下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险偏好分化，关注风险管理

## 202606 高净值客户配置月报

报告发布日期 2026 年 06 月 22 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320
董翱翔 执业证书编号：S0860125030016
dongaoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

| | |
|---|---|
| 短期风偏扰动，重点做好风控：资产配置月报 202606 | 2026-06-10 |
| 目光转向，资产不荒：——2026 年中期资产配置策略 | 2026-06-04 |

## 市场观察 风险偏好分化，科技表现居前

- **权益资产中，科技表现居前。**A 股科创 50 和创业板指涨幅领先，5 月涨幅分别为 11.47%、9.81%；港股短期回调。商品方面，有色强于黄金，5 月涨幅分别为 2.98%、-2.03%。固收资产方面整体短期反弹，价格均处于 5 年最高百分位。全天候策略指数均录得正收益，动态全天候、中低波策略、中高波策略 5 月涨幅分别为 2.63%、3.61%、4.78%。

## 资产观点 短期风偏扰动，重点做好风控

- **股票：**分子端较 5 月变化不大，K 型分化仍然明显。分母端风险偏好主导当前配置主线。近期特朗普释放美伊和平协议消息，双方达成备忘录的可能性存在，但关键协议难度极大，且以色列可能影响美国斡旋空间。短期市场对美伊谈判预期较高，备忘录仅为谈判开辟时间窗口，风险偏好或受现实博弈扰动。重点仍在风偏相关性高的板块如科技/先进制造但要做好对冲，存在业绩支撑的部分周期品或存在修复机会。分母端境外利率相比境内利率有更高的不确定性，但预计对传统板块影响更大，对科技股票的影响偏短期情绪。
- **债券：**股票风偏压制有所缓解，短期受资金扰动，中期仍围绕风险溢价展开，更多承担股票组合对冲功能，整体中性。
- **黄金：**短期因流动性压力缓解存在修复机会，但仍受海峡开放预期扰动。

## 模型建议 仓位维持平稳，关注制造/周期/低波类红利

- **预期调整 MP-BL 模型：** 6 月仓位变化不大。A 股重点仍在科技/制造，黄金仓位小幅上升。25 年以来策略年化收益 9.7%。
- **全天候行业轮动模型：** 6 月推荐通信/有色金属/电力设备/基础化工/电子等板块。通过对股债的四种状态下行业的价格规律进行挖掘，得到全天候行业轮动策略，2025 年以来策略年化收益 46.2%。
- **红利轮动模型：**关注低波类红利指数。红利风格整体不占优，关注风险溢价变化。若美伊谈判进程顺利，全球风险评价下行，市场风险偏好上行，制造/周期持仓占比高的红利指数或具表现机会，相关 ETF：港股红利低波 ETF 景顺（159569），持仓中周期方向占比 33.68%，制造方向占比 23.15%（数据截至 2026 年 3 月 31 日）。若美伊谈判进程受阻，市场短期风偏扰动，低风险度红利防御效果较优，相关 ETF：红利低波 ETF 富国（159525）。

## 策略建议 6 月逢低关注 A 股指数增强/全天候/CTA 等策略

- 短期海外流动性扰动或压制风险资产表现，但若后续全球风险评价回升，6 月仍可逢低关注 A 股指数增强策略，全天候策略及 CTA 策略。

## 风险提示

极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；量化模型失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录

一、市场观察：风险偏好开始分化，权益中科技表现居前.....4

二、资产观点：短期风偏扰动，重点做好风控.....4

三、模型建议：仓位维持平稳，关注制造/周期/低波类红利.....5

（一）预期调整 MP-BL 模型：A 股重点仍在科技/制造，黄金仓位小幅上升.....5
（二）全天候行业轮动策略：推荐通信/有色金属/电力设备/基础化工/电子等板块.....8
（三）红利轮动策略： 关注低波类红利指数.....10

四、策略建议：6 月逢低关注 A 股指数增强/全天候/CTA 策略.....11

风险提示.....11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图 1：国内科技制造出口再创新高（%，美元口径）.....5
图 2：美国月非农就业人数超预期增长.....5
图 3：MP-BL 模型示意图.....5
图 4：6 月资产打分.....6
图 5：观点调整 MP-BL 模型优于风险平价.....7
图 6：观点调整 MP-BL 模型 6 月股科技/制造仓位上升，黄金小幅增加.....7
图 7：基于增长预期和利率预期的四象限框架.....8
图 8：行业策略表现强于基准.....8
图 9：红利轮动策略净值在收益增强和回测控制上效果显著.....10

表 1：5 月多资产表现.....4
表 2：打分调整示意图.....6
表 3：观点调整 MP-BL 模型优于风险平价.....7
表 4：行业策略表现强于基准.....8
表 5：6 月行业推荐.....9
表 6：6 月行业 ETF 推荐.....9
表 7：红利轮动策略在收益增强和回测控制上效果显著.....10
表 8：A 股指数增强策略表现居前.....11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 一、市场观察：风险偏好开始分化，权益中科技表现居前

5 月市场风险偏好开始分化，权益中科技表现居前，黄金弱势震荡，中债短期反弹。权益资产中，A 股科创 50 和创业板指涨幅领先，5 月涨幅分别为 11.47%、9.81%；港股短期回调。商品方面，黄金弱势震荡，短期谨慎，有色金属表现相对较强，5 月涨幅分别为 2.98%、-2.03%。固收资产方面，中债短期反弹，现金及债券类资产整体保持稳健，价格均处于 5 年最高百分位。全天候策略指数均录得正收益，中高波策略领涨；动态全天候、中低波策略、中高波策略 5 月涨幅分别为 2.63%、3.61%、4.78%。

**表 1：5 月多资产表现**

| 资产类别 | 细分 | 子类资产 | 资产表现 | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | 近一月涨跌幅 | 今年以来涨幅 | 价格所处分位点（五年） |
| 权益 | A 股 | 沪深 300 | 1.76% | 5.66% | 91.16% |
| | | 中证 500 | 0.12% | 11.97% | 97.19% |
| | | 中证 1000 | 0.32% | 10.71% | 98.10% |
| | | 国证 2000 | -0.23% | 10.13% | 97.11% |
| | | 创业板指 | 9.81% | 26.06% | 99.67% |
| | | 科创 50 | 11.47% | 30.29% | 99.26% |
| | 港股 | 恒生指数 | -2.30% | -1.75% | 77.85% |
| | 美股 | 纳斯达克 100 | 10.49% | 20.13% | 100.00% |
| 贵金属 | 黄金 | COMEX 黄金 | -2.03% | 3.27% | 92.98% |
| 大宗商品 | 基本金属 | 上期所有色金属指数 | 2.98% | 8.12% | 99.34% |
| 固收 | 固收+ | 万得固收+类理财指数 | 0.18% | 0.96% | 100.00% |
| | 纯债 | 万得纯债固收类理财指数 | 0.06% | 0.33% | 100.00% |
| | 现金 | 中债-货币市场基金可投资债券指数 | 0.13% | 0.72% | 100.00% |
| 另类 | 全天候策略指数 | 动态全天候 | 2.63% | 1.04% | 99.83% |
| | | 中低波策略 | 3.61% | 1.16% | 99.75% |
| | | 中高波策略 | 4.78% | 1.36% | 99.42% |

数据来源：Wind，东方证券研究所；数据区间：2026.5.1-2026.5.29

# 二、资产观点：短期风偏扰动，重点做好风控

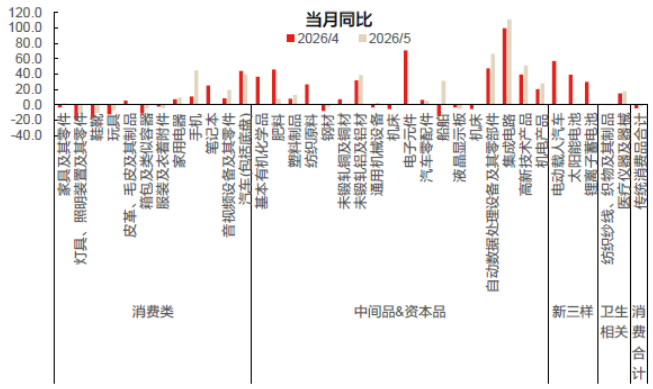
**股票：**分子端较 5 月变化不大，K 型分化仍然明显。分母端风险偏好主导当前配置主线。近期特朗普释放美伊和平协议消息，双方达成备忘录的可能性存在，但关键协议难度极大，且以色列可能影响美国斡旋空间。短期市场对美伊谈判预期较高，备忘录仅为谈判开辟时间窗口，风险偏好或受现实博弈扰动。重点仍在风偏相关性高的板块如科技/先进制造但要做好对冲，存在业绩支撑的部分周期品或存在修复机会。分母端境外利率相比境内利率有更高的不确定性，但预计对传统板块影响更大，对科技股票的影响偏短期情绪。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

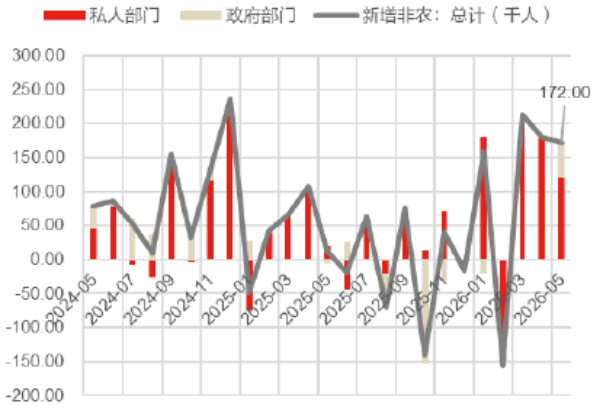


图 1：国内科技制造出口再创新高（%，美元口径）




数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注：笔记本、未锻轧铜及铜材、机床、电子元件、新三样等当期数据尚未公布，并非为 0

图 2：美国月非农就业人数超预期增长




数据来源：Wind，东方证券研究所

**债券：**股票风偏压制有所缓解，短期受资金扰动，中期仍围绕风险溢价展开，更多承担股票组合对冲功能，整体中性。

**黄金：**短期因流动性压力缓解存在修复机会，但仍受海峡开放预期扰动。

# 三、模型建议：仓位维持平稳，关注制造/周期/低波类红利

## （一）预期调整 MP-BL 模型：A 股重点仍在科技/制造，黄金仓位小幅上升

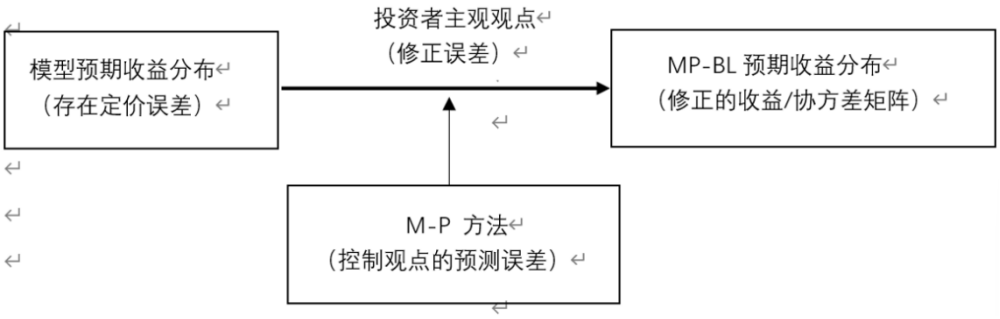
我们在报告《资产配置以预期思维择主线》中提到改良之后的 BL 模型，BL 模型的基础仍是均值方差模型，考虑到均值方差模型被大家诟病较多的点在于模型的敏感性，也即仓位容易集中在少数几类资产，因此我们先对资产先做风险平价，然后做均值方差增强（详见（《当低利率邂逅风偏回归，资产配置被动为盾，主动为矛——2026 年多资产配置展望》））。均值方差模型的核心有二，一方面要有较好的收益预测模型，一方面风险度量要惩罚收益预测的不准确性。我们在之前的报告中构建了均值方差模型的量化收益预测和风险度量。 而当前 BL 模型的应用难点在于参数较多，贝叶斯公式固然严谨，但在应用上存在一些不便。我们改良的模型也称 MP-BL 模型。在《资产配置理论与实证前沿问题研究》一书中有详细阐述。本质上是引入 Mackinlay 和 Pastor 对于预测误差调整的的方法，根据主观研判的胜率对协方差矩阵进行调整，从而施加相应的惩罚。

图 3：MP-BL 模型示意图

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

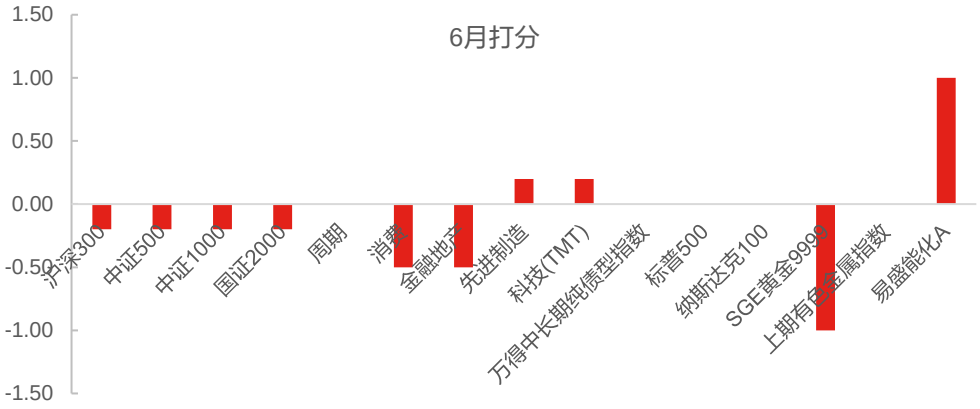





数据来源：《资产配置理论与实证前沿问题研究》图 8-1 MP-BL 模型逻辑示意图，东方证券研究所

因此，在得到 BL 模型结果之前需要得到资产观点。结合第二部分的分析，我们基于打分卡，对当前对各类资产的打分如下（分数在-1 到 1 之间）。

**图 4：6 月资产打分**




数据来源：Wind，东方证券研究所

基于上述观点，我们可以得到 BL 模型。具体而言，得分对应到超低配、低配、中性、高配、超高配五种情况。对于超低配，则观点为原有量化预测的基础上下调 1 倍标准差，低配则下调 0.5 倍标准差，中性不变，高配上调 0.5 倍标准差，超高配上调 1 倍标准差。

**表 2：打分调整示意图**

| | | |
|---|---|---|
| 【-1，-0.6】 | 超低配 | 负 1 倍标准差 |
| 【-0.6，-0.2】 | 低配 | 负 0.5 倍标准差 |
| 【-0.2，0.2】 | 中性 | 0 |
| 【0.2，0.6】 | 高配 | 正 0.5 倍标准差 |
| 【0.6,1】 | 超高配 | 正 1 倍标准差 |

数据来源：东方证券研究所编制

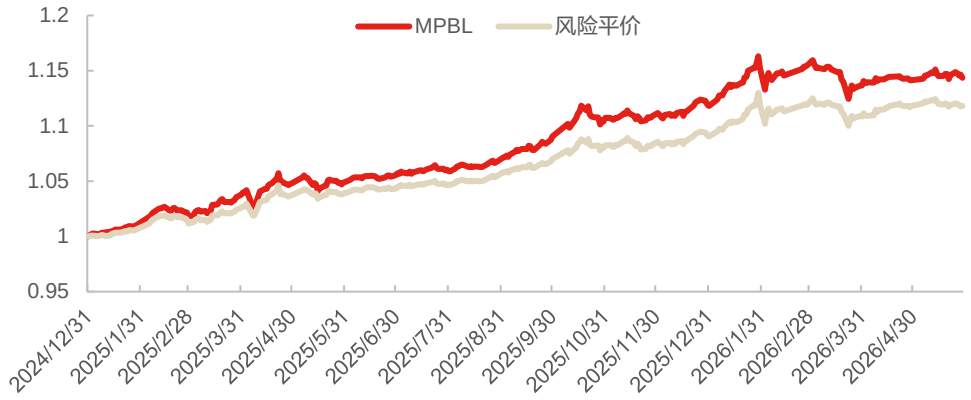
通过上述方法可得每类资产的观点收益向量。之后结合我们 BL 模型的框架，得到 BL 模型结果。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 5：观点调整 MP-BL 模型优于风险平价




数据来源：Wind，东方证券研究所；数据截至 2026 年 5 月 29 日

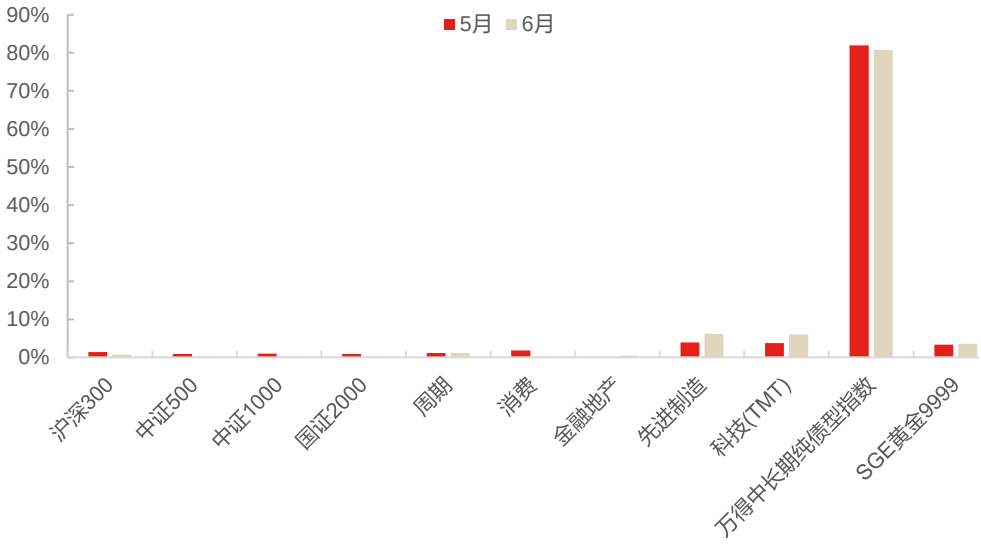
表 3：观点调整 MP-BL 模型优于风险平价

| 2025 年以来 | MP-BL | 风险平价 |
|---|---|---|
| 年化收益 | 9.7% | 8.0% |
| 标准差 | 4.3% | 3.6% |
| 最大回撤 | -3.3% | -2.6% |
| 夏普比 | 2.2 | 2.3 |
| 卡玛比 | 2.9 | 3.0 |

数据来源：Wind，东方证券研究所；数据截至 2026 年 5 月 29 日

观点调整 MP-BL 模型 6 月仍看好 A 股科技/制造。6 月 A 股科技/制造仓位上升，黄金仓位小幅上升。

图 6：观点调整 MP-BL 模型 6 月股科技/制造仓位上升，黄金小幅增加




数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

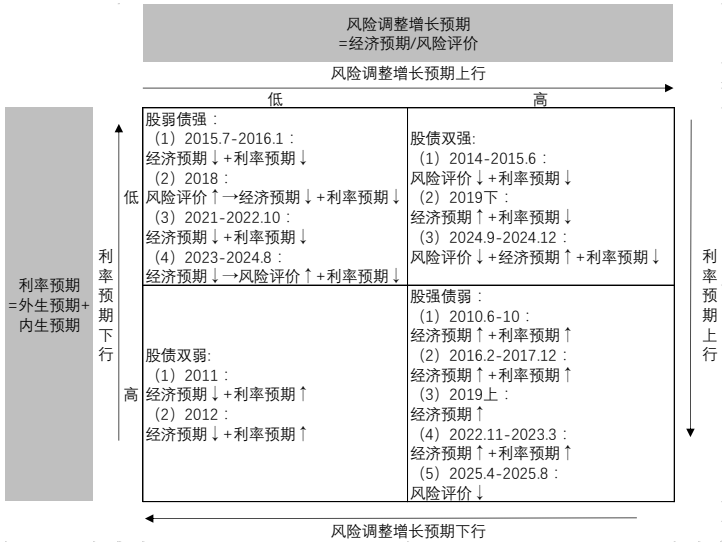
下载日志已记录，仅供内部参考



## （二）全天候行业轮动策略：推荐通信/有色金属/电力设备/基础化工/电子等板块

全天候行业轮动策略通过对股债的四种状态——股强债弱/股弱债强/股债双强/股债双弱等市场环境下行业层面的价格规律进行挖掘，底层逻辑在于四种情况下市场活跃资金的行为存在差异。结合上述四种状态在历史上出现的概率，得到全天候行业轮动策略。（详见《股债跷跷板的成因、影响和策略应对》）

**图 7：基于增长预期和利率预期的四象限框架**




来源：东方证券研究所绘制

策略回测用申万一级行业指数作为行业代表，基准还包括中证 800 和申万一级行业平均（以下简称“行业平均”），见下表。

**表 4：行业策略表现强于基准**

| | 行业策略 | 中证 800 | 偏股混 | 行业平均 |
|---|---|---|---|---|
| **起始日期** | 2025-01-02 | | | |
| **年化收益** | 46.2% | 18.8% | 28.6% | 14.9% |
| **标准差** | 26.6% | 16.5% | 18.8% | 16.8% |
| **下行波动** | 26.6% | 17.1% | 19.7% | 18.5% |
| **最大回撤** | -17.2% | -11.3% | -13.8% | -12.7% |
| **夏普比** | 1.74 | 1.13 | 1.52 | 0.89 |
| **索提纳比** | 1.74 | 1.09 | 1.46 | 0.81 |
| **卡玛比** | 2.69 | 1.66 | 2.08 | 1.17 |

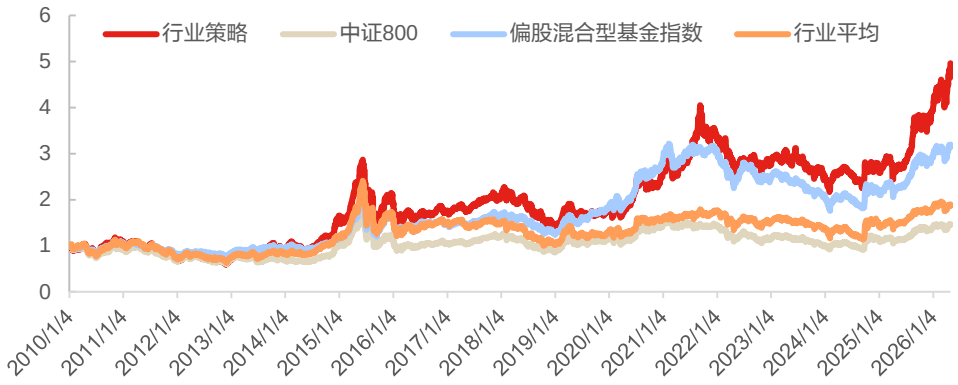
数据来源：Wind，东方证券研究所；数据截至 2026.05.29

**图 8：行业策略表现强于基准**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考






数据来源：Wind，东方证券研究所；数据截至 2026.05.29

行业轮动在实操中通常有两种做法，在每月选前 5 的前提下，第一种做法为提高模型容错率和稳健性，降低换手率，每期的前五若在下期仍在前十则予以保留，否则剔除（以下简称“方案一”）。第二种做法为第一时间捕捉行业信号的变化，每月取最优的前五个行业（以下简称“方案二”）。方案一有更强的稳健性和更低的交易成本，方案二有更强的时效性和对信号的敏感性。此处对二者都进行展示，给投资者提供参考。

**表 5：6 月行业推荐**

| 6 月行业推荐 | |
|---|---|
| **全天候行业轮动（方法一）** | **全天候行业轮动（方法二）** |
| **通信** | **通信** |
| **有色金属** | **有色金属** |
| **电力设备** | **电力设备** |
| **基础化工** | **电子** |
| **电子** | **机械设备** |
| **机械设备** | **基础化工** |
| **建筑材料** | **煤炭** |
| **石油石化** | **建筑材料** |

数据来源：Wind，东方证券研究所

上述行业策略基于申万一级行业指数，根据 ETF 和行业指数的对应关系，从相关性、跟踪误差、规模、成分股重合度等多个维度对 ETF 进行打分，选出各行业最接近的 ETF，得到基于 ETF 的行业轮动策略，供投资者参考。

**表 6：6 月行业 ETF 推荐**

| 基于 ETF 的全天候行业轮动（方法一） | 基于 ETF 的全天候行业轮动（方法二） |
|---|---|
| 中证 2000ETF | 通信 ETF |
| 通信 ETF | 信息技术 ETF |
| 有色金属 ETF | 新能源 ETF |
| 新能源 ETF | 有色金属 ETF |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



| | |
|---|---|
| 信息技术 ETF | 中证 2000ETF |
| 建材 ETF | 煤炭 ETF |
| 中证 1000ETF | 建材 ETF |
| 煤炭 ETF | 中证 1000ETF |
| 上证指数 ETF | 电力 ETF |
| 电力 ETF | 上证指数 ETF |

数据来源：Wind，东方证券研究所

综上， ETF 推荐通信/信息技术/新能源/有色金属等 ETF。

## （三）红利轮动策略： 关注低波类红利指数

红利风格在长期低利率环境并非持续占优，而是轮动表现。红利投资应基于对市场的风格研究，围绕增长预期、利率预期和风险溢价三类风险因子进行配置决策。（详见《低利率环境红利投资需要择时》、《资产配置以预期思维择主线》）

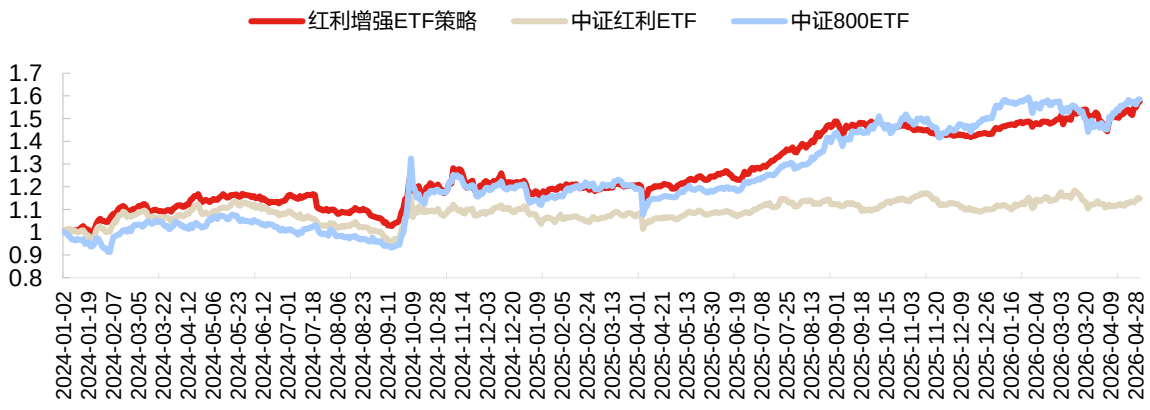
6 月红利配置主线围绕风险溢价展开。若美伊谈判进程顺利，全球风险评价下行，市场风险偏好上行，红利整体不占优，制造/周期持仓占比高的红利指数或具表现机会，相关 ETF：港股红利低波 ETF 景顺（159569），持仓中周期方向占比 33.68%，制造方向占比 23.15%（数据截至 2026 年 3 月 31 日）。若美伊谈判进程受阻，市场短期风偏扰动，低风险度红利防御效果较优，相关 ETF：红利低波 ETF 富国（159525）。

**表 7：红利轮动策略在收益增强和回测控制上效果显著**

| 2024 年以来 | 累积收益率 | 年化收益率 | 最大回撤 | 夏普比率 | 卡玛比率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 红利增强 ETF 策略 | 51.71% | 18.92% | -12.18% | 1.192 | 1.554 |
| 中证红利 ETF | 10.29% | 4.15% | -15.54% | 0.349 | 0.267 |
| 中证 800ETF | 60.63% | 21.78% | -18.62% | 1.1 | 1.169 |

数据来源：Choice，东方证券研究所；数据截至 2026 年 5 月 29 日

**图 9：红利轮动策略净值在收益增强和回测控制上效果显著**




数据来源：Choice，东方证券研究所；数据截至 2026 年 5 月 29 日

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



基于以上研究结论，我们可以得到红利在战略配置上的轮动规律，以及战术上的择时思路，两者结合形成红利增强策略。由于本文研究的红利类指数在市场上均可找到挂钩的 ETF 产品，基于 ETF 的红利增强配置策略将标的从红利类指数替换为实际可投资的 ETF。（详见《低利率环境红利投资需要择时》）

红利增强 ETF 策略在收益增强和回撤控制上效果显著，24 年以来年化收益率为 18.92%，夏普比和卡玛比均优于单一持有中证红利 ETF 和中证 800ETF。

## 四、策略建议：6 月逢低关注 A 股指数增强/全天候/CTA 策略

多策略中，A 股指数增强相关产品表现亮眼，全天候策略指数均录得正收益。A 股指数增强相关产品表现亮眼，尤其是私募指数增强整体收益弹性更强，反映在 A 股结构性行情下，带有权益 Beta 暴露且具备选股能力的产品更容易获得超额收益。相比之下，市场中性策略虽然整体录得小幅正收益，但由于对冲掉较多市场方向性敞口，收益弹性弱于指数增强；CTA 策略短期表现偏弱，说明近期商品和期货市场仍处于震荡消耗阶段。与此同时，全天候策略指数均录得正收益，显示多资产、多策略配置在市场分化环境下仍具备一定稳健性。

基于前文对资产和策略的观点，短期海外流动性扰动或压制风险资产表现，但若后续全球风险评价回升，6 月仍可逢低关注 A 股指数增强策略，全天候策略及 CTA 策略。

表 8：A 股指数增强策略表现居前

| 策略类型 | | | 最近 1 月业绩表现 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 中位数 | 前 20 分位数 |
| 指数增强 | 公募指数增强 | 300 指增 | 1.76% | 2.67% |
| | | 500 指增 | 0.04% | 0.72% |
| | | 1000 指增 | 0.88% | 2.19% |
| | 私募指数增强 | 300 指增 | 2.26% | 3.73% |
| | | 500 指增 | 1.86% | 3.20% |
| | | 1000 指增 | 1.81% | 3.86% |
| 市场中性策略 | 公募中性 | | 0.17% | 0.77% |
| | 私募中性 | | 0.37% | 1.23% |
| 管理期货策略 | 私募 CTA | | -0.13% | 0.59% |

数据来源： Wind，东方证券研究所；数据区间：2026.5.1-2026.5.29

## 风险提示

1、 极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；

2、 量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限；模型使用的相关指数存在对应资产的跟踪误差。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

**公司投资评级的量化标准**

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

**行业投资评级的量化标准：**

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的高净客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。