%	30.06%	29.97%
农业银行	30.01%	30.02%	30.00%	30.01%	30.01%	30.00%	29.98%
中国银行	30.08%	30.00%	30.07%	30.04%	30.03%	30.01%	29.98%

资料来源: Wind, 民生证券研究院, 注: 2024H1 为分红预案

图13: 银行板块 ROE/PB



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 大类资产量化观点

2024 年 9 月大类资产量化观点如下：

表2：2024 年 9 月大类资产量化观点

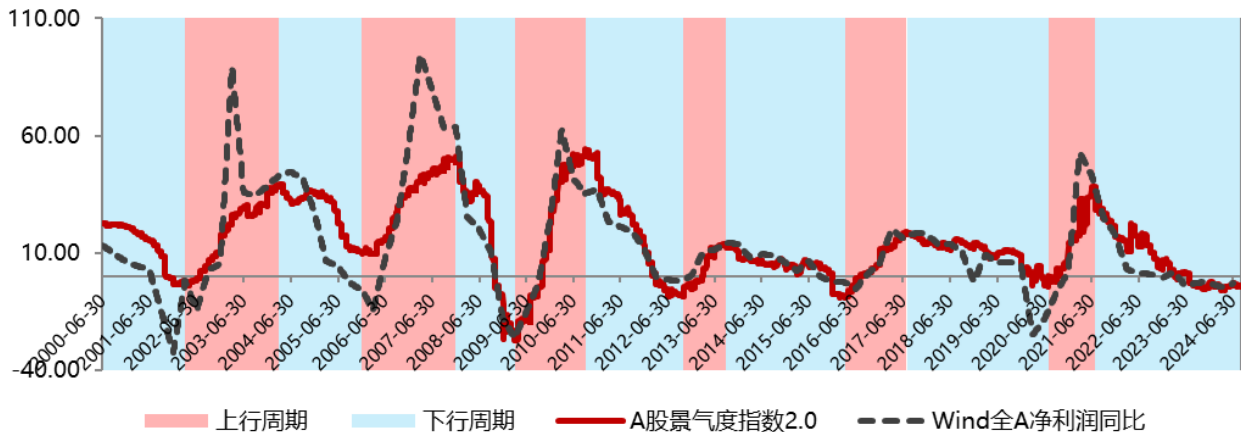
大类资产	观点
权益	<p>核心：流动性难以断底，九月继续观望</p> <ul style="list-style-type: none"> - 景气度八月小幅下行，金融业分项先升后降，工业分项持续下降； - 信用扩张维持较弱水平，8 月或无太大变化；从结构来看，信贷融资需求不旺同比负增，政府债券发行加速仍是社融的主要支撑； - 流动性回落的时间比想象的更久，景气度短期内难以迎来大变化，当下仍难言见底。
利率	<p>核心：9 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 2.08%</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2023 年以来样本外有 14 个月方向判断正确，胜率为 70%； - 经济增长因子见顶回落，通货膨胀因子继续下行，债务杠杆因子上升，短期利率因子同样继续下行；资金面趋势保持宽松； - 综合来看 9 月利率理论上将大幅下行。
黄金	<p>核心：美就业有所回升，不改黄金多头趋势</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2023 年以来样本外有 15 个月方向判断正确，胜率为 75%； - 从胜率因素来看，核心驱动仍是财政因子，就业因子回升带来一定利空； - 从赔率因素来看，黄金赔率无重大变化，且黄金久期在 14 年左右。
地产	<p>核心：个人住房贷款增加，压力有所回落</p> <ul style="list-style-type: none"> - 房地产行业压力指数 0.639，行业整体压力略有下行； - 供给侧压力整体变化不大，而需求侧压力得益于个人住房贷款同比多增有明显降低。
海外	<p>核心：外资趋缓内资强势，印度市场小幅上涨</p> <ul style="list-style-type: none"> - 8 月印度股权市场 FPI 净流入 8.73 亿美元，外资流入速度趋缓； - 内资强势驱动下，NIFTY 50 指数 8 月上涨 1.14%，再创新高； - 分歧度↓流动性↑，印度处一致上涨区间。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：流动性难以断底，九月继续观望

景气度八月小幅下行，金融业分项先升后降，工业分项持续下降。我们在报告《重构 A 股景气度指数：全 A 利润预测与结构解析》中对原有的景气度指数进行了修正，考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。八月以来金融业景气度先升后降，前期回升主要由非银贡献，整体下行趋势由银行贡献，而工业景气度边际稳定下降。从景气度的预测来看，全 A 净利润 Q3 累计同比或在-4.16%左右，金融业或为-2.58%，工业或为-6.54%。全 A 增速相比于 Q2 或有所下降。

图14: A股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)



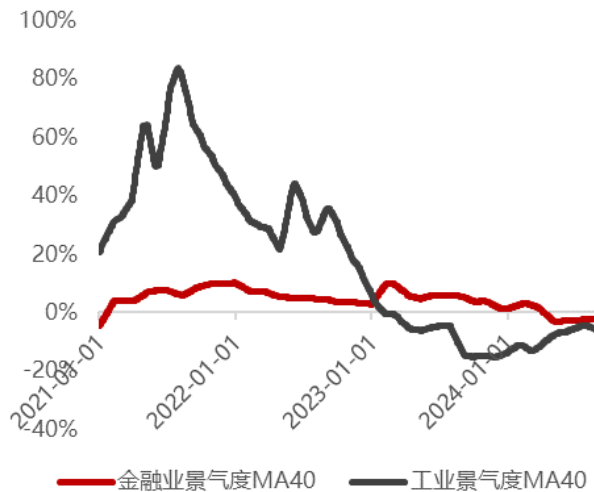
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 银行与非银景气度变化



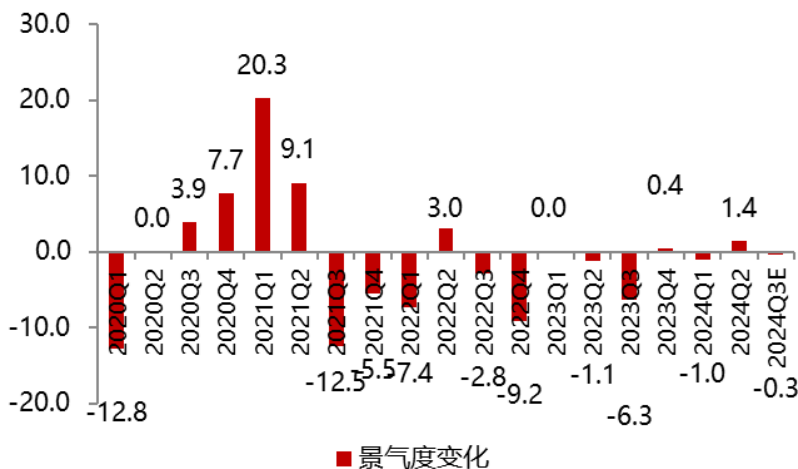
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 金融与工业景气度变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

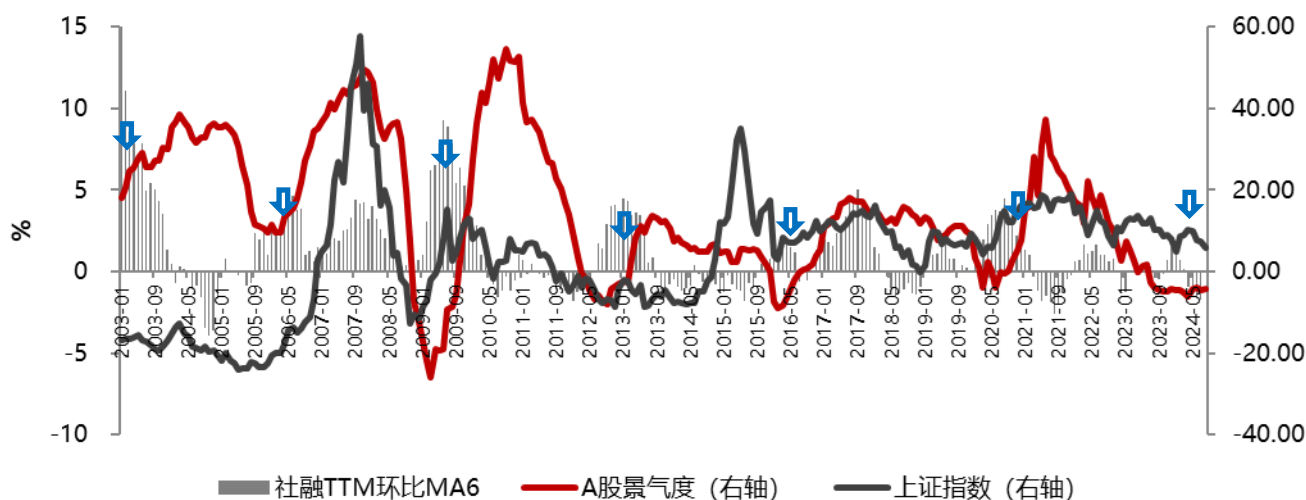
图17: 2020 年以来各季度景气度变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

信用扩张维持较弱水平，8月或无太大变化。我们预测8月新增社融约为3.08万亿元，同比减少0.05万亿元，社融TTM环比约为-0.12%。**从结构来看，信贷融资需求不旺同比负增，政府债券发行加速仍是社融的主要支撑。**信贷方面，大中城市新房成交量价维持低位，新增居民中长贷预计难有明显起色；8月PMI为49.1%环比继续下行，新增企业信贷预计同比减少。新增企业债券融资规模同比有明显下降；政府债券发行速度明显提高，同比大幅多增，当下仍是社融的最主要支撑。

图18: 上证指数、A股景气度及社融TTM环比MA6变化



资料来源: wind, 民生证券研究院, 注: 图中上证指数为放缩调整后的趋势示意

表3: 8月社融结构预测 (单位: 亿元)

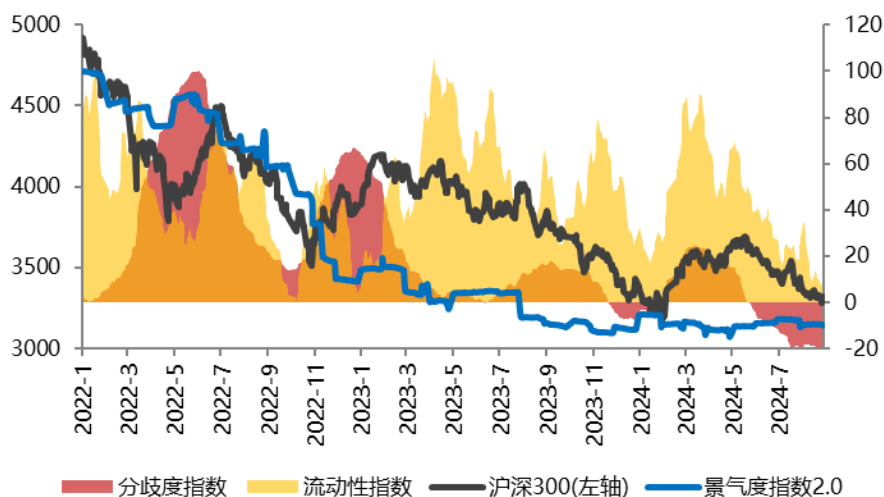
总量预测	2024年8月预测值	2023年8月	2024年7月预测值	2024年7月
新增社融	30797	31279	10894	7724
社融TTM环比	-0.12%	2.01%	1.74%	0.75%

结构预测	2024年8月预测值	2023年8月	2024年7月预测值	2024年7月
人民币贷款	10266	13412	5271	-808
→企业贷款+居民短贷	7541	8363	2771	-6356
→居民中长贷	294	1602	584	100
→企业票据融资	2430	3472	1916	5586
外币贷款	-728	-201	-535	-890
委托贷款	-94	97	-122	345
信托贷款	203	-221	-1281	-26
未贴现银行承兑汇票	1581	1129	-2341	-1075
企业债券	1360	2788	3417	2036
政府债券	17796	11759	5884	6881
非金融企业境内股票融资	100	1036	189	231
存款类金融机构资产支持证券	-282	-135	11	-490
贷款核销	596	596	402	448

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

流动性回落的时间比想象的更久，景气度短期内难以迎来大变化，当下仍难言见底。流动性当下仍处于回落中，虽然接近 2021 年以来最低水平，但仍比 2017-2019 年的水平高不少，无法从反转角度判断。8 月以来景气度继续保持下行，分歧度已处于历史低位水平，其他条件不变下分歧度如若未来放大或出现更大风险区间。从股权风险溢价来看，当下 A 股赔率极高，建议留有一定底仓。

图19：分歧度、流动性、景气度变化趋势



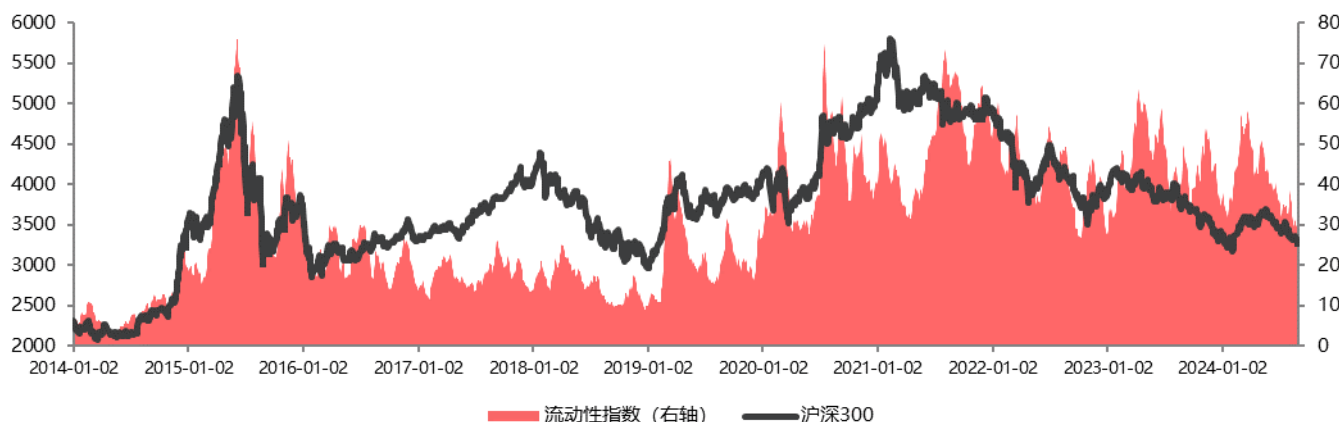
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

图21：流动性指数长期水平



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 利率：9月10Y国债利率或下行9BP至2.08%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率，共同刻画利率的变动方向。

图22：10Y国债利率驱动因素模型

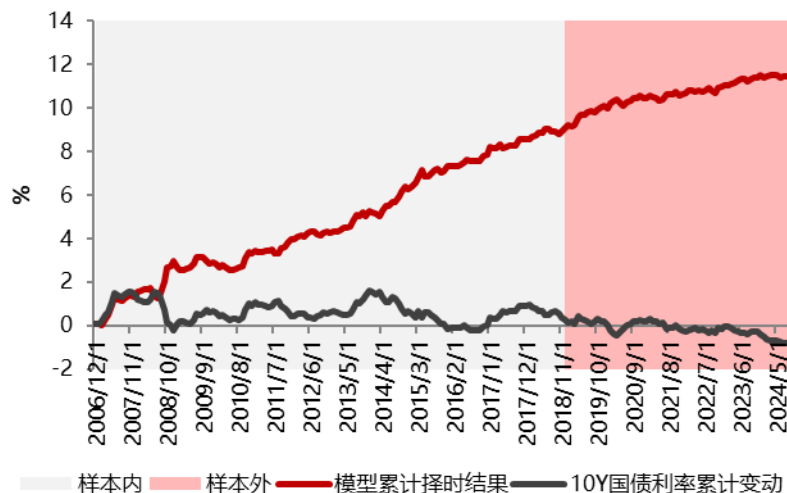


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006年以来样本内外均有70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月10Y国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以2019年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023年以来样本外有14个月方向判断正确，胜率为70%。

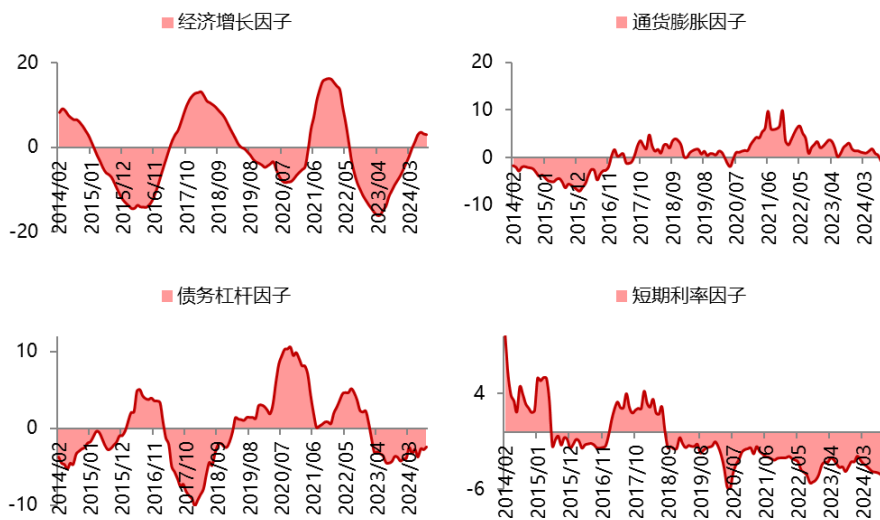
图23：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

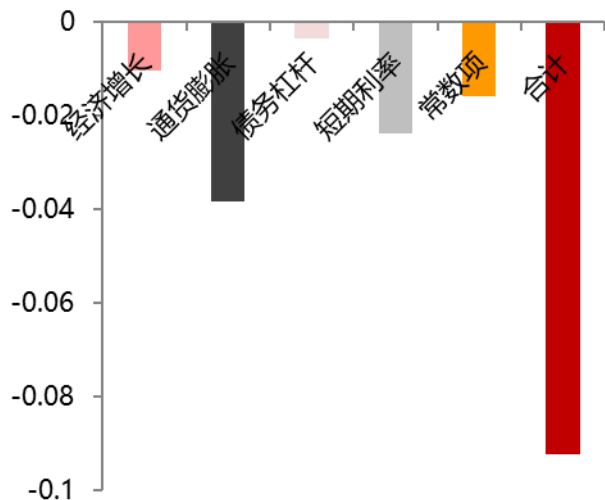
模型判断 9 月 10Y 国债利率或下行约 9BP 至 2.08%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子见顶回落，通货膨胀因子继续下行，债务杠杆因子上升，短期利率因子同样继续下行，8 月原材料购进价格 PMI、螺纹钢价格大幅回落，资金面趋势保持宽松，综合来看 9 月利率理论上将大幅下行。

图24：利率驱动因子长期变化趋势



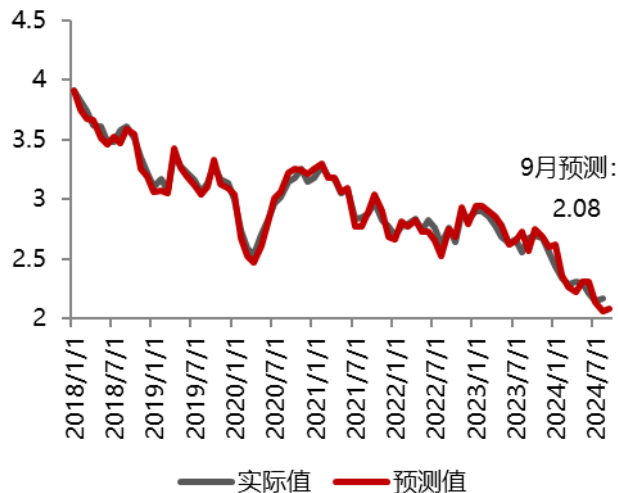
资料来源：wind，民生证券研究院

图25: 10Y 国债利率 9 月预测各因子贡献



资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 2018 年以来模型预测值与实际值对比



资料来源: wind, 民生证券研究院

利率当下已突破长期运行下轨，或预示着短期的超买，但对方向判断来说必要不充分。我国 10 年期国债利率 2014 年起进入长期中枢下行通道，以移动平均刻画均值回复规律明显失真。而以上下通道刻画均值回复更为合理，2020 年通道上下轨构造完成后利率运行遇到上下轨回复规律明显。当下利率处于突破下轨，债券交易处于偏拥挤状态，但同样难以言底。

图27: 10 年期国债收益率走势通道与中枢

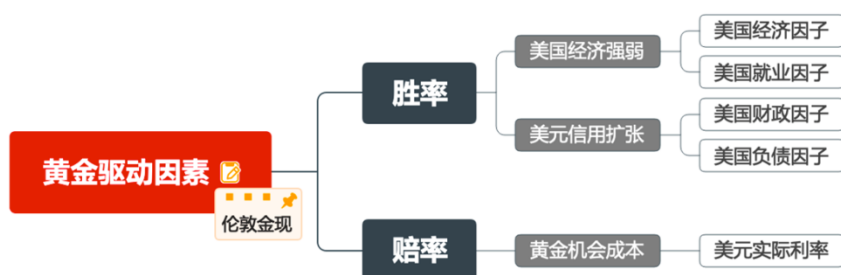


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 黄金：美就业有所回升，不改黄金多头趋势

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图28：黄金驱动因素模型

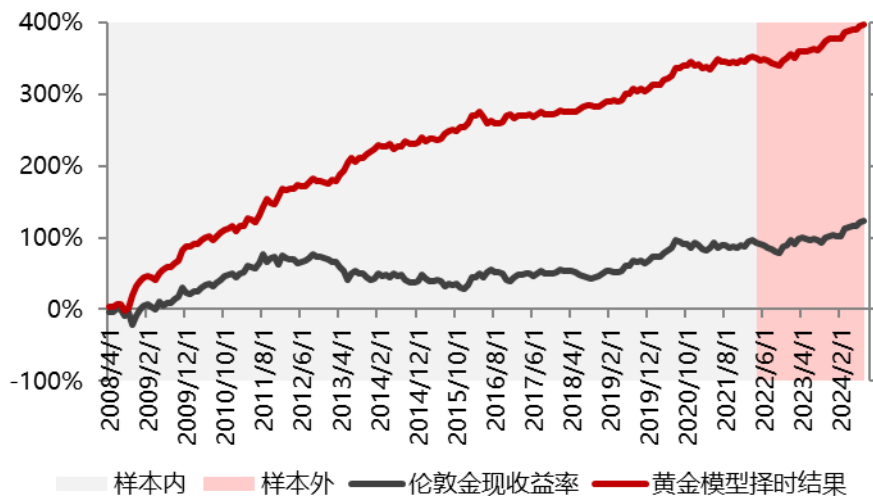


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008年以来有65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023年以来样本外有15个月方向判断正确，胜率为75%。

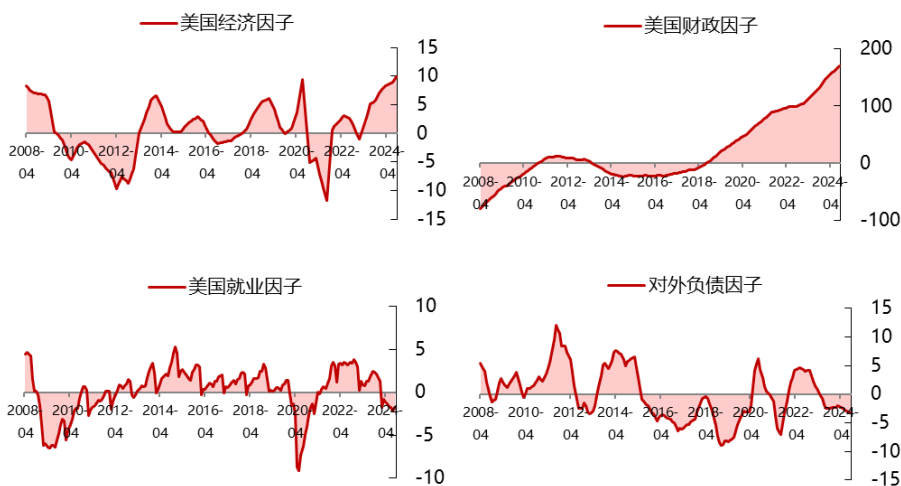
图29：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

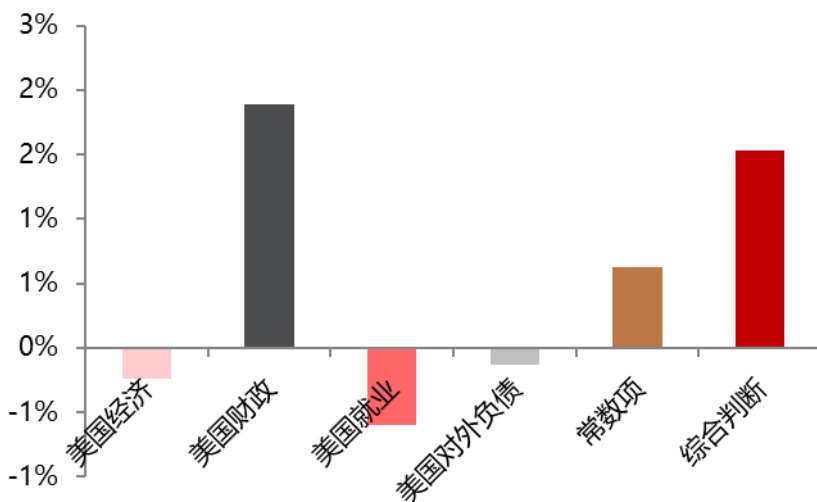
从胜率因素来看，核心驱动仍是财政因子，就业因子回升带来一定利空。与黄金相关的美国经济因子有所回升，就业因子出现回升，对外负债因子继续下降，整体对黄金预测仍为看多，黄金高胜率状态不变。

图30：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：伦敦金现 9 月预测各因子贡献

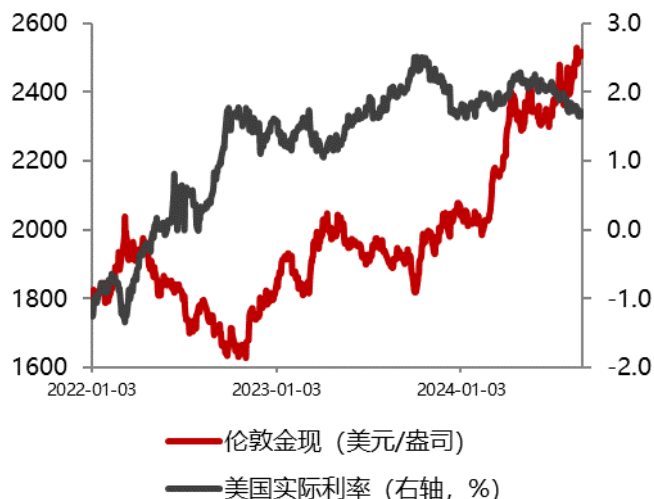


资料来源：wind，民生证券研究院

从赔率因素来看，黄金赔率无重大变化，且黄金久期在 14 年左右。美国实际利率可视为黄金机会成本，我们在报告《黄金：1978》中按照商品属性推导黄金定价公式同样主要与实际利率相关，其历史上与黄金走势呈较为显著的负相关关系。虽然在美国政府高赤字率，美债信用评级下降背景下，与黄金走势的弹性有单边减弱（实际利率上的状态）。但从赔率的角度来理解，实际利率绝对值仍处高位，未来若继续下行，对黄金仍是利好驱动。

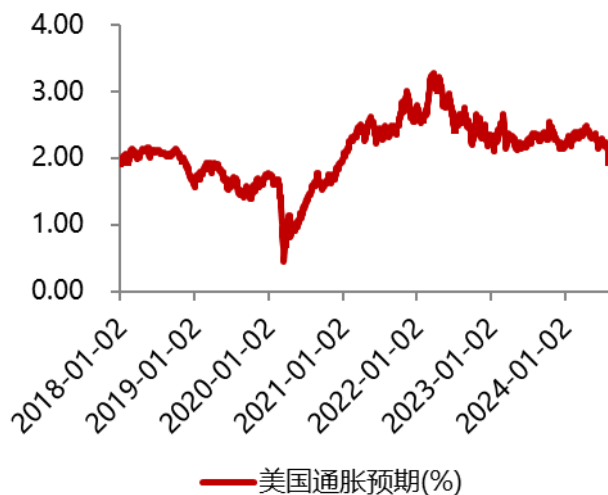
$$PV_{Gold} = \frac{(1 + r_{inflation})^N}{(1 + r)^N} = \frac{1}{(1 + r_{real})^N}$$

图32: 黄金与美国实际利率走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图33: 美国通胀预期



资料来源: wind, 民生证券研究院

图34: 以商品逻辑下黄金定价公式估算实际利率下行幅度与黄金上涨空间 (2024.08.31 为基准)

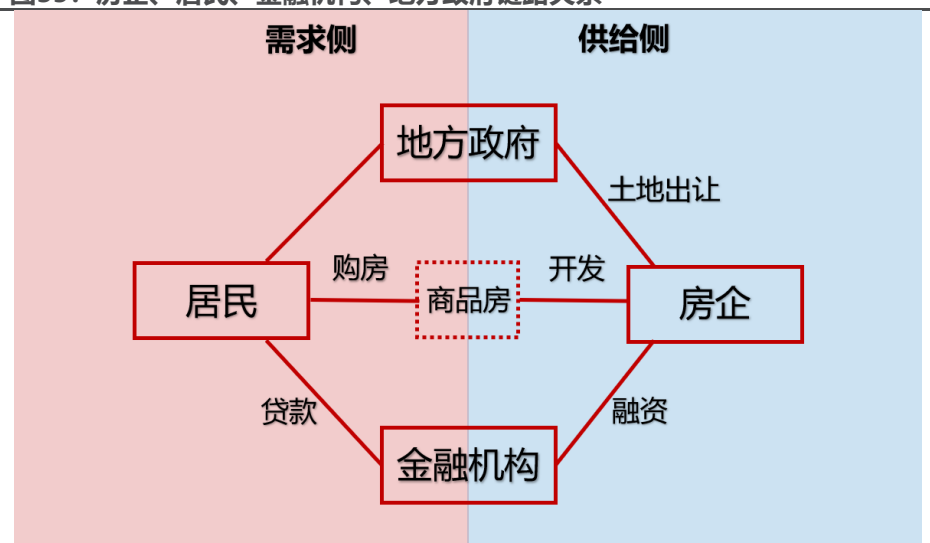
黄金上涨空间	实际利率波动BP												
	-25	-50	-75	-100	-125	-150	-175	-200	-225	-250	-275	-300	
黄金久期	5	2545	2576	2608	2639	2670	2702	2733	2765	2796	2828	2859	2890
	6	2551	2589	2626	2664	2702	2740	2777	2815	2853	2890	2928	2966
	7	2557	2601	2645	2689	2733	2777	2821	2865	2909	2953	2997	3041
	8	2564	2614	2664	2714	2765	2815	2865	2915	2966	3016	3066	3117
	9	2570	2626	2683	2740	2796	2853	2909	2966	3022	3079	3135	3192
	10	2576	2639	2702	2765	2828	2890	2953	3016	3079	3142	3205	3267
	11	2582	2652	2721	2790	2859	2928	2997	3066	3135	3205	3274	3343
	12	2589	2664	2740	2815	2890	2966	3041	3117	3192	3267	3343	3418
	13	2595	2677	2758	2840	2922	3003	3085	3167	3249	3330	3412	3494
	14	2601	2689	2777	2865	2953	3041	3129	3217	3305	3393	3481	3569
	15	2608	2702	2796	2890	2985	3079	3173	3267	3362	3456	3550	3644
	16	2614	2714	2815	2915	3016	3117	3217	3318	3418	3519	3619	3720
	17	2620	2727	2834	2941	3047	3154	3261	3368	3475	3582	3688	3795
	18	2626	2740	2853	2966	3079	3192	3305	3418	3531	3644	3757	3871
	19	2633	2752	2872	2991	3110	3230	3349	3468	3588	3707	3827	3946
	20	2639	2765	2890	3016	3142	3267	3393	3519	3644	3770	3896	4021

资料来源: wind, 民生证券研究院

2.4 地产：个人住房贷款增加，压力有所回落

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

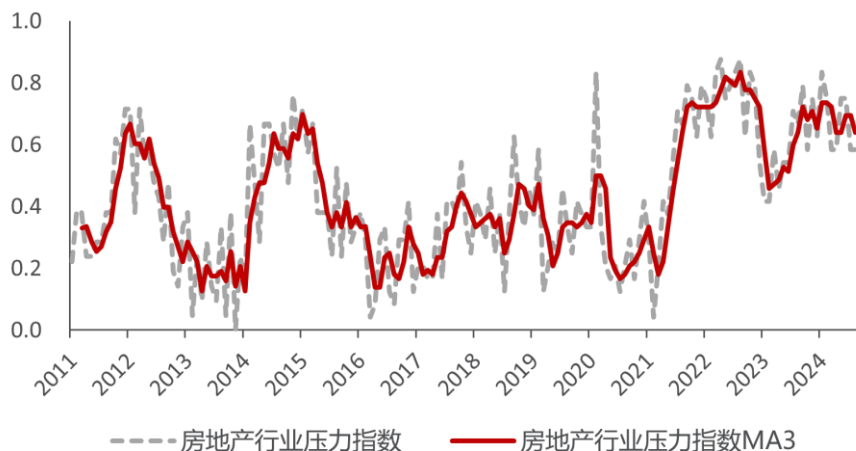
图35：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2024 年 8 月 31 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.639 (前值 0.694)，行业整体压力略有下行。从细分指标层面看，土地市场整体压力上升，成交总金额同比降幅略有缩窄且溢价有所下降；商品房销售面积同比继续降幅缩窄，70 大中城市新房价格连续 14 个月负增长，降幅略有缩窄，环比为-0.6%；个人住房贷款同比显著多增；7 月房屋新开工面积同比负增-19.45%，降幅继续缩窄。从供需两侧来看，供给侧压力整体变化不大，而需求侧压力得益于个人住房贷款同比多增有明显降低。

图36: 民生金工房地产行业压力指数 (2024.8)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 细分指标当期评分 (2024.8)

指标名称	当前观点
土地出让金	●●○○
成交土地溢价率	●○○○
商品房销售面积	○○●○
新建商品住宅价格指数	○○●○
房屋新开工面积	○○●○
新增个人住房贷款余额	○○○○●
房地产开发投资完成额	●○○○
房地产开发贷款	○○○○●

注: 观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点, 粉色表示上一期观点

资料来源: wind, 民生证券研究院绘制

图38: 供需两侧压力 (2024.8)

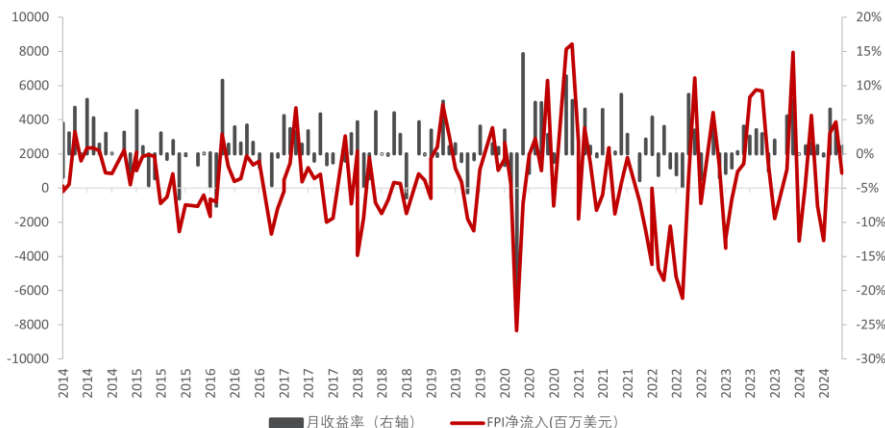


资料来源: wind, 民生证券研究院绘制

2.5 海外：外资趋缓内资强势，印度市场小幅上涨

8月印度股权市场 FPI 净流入 8.73 亿美元，外资流入速度趋缓。外资在印度市场占比约 37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

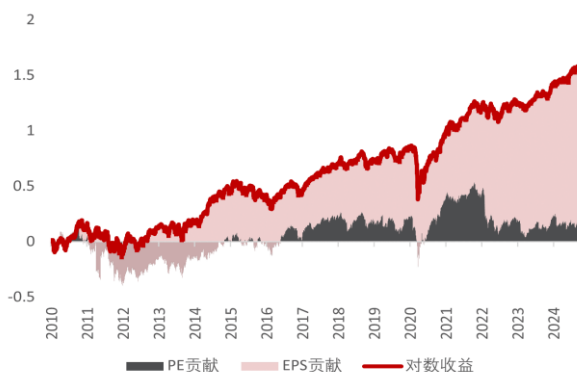
图39：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

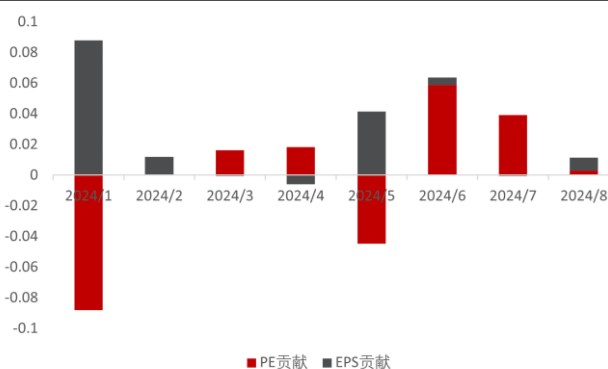
内资强势驱动下，NIFTY 50 指数 8 月上涨 1.14%，再创新高。根据 NSE 提供的 DII 和 FII 临时数据，8 月外国机构投资者净卖出 2136.9 千万卢比，而印度国内机构投资者净买入 4827.9 千万卢比。内资强势表现下，虽外资趋缓，指数整体依旧维持上涨。从收益分解来看，8 月的上涨主要是盈利提升的主导。

图40：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

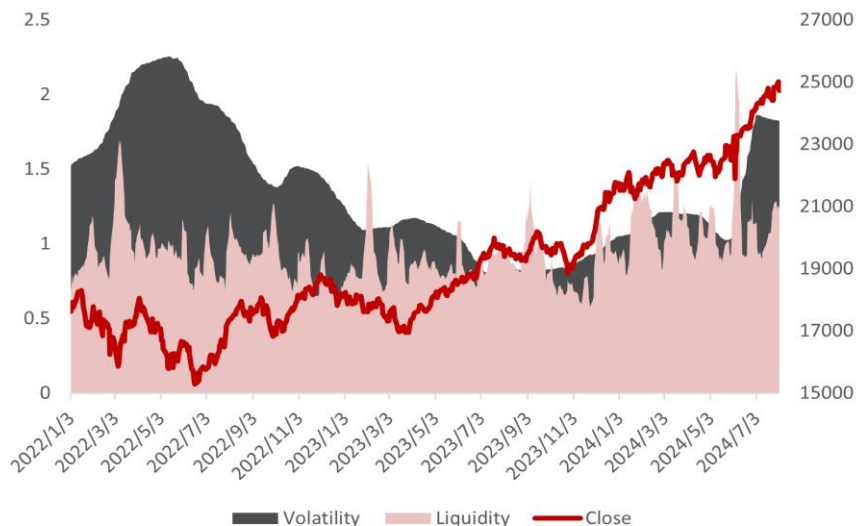
图41：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

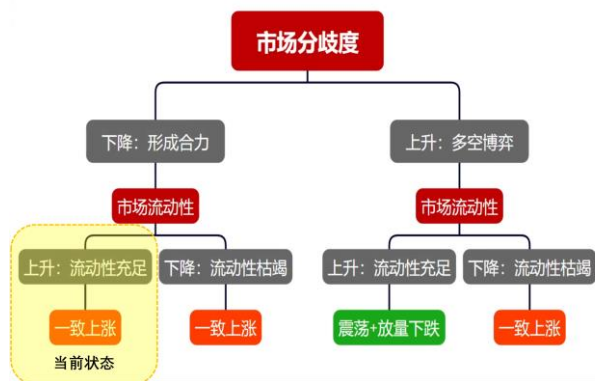
当前印度市场分歧度下行、流动性上行状态。历史上印度处于分歧度下降且流动性上升阶段时，主要行情为一致上涨，当前量价层面继续看好印度市场。

图42：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图43：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

3 市场风格量化观点

2024 年 9 月市场风格量化观点如下：

表4：2024 年 9 月市场风格量化观点

市场风格	观点
价值成长红利	<p>核心：成长缺少资产支持，继续看好价值红利</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2024 年 8 月价值风格相对占优，按规则 2024 年 9 月建议配置价值； - 美债利率趋势已经拐头，由于其拐点的领先性预计红利今年仍有表现空间； - 成长拥挤度见底后有所回升，离散度仍低缺乏资产；价值拥挤度有所回落但离散度在高位，更有机会。
大小市值	<p>核心：关注度、拥挤度指向大盘占优</p> <ul style="list-style-type: none"> - 机构关注度继续偏大盘，大趋势角度更看好大盘； - 从市值因子拥挤度来看，8 月小盘拥挤度边际降低，但仍然处于较拥挤水平； - 从季节效应来看，2010 年以来 9 月份统计上无显著占优风格； - 当前模型综合打分下大盘相对占优，模型仓位选择上大盘：小盘为 0.7：0.3。

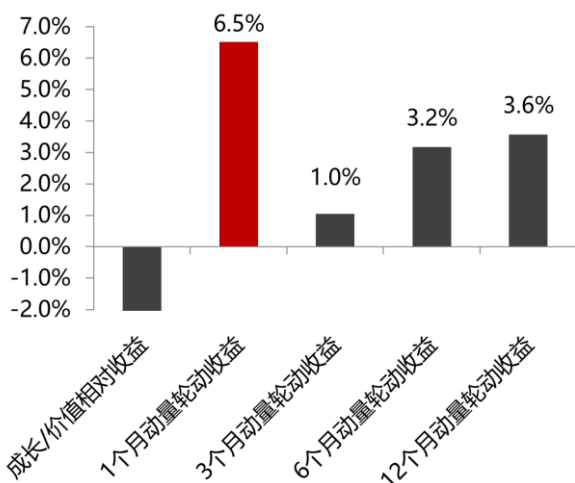
资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 价值成长红利：成长缺少资产支持，继续看好价值红利

对于价值/成长的轮动，1 个月相对收益动量策略在 2018 年 6 月后表现稳健。

成长/价值相对收益（中证 800 成长/中证 800 价值）2005 年以来年化为-2.5%，价值略占优。而按照最近 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月占优风格外推下一月占优风格的策略中，仅 1 个月动量策略表现较好，并且其在 2018 年 6 月后表现大幅提升。

图44：价值/成长相对收益动量轮动策略年化收益 (2004.12-2024.08)



资料来源：wind，民生证券研究院

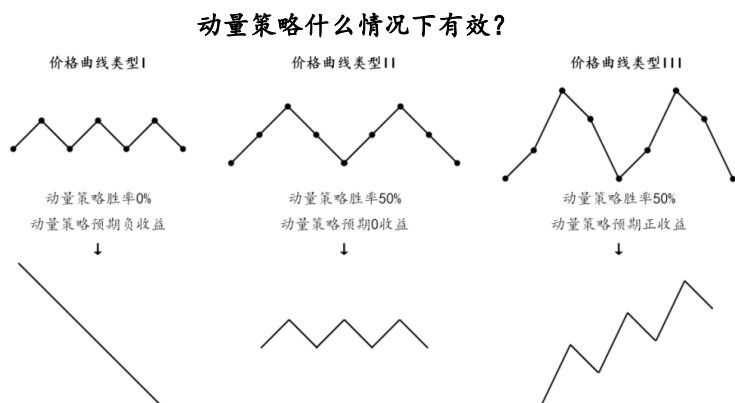
图45：价值/成长 1 个月动量轮动策略表现 (2004.12-2024.08)



资料来源：wind，民生证券研究院

策略有效背后的主要因素可能是“跟随投资”与“公募扩容”导致的调仓粘性上升。如果风格切换后有更多资金跟随，即便在 50%预测胜率下，动量策略也能够通过高赔率获得正的预期收益。外资-内资-散户的定价能力落差催生“跟随投资”现象。2018 年 6 月 A 股纳入 MSCI 后“跟随投资”以更高频的方式得以发生和传导，叠加公募扩容下的调仓粘性增加，或使得风格动量延续性提升。

图46：动量策略什么情况下有效？



资料来源：民生证券研究院绘制

基于此规律延续的假设，价值/成长轮动可以做右侧投资，2024 年 8 月价值风格相对占优，按规则 2024 年 9 月建议配置价值。

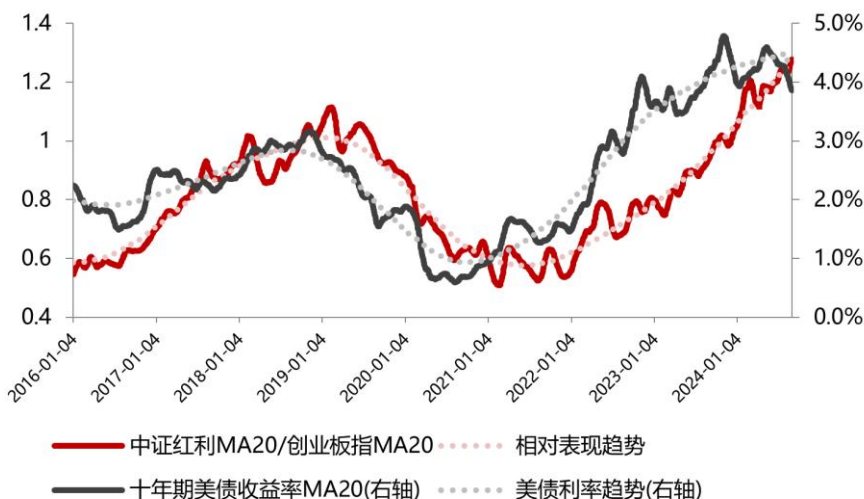
表5：价值/成长 1 个月动量轮动策略历史判断

	占优风格	动量模型判断	判断对错
2023 年 1 月	成长	成长	√
2023 年 2 月	价值	成长	×
2023 年 3 月	价值	价值	√
2023 年 4 月	价值	价值	√
2023 年 5 月	价值	价值	√
2023 年 6 月	成长	价值	×
2023 年 7 月	价值	成长	×
2023 年 8 月	价值	价值	√
2023 年 9 月	价值	价值	√
2023 年 10 月	成长	价值	×
2023 年 11 月	价值	成长	×
2023 年 12 月	价值	价值	√
2024 年 1 月	价值	价值	√
2024 年 2 月	成长	价值	×
2024 年 3 月	成长	成长	√
2024 年 4 月	价值	成长	×
2024 年 5 月	价值	价值	√
2024 年 6 月	价值	价值	√
2024 年 7 月	成长	价值	×
2024 年 8 月	价值	成长	×
2024 年 9 月		价值	

资料来源：Wind，民生证券研究院

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。当下美债利率趋势已经拐头，由于其拐点的领先性预计红利今年仍有表现空间。

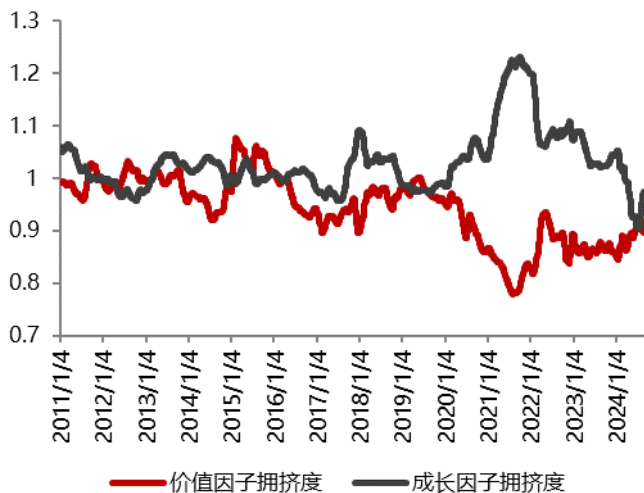
图47：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

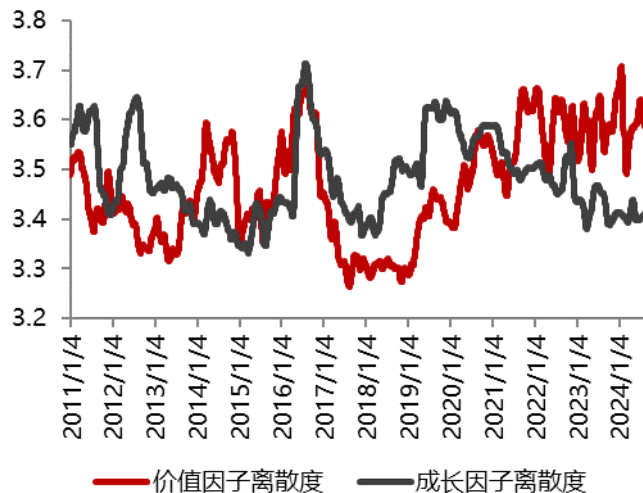
成长拥挤度见底后有所回升，离散度仍低缺乏资产；价值拥挤度有所回落但离散度在高位，更有机会。因子拥挤度刻画了市场交易的风格集中性，目前来看，成长拥挤度触底后回升，价值拥挤度有所下降，价值再次占优。因子离散度刻画了不同风格的潜在机会水平，目前来看价值因子离散度仍在高位，相对成长优势较大，而成长因子离散度仍较低，潜在机会较少。

图48：价值/成长拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院

图49：价值/成长离散度



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 大小市值：关注度、拥挤度指向大盘占优

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

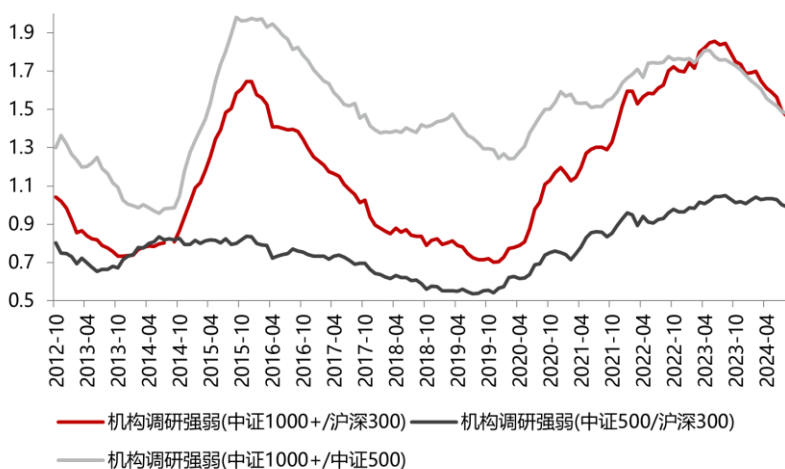
图50：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

当前小盘相对大盘关注度已经过拐点，并且小盘已经经历泡沫化并大幅回撤。不论是中证 1000+相对于沪深 300/中证 500 还是中证 500 相对于沪深 300 的机构调研强度边际都在走弱，整体市场注意力已经发生切换，大趋势角度目前更看好大盘。

图51：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理，中证 1000+指中证 1000 指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，8月小盘风格拥挤度边际降低但仍然处于较拥挤水平。2024年春节前后小盘拥挤度迅速冲高，此后一直在高位波动，拥挤交易风险仍未解除，不利小盘风格。

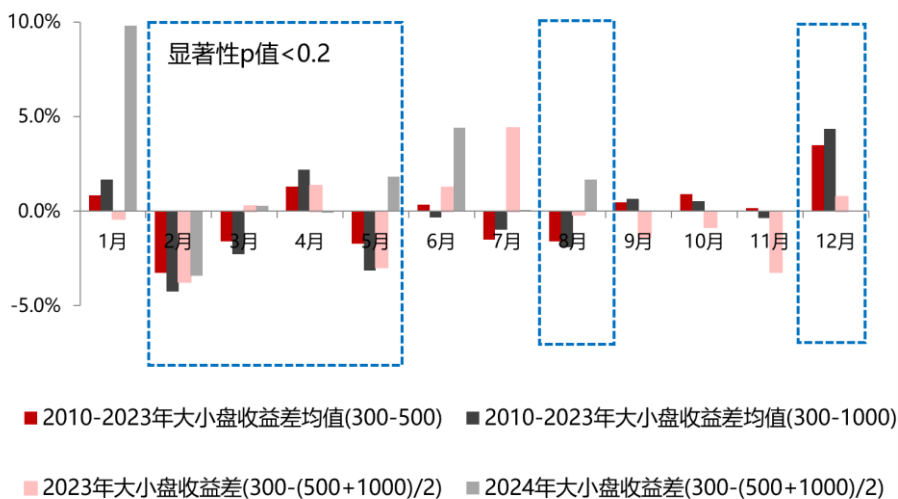
图52：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深300和中证1000计算

从季节效应来看，2010年以来9月份大小盘没有明显季节效应。2023年大小盘季节效应统计显著性较高的月份实际表现与统计结论较为一致，特别在2月、4月、5月、8月、12月。2010年-2023年期间9月份大盘占优比例50%，平均跑赢小盘0.5%，统计上并不显著。

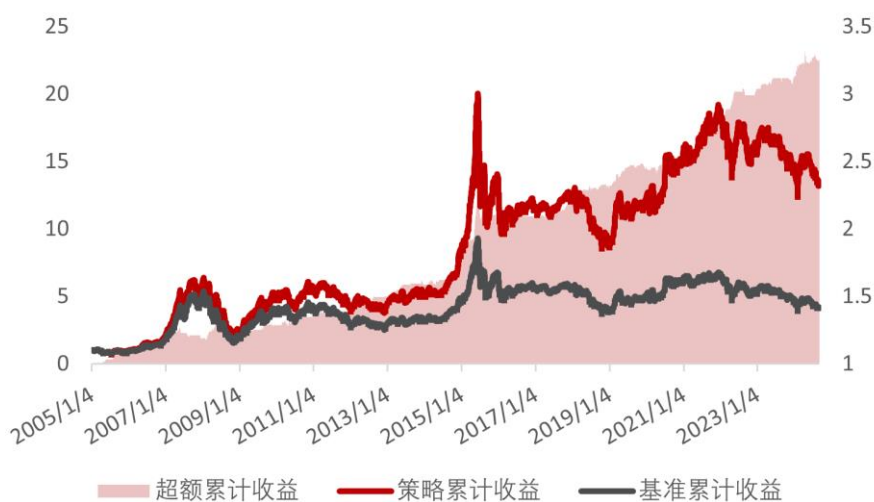
图53：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300代表沪深300，500代表中证500，1000代表中证1000

我们基于机构关注度、市值因子拥挤度、季节效应三个维度，构建了大小盘轮动择时策略（沪深 300/中证 1000）。我们根据机构关注度的趋势、市值拥挤度的水平以及当月的季节效应对三个维度分别打分（-1 表示小盘占优，0 表示没有明显偏重，1 表示大盘风格占优），并以 1: 1: 3 的比例加权得到综合分数 $score$ ，大盘仓位设置为 $0.5 + 0.5 * score$ ，小盘仓位设置为 $0.5 - 0.5 * score$ ，策略月度调仓。截至 2024 年 8 月底，策略年化收益 14.59%，相较于等权基准超额稳定，年化超额 6.67%。

图54：大小盘轮动策略表现 (2005.01-2024.08)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2024 年 9 月模型相对看好大盘风格。机构关注度、拥挤度维度相对看好大盘，季节效应维度 9 月不显著，综合来看模型 9 月偏向于大盘风格（模型仓位选择上大盘：小盘为 0.7: 0.3）。

4 行业配置量化观点

表6：2024年9月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转	宏观驱动戴维斯双击
电力设备及新能源	20.0%	√	√	
电子	16.7%	√		√
交通运输	10.0%	√		
有色金属	10.0%	√		
电力及公用事业	10.0%	√		
石油石化	10.0%	√		
消费者服务	10.0%		√	
汽车	6.7%			√
国防军工	6.7%			√

资料来源：Wind，民生证券研究院

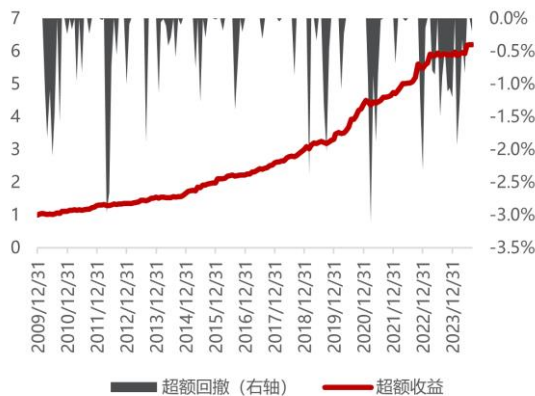
民生金工多维行业配置策略由三个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转以及宏观驱动戴维斯双击策略权重为3:1:1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023年绝对收益2.50%，相对于中信一级行业等权的超额收益为7.06%。2024年绝对收益-7.86%，相对于中信一级行业等权的超额收益为5.21%。

图55：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图56：民生金工多维行业配置策略超额收益



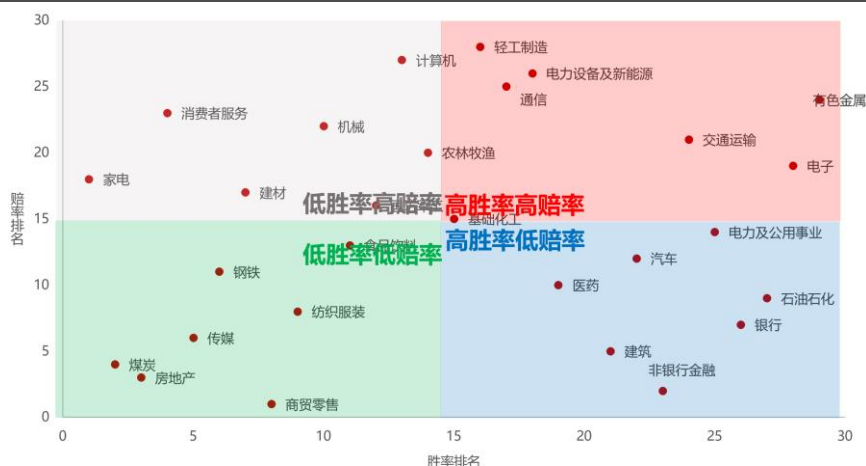
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：**有色金属、电子、交通运输、电力及公用事业、电力设备及新能源、石油石化**。

图57：2024年9月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

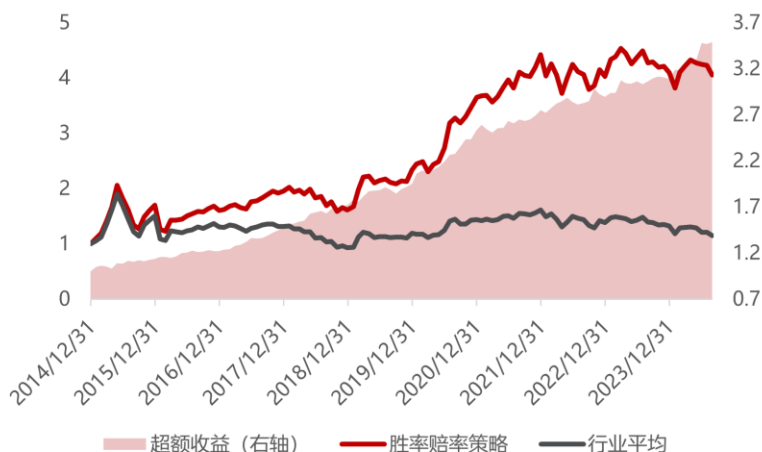
表7：2024年9月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
有色金属	√	√	√
电子	√	√	√
交通运输	√	√	√
电力及公用事业	√	√	√
电力设备及新能源	√	√	√
石油石化	√		√
轻工制造	√	√	
通信	√	√	
银行	√		
汽车	√		
计算机		√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益-1.08%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 12.92%。

图58：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

4.2.1 策略介绍

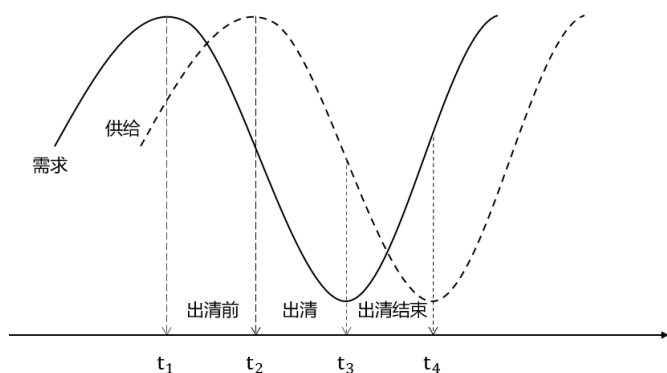
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

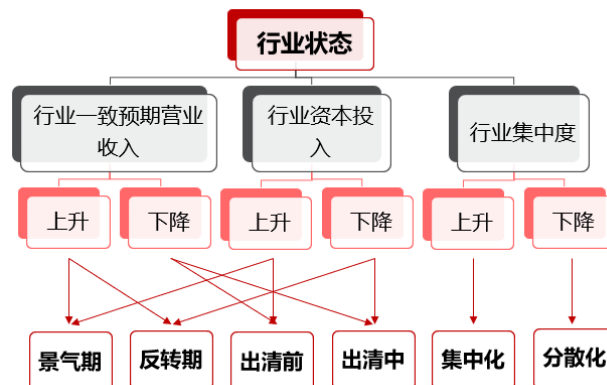
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图59：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

图60：行业状态划分标准

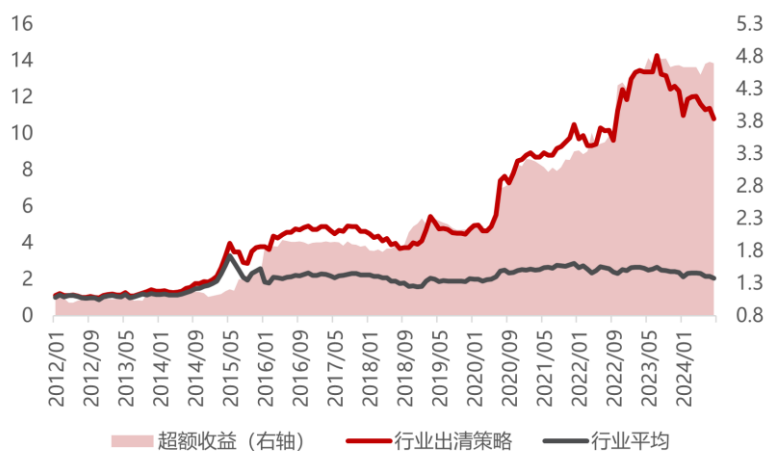


资料来源：民生证券研究院整理绘制

4.2.2 策略表现

行业出清反转策略从2012年1月31日到2024年8月31日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图61：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.3 策略最新观点

当下处在反转期-分散化且前6个月出清过的行业为**电力设备及新能源、消费者服务**。

表8: 各行业 2024 年 8 月状态

行业	2024 年 8 月状态
电力设备及新能源	反转期-分散化
消费者服务	反转期-分散化
商贸零售	反转期-分散化
电子	反转期-分散化
有色金属	反转期-集中化
建筑	反转期-集中化
汽车	反转期-集中化
家电	反转期-集中化
交通运输	景气期-分散化
医药	景气期-集中化
计算机	景气期-集中化
石油石化	出清中-分散化
建材	出清中-分散化
机械	出清中-分散化
农林牧渔	出清中-分散化
房地产	出清中-分散化
通信	出清中-分散化
煤炭	出清中-集中化
钢铁	出清中-集中化
基础化工	出清中-集中化
轻工制造	出清中-集中化
国防军工	出清中-集中化
纺织服装	出清中-集中化
传媒	出清中-集中化
电力及公用事业	出清前-分散化
食品饮料	出清前-集中化

资料来源: wind, 民生证券研究院

4.3 行业推荐: 宏观驱动戴维斯双击策略

宏观驱动戴维斯双击策略认为宏观变量到资产价格的传导并非线性结构, 如果直接利用宏观变量对行业未来收益做预测, 其有效性较弱。宏观到资产价格的传导路径需要经过景气度和估值这两个中间变量, 如果能够把握景气度和估值的变化, 就能够较好地预测资产价格变动的方向。

宏观变量对行业景气度和估值的影响较为明显, 比如 PMI 领先制造业的景气度, 当 PMI 上升时, 机械等制造业行业的行业景气度可能有明显改善。再如流动性 Shibor, 利率能够显著驱动计算机行业的估值, 当流动性提升时, 计算机行业的估值可能有明显提升。

我们通过宏观指标分别预测行业未来盈利和未来估值, 寻找未来盈利与估值均有可能上升的行业, 构建宏观驱动戴维斯双击策略。

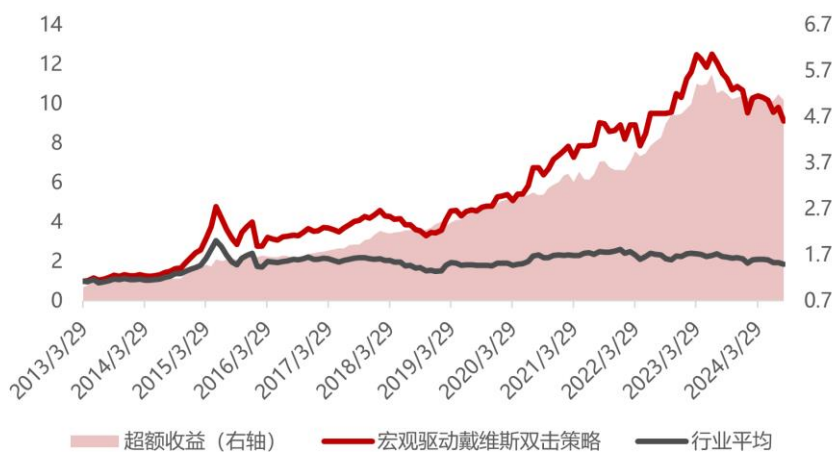
图62：宏观到资产价格的传导需要经历景气度和估值 2 个中间变量



资料来源：民生证券研究院整理绘制

模型每季度末从宏观预测的角度给出下一季度景气和估值有望双升的行业推荐信号，2024 年 Q3 推荐的行业为：**国防军工、汽车、电子**。宏观驱动戴维斯双击策略历史上贡献显著收益。

图63：宏观驱动戴维斯双击策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 银行与沪深 300 历史走势.....	3
图 2: 公募基金各行业权益持仓比例 (中信一级)	3
图 3: 公募基金银行占全部权益仓位比例变化.....	3
图 4: 上市银行业绩同比增速.....	4
图 5: 上市银行拨备覆盖率变化.....	4
图 6: 10 年期国债利率.....	4
图 7: 上市银行整体净息差.....	4
图 8: 上市银行生息资产规模及增速.....	4
图 9: 实际增速资产优势差 (g_ttm, MA12)	5
图 10: 预期增速资产优势差 (g_fttm, MA12)	5
图 11: 盈利 (ROE) 资产优势差 (ROE, MA12)	6
图 12: 银行板块股息率(%).....	6
图 13: 银行板块 ROE/PB	6
图 14: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	8
图 15: 银行与非银景气度变化.....	8
图 16: 金融与工业景气度变化.....	8
图 17: 2020 年以来各季度景气度变化.....	8
图 18: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化.....	9
图 19: 分歧度、流动性、景气度变化趋势.....	10
图 20: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架.....	10
图 21: 流动性指数长期水平.....	11
图 22: 10Y 国债利率驱动因素模型.....	11
图 23: 静态因子模型历史月度利率择时效果.....	12
图 24: 利率驱动因子长期变化趋势.....	12
图 25: 10Y 国债利率 9 月预测各因子贡献.....	13
图 26: 2018 年以来模型预测值与实际值对比.....	13
图 27: 10 年期国债收益率走势通道与中枢.....	13
图 28: 黄金驱动因素模型.....	14
图 29: 静态因子模型历史月度黄金择时效果.....	14
图 30: 黄金驱动因子长期变化趋势.....	15
图 31: 伦敦金现 9 月预测各因子贡献.....	15
图 32: 黄金与美国实际利率走势.....	16
图 33: 美国通胀预期.....	16
图 34: 以商品逻辑下黄金定价公式估算实际利率下行幅度与黄金上涨空间 (2024.08.31 为基准)	16
图 35: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系.....	17
图 36: 民生金工房地产行业压力指数 (2024.8)	18
图 37: 细分指标当期评分 (2024.8)	18
图 38: 供需两侧压力 (2024.8)	18
图 39: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入.....	19
图 40: 印度 NIFTY 50 收益分解.....	19
图 41: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解.....	19
图 42: 印度分歧度流动性变化趋势.....	20
图 43: 印度分歧度-流动性二维择时框架.....	20
图 44: 价值/成长相对收益动量轮动策略年化收益 (2004.12-2024.08)	21
图 45: 价值/成长 1 个月动量轮动策略表现 (2004.12-2024.08)	21
图 46: 动量策略什么情况下有效?	22
图 47: 红利/成长相对收益与美债利率.....	23
图 48: 价值/成长拥挤度.....	23
图 49: 价值/成长离散度.....	23
图 50: 小盘/大盘市场机构关注度强弱.....	24
图 51: 不同市值股票池机构调研强弱.....	24
图 52: 市值因子拥挤度.....	25
图 53: 月度大小盘收益差 (季节效应)	25
图 54: 大小盘轮动策略表现 (2005.01-2024.08)	26

图 55: 民生金工多维行业配置策略绝对收益.....	27
图 56: 民生金工多维行业配置策略超额收益.....	27
图 57: 2024 年 9 月行业胜率赔率刻画	28
图 58: 胜率赔率策略收益	29
图 59: 供需角度分析行业出清过程	30
图 60: 行业状态划分标准	30
图 61: 行业出清反转策略收益.....	30
图 62: 宏观到资产价格的传导需要经历景气度和估值 2 个中间变量.....	32
图 63: 宏观驱动戴维斯双击策略收益	32

表格目录

表 1: 四大行现金分红比例	6
表 2: 2024 年 9 月大类资产量化观点.....	7
表 3: 8 月社融结构预测 (单位: 亿元)	9
表 4: 2024 年 9 月市场风格量化观点.....	21
表 5: 价值/成长 1 个月动量轮动策略历史判断.....	22
表 6: 2024 年 9 月推荐行业及权重	27
表 7: 2024 年 9 月行业胜率赔率刻画.....	28
表 8: 各行业 2024 年 8 月状态	31

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026