仅供内部参考，请勿外传

继续关注风险资产相关策略

202609 高净值客户配置月报

报告发布日期 2026 年 09 月 10 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
杨玮嘉 执业证书编号：S0860126040036
yangweijia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

预期思维择行业主线	2026-09-09
聚焦权益，延续均衡：202609 保险客户配置月报	2026-09-09
兼顾风偏与盈利预期：202609 银行客户配置月报	2026-09-05
9 月聚焦风偏，兼顾 K 型下端：战术配置月报 202609	2026-09-03

市场观察 8 月权益/商品相关产品表现较好

- 上月我们推荐关注权益/商品相关产品（详见《权益均衡配置，关注多元策略（202608 高净值客户配置月报）》）。8 月 A 股指数增强相关产品表现亮眼，公募/私募中中证 1000 指数增强表现均领先，近一月中位数收益 9.07%/12.42%。全天候策略指数价格均处于五年分位点高位，中高波动策略收益 8 月表现相对占优，近 1 月收益率为 0.82%。CTA 策略前 20 分位数收益 3.02%。

资产观点 聚焦风险偏好，兼顾 K 型下端

- **股票：** 9 月境内外可能出现风险偏好共振，而境内兼顾 K 型下端可能出现的机会。增长预期方面，8 月 PMI 回到扩张区间，需求环比好转对 K 型下端形成一定支撑，当前重点关注上游。利率预期方面，海外利率尽管仍在高位，但通常利率大幅波动对风险资产的压制更大。目前市场已经定价加息预期，预计 9 月波动不及 8 月，对以美股为代表的风险资产压制相对减弱。风险溢价方面，地缘整体影响可控，中东反复对原油以外的资产影响有限，美国中期选举前中东出现大幅升级的概率较小。中美因“稀土-芯片”平衡在高层会晤后关系大概率延续缓和，中欧贸易摩擦仍在但因中国在原材料的优势地位短期影响有限。国内当前处于从 AI 中游硬件向其他板块扩散的阶段，境内外风偏可能形成共振。9 月仍关注受益风偏抬升的板块，科技重点关注自主可控，兼顾盈利预期较好的上游资源品，可小仓位博弈政策预期。
- **债券：** 9 月股债跷跷板预计不显著。三季度末或有增长政策对债市情绪产生影响，但宏观数据疲软、资产荒背景下配置需求有支撑，当前主要关注票息策略，长债利差 8 月有一定压缩，重点关注仍有利差保护的品种。
- **其他资产：** 商品 ETF 方面，目前排序为豆粕、有色、黄金、能化。其中，黄金价格下行空间有限，美债的不可持续性在中长期仍利好黄金，但受沃什在 JH 会议偏鹰表述影响，短期弹性同样不足。原油远月贴水，当前隐波低于实际波动，短期供需有支撑，但中期前美方缓和意愿可能引导下行，当前高位震荡的概率较大。

模型建议 权益仓位趋于均衡

- **预期调整 MP-BL 模型：** 增持权益。25 年以来策略年化 6.5%。
- **主线择时全天候模型：** 聚焦权益，A 股延续均衡。25 年以来策略年化 8.9%。
- **全天候行业轮动策略：** 推荐电子/有色金属/石油石化/煤炭等板块。

策略建议 关注风险资产相关策略产品

- **8 月风险资产如期修复，9 月继续关注受益风险偏好抬升的资产，同时兼顾基本面预期，建议关注权益/商品相关策略产品机会。**
- **权益方面**，可选择跟踪偏股混合型基金指数误差较小且超额稳定性强的产品，如东方红欣和积极 3 个月持有 A（018511）等；高风偏投资者可选择偏成长风格且能跑赢偏股混的产品，如东方红优势精选（001712）。
- **商品方面**，期货类 ETF 目前排序为豆粕、有色、黄金、能化。

风险提示

极端风险事件；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。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、市场观察：8 月权益/商品相关产品表现较好 4

二、资产观点：聚焦风险偏好，兼顾 K 型下端 5

三、模型建议：权益仓位趋于均衡 5

（一）预期调整 MP-BL 模型：增持权益 5
（二）主线择时全天候：聚焦权益，延续均衡 8
（三）行业轮动：推荐电子/有色金属/石油石化/煤炭等板块 10

四、策略建议：关注风险资产相关策略产品 11

（一）权益配置 12
（二）商品配置 12

风险提示 12

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。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：MP-BL 模型示意图 6
图 2：8 月打分 6
图 3：MP-BL 有更优的业绩表现 7
图 4：MP-BL 模型： 9 月增持权益 7
图 5：主线择时全天候有更优的业绩表现 9
图 6： 9 月聚焦中高风偏的标的，兼顾 K 型下端 9
图 7：基于增长预期和利率预期的四象限框架 10

表 1：8 月风险资产如期修复，A 股/黄金领涨，有色反弹 4
表 2：8 月风险资产相关策略表现居前 4
表 3：打分调整示意图 6
表 4：MP-BL 有更优的业绩表现 7
表 5：主线择时全天候有更优的业绩表现 9
表 6：9 月行业推荐 11
表 7：9 月行业 ETF 推荐 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。

仅供内部参考，请勿外传

一、市场观察：8 月权益/商品相关产品表现较好

上月我们推荐关注权益/商品相关产品（详见《权益均衡配置，关注多元策略（202608 高净值客户配置月报）》）。8 月 A 股指数增强相关产品表现亮眼，公募/私募中中证 1000 指数增强表现均领先，近一月中位数收益 9.07%/12.42%，前 20 分位数达 10.02%/13.88%；私募的中证 500 指数增强涨幅也较领先，中位数和前 20 分位数在 10.23%/11.35%。全天候策略指数价格均处于五年分位点高位，中高波动策略收益 8 月表现相对占优，近 1 月收益率为 0.82%。CTA 策略前 20 分位数收益 3.02%。

表 1：8 月风险资产如期修复，A 股/黄金领涨，有色反弹

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	0.80%	-0.10%	79.09%
		中证 500	6.11%	6.52%	90.33%
		中证 1000	9.82%	2.31%	86.69%
		国证 2000	10.87%	1.68%	90.00%
		创业板指	2.83%	7.35%	91.49%
		科创 50	2.96%	25.31%	95.04%
	港股	恒生指数	-1.23%	-0.25%	85.21%
	美股	纳斯达克 100	4.18%	16.66%	97.02%
贵金属	黄金	COMEX 黄金	9.50%	0.13%	90.17%
大宗商品	基本金属	上期所有色金属指数	2.57%	9.20%	99.50%
固收	固收+	万得固收+类理财指数	0.20%	1.35%	99.91%
	纯债	万得纯债固收类理财指数	0.11%	0.64%	99.91%
	现金	中债-货币市场基金可投资债券指数	0.12%	1.06%	100.00%
另类	全天候策略指数	动态全天候	0.29%	2.92%	99.26%
		中低波策略	0.53%	4.01%	99.75%
		中高波策略	0.82%	4.78%	98.93%

数据来源：Wind，东方证券研究；数据区间：2026.8.1-8.31

表 2：8 月风险资产相关策略表现居前

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	2.10%	3.69%
		500 指增	5.59%	6.53%
		1000 指增	9.07%	10.02%
	私募指数增强	300 指增	4.06%	6.17%
		500 指增	10.23%	11.35%
		1000 指增	12.42%	13.88%
市场中性策略	公募中性		0.51%	1.72%
	私募中性		3.26%	4.49%
管理期货策略	私募 CTA		0.54%	3.02%

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。

仅供内部参考，请勿外传

数据来源：Wind，东方证券研究；数据区间：2026.8.1-8.31

二、资产观点：聚焦风险偏好，兼顾 K 型下端

股票：7-8 月市场从极致走向均衡，一如我们之前的判断。进入 9 月，驱动大类资产的风险因子包括传统增长、境内和境外风险溢价。境内外可能出现风险偏好共振，而境内兼顾 K 型下端可能出现的机会。具体而言，增长预期方面，8 月 PMI 新订单指数 50.6%，较上月上升 2.1 个百分点，回到扩张区间。需求环比好转对 K 型下端形成一定支撑，当前重点关注上游。利率预期方面，海外利率尽管仍在高位，但通常利率大幅波动对风险资产的压制更大。目前市场已经定价加息预期，预计 9 月波动不及 8 月，对以美股为代表的风险资产压制相对减弱。风险溢价方面，地缘整体影响可控，中东反复对原油以外的资产影响有限，美国中期选举前中东出现大幅升级的概率较小。中美因“稀土-芯片”平衡在高层会晤后关系大概率延续缓和，中欧贸易摩擦仍在但因中国在原材料的优势地位短期影响有限。然而，美国财政和 AI 资本开支带来的债务担忧与日俱增，而对经济的乐观和对中期选举前美联储的博弈又带来积极情绪，美股风险偏好或将面临较大扰动，相对更为拥挤、对利率敏感性更高的纳斯达克表现或不及标普。国内一方面受海外情绪影响，一方面因 AI 制造交易结构恶化，当前处于从 AI 中游硬件向其他板块扩散的阶段，境内外风偏可能形成共振。因此，9 月仍关注受益风偏抬升的板块，科技重点关注自主可控，兼顾盈利预期较好的上游资源品，可小仓位博弈政策预期。

债券：基于 9 月驱动大类资产的风险因子，9 月股债跷跷板预计不显著（详见《再论股债相关性：风险因子视角》）。三季度末或有增长政策对债市情绪产生影响，但宏观数据疲软、资产荒背景下配置需求有支撑，当前主要关注票息策略，长债利差 8 月有一定压缩，重点关注仍有利差保护的品种。

商品：黄金从 8 月以来滚动一个月波动和价格相关性为负，金价下行空间有限，但受沃什在 JH 会议偏鹰表述影响，短期弹性同样不足，8 月初受非农利好产生的利率下行预期已被通胀担忧及财政和 AI 资本开支带来的债务压力消磨殆尽。美债的不可持续性在中长期仍利好黄金，但短期上行空间有限。原油远月贴水，当前隐波低于实际波动，短期供需有支撑，但中期前美方缓和意愿可能引导下行，当前高位震荡的概率较大。大豆滚动一个月波动与价格相关性自 8 月以来转负且远月升水，厄尔尼诺对大豆产量的影响有不确定性但当前受叙事催化，短期动能较强，9 月有季节性供给放量，但中美元首会晤前后采购预期可能对价格形成支撑。有色铜铝供需趋紧，但近期受美债利率波动影响有一定不确定性。

三、模型建议：权益仓位趋于均衡

（一）预期调整 MP-BL 模型：增持权益

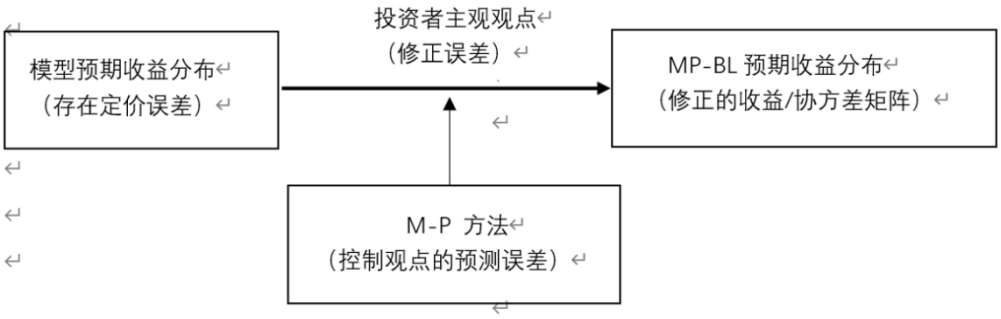
我们在报告《资产配置以预期思维择主线》中提到改良之后的 BL 模型，BL 模型的基础仍是均值方差模型，考虑到均值方差模型被大家诟病较多的点在于模型的敏感性，也即仓位容易集中在少数几类资产，因此我们先对资产先做风险平价，然后做均值方差增强（详见（《当低利率邂逅风偏回归，资产配置被动为盾，主动为矛——2026 年多资产配置展望》）。均值方差模型的核心有二，一方面要有较好的收益预测模型，一方面风险度量要惩罚收益预测的不准确性。我们在之前的报告中构建了均值方差模型的量化收益预测和风险度量。而当前 BL 模型的应用难点在于参数较

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

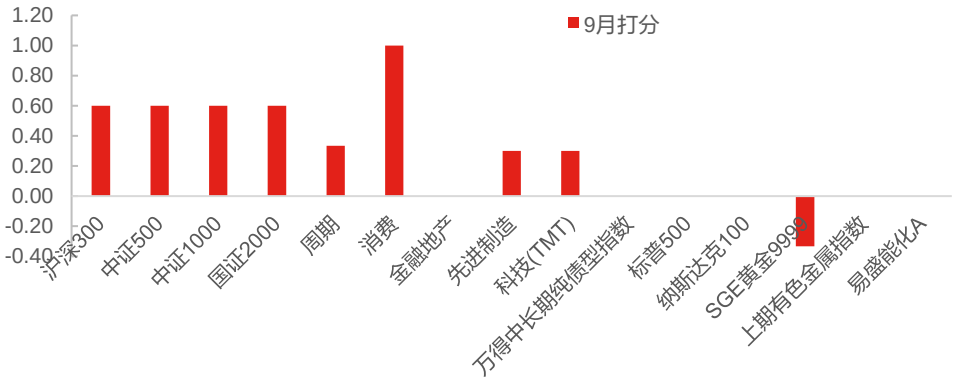
图 1：MP-BL 模型示意图



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

因此，在得到 BL 模型结果之前需要得到资产观点。结合（一）中的分析，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 2：8 月打分



数据来源：Wind，东方证券研究

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 3：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

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。

仅供内部参考，请勿外传

【0.6,1】	超高配	正 1 倍标准差

数据来源：东方证券研究编制

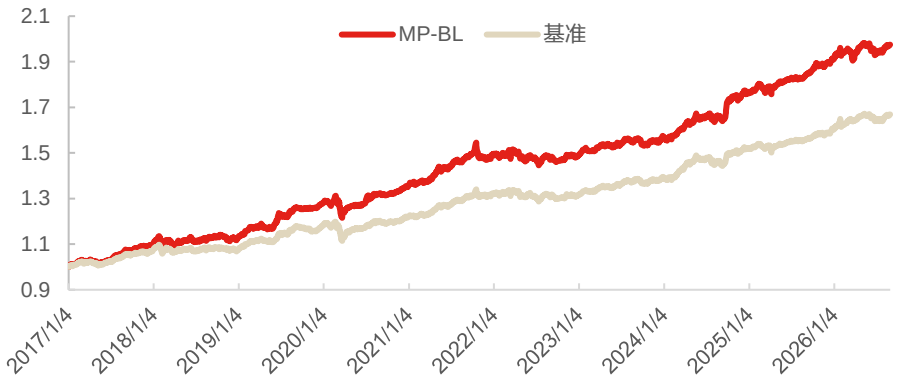
通过上述方法可得每类资产的观点收益向量。之后结合我们 BL 模型的框架，得到 BL 模型结果。在基准（风险平价）的基础上，叠加上述观点形成 MP-BL 模型，较基准有一定增强效果。

表 4：MP-BL 有更优的业绩表现

2025 年以来	MP-BL	基准
年化收益	6.5%	5.7%
标准差	3.8%	3.1%
下行波动	3.8%	3.1%
最大回撤	-3.4%	-2.5%
夏普比	1.70	1.86
索提纳比	1.74	1.83
卡玛比	1.94	2.33

数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 8 月 31 日

图 3：MP-BL 有更优的业绩表现

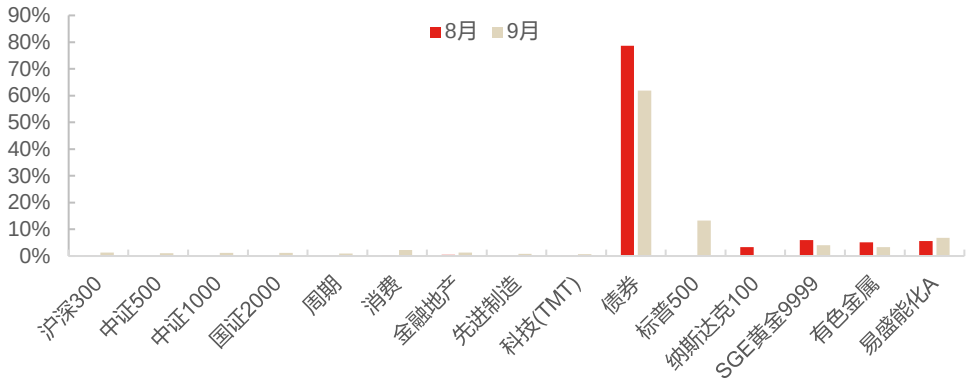


数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 8 月 31 日

图 4：MP-BL 模型： 9 月增持权益

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。

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind，东方证券研究

9 月仓位典型特征在股票增持，股票内部延续均衡配置，黄金仓位小幅降低，有色/原油稳定。

（二）主线择时全天候：聚焦权益，延续均衡

我们在报告《资产配置以预期思维择主线》中提到全天候策略思路新思路。基于大类资产共同的三个因子，增长预期、利率预期和风险溢价，进一步地，我们结合当前产业升级转型、配置全球化和地缘扰动频发的背景，进一步拓展至六因子，示意如下：

V≈经济预期+利率预期+风险溢价

≈（传统经济预期+新兴增长预期）

+（境内利率预期+境外利率预期）

+（境内风险溢价+境外风险溢价）

我们在报告中得到了上述六个因子和各类资产在历史上的映射关系，资产类型覆盖 A 股、中债、黄金 ETF、有色 ETF、能化 ETF、纳指 ETF 等，其中 A 股又进一步细分为金融地产、周期、消费、科技、先进制造、医药医疗等。在此基础上可以构建每一类因子对应的风险因子组合。与此同时，我们在报告中提出大类资产交易的主线有一定的持续性，而风险因子的择时相比收益择时理论上也应有更高的胜率（波动发生突变的概率更低）。我们可以结合大类资产交易主线的变化进行择时。具体而言，我们观察上述六个风险因子（各因子取代表性指标）每个因子在过去 1 期的变化，变化越大我们认为越有可能成为当前大类资产交易的主线之一。我们将上述主线进行择时可得主线择时全天候。策略效果较非择时全天候更优。

基于我们的跟踪框架，今年以来大类资产交易的主线如下：

（1）3 月配置主线：境外利率、境内/境外风险溢价

（2）4 月配置主线：境外利率、境内风险溢价、境内增长（传统/新兴）、境内利率（相对均衡）

（3）5 月配置主线：境内/境外风险溢价、境外利率

（4）6 月配置主线：境内风险溢价、境外利率

（5）7 月配置主线：境内增长、境外利率

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。

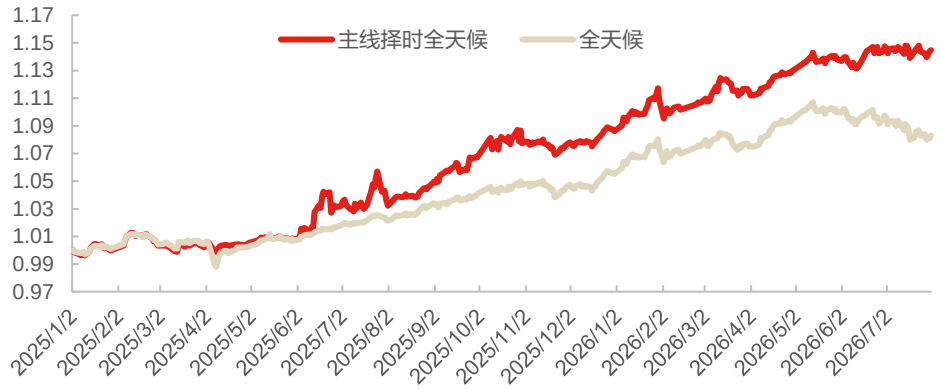
仅供内部参考，请勿外传

（6）8 月配置主线：境内传统增长、境内利率、境内风险溢价

（7）9 月配置主线：境内传统增长、境内风险溢价、境外风险溢价

3 月资产配置交易的主线较为极致，关注点在境外，对应加仓原油相关标的（如原油期货或能化 ETF）。4 月交易主线均衡，海外影响弱化，对应的是减仓原油相关标的。5 月大类资产交易主线聚焦境内外风险偏好，海外利率的影响仍在但不及 4 月以前，对应加仓风险资产。6 月相比 5 月，主线变化不大，境内资产仍然重点关注风偏相关性高的板块如科技。7 月境内主线重回增长，包括传统和新兴增长，海外主线仍在利率，对应股票市场结构更加均衡。8 月主线在传统增长、境内利率和风险溢价，海外影响钝化。整体风格仍然以均衡为主。9 月主线在传统增长、境内风险溢价和境外风险溢价。风险偏好主导的行情兼顾 K 型下端的修复，股债跷跷板预计弱化。

图 5：主线择时全天候有更优的业绩表现



数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 8 月 31 日

表 5：主线择时全天候有更优的业绩表现

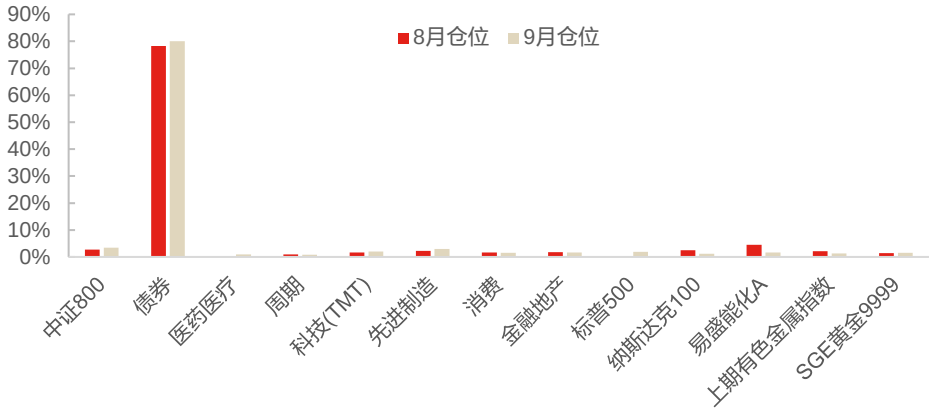
2025 年以来	主线择时全天候	全天候策略
年化收益	8.9%	5.6%
标准差	4.4%	3.2%
下行波动	4.2%	3.3%
最大回撤	-2.4%	-2.5%
夏普比	2.03	1.73
索提纳比	2.10	1.68
卡玛比	3.76	2.26

数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 8 月 31 日

图 6： 9 月聚焦中高风偏的标的，兼顾 K 型下端

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。

仅供内部参考，请勿外传



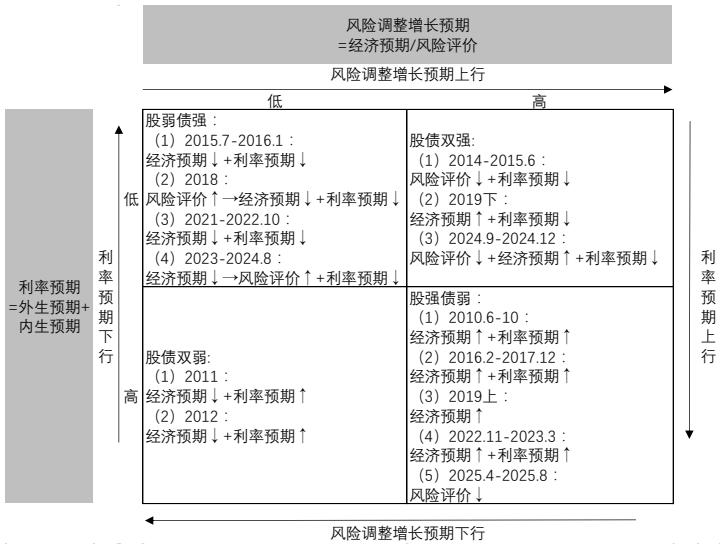
数据来源：Wind，东方证券研究

上述“8 月仓位”对应 7 月底动态全天候策略给出的各类资产仓位，“9 月仓位”对应截至 8 月底模型给出的各类资产仓位。主线择时全天候 9 月仓位整体较 8 月而言，全面聚焦境内，A 股延续均衡结构。

（三）行业轮动：推荐电子/有色金属/石油石化/煤炭等板块

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



数据来源：东方证券研究绘制

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

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。

仅供内部参考，请勿外传

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 6：9 月行业推荐

9 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）
电子	电子
有色金属	通信
通信	石油石化
机械设备	有色金属
建筑材料	煤炭
石油石化	建筑材料
基础化工	机械设备
国防军工	基础化工
煤炭	国防军工

数据来源：Wind，东方证券研究

综上，9 月看好电子/有色金属/石油石化/煤炭等板块。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 7：9 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）
有色金属 ETF	信息技术 ETF
通信 ETF	通信 ETF
中证 2000ETF	上证指数 ETF
信息技术 ETF	中证 2000ETF
中证 1000ETF	有色金属 ETF
建材 ETF	煤炭 ETF
上证指数 ETF	建材 ETF
化工 ETF	中证 1000ETF
军工 ETF	化工 ETF
煤炭 ETF	军工 ETF

数据来源：Wind，东方证券研究

综上，ETF 推荐信息技术/有色金属/化工/煤炭等 ETF。

四、策略建议：关注风险资产相关策略产品

9 月继续关注受益风险偏好抬升的资产，同时兼顾基本面预期，建议关注权益/商品相关策略产品机会。

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。

仅供内部参考，请勿外传

（一）权益配置

重点聚焦权益，股好于债。A 股延续均衡结构，重点关注科技自主可控，和有盈利预期的上游资源品。稳健型投资者可以选择跟踪偏股混合型基金指数（885001）误差较小、超额稳定性强的产品，如东方红欣和积极 3 个月持有 A（018511）等。高风偏投资者可选择偏成长风格且能跑赢偏股混的产品，如东方红优势精选（001712）。

（二）商品配置

商品方面，期货类 ETF 目前排序为豆粕、有色、黄金、能化。其中，黄金从 8 月以来滚动一个月波动和价格相关性为负，金价下行空间有限，但受沃什在 JH 会议偏鹰表述影响，短期弹性同样不足，8 月初受非农利好产生的利率下行预期已被通胀担忧及财政和 AI 资本开支带来的债务压力消磨殆尽。美债的不可持续性在中长期仍利好黄金，但短期上行空间有限。原油远月贴水，当前隐波低于实际波动，短期供需有支撑，但中期前美方缓和意愿可能引导下行，当前高位震荡的概率较大。大豆滚动一个月波动与价格相关性自 8 月以来转负且远月升水，厄尔尼诺对大豆产量的影响有不确定性但当前受叙事催化，短期动能较强，9 月有季节性供给放量，但中美元首会晤前后采购预期可能对价格形成支撑。有色铜铝供需趋紧，但近期受美债利率波动影响有一定不确定性。

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

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。

东方证券 ORIENT SECURITIES

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。