

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

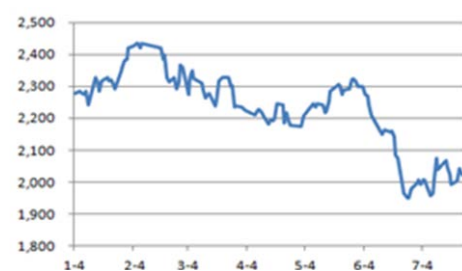
--底线与增长之间的再平衡

2013 年 7 月 29 日

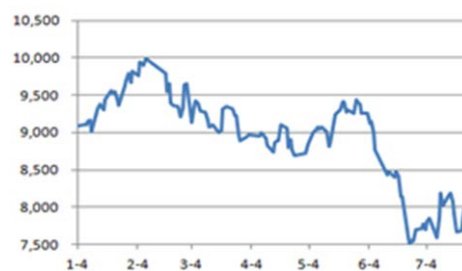
投资要点

- 上周指数呈现冲高回落态势，上半周受部分行业与公司良好中报业绩（如传媒），以及政府表态将加大对于经济托底力度等因素的影响，指数出现了较大幅度的反弹；但周四创业板、中小板出现显著的获利回吐，单日创业板指下跌 4.4%，较大挫伤了市场人气。总体来看，创业板仍旧以全周 3.79% 的涨幅跑赢 HS300 指数，市场表现延续了大小盘两极分化的格局，供水供气、铁路运输等带有‘稳增长’属性的行业表现居前；而银行、保险、石化、地产等大市值权重板块则继续了前期较弱的市场表现。
- 近期总理在经济形势座谈会上的讲话，进一步明确了政府在经济增长、刺激政策和就业通胀等问题之间的政策取向，总的来说，政府将在保障就业、压低通胀、维持经济平稳运行等基本框架下，实施对于经济结构的渐进式改革。经济在下限之上安全运行时，加大调结构的力度；经济增速逼近“下限”时，提升稳增长政策力度，着力点包括房地产投资和基建投资等。由于政策重心在“调结构”，除非经济出现失速的现象（增速低于 7%），大规模的财政或货币政策刺激不会推出，而主要以“挤牙膏”式的方式逐步出台刺激方案，从而将全年 GDP 增长稳定在 7.5% 的目标附近。
- 从近期数据来看，经济依然低迷，政策大概率将在“底线”和“增长”之间寻求平衡。汇丰 PMI 指数继续下滑，显示三季度宏观经济数据滑破下限（7.5%）的概率在增加，进而引发政策刺激的预期开始升温。而前期政策出台也‘验证’了这一判断，节能环保、信息消费、小微企业减税、铁路投融资等行业指导性意见的陆续出台，说明政府对于经济调控进行了相应的准备工作。考虑到国内货币环境偏紧的基调不变，未来财政政策的定向支持将产生挤出效应，即扶持部分行业的同时将会引发其他行业的资金紧张，行业轮动或切换有可能在未来进一步激化。
- 从投资的角度来看，上述政策将可能形成明显的‘投资时钟’效应：1）、经济增速高于 7.5%（下限），以调结构为主，主要措施包括：压缩过剩产能；继续推动节能环保，鼓励信息消费产业等，受益行业包括：建材、环保、信息消费、TMT（通讯、传媒、计算机、电子）等；2）、经济增速跌破 7.5%（下限），视就业情况出台稳增长的系列措施：加强铁路、市政工程等基础设施建设，加大电网、电信等产业投资力度等，受益行业包括：轨道交通建设相关行业、市政建设相关行业、电信与电网设备行业等；3）经济出现失速的情况下，进入全面刺激经济保增长阶段，整个周期性板块均将受益。

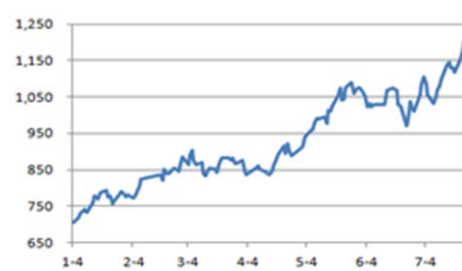
上证指数走势图



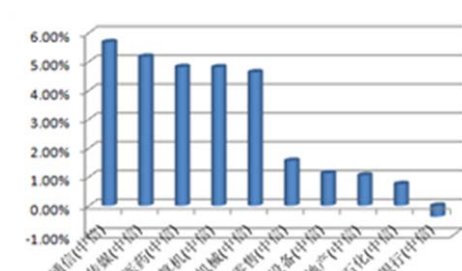
深圳成指走势图



创业板指数走势图



板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	IF1307
涨跌幅	0.9%	2.3%	2.2%	3.8%	1.7%

上周上证指数上涨 0.9%，深成指上涨 2.3%，创业板本周涨幅一度接近 8%但是周四大幅回调 4.4%，下半年创业板解禁市值超过 1700 亿，超过上半年 2 倍。

周一央行放开贷款利率，银行受挫领跌，市场却没有出现恐慌，两市尾盘拉升沪指重返 2000 点，创业板大涨 3.3%。周二外围股市持续强势，A 股高开高走，蓝筹、周期股全线启动，深成指、股指期货一度涨超 4%，创业板再创年内新高。周三 PMI 创 11 个月新低，沪指早盘跳水，其中地产金融等权重股的回调幅度较大，午后在医药、传媒等带动下震荡回升，创业板大涨 2 站上 1200。周四国务院出台稳增长组合拳，铁路水泥的蓝筹板块走势稳健，创业板大幅杀跌 4.4%，网络信息、传媒概念跌幅居前。

本周涨幅靠前的行业是通信、传媒、医药和计算机，通信行业经营改善，华为上半年销售收入同比增长 10.8%，中兴的主营业务也在二季度实现盈利。本周工信部再次表态推动年内发放 4G 牌照大力拉动信息消费，4G 将成为电信设备商的新利润增长点。传媒行业华谊兄弟复牌后连续两日涨停，首份半年报公布，光线传媒上半年净利增长 112%，主营业务中影视剧业务收入同比大增 320%，同时公司预计下半年上映 9 部电影。国务院下放 11 项医疗卫生领域行政审批事项，有望促进药企研发新药的积极性。

跌幅靠前的是银行和房地产。银行业除了央行放开贷款利率的利空外，招行拆分 A+H 股再融资 350 亿，是 A 股一年来最大的再融资项目，华泰柏瑞 300 等大型 ETF 日均融券卖出量超亿份，较前两周明显增加。地产方面，数据显示上周一手房成交面积同比下滑明显，同时一手房库存压力有所上升，特别是三线城市库存上升明显。

二、市场分析

近期总理在经济形势座谈会上的讲话，进一步明确了政府在经济增长、刺激政策和就业通胀等问题之间的政策取向，总的来说，政府将在保障就业、压低通胀、维持经济平稳运行等基本框架下，实施对于经济结构的渐进式改革。经济在下限之上安全运行时，加大调结构的力度；经济增速逼近“下限”时，提升稳增长政策力度，着力点包括房地产投资和基建投资等。由于政策重心在“调结构”，除非经济出现失速的现象（增速低于 7%），大规模的财政或货币政策刺激不会推出，而主要以“挤牙膏”式的方式逐步出台刺激方案，从而将全年 GDP 增长稳定在 7.5% 的目标附近。

从近期数据来看，经济依然低迷，政策大概率将在“底线”和“增长”之间寻求平衡。汇丰 PMI 指数继续下滑，显示三季度宏观经济数据滑破下限（7.5%）的概率在增加，进而引发政策刺激的预期开始升温。而前期政策出台也‘验证’了这一判断，节能环保、信息消费、小微企业减税、铁路投融资等行业指导性意见的陆续出台，说明政府对于经济调控进行了相应的准备工作。值得注意的是，考虑到国内货币环境偏紧的基调不变，未来财政政策的定向支持将产生挤出效应，即扶持部分行业的同时将会引发其他行业的资金紧张，行业轮动或切换有可能在未来进一步激化。

从投资的角度来看，上述政策将可能形成明显的‘投资时钟’效应：1）、经济增速高于 7.5%（下限），以调结构为主，主要措施包括：压缩过剩产能；继续推动节能环保，鼓励信息消费产业等，受益行业包括：建材、环保、信息消费、TMT（通讯、传媒、计算机、电子）等；2）、经济增速跌破 7.5%（下限），视就业情况出台稳增长的系列措施：加强铁路、市政工程等基础设施建设，加大电网、电信等产业投资力度等，受益行业包括：轨道交通建设相关行业、市政建设相关行业、电信与电网设备行业等；3）经济出现失速的情况下，进入全面刺激经济保增长阶段，整个周期性板块均将受益。

三、宏观政策跟踪

1、7 月 PMI 数据显示经济依然羸弱

7 月，汇丰中国制造业采购经理指数（PMI）预览值为 47.7%，比上月终值低 0.5 个百分点，回落至 11 个月以来的新低，其中产出指数由 48.8% 下降至 48.2%。汇丰统计的样本以外需导向型小企业为主，表明中小制造业企业生产经营依旧处于持续萎缩中。

就业指数的持续下滑值得关注。7 月的汇丰 PMI 就业指数下滑至 47.3%，达到 09 年 4 月份以来的新低，当前就业指数的下滑一方面与经济低迷直接相关，一方面也体现出劳动密集型行业“机器替代人”的中长期趋势。尽管 2 季度整体的低端劳动力市场并未出现大规模的失业现象，但就业需求的持续下降，突显未来稳增长的必要。

出口指数维持低位。汇丰 PMI 新出口订单指数为 47.7%，处于明显低位，在一季度扩张之后连续四个月出现较大萎缩。从我国的外贸情况看，经过前 4 个月出口的相对异常增速后，由于加强监管，5、6 月的出口增长回落较快。从 7 月情况看，考虑到人民币升值的负面影响和监管的持续，预期 7 月的出口增速会继续回落至 4% 左右。

从新订单指数 46.6 创 11 个月新低看，三大需求也无好转迹象。显示目前制造业，特别是生产资料行业的采掘业、原料业和加工业，仍在经历一个优胜劣汰的去产能过程。

2、国务院对小微企业实施税收优惠政策

国务院决定，自今年 8 月 1 日起对月销售额不超过 2 万元小微企业暂免征收增值税和营业税。

小微企业免征“两税”，进一步公平了税负，并直接惠及几千万人的就业和收入。国家发改委在其官方网站上公布了支持小微企业融资服务的 11 条意见，根据“意见”，国家发改委鼓励地方融资平台发债支持小微企业融资；鼓励发行企业债券募集资金投向有利于小微企业发展的领域；鼓励地方政府投融资平台公司发债用于经济技术开发区、高新技术开发区以及工业园区等各类园区内小企业创业基地、科技孵化器、标准厂房等的建设，以及用于完善产业集聚区技术、电子商务、物流、信息等服务平台建设。

3、G20 会议敦促维持宽松货币政策、加大经济刺激力度

G20 财长和央行行长会议 20 日在莫斯科闭幕。会议主要就全球经济形势、“强劲、可持续、平衡增长框架”、国际金融构架改革、投资融资、金融监管、国际税收合作、能源和大宗商品等问题进行了讨论。

会上着重探讨了宽松货币政策的退出问题。会议认为，全球经济状况依然低迷，复苏动力不足，各主要经济体之间复苏进度不平衡，市场动荡的现状可能持续甚至加深，金融形势仍不容乐观。在此情势下，美国提出的推出量化宽松货币政策计划，有可能直接导致金融市场的波动，大量资本从新兴市场流出，本币贬值，对新兴市场乃至全球经济的复苏造成负面的影响。各国财政部长都认识到量化的宽松政策给经济带来的支撑作用，一致认为有必要协同采取量化宽松政策，短期内都不会考虑退出 QE。同时 G20 也表示会继续关注宽松货币政策带来的长期负面影响。

会议公报披露：目前全球经济增长依然疲弱，经济复苏过程体现出脆弱和不平衡性，许多国家失业率过高，欧洲经济持续衰退。尽管新兴经济体表现出持续、稳定增长态势，但增速较慢。当前，稳定物价、促进经济增长和创造就业机会是各国面临的首要任务。

各国财政部长对于在现阶段达成了基本共识，将继续保持低利率来刺激再融资。同时，为了打击跨国公司逃税，保证税收的透明性和避免双重征税，G20 承诺支持对国际税收系统进行大规模改革。并重申，资金过度流动和汇率无序变动将对金融市场的稳定产生不利影响，健全的宏观经济政策和有力、审慎的金融监管体系将有助于应对潜在金融风险。

会议上，不少欧美国家对中国经济增长速度放缓有一些担忧，并且提出希望中国采取积极措施提高经济增速，以此带动其他国家的经济复苏。

4、铁道债发行拓展铁路建设资金来源

中铁总公司计划于 7 月 23 日发布 2013 年第一期铁道债，规模 200 亿，期限 10 年；同时中铁总公司计划于年内发行总计 1500 亿铁道债并已获发改委批复。

铁道部本次债券发行预示铁路改革初步完成第一阶段组织架构和人员调整，相关年内计划工作已顺利展开。2013 年中铁总公司获批发行 1500 亿债券，与 2012 年相同，08 年至今，铁道部共计发债 5100 亿，其中，历年发债额度分别为 800 亿元、1000 亿元、800 亿元、1000 亿元和 1500 亿元。

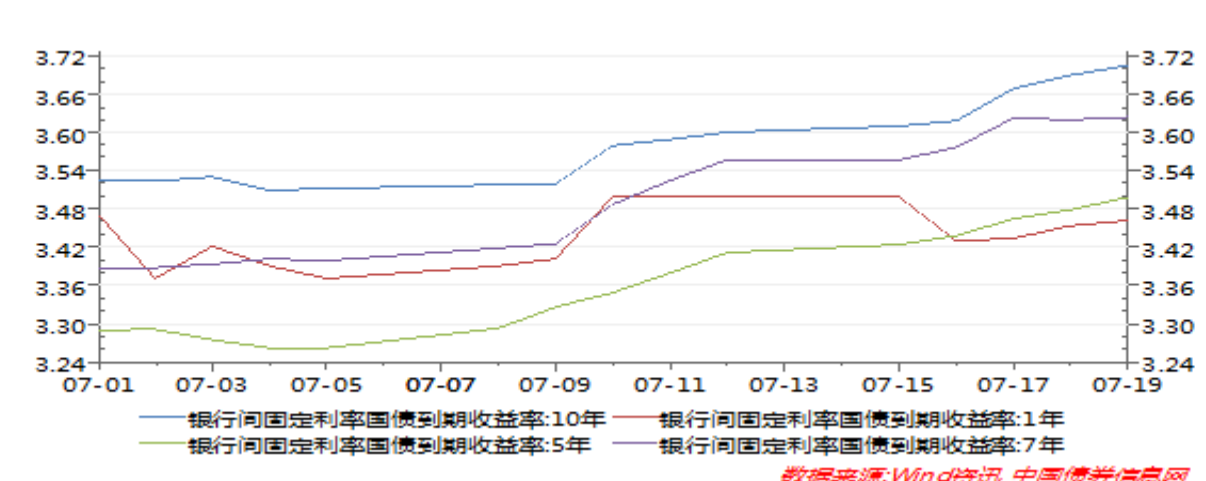
当前铁路总公司负债率约为 62%，与同期的国外铁路公司、国内航空公司等相比（平均 70-85% 的负债率），中铁总公司目前负债水平相对合理，未来铁路建设投资过程中，综合负债率仍有进一步提升空间。伴随铁路运输价格改革、客运票价市场化改革以及中央财政未来可能给予的税收及资金补贴支持，铁路总公司债务及现金流压力有望逐步缓解。

四、债券市场跟踪

1、银行间市场熊市预期较重，各期限、各品种债券收益率全面上行

利率债收益率上行趋势较为明显，上一周收益继续保持上行。从现券报价和成交情况看，目前市场预期债券收益率将进一步上行。买盘在作壁上观，卖盘则希望尽早出货。

图 1：银行间市场关键期限国债收益率走势

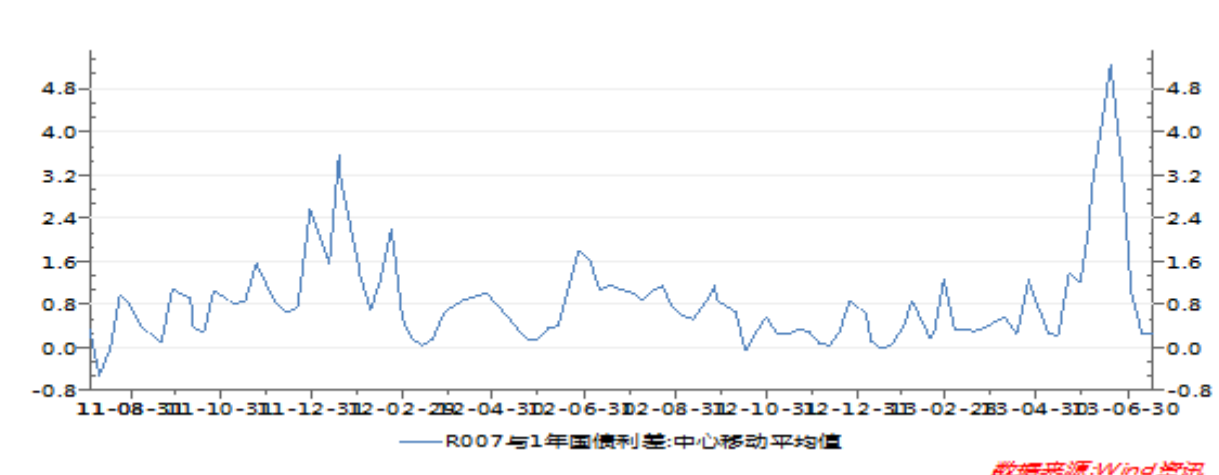


资料来源：WIND

在利率债的带动下，高等级信用债收益率也有一定的上行。我们认为利率债、高等级信用债收益上行源于资金价格的抬升和通胀预期的加重

“钱荒”结束之后，资金价格并没有完全回落到危机爆发前的水平。由于资金的可选择性，高评级、中短期限债券的收益是由资金面决定的。分析历史数据，可以看出 1 年国债收益和 R007 的利差大部分时间保持在 0-80BP 以内，均值在 50BP 左右。回购利率的抬升对中短期国债的收益率有明显抬升作用。

图 2：R007 与 1 年国债利差分析



资料来源：WIND

另外，市场对通胀预期的加重也促使长期利率债收益率上行。每年 7、8 月份的 CPI 数值都处于全年的高位。考虑到统计局公布的 CPI 数据并不能真实反映实际的通胀水平，实际通胀水平可能更高。较高的资金成本，加上通胀预期的增加，共同促使了中长期利率债收益的上行。

五、行业信息跟踪

1、城市排水防涝综合规划编制大纲出台

为落实《国务院办公厅关于做好城市排水防涝设施建设工作的通知》要求，住房城乡建设部日前印发了城市排水（雨水）防涝综合规划编制大纲，要求各城市结合当地实际，参照《大纲》的要求抓紧编制各地城市排水（雨水）防涝综合规划，同时要求各省、自治区、直辖市住房城乡建设主管部门及时掌握规划编制进展情况。

《大纲》要求，城市排水（雨水）防涝综合规划的编制内容应包括规划背景与现状概况、城市排水防涝能力与内涝风险评估、规划总论、城市雨水径流控制与资源化利用、城市排水（雨水）管网系统规划、城市防涝系统规划、近期建设规划、管理规划及保障措施。各省（区、市）住房城乡建设部门要在 2014 年 6 月 30 日前，将辖区内各城市规划的近远期建设任务整理汇总，并将各城市排水（雨水）防涝综合规划一并报送住房城乡建设部城市建设司。

继年初住建部将城市排水防涝列作为首要工作后，住建部再度下发指导文件要求各地抓紧编制城镇排水防涝建设规划，表明政府对城市地下排水管网建设的重视力度。近年来，随着城市内涝的不断加剧，政府和社会对城市地下管网建设的关注力度明显提升，我们认为在新型城镇化建设和社会环保意识提升的大背景下，未来地下排水管网投资逐步落实是大概率事件。

2、国务院部署铁路投融资改革措施

前期李克强总理主持召开国务院常务会议，部署了重点支持中西部铁路建设、引导铁路投融资体制改革等方面的内容，具体可以概括为以下几个方面的内容：1）通过改革，全面开放铁路建设市场，优先建设中西部和贫困地区的铁路及相关设施；2）多方式多渠道筹集建设资金，以中央财政性资金为引导，吸引社会资本投入，设立铁路发展基金，创新铁路债券发行品种和方式；3）向地方和社会资本开放城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路等的所有权和经营权；4）加大力度盘活铁路用地资源，搞好综合开发利用，以开发收益支持铁路发展；5）要加快前期工作，使“十二五”规划确定的重点项目及时开工，按合理工期推进，确保工程质量。会议还审议通过了《铁路安全管理条例（草案）》。

我们认为，本次会议再次确认了铁路发展在国民经济当中的重要性：铁路是国家重要的基础设施和民生工程，是资源节约型和环境友好型运输方式，铁路建设是跟国家发展战略方向是一致的，在综合交通体系中具有优先地位。

铁路建设的核心资金来源问题在会议上得到了落实：会议将投融资改革列为铁路实现政企分开后的又一重大改革举措，提出设立铁路发展基金、创新铁路债券发行、向社会资本开放城际铁路等、盘活铁路用地资源等方案，以加快铁路建设。与简单地通过财政或银行信贷加大支持相比，这些举措更具有持续性，而且能真正发挥铁路的优势和经营者的积极性。

期待其他配套支持措施的陆续出台：年初出台的关于铁路改革的框架性方案除了政企分开、投融资体制改革以外，还包括公益性运输补贴制度、经营性线路合理定价制度等，而后面两项尚未落实，但对于吸引社会资本非常重要，因此可以预期未来上述政策也将陆续出台。

铁路设备行业将享有改革红利：随着国务院定调对铁路加大支持，后续建设进度和订单释放值得期待。根据“十二五”规划和建设进度，测算 2013-2015 年新增高速铁路里程合计达到 3,482 公里、4,511 公里、4,560 公里，再加上既有线路随着客流量增加的配车需求，未来相关铁路设备将有良好的需求前景。

3、深化医药卫生体制改革工作安排

国务院办公厅下发《深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排》文件，对 2013 年医药卫生体制改革的主要工作任务做了纲领性规定，主要涉及健全医保体系、巩固和完善基本药物制度运行机制、积极推进公立医院改革、完善药品价格形成机制等相关领域改革四大项工作内容，并要求在

重点领域和关键环节取得新突破。

本次工作安排对于医药卫生体制改革下阶段的工作进行了细致的规划与安排，重点来说：

1) 继续强化医疗保险保障制度。文件指出要将我国城镇职工医疗保险、城镇居民医疗保险、新农合三大医疗保险的参保率稳定在 95% 以上，城镇居民和新农合政府补助标准提高到 280 元，个人缴费水平相应提高；要求继续开展儿童白血病等 20 种重大疾病保障试点工作，推进城乡居民大病保险试点等。09 年新医改以来我国已基本建立覆盖城乡的基本医疗保障制度，因此，实现全民医保后的政府工作重点开始逐步向提升保障质量转变。

2) 继续完善国家基本药物制度运行机制。在基本药物制度运行的政策方面，文件重点提出严格规范地方增补药品，继续支持基层医疗卫生机构建设，要求 85% 以上的社区卫生服务中心、70% 以上的乡镇卫生院、60% 以上的社区卫生服务站和村卫生室能够提供中医药服务。2012 版国家基本药物目录数量已经扩充至 520 个品种，一些临床常用药都已纳入目录之内，药品结构已基本能够满足基层医疗机构的用药需求。再次提出严格规范基药增补与之前的政策思路基本一致。文件还提出大部分基层医疗卫生机构要能够提供中医药服务，总体对进入基本药物目录的独家中药品种比较有利，在政策鼓励下进入基药的中药独家品种均有一定放量机会。

3) 县级公立医院改革不断扩大。在县级公立医院改革方面，文件提出在总结评估第一批县级公立医院改革经验的基础上，启动第二批改革试点工作，并在控制医药费用以及提高医务人员待遇方面开展探索，此外为加强县级医院重大疾病的救治水平，做到大病不出县的医改目标，文件提出县级医院可按规定设置特设岗位，引进高层次人才，相关部门要县级医院培训不少于 6000 名骨干人才。在城市公立医院改革方面，文件要求积极控制医药费用不合理上涨，将医院成本和费用控制纳入对公立医院的绩效考核，在收入分配、定价、药品采购方面给予试点地区一定自主权。

4) 深化医保支付方式改革，三保合一有望取得进展。在医保支付方式改革方面，文件要求继续推行如按人头付费、按病种付费等支付方式改革，并要求健全考核评估体系，防止简单分解额度指标、分解医疗服务、推诿病人等医疗服务行为的监管。随着我国医疗保障体系的完善，医疗保险基金的收支压力逐步显现，预计诸如总额控制、按病种付费等控费方式会不断得到加强。对于市场普遍关注的三保合一问题，文件要求整合职工医保、城镇居民医保和新农合的管理职责，并做好整合期间工作衔接，确保制度运行，预计今年下半年解决方案有望逐步浮出水面。

5) 完善药品价格形成机制，首提查处“暗扣”行为。在药品价格形成机制方面，文件要求完善药品价格管理政策，创新政府定价形式，改革药品集中采购办法，确保药品质量，合理降低药品费用，推动产业健康发展，通过选取临床使用量较大的部分药品，参考主导企业成本，以及药品采购价格和零售药品销售价格等市场交易制定政府指导价，并适时调整，坚决查处药品购销中的暗扣行为。文件首次提及查处药品购销中的暗扣行为，结合近期持续升温的外企行贿事件，我们认为该政策动向需要密切关注，下半年是否会掀起新一轮反商业贿赂调查目前仍不得知，最新政策动向建议保持密切跟踪。

4、楼堂馆所等公用建筑进一步严格管理

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于党政机关停止新建楼堂馆所和清理办公用房的通知》，明确提出 5 年内，各级党政机关一律不得以任何形式和理由新建楼堂馆所。

国内主要经济指标								
		Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	June-13	2013-06 E
GDP	同比%			7.7			7.5	7.5
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	8.9	9.2
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	13.3	13.0
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.1	20.2
出口	同比%	25	21.8	10.0	14.7	1.0	-3.1	3.8
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	7.3
贸易盈余	亿美元	288	152	-8	182	204	271.2	225.6
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.5
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.6
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	14	15.1
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3	9.1	
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8605	8000
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856	10,375	
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669	-412	
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2	12.1	
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12	3	
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483	-727	

利好：

1. 新华社：中国经济增速低于 7%是“不允许的”。宏观调控的主要目的就是要避免经济大起大落，使经济运行保持在合理区间。
2. IPO 过会企业或被要求更新数据 重启时点或延后。
3. 工信部：推动年内发放 4G 牌照 大力拉动信息消费。
4. 国务院出台三政策:暂免征收部分小微企业增值税和营业税，促进贸易便利化推动进出口，开放铁路建设市场，引入社会资本。

利空：

1. 7 月汇丰 PMI 预览值 47.7 创 11 个月最低水平。
2. 京东方 A 拟募资 460 亿刷新年内再融资最大金额。
3. 华泰柏瑞 300ETF 日均融券卖出量超亿份，较前两周明显增加。
4. 传央行通知禁向水泥等产能过剩行业新发贷款。

免责声明

此研究报告系华宸未来基金管理有限公司（“本公司”）准备，本公司的基金经理可能在为其客户管理投资组合中使用此报告。华宸未来基金管理有限公司将此报告选择性地派发给其客户（包括潜在客户）仅为提供参考信息之目的，而并不应被视为对买入或卖出此报告中提及的任何证券的建议。此报告非针对任何特定接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求而作出。报告中提及的证券或市场可能不对所有类型的投资者开放。

此报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道，但本公司不对其准确性或完整性提供任何直接或隐含的声明或保证。此报告非作为对相关证券或市场的完整表述或概括。任何所表达的意见可能会更改且不另外通知。此报告不应被接收者作为对其独立判断的替代。本公司或本公司的相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此报告的全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。

负责准备此报告的分析师、策略师及研究助理确认其对此报告中提及的证券的观点已得到清晰表述，并且在其知情的范围内，他们/她们及其财产上的利害关系人与这些证券不存在利害关系。他们/她们的薪酬取决于多种因素，包括研究质量、内部和外部客户反馈、华宸未来基金管理有限公司的整体收入等，但不以在此报告中表达某一特定的投资建议为交换条件。

本报告的著作权及其相关知识产权归本公司所有，本公司对此保留一切权利。未经华宸未来基金管理有限公司事先书面许可，任何人不得将此报告或其任何部分以任何形式进行派发、复制或发布，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节或修改。