神华期货2019年A股策略报告

A股：漫漫熊途，守正出奇

神华研究院　闫志远

目录

摘要.....1

一、2018 年指数走势.....1

1.1、市场表现.....1

1.2、价格情况.....3

1.3、市场估值现状.....4

二、行业板块表现——年度热点行业板块.....6

三、市场和行业经营现状.....7

四、2018 年 A 股经济环境较为疲软.....9

4.1、欧强美弱下人民币紧平衡.....9

4.2、经济下行压力增大.....11

五、2019 策略——“探底→回升”.....13

5.1、去杠杆→稳杠杆→加杠杆.....13

5.2、经营增速回升决定底部.....14

5.3、未来一年市场资金压力大.....15

5.4、蓝筹不稳&题材谨慎.....19

六、结论.....19

摘要

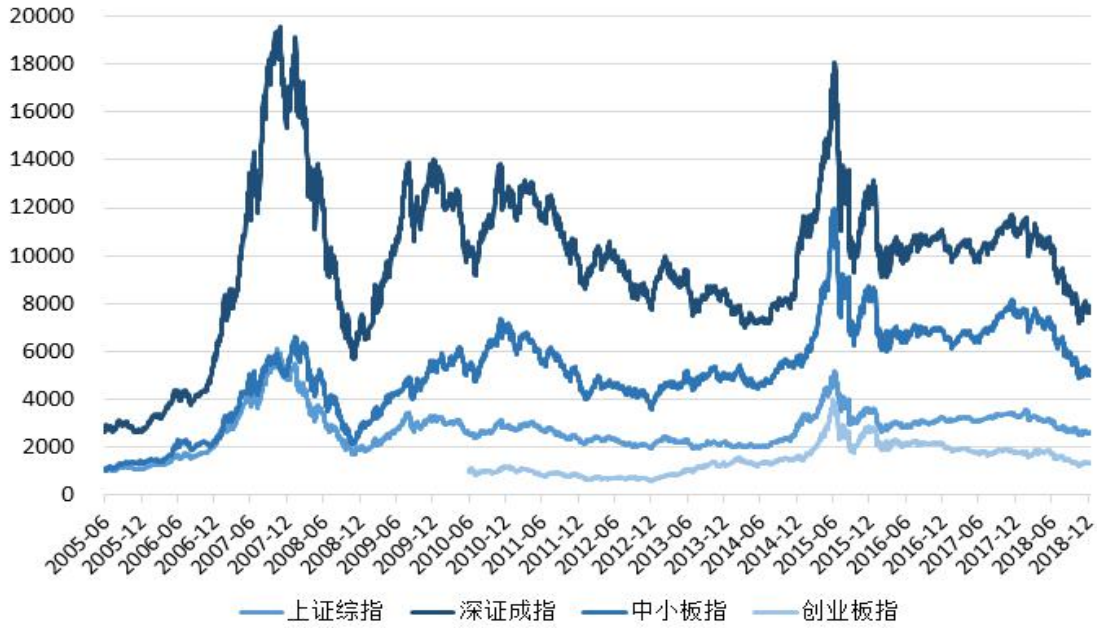
1. 2018 年两市分化，各指数下跌方向一致，步调较为同步，但幅度差别较大，上证年度跌幅较大，与 2017 年的蓝筹行情不同的是，2018 年上证综指收报-21.44%，上证 50 指数跌幅最小，达到 15.19%。深证与中小板指数表现较差，跌幅分别为 31.23%和 34.10%。创业板整体强于深圳其他版块，指数全年下跌，但跌幅为 25.87%，与上证跌幅接近，小于深证。
2. 两市市值 45.36 万亿元，比年初下降 15.60%，流通市值 36.74 万亿元，其中沪市总市值 27.97 万亿元，深市 17.40 万亿元。两市经历了 2015 年至今的大量发行，上市公司家数达到上海 1449 家，深圳 2132 家，共计 3581 家，比 2017 年增加近 100 家。
3. 从现在的平均股价来看，按照算术平均股价计算，当前股价较年初下跌幅度超过 20%，深证和中小板跌幅超过 30%。
4. 当前股价整体偏高，低价股占比较高，这是一个好的现象，但 2-5 元个股占比仍较低，5 元以上个股占比较高，整体股价仍有下行空间。整体来看，估值已经出现低点，但距离历史估值低估区域仍有较大距离。
5. 行业方面，全年整体下跌居多，上涨行业板块只有 4 个，水泥制造涨幅领先为 2.10%，机场（+0.75%）、石油化工（+0.64%）和旅游综合（+0.52%）收报正值。
6. 2018 年市场表现较差的板块主要有园林工程、环保工程及服务和金属制品，跌幅分别为 47%、46%和 44%。
7. “保 7”虽然可能是个伪命题，但市场对人民币稳定的预期将会带来资产价格的升高，这对于等待外来资金的国内市场来说，将会是一个不错的信号，也就是说如果在未来一段时间人民币汇率距“7”较远，那么市场情绪将会受到一定的提振。
8. 在 M2 增速降低至 8%后，货币的增速已经滞后于经济增长的反应。在 2005 年至今的 14 年中，M2 增速创出新低，而 M1 增速达到 1.5%，处于历史低位，基础货币增长有一定的停滞迹象，这对下行的国内经济来说，将会造成融资的重度滑坡。
9. 在 GDP 增速下台阶的过程中，货币对经济的拉动又起到了一定的掣肘效应，积极财政政策应当出现更加积极的变化。去杠杆、减通道压缩了银行投放非银的资金，减少了资金在金融体系内部的空转，资金大量从表外回表，同时提高了金融市场利率。

10. 站在现在的角度看市场面临的资金压力，主要有定增解禁、股权质押和商誉减值，以及未来科创板资金的分流等。在未降息的背景下，市场对货币供应不断增加，而“钱荒”依旧存在的境况做出了向下的市场反应，而这其中对蓝筹股影响更大，
11. 而题材则有更多需要关注的方面，比如经历了“9 成”跌幅后，一些中小创实质已经入低估区域，只是上市公司的净利润尚未反应出来，未来随着相关扶持政策的出台，上市公司的净利润增长也将逐步实现。

一、2018 年指数走势

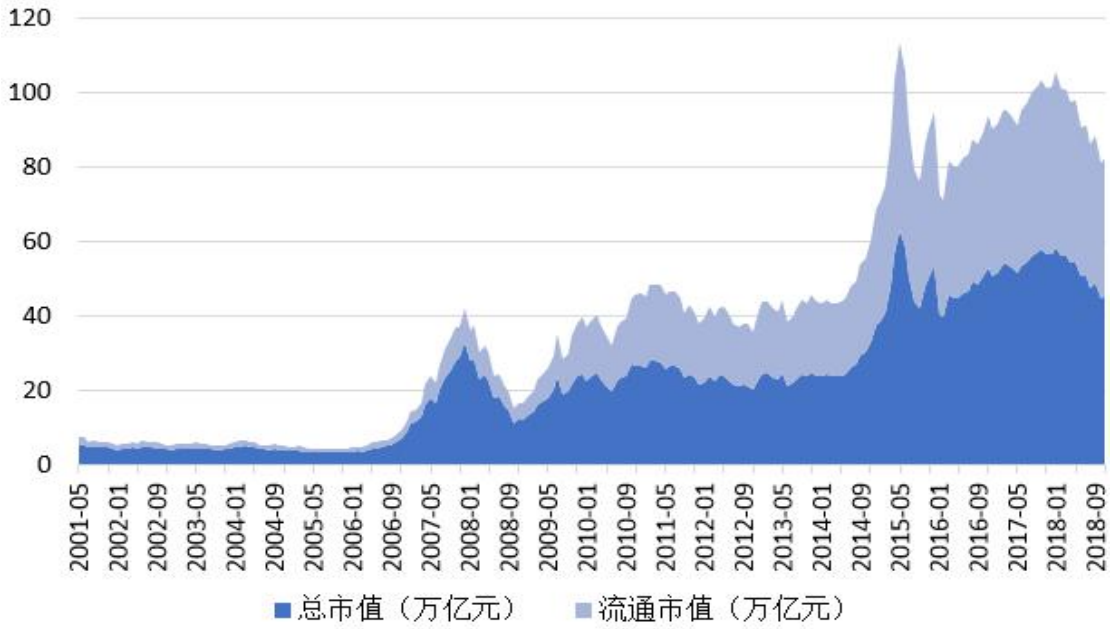
1.1、市场表现

图 1-1：2018 年四大指数走势



数据来源：Wind，神华研究院

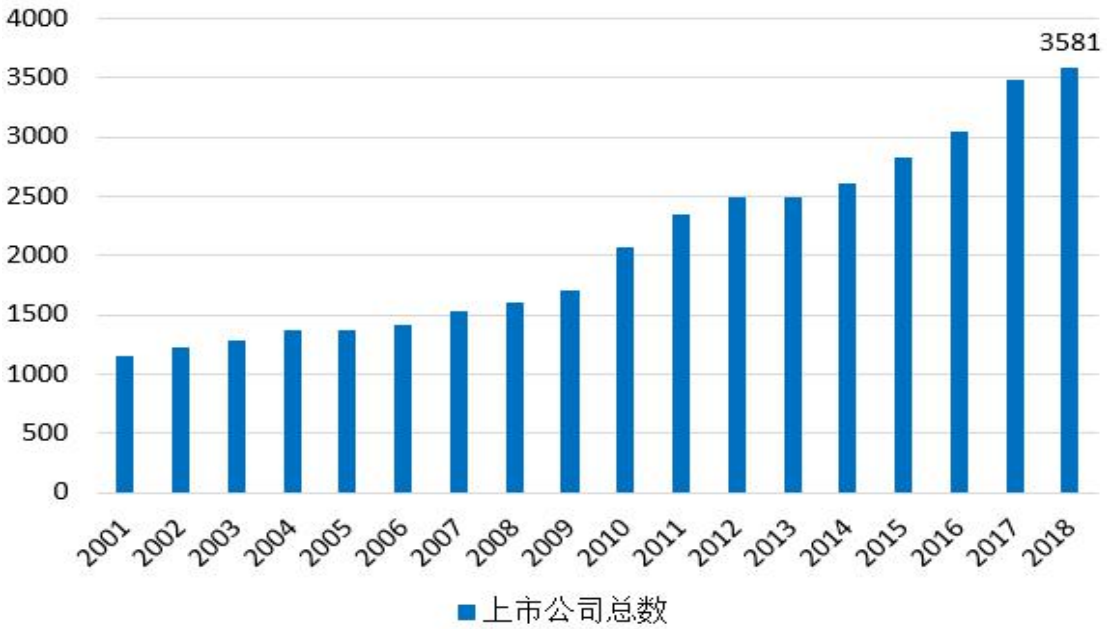
图 1-2：2018 年两市市值情况



数据来源：Wind，神华研究院

截至 2018 年 12 月 17 日，两市市值 45.36 万亿元，比年初下降 15.60%，流通市值 36.74 万亿元，其中沪市总市值 27.97 万亿元，深市 17.40 万亿元。

图 1-3：两市上市公司家数



数据来源：上交所，深交所

两市经历了 2015 年至今的大量发行，上市公司家数达到上海 1449 家，深圳 2132 家，共计 3581 家，比 2017 年增加近 100 家。

图 1-4：两市主要指数涨幅

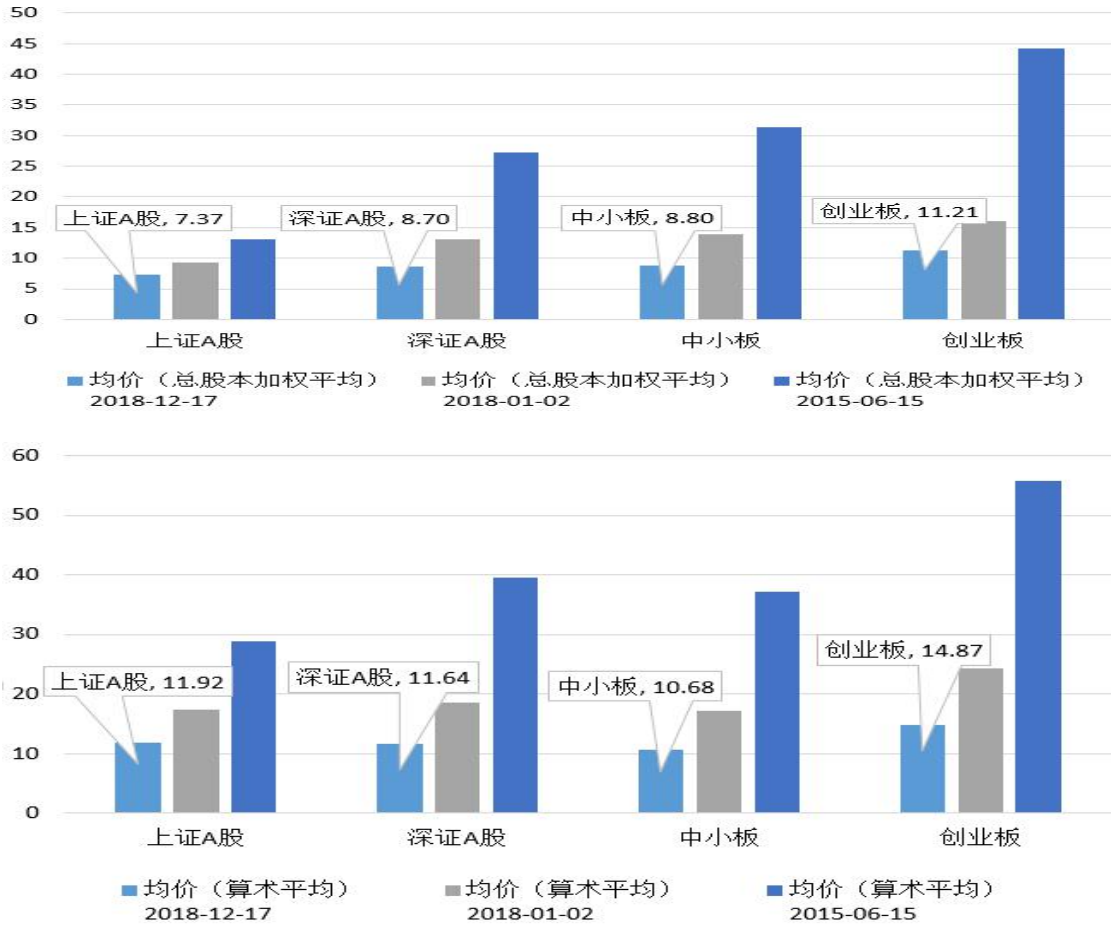
市场	2017年收盘价	2018年12月17日收盘价	区间涨跌幅（%）	区间最高价	区间最低价	日均成交额（亿元）	2017年日均成交额	日均换手率（%）
上证综指	3307.17	2597.97	-21.44	3587.03	2449.20	1672.06	2072.45	0.48
深证成指	11040.45	7592.65	-31.23	11633.46	7084.44	2072.60	2513.49	1.06
上证50	2860.44	2425.94	-15.19	3202.47	2331.84	415.42	365.11	0.20
中小板指	7554.86	4978.37	-34.10	7793.31	4801.68	841.70	1058.34	1.09
创业板指	1752.65	1299.17	-25.87	1918.22	1184.91	660.00	674.85	1.77

数据来源：Wind，神华研究院

2018 年两市分化，各指数下跌方向一致，步调较为同步，但幅度差别较大，上证年度跌幅较大，与 2017 年的蓝筹行情不同的是，2018 年上证综指收报-21.44%，上证 50 指数跌幅最小，达到 15.19%。深证与中小板指数表现较差，跌幅分别为 31.23%和 34.10%。创业板整体强于深圳其他版块，指数全年下跌，但跌幅为 25.87%，与上证跌幅接近，小于深证。

1.2、价格情况

图 1-5：两市股价分布



板块	均价（总股本加权平均）2018-12-17	均价（总股本加权平均）2018-01-02	均价（总股本加权平均）2015-06-15	均价（算术平均）2018-12-17	均价（算术平均）2018-01-02	均价（算术平均）2015-06-15
上证A股	7.37	9.34	13.04	11.92	17.31	28.79
深证A股	8.70	13.16	27.26	11.64	18.61	39.53
中小板	8.80	13.84	31.36	10.68	17.11	37.08
创业板	11.21	15.98	44.21	14.87	24.22	55.67

数据来源：Wind，神华研究院

从现在的平均股价来看，按照算术平均股价计算，当前股价较年初下跌幅度超过 20%，深证和中小板跌幅超过 30%。

图 1-6：平均股价年度下跌幅度

板块	总股本加权平均股价		算术平均股价	
	当前较年初跌幅	当前较牛顶跌幅	当前较年初跌幅	当前较牛顶跌幅
上证A股	21.00%	43.45%	31.14%	58.61%
深证A股	33.89%	68.09%	37.49%	70.56%
中小板	36.41%	71.93%	37.55%	71.19%
创业板	29.85%	74.65%	38.61%	73.29%

数据来源：Wind，神华研究院

将视野放大至历史历次底部的股价分布情况：

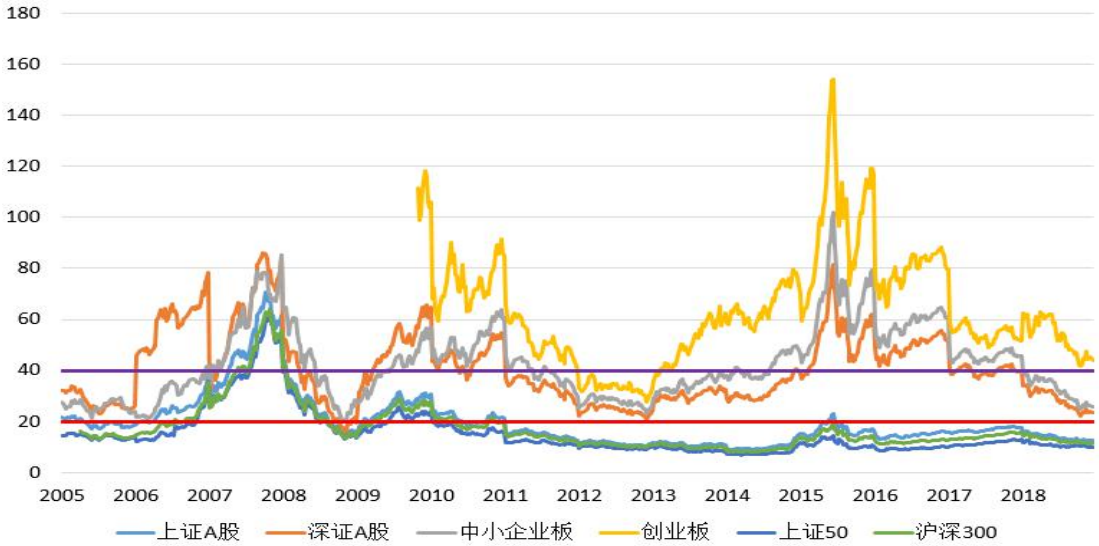
指标		1994-07-29	2005-06-06	2008-10-28	2013-06-25	2018-10-18
股价区间		1.23-20.08	0.97-44.64	0.76-94.28	1.62-189.84	0.74-645.94
平均股价		3.91	4.72	6.03	10.37	10.71
中位数股价		3.45	3.98	4.37	7.82	7.17
股价分布	(0,2)	7.56%	4.85%	2.62%	0.65%	2.00%
	[2,5)	71.43%	64.10%	56.22%	20.16%	29.81%
	[5,10)	19.33%	27.04%	29.55%	43.92%	32.96%
	[10,50)	1.68%	4.01%	11.42%	34.65%	34.14%
	[50,100)	0.00%	0.00%	0.19%	0.53%	0.99%
	[100,+∞)	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%	0.11%

数据来源：Wind，神华研究院

当前股价整体偏高，低价股占比较高，这是一个好的现象，但 2-5 元个股占比仍较低，5 元以上个股占比较高，整体股价仍有下行空间。

1.3、市场估值现状

图 1-7：2018 年四大指数估值情况



数据来源：Wind，神华研究院

整体来看，估值已经出现低点，特别是深证和中小板指数的估值已低于 2013 年的低点，同时仅次于 2008 年低点估值水平，逼近 20 倍市盈率。上海指数包括沪深 300 指数距离低点仍有一段距离，创业板估值水平出现明显下降，从 150 倍左右的估值已降至当前的接近 40 倍估值，虽然仍高于 2013 年水平，但已进入低估值区域。

从历次底部的估值情况看：

指标		1994-07-29	2005-06-06	2008-10-28	2013-06-25	2018-10-18
中位数PE		12.52	18.24	20.91	16.54	27.82
PE分布	(-∞, 0)	0.43%	3.64%	16.98%	13.72%	11.90%
	[0, 10)	34.20%	15.64%	5.97%	15.15%	5.32%
	[10, 30)	52.38%	58.18%	43.57%	48.50%	36.85%
	[30, 50)	7.36%	14.18%	15.19%	11.51%	20.08%
	[50, 100)	3.90%	5.82%	10.62%	6.24%	15.01%
	[100, +∞)	1.73%	2.55%	7.67%	4.88%	10.84%

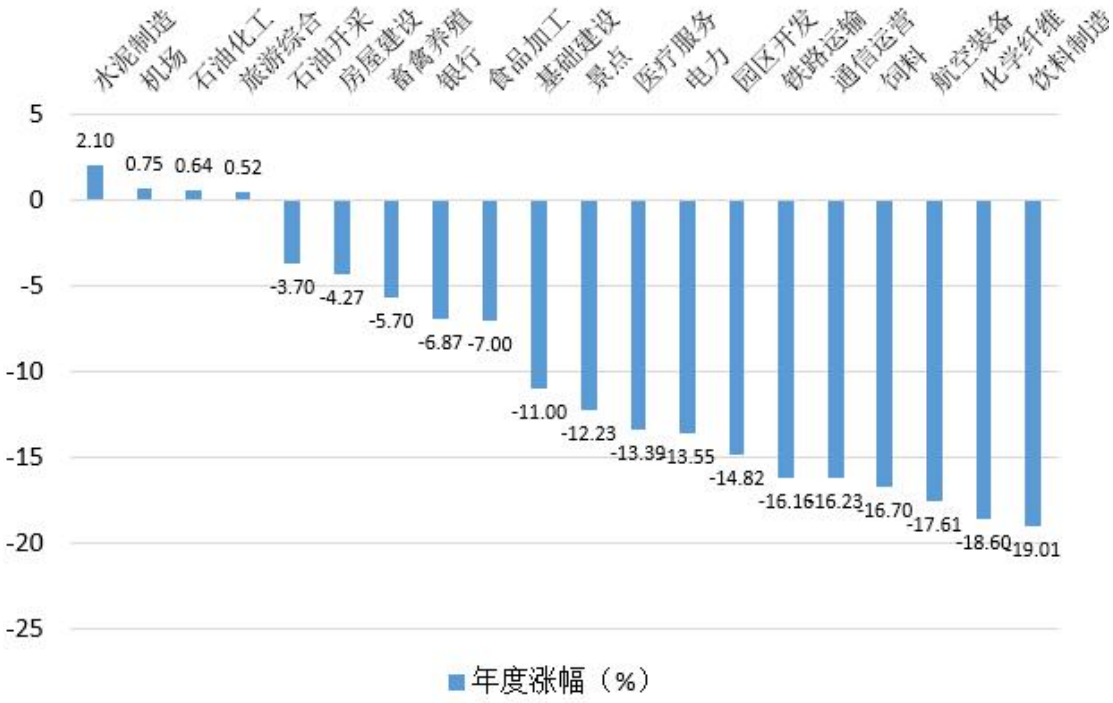
指标		1994-07-29	2005-06-06	2008-10-28	2013-06-25	2018-10-18
中位数PB		1.50	1.56	1.69	2.17	1.86
PB分布	(0, 1)	7.20%	15.43%	13.78%	7.20%	14.91%
	[1, 3)	80.51%	73.33%	68.79%	61.47%	61.65%
	[3, 5)	8.90%	8.06%	11.18%	19.18%	15.13%
	[5, 10)	3.39%	2.40%	4.55%	9.04%	6.79%
	[10, +∞)	0.00%	0.78%	1.69%	3.11%	1.52%

数据来源：Wind，神华研究院

估值指标处于阶段性底部区域，但距离历史估值低估区域仍有较大距离，从全市场估值来看，现阶段 27 倍的市盈率高于历次底部。市净率角度看，中位数市净率较高，低市净率占比较低，同时破净占比仍较低。从历次大底估值情况来看，现阶段估值分布仍有重心下移的过程。结合指数整体的估值，也就是高估值个股估值下降的动力仍然较足，而低估值个股下跌空间可能较小，特别是破净个股。

二、行业板块表现——年度热点行业板块

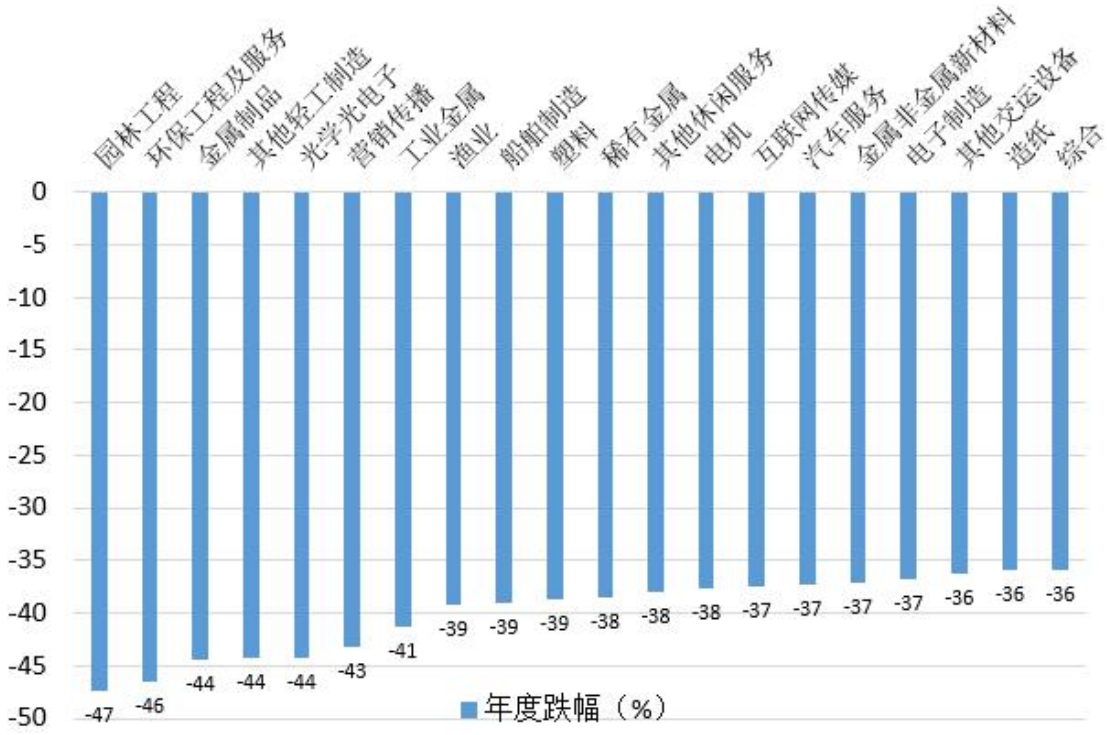
图 2-1：年度热点行业板块



数据来源：Wind，神华研究院

行业方面，全年整体下跌居多，上涨行业板块只有 4 个，水泥制造涨幅领先为 2.10%，机场（+0.75%）、石油化工（+0.64%）和旅游综合（+0.52%）收报正值。受益供给侧改革，水泥本年度价格稳定，水泥制造企业经营稳健，涨势较好。机场方面，受益机场开工建设和客运旅游的需求增长，机场和旅游板块出现上涨。另外，本年度受益原油价格的冲高，石油化工（主要为中国石化）表现较好。

图 2-2：年度行业下跌情况



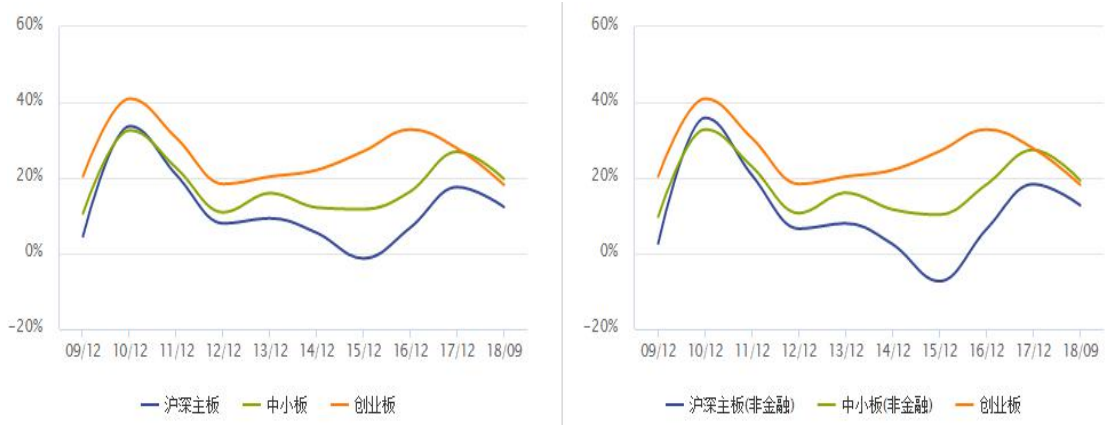
注：起止交易日期 2018-01-01~2018-12-17

数据来源：Wind，神华研究院

2018 年市场表现较差的板块主要有园林工程、环保工程及服务和金属制品，跌幅分别为 47%、46%和 44%。

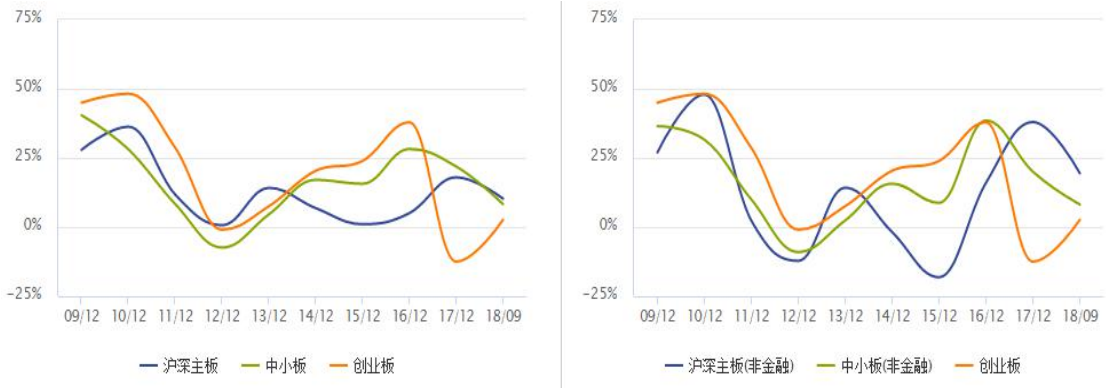
三、市场和行业经营现状

图 3-1：各市场营收增速



数据来源：Wind，神华研究院

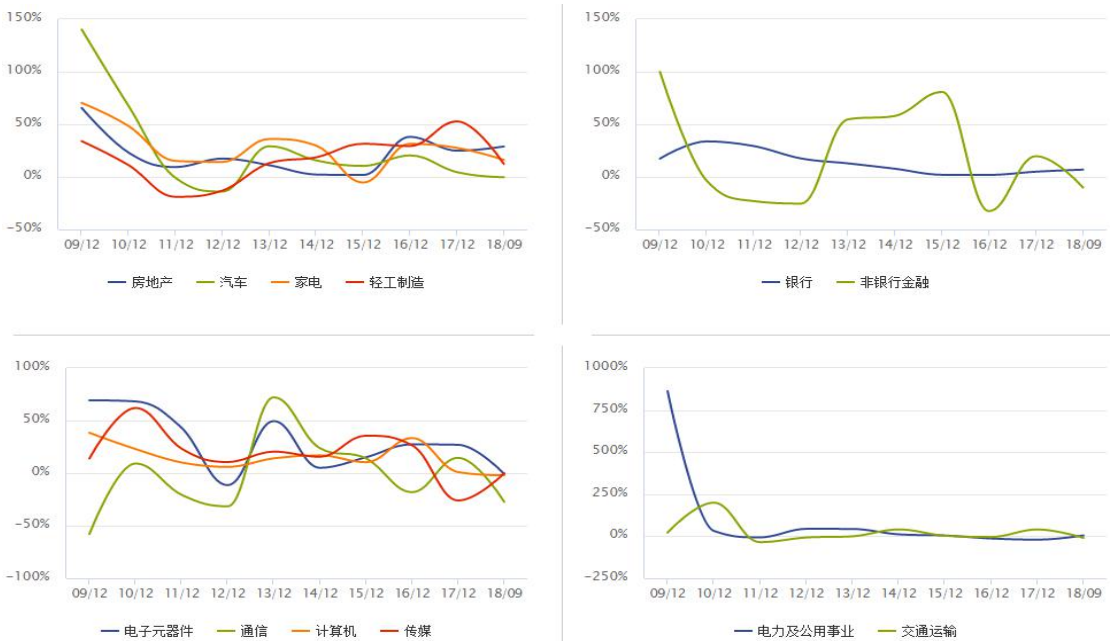
图 3-2：各市场净利润增速



数据来源：Wind，神华研究院

结构转型攻坚期行业盈利增速放缓。

图 3-3：八大重点行业净利润增长率



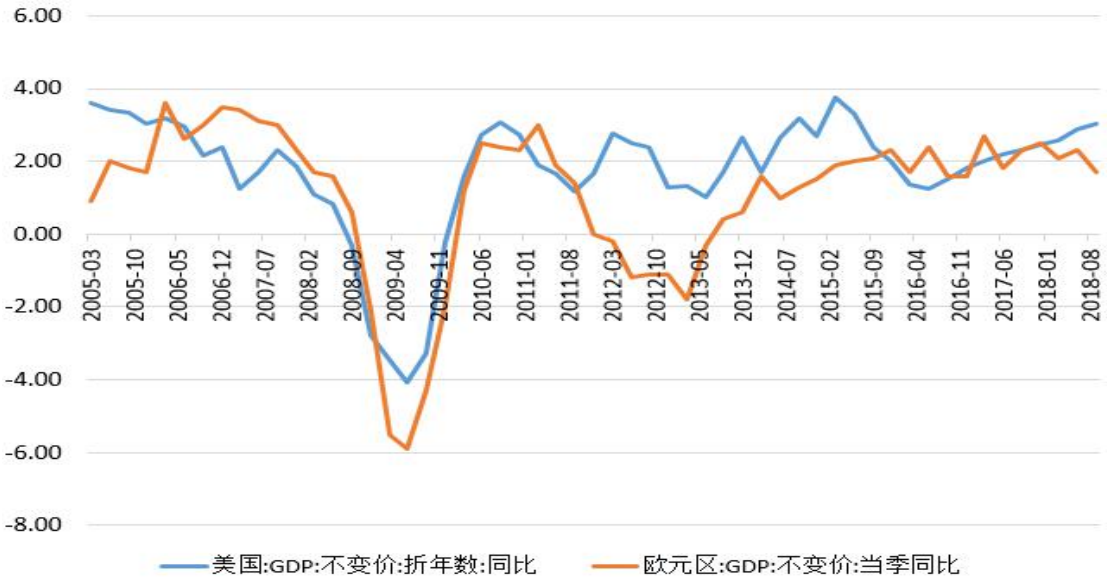
数据来源：Wind，神华研究院

四、2018 年 A 股经济环境较为疲软

4.1、欧强美弱下人民币紧平衡

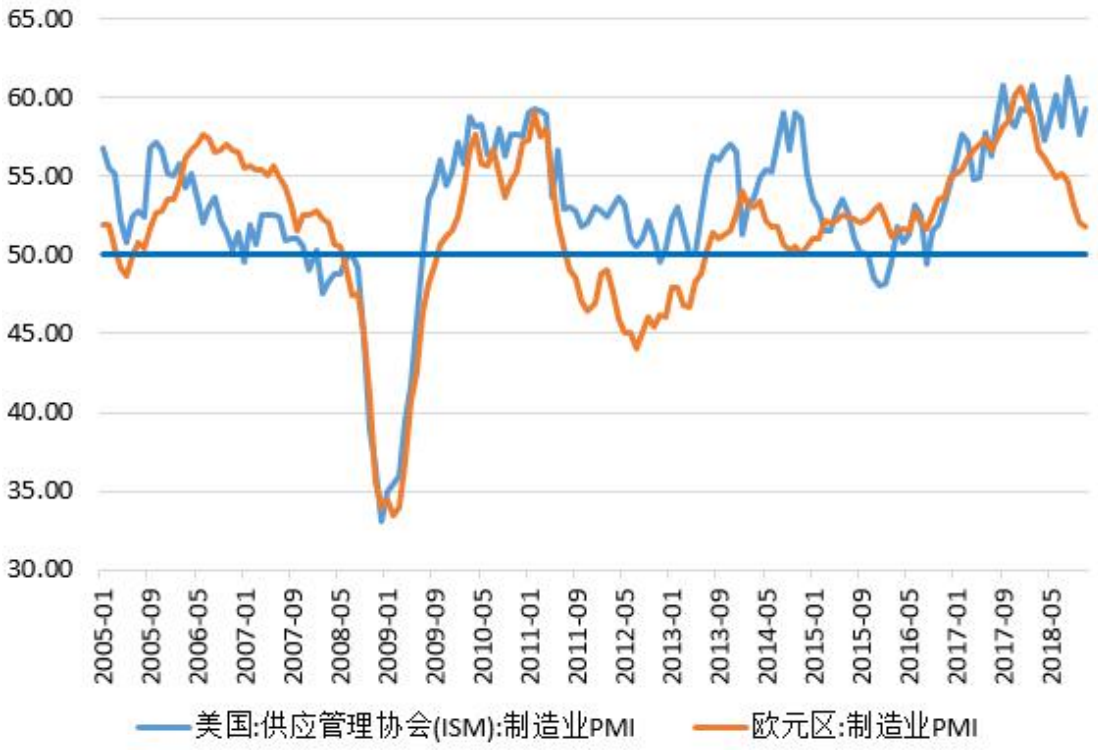
（1）欧强美弱

图 4-1：美欧经济增长强劲带动欧强美弱的货币格局



数据来源：Wind，神华研究院

图 4-2：PMI 与 CPI



数据来源：Wind，神华研究院

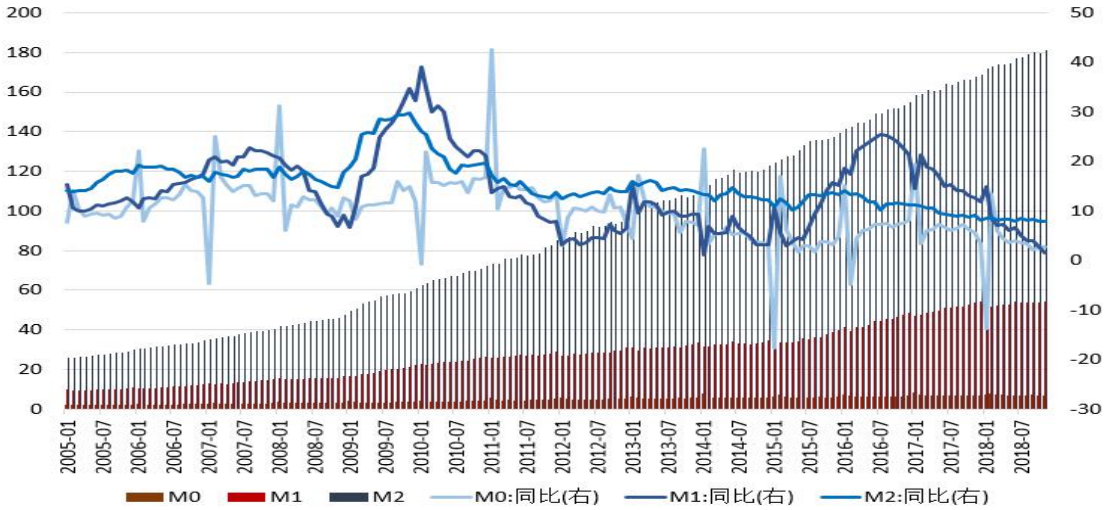
欧美不同步，美国加息进程进入尾声，而欧元加息箭在弦上，这将导致欧元走强，美元被动走弱，对于人民币的影响，主要集中在一篮子货币中欧元及美元的比例，简单匡算，在非美货币中，美元加息期间，人民币贬值幅度弱于多数非美货币，说明人民币篮子中强势的美元和欧元占比较高，特别是日元起到了很大的对冲作用。

未来随着欧元区加入升息的行列，那么强势欧元将带来人民币的贬值效应大大弱化，届时，人民币受助美元加息趋缓和欧元加息的影响，将会出现一定程度的贬值预期，但考虑到欧元区经济增长预期弱于美国，欧元的强势程度不足以抵消美元加息带来的升值，虽然届时整体情况与当前的形势比较接近，但人民币的贬值预期将会受到较大程度的影响。

同时，对于央行来说，“保 7”虽然可能是个伪命题，但市场对人民币稳定的预期将会带来资产价格的升高，这对于等待外来资金的国内市场来说，将会是一个不错的信号，也就是说如果在未来一段时间人民币汇率距“7”较远，那么市场情绪将会受到一定的提振。

（2）人民币紧平衡

图 4-3：M2 增速降低



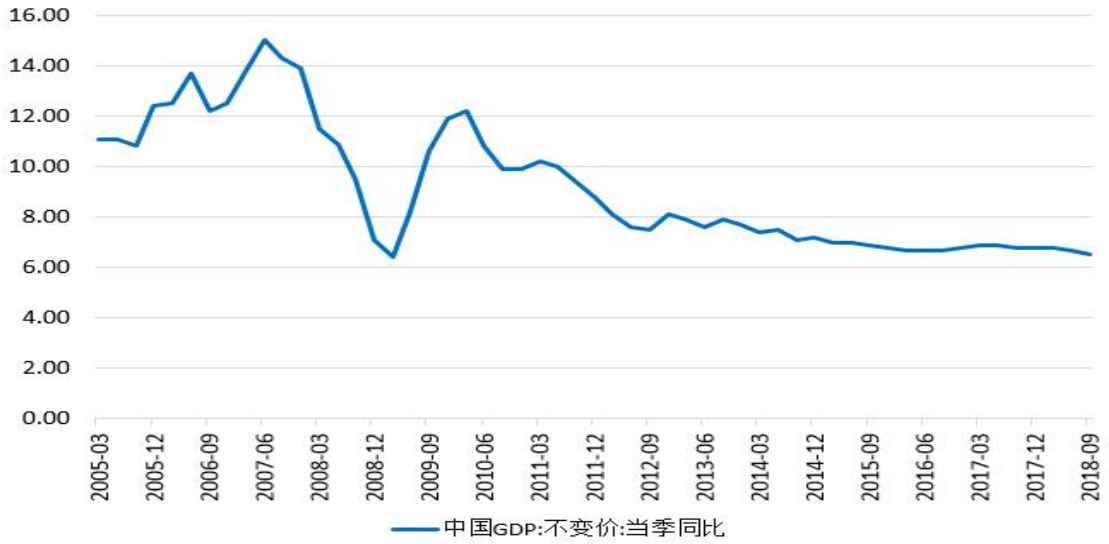
数据来源：Wind，神华研究院

在 M2 增速降低至 8%后，货币的增速已经滞后于经济增长的反应。在 2005 年至今的 14 年中，M2 增速创出新低，而 M1 增速达到 1.5%，处于历史低位，基础货币增长有一定的停滞迹象，这对下行的国内经济来说，将会造成融资的重度滑坡。

4.2、经济下行压力增大

（1）GDP 增速

图 4-4：经济增速下台阶

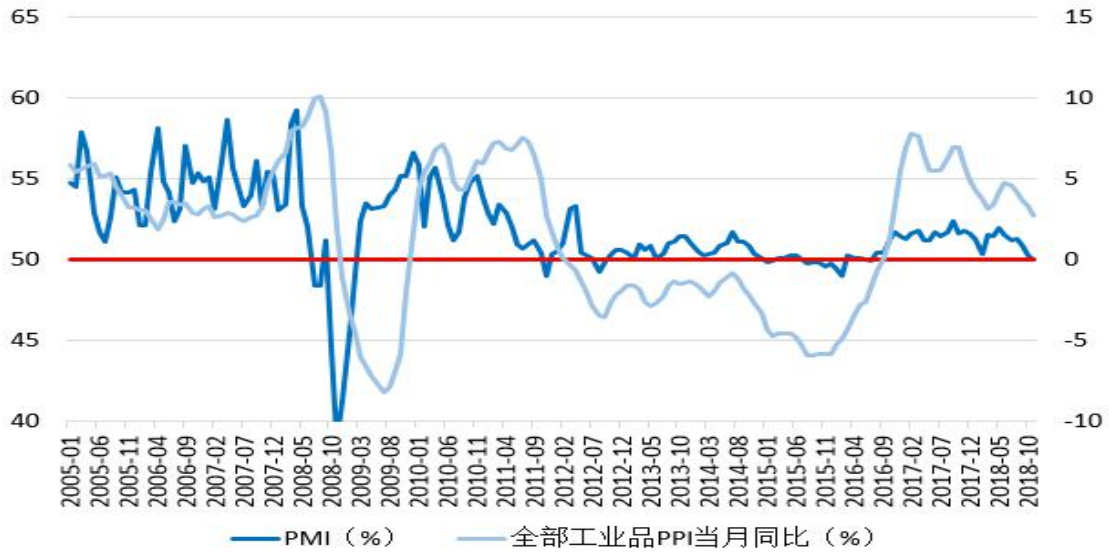


数据来源：Wind，神华研究院

在 GDP 增速下台阶的过程中，货币对经济的拉动又起到了一定的掣肘效应，

此时对于宏观政策来说，以减税为主的积极财政政策应当出现大概率的超预期操作，将“流动性陷阱”的消极作用抵消掉。

图 4-5：PMI 持续低迷

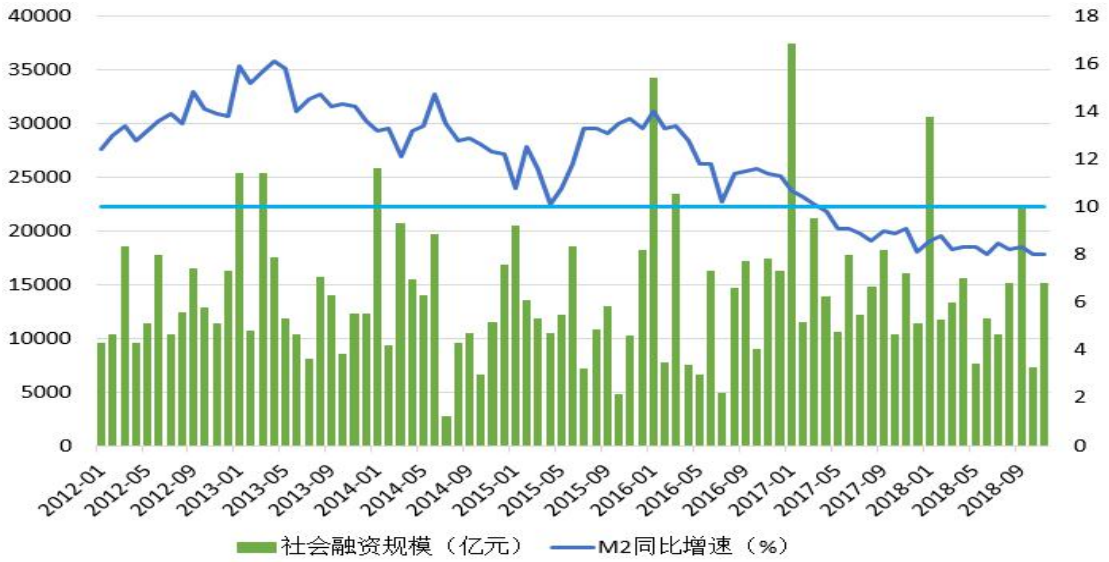


数据来源：Wind，神华研究院

工业品价格指数的下滑表明制造业整体下滑迹象明显，而 PMI 指数再次达到 50%的临界点，而此时 PMI 的下坠作用将导致 PPI 的持续下滑，在经历了 2015 年工业品价格的急速拉升后，工业“通缩”的局面与经济的增长将会为经济预期带来悲观的成份更多一些。

（2）社融下滑与货币供应趋缓叠加

图 4-6：社融下滑叠加货币供应降速



数据来源：Wind，神华研究院

社会融资规模增量下降是金融去杠杆效果的进一步显现，主要是表外融资萎缩。其中上半年 5 月份，社会融资规模增量为 7608 亿元，比上年同期少 3023 亿元。之后央行进行调增，社融规模渐趋稳定，但仍处于较低水平。

M2 和社会融资规模两个指标相互补充、互相印证，综合反映了目前我国金融市场和资金融通的整体情况。近一年多来，M2 增速大幅下降，主要是金融强监管、减通道、去杠杆的结果，目前仍在持续。从各来源结构对 M2 同比增速的贡献率看，今年 1 月份至 9 月份，M2 各来源结构中对其他金融部门债权的下降，导致 M2 增速较上年同期回落。

去杠杆、减通道压缩了银行投放非银的资金，减少了资金在金融体系内部的空转，资金大量从表外回表，同时提高了金融市场利率。

五、2019 策略——“探底→回升”

5.1、去杠杆→稳杠杆→加杠杆

2017 年我国宏观杠杆率增幅比 2012—2016 年杠杆率年均增幅低 10.9 个百分点，增长势头减缓。我国稳健中性的货币政策取得了较好成效，结构性去杠杆稳步推进。今年一季度杠杆率增幅比去年同期收窄 1.1 个百分点。去杠杆初见成效，我国进入稳杠杆阶段。

（1）企业部门杠杆率下降，国有企业资产负债率明显回落。2017 年企业部门杠杆率比 2016 年小幅下降 1.4 个百分点，2011 年以来首次出现净下降，而 2012—2016 年年均增长 8.8 个百分点。今年一季度企业部门杠杆率比上年同期低 2.4 个百分点，预计 2018 年企业部门杠杆率比 2017 年有小幅下降。

（2）住户部门杠杆率上升速率边际放缓，债务安全性可控。2017 年住户部门杠杆率比 2016 年上升 4.1 个百分点，今年一季度上升 1 个百分点。虽然住户部门杠杆率持续上升，但上升速率出现边际放缓。截至今年 5 月末，居民贷款增速连续 13 个月回落，从 2017 年 4 月的峰值 24.7%降至今年 5 月的 19.3%。

住户部门债务风险总体可控。一方面，与发达经济体相比，我国住户部门杠杆率仍处于较低水平。另一方面，住户部门偿债能力较强，债务抵押物充足，期限较长，违约风险不高。2017 年末，我国住户部门贷款/存款为 62.1%，存款完全可以覆盖居民债务。2017 年末我国住房贷款余额仅占抵押物价值的 58.3%，住房贷款平均合同期限为 272 个月，流动性风险可控。今年一季度末居民住房贷款不良率仅 0.29%，比上年末低 0.01 个百分点。

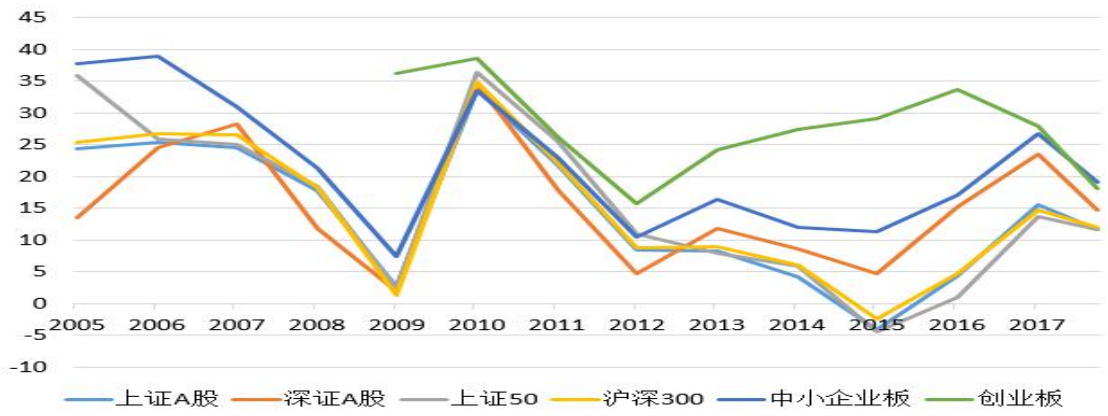
（3）政府部门杠杆率持续回落。2017 年政府部门杠杆率比 2016 年低 0.4 个百分点，连续 3 年回落，今年一季度进一步回落 0.7 个百分点。分结构看，中央政府杠杆率保持低位稳定，2017 年为 16.4%，比上年高 0.3 个百分点；地方政府杠杆率有所下降，2017 年为 19.9%，比上年低 0.7 个百分点。

随着我国经济进入高质量发展阶段，推升杠杆率的因素正在出现重要变化：金融监管加强，金融市场逐步完善，影子银行等导致杠杆率上升的状况将会有较大改变；地方政府债务约束加强，特别是对地方政府隐形债务的清理、整顿和规范力度加大；去产能取得重要进展，供求缺口收缩，企业盈利能力和可持续性增强。

5.2、经营增速回升决定底部

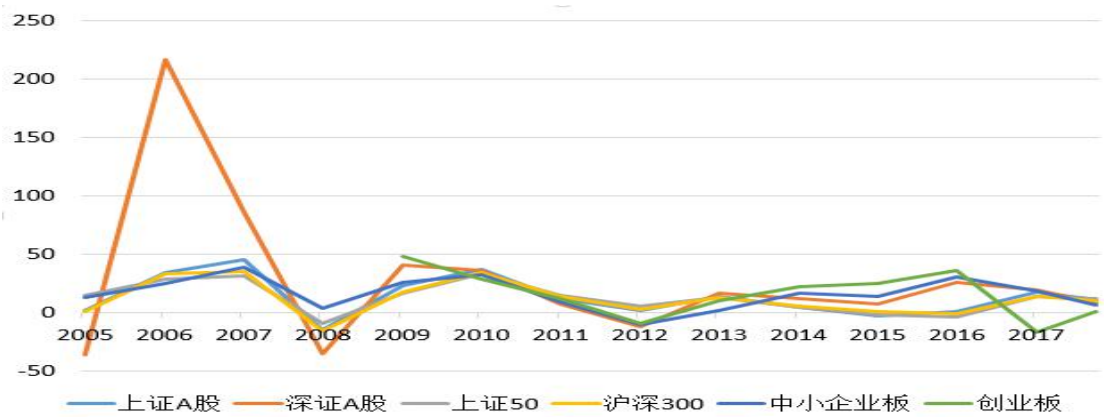
（1）各市场营收和净利润增长情况

图 5-1：各主要市场营收增速（%）



数据来源：Wind，神华研究院

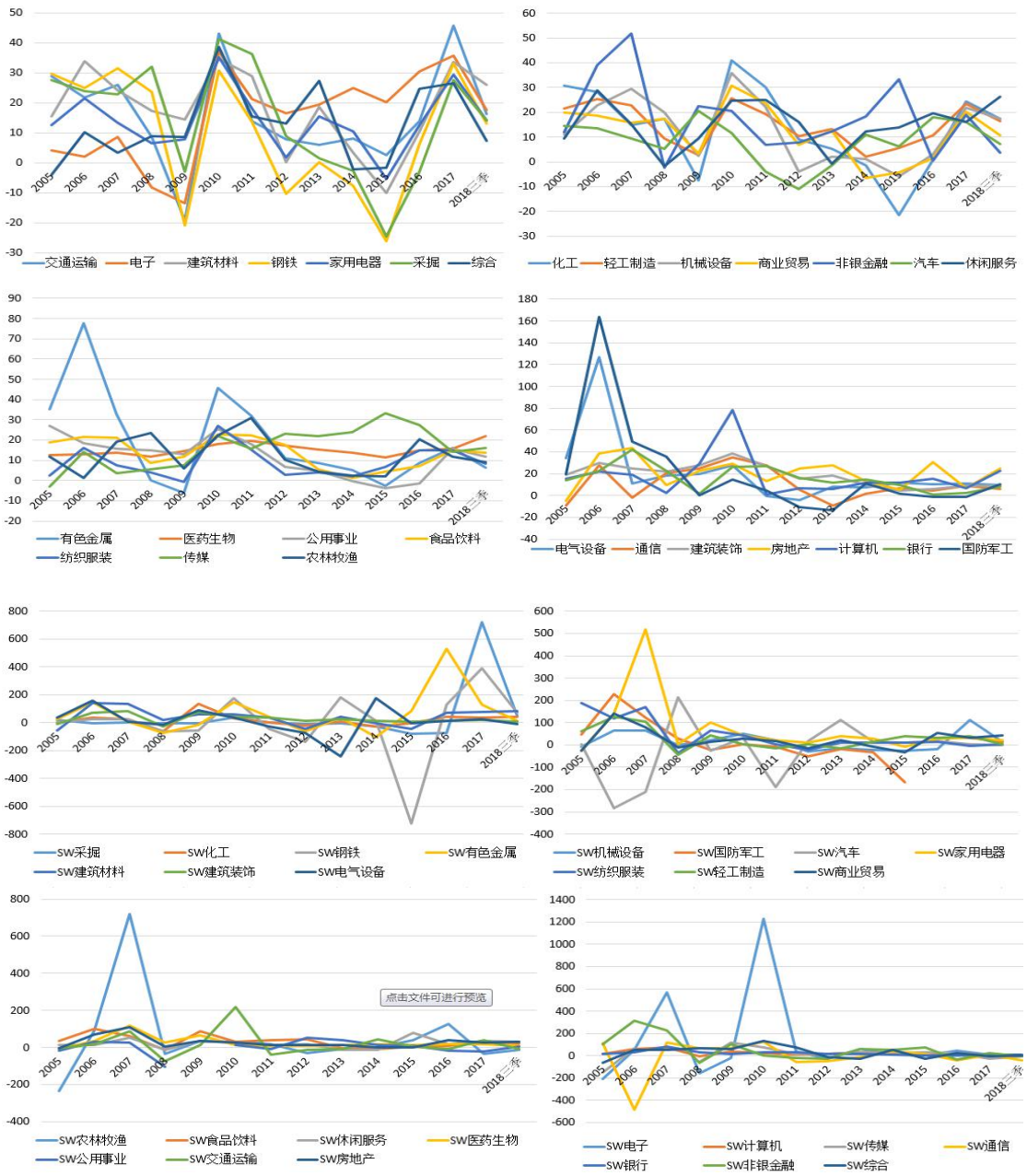
图 5-2：各主要市场净利润增速（%）



数据来源：Wind，神华研究院

（2）各行业增速情况

图 5-3：各行业增长情况



数据来源：Wind，神华研究院

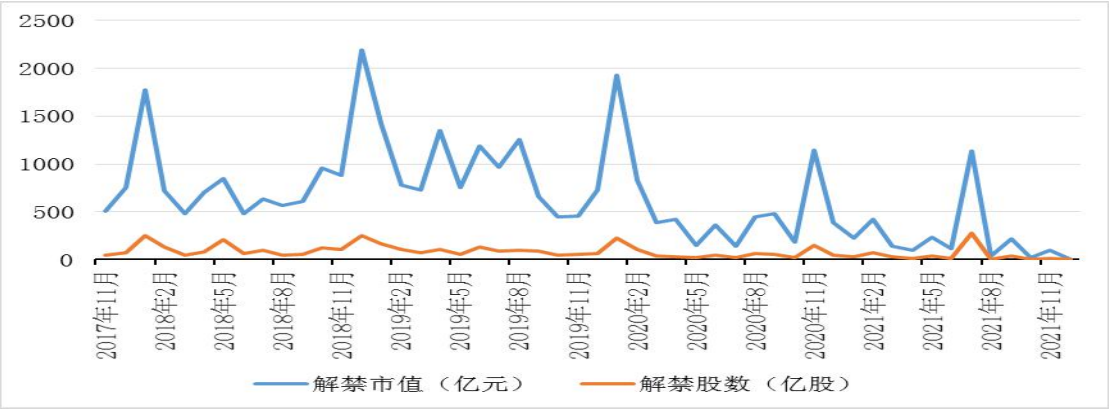
5.3、未来一年市场资金压力大

站在现在的角度看市场面临的资金压力，主要有定增解禁、股权质押和商誉减值，以及未来科创板资金的分流等。

（1）定增解禁“压力山大”

根据 Wind 数据统计，2017 年 11 月至 2021 年 11 月共有 3.24 万亿市值的定增解禁，共有 3994.97 亿股解禁。从解禁市值分布来看，解禁市值大规模解禁的节点出现在今年的 1 月份及 12 月份及 2020 年 1 月份，这三个月份单月解禁市值超过 1600 亿元，其中解禁规模的高潮出现在 2018 年 12 月份，共有 2193.3 亿元解禁规模。

图 5-4：解禁股份和金额分布



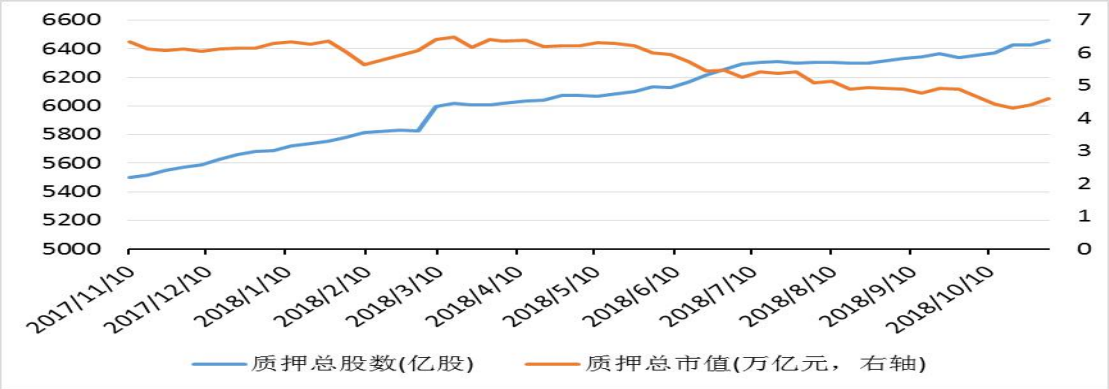
数据来源：Wind，神华研究院

无论一年期还是三年期的定增，盈利的项目占据样本数量不利不足一成半。而有近七成的定增亏损集中 30%-80%之间。这些定增项目不仅需要止损，更会面临较大的解禁卖出压力。

（2）股权质押待解

近一年来，质押公司数量也从 3375 家上升到了 3478 家。从 5499 亿股上升到了 6457 亿股。截至 2018 年 11 月，股权质押总市值为 4.6 万亿元。

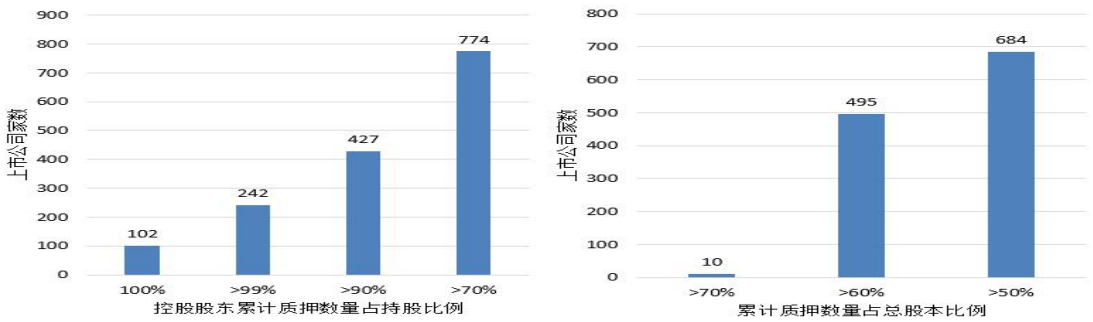
图 5-5：近一年股权质押数量状况



资料来源：中证登，神华研究院

因此集中性风险是此次股权质押的又一个显著风险特征。我们来看两组数据。根据最新数据，当前股票市场控股股东累计质押数量占持股比达到 100%的公司有 102 家。大于 99%的有 242 家，大于 90%的有 427 家，大于 70%的有 774 家，占据上市公司总数量的 21.77%；累计质押数量占股本比例大于 70%的有 10 家，大于 60%的有 495 家，而大于 50%的有 684 家，占据上市公司总数量的 19.24%。从数据可知，当前的股权质押风险集中度较高，有为数不少的上市公司其控股股东累计质押数量等关键指标占持股比例较大。

图 5-6：当前股权质押风险度较高



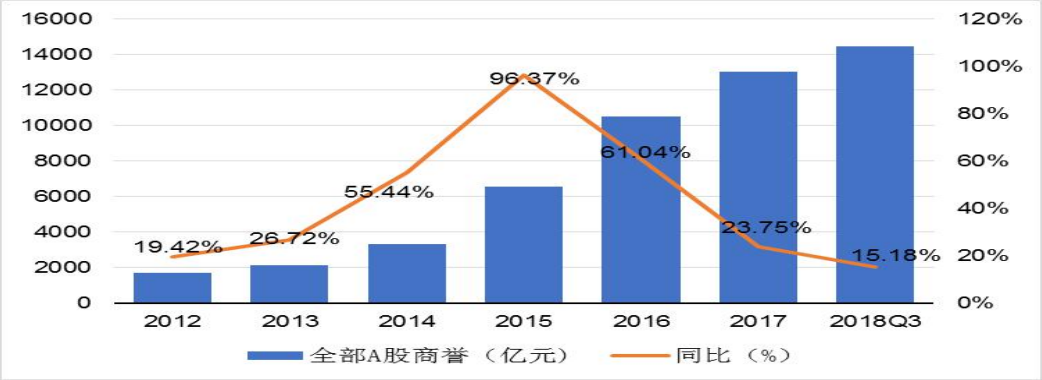
资料来源：中证登，神华研究院

另一风险是当前大股东股权质押面临流动性问题。在当前市场下行的环境下，股价触及平仓线，使得大股东股权质押的股票纷纷“爆仓”，遭遇强平。

（3）商誉减值风险大

从全部 A 股商誉规模来看，2012 年，A 股商誉仅为 1691.42 亿元，但截至 2018 年第三季度，A 股的商誉达到接近 1.45 万亿的规模。从商誉增加的历史节点，2014 年至 2016 年是 A 股商誉规模大幅增长的三年。分别同比增长 55.44%、96.37%以及 61.04%。

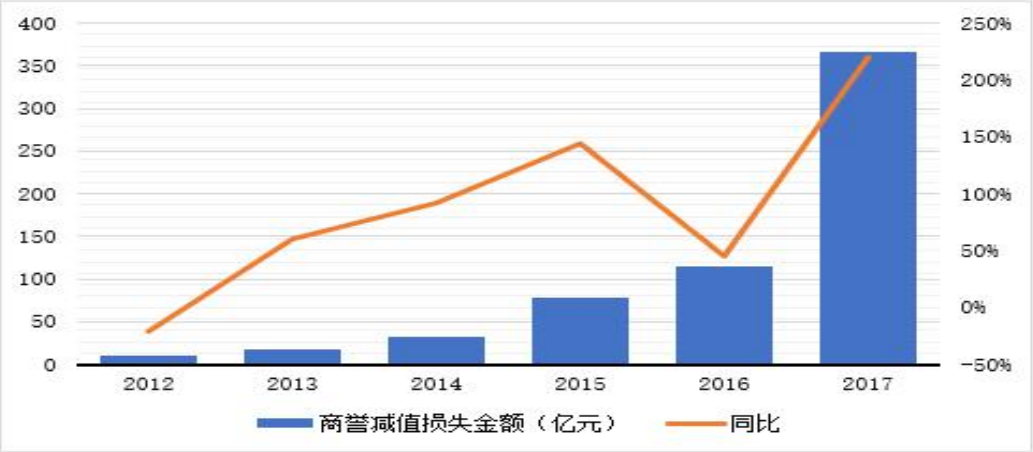
图 5-7：全部 A 股商誉规模



资料来源：Wind，神华研究院

从 A 股商誉减值损失金额来看，2012 年至 2017 年呈现逐步上升的态势。2014 年和 2015 年是并购大年，而商誉减值损失金额在 2016 年突破百亿，2017 年更是同比上升 220.44%。考虑到诸多 3 年期对赌协议到期，2017 年商誉减值大幅提高也就说明了有不少并购标的业绩承诺无法达标，那么对应 2015 年的今年，市场将再一次检验到期标的的资产成色。

图 5-8：2012 年-2017 年全部 A 股商誉减值损失金额



资料来源：Wind，神华研究院

根据 Wind 数据，尽管 2017 年商誉减值损失仅为 366.10 亿元，相比全部 A 股的净利润 36807.86 亿元，占比只有 1%，但是有不少个股出现了较大额度的商誉减值，从而使得公司当期净利润大幅减少，甚至出现大额净亏损，抹平公司多年净利润水平。从计提商誉减值原因来看，绝大部分都是由于并购而来的子公司未能实现业绩承诺从而计提减值，除了粗暴式外延并购下带来的恶果，这其中还还涉及到跨界并购。

2017 年的商誉减值损失，只是“冰山一角”，在并购重组特别是高溢价并购的 2015 和 2016 年进行了众多的“冲动型”高溢价并购，在去杠杆和调结构的未来两三年内，业绩不达标叠加行业整体盈利下滑的背景下，A 股公司 1.45 万亿的商誉，或许将是压垮部分上市公司股价这个“骆驼”的“最后一根稻草”。

（4）科创板“箭在弦上”

11 月 5 日，习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。

科创板从形式上缘起于此前意在上交所设立的战略新兴板，科创板的创新点重在注册制，注册制大大降低了优质中小企业上市的门槛。从近期各地的表态和实践来看，科创板的数量和融资规模都是巨大的，即便初期试点规模不大，但因为公司科技示范效应较足，吸金能力将可能超出预期。

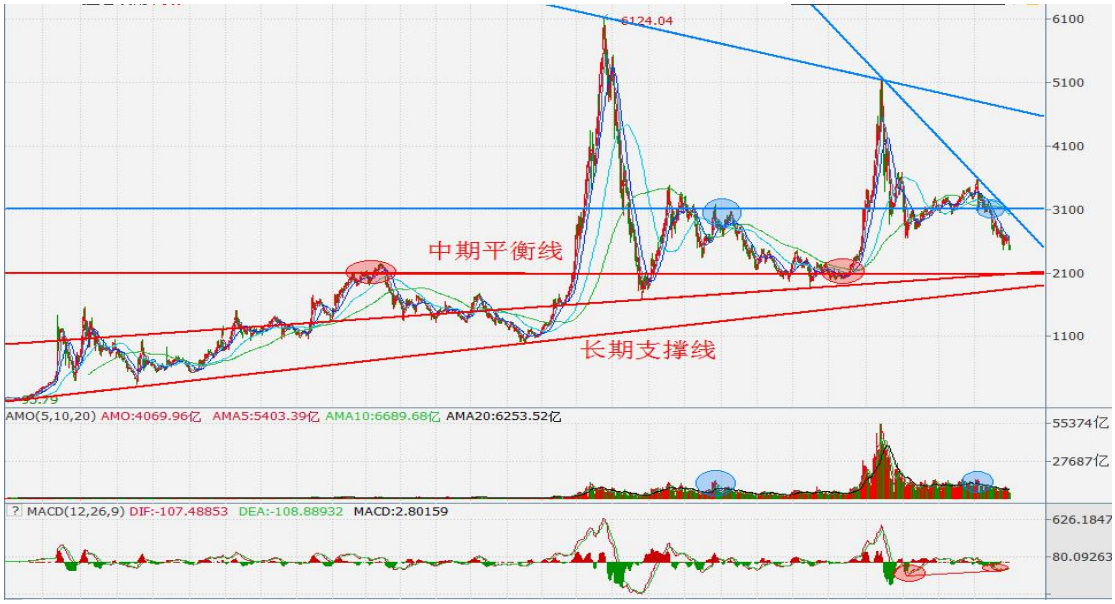
5.4、蓝筹不稳&题材谨慎

在未降息的背景下，市场对货币供应不断增加，而“钱荒”依旧存在的境况做出了向下的市场反应，而这其中对蓝筹股影响更大，在分红率不变的情况下，利率偏紧的预期将导致大资金对蓝筹的配置减少，同时因为蓝筹估值和价位仍处于高位，在 2019 年的策略中，预计蓝筹的机会不大。

而题材则有更多需要关注的方面，比如经历了“9 成”跌幅后，一些中小创实质已经入低估区域，只是上市公司的净利润尚未反应出来，未来随着相关扶持政策的出台，上市公司的净利润增长也将逐步实现。从事件性角度去选择的话，2020 年是新能源汽车初步目标达成和 5G 商用开启前的重要节点，市场对锂电池的挖掘已经较为充分，行业逐渐进入成熟期后，头部公司值得关注。5G 方面，商用尚需一定时间，现阶段的挖掘主要集中在基站的布局上，华为产业链和运营商将是市场关注重点。

六、结论

图 6-1：A 股周线图



数据来源：Wind，神华研究院

从技术方面分析，中期与长期支撑汇聚于 2100 点附近，而短期周线 MACD 显示底背离明显，所以在 2450-2100 之间构筑中长期底部的可能较大。短期来看，因为底背离造成的看涨预期较强，预计 2500 附近短期会有反复，而中期 3100 一线构成较大压力。预计 2019 年 A 股沪指运行区间在 2230-3150。底部区域 2450 下方，可按照 100 点阶梯型买入布局高成长个股。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归神华研究院所有。在未获得神华研究院书面授权下，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“神华研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险，入市须谨慎！