

# 沪指编制方案迎三十年首次大修，深改力度空前

## ——评上交所修订沪指编制方案及科创 50 指数落地

行业动态

◆ **上证综指迎来发布 30 年来首次大修。**6 月 19 日，上交所发布公告，宣告上证综指首次大修。本次修订主要包括以下内容：剔除被实施风险警示的股票，延迟新股计入时间，科创板证券纳入上证综合指数样本空间。同日，科创板 50 指数正式发布，较上证综指更与国际接轨。

◆ **我们认为，上证综指“十年不涨”主要有三方面原因。**第一，总市值加权方式不适用 A 股整体流通结构，金融、工业、能源行业总市值权重较高，但实际流通市值占比低于总市值占比，且无法正确反映近十年国民经济发展情况；第二，新股计入指数时间过快；第三，缺乏完善的退市制度。

◆ **海外指数在新股计入与加权方法上与 A 股存在一定程度差别。**我们综合讨论了标普 500、纳斯达克与恒生指数的计算方式以及行业分布，其中，标普 500 以自由流通股本加权，纳指虽然以总市值加权，但其行业分布能够较好反映出近十年国民经济发展主线，恒生指数经历了从总市值加权到流通市值加权的转换。三地在新股纳入上都较为严格与审慎。

◆ **本次指数编制方案调整属重大突破，但仍留有政策改进余地。**本次上证综指编制方案调整属三十年来首次“大修”，体现了资本市场深改决心。本次指数编制方案调整在一定程度上可以降低新股在 IPO 后冲高回落对指数的拖累，同时剔除 ST 股的影响，体现了监管大力推动资本市场深化改革的决心。

我们同时注意到，本次调整并未改变指数加权计算调整方式。同日发布的科创板 50 指数采用自由流通股本加权的方式，同时规定个股权重限制。鉴于科创板“试验田”定位及已经建立起相对完善的退市制度，我们预计上证总市值加权方式调整或将在科创板 50 指数运行相对成熟、主板正式实行注册制并建立起相对完善的退市制度时实行。

◆ **资本市场深改力度空前，建议关注券商股的投资价值。**在资本市场深改情况下，我们建议持续关注券商作为资本市场深改首要受益行业的投资价值。目前券商 PB 估值处在 2010 年以来历史低位，在市场流动性充裕、国内复产复工进程有条不紊推进、以及龙头级航母券商持续建设背景下，推荐业绩稳健、创新能力强的大型券商，如综合实力较强的中信证券以及目前在龙头券商中估值处在较低位置的华泰证券，建议关注中信建投（H）。

◆ **风险分析：**宏观经济大幅波动、政策实行效果不达预期。

## 增持（维持）

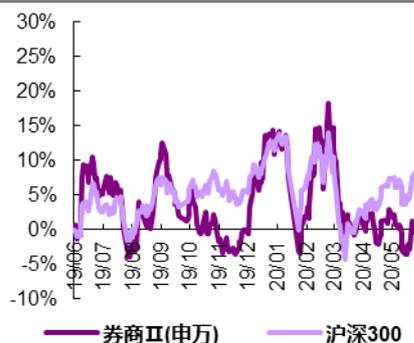
### 分析师

王一峰(执业证书编号:S093051905002)

010-58452066

wangyf@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

境外 T+0 制度推行回顾及 A 股 T+0 落地展望  
——评上交所再提股票交易 T+0 试点研究  
..... 2020-05-31

业绩整体回暖，持续关注龙头——非银行金融行业周报 20200517  
..... 2020-05-17

两会将至，改革先行  
——非银行金融行业周报 20200509  
..... 2020-05-09

疫情影响 Q1 业绩，监管推动制度完善  
——非银行金融行业周报 20200426  
..... 2020-04-26

保险持续改革，券商增资补血——非银行金融行业周报 20200419  
..... 2020-04-19

量价持续下跌，期待拐点到来  
——非银行金融行业周报 20200405  
..... 2020-04-05

## 目 录

1、 上交所宣布修改上证指数，并发布科创板指数.....	3
1.1、 上交所宣布修改上证指数.....	3
1.2、 上交所宣布发布科创板指数.....	3
2、 上证综指为何“十年不涨”.....	3
2.1、 总市值加权方式不适用 A 股整体流通结构.....	4
2.2、 新股计入时间过快.....	5
2.3、 缺乏完善的退市制度.....	5
3、 境外指数编制方法回顾.....	5
3.1、 标普 500 指数.....	5
3.2、 纳斯达克指数.....	7
3.3、 恒生指数.....	8
3.4、 海外指数编制经验总结.....	9
4、 本次指数编制方法调整属重大突破，但仍留有政策改进余地.....	9
5、 投资建议.....	10
6、 风险分析.....	10

## 1、上交所宣布修改上证指数编制方法，并发布科创板指数

### 1.1、上交所宣布修改上证指数编制方法

6月19日，上交所发布公告称，经研究，上海证券交易所与中证指数有限公司决定自7月22日起修订上证综合指数的编制方案。此次修订内容如下：

一、指数样本被实施风险警示的，从被实施风险警示措施次月的第二个星期五的下一交易日起将其从指数样本中剔除。被撤销风险警示措施的证券，从被撤销风险警示措施次月的第二个星期五的下一交易日起将其计入指数。

二、日均总市值排名在沪市前10位的新上市证券，于上市满三个月后计入指数，其他新上市证券于上市满一年后计入指数。

三、上海证券交易所上市的红筹企业发行的存托凭证、科创板上市证券将依据修订后的编制方案计入上证综合指数。

### 1.2、上交所宣布发布科创板指数

6月19日，上交所宣布发布科创板指数。本次科创50指数具体特色如下：

一是样本空间。“科创50”指数除普通股外，将红筹企业发行的科创板上市存托凭证、不同投票权架构公司股票纳入样本空间，以增强指数代表性。

二是新股计入时间。现阶段，科创板新上市证券满6个月后计入样本空间，待上市满12个月的证券达到100只至150只后调整为上市满12个月后计入；同时，针对上市以来日均总市值排名在科创板市场前3位和前5位的证券设置差异化的计入时间。

三是选择方法。选取日均总市值排名靠前的50只证券作为“科创50”指数样本，能够在保证样本流动性的同时，实现较好的代表性。

四是加权方式。借鉴主流成份指数编制方法，采用自由流通股本加权。同时，国际代表性成份指数通常设置个股权重限制，“科创50”指数对单一样本设置10%的权重上限，前五大样本权重之和不超过40%。

五是样本调整。依据样本稳定性和动态跟踪的原则，建立季度定期调整机制，及时反映市场变化，季度定期调整生效时间为每年3月、6月、9月和12月的第二个周五的下一个交易日，并设置一定缓冲区与调整比例限制，保证指数的稳定性，降低样本频繁变动带来的跟踪指数成本。另外，针对退市、退市风险警示等情况设立临时调整机制。

## 2、上证综指为何“十年不涨”

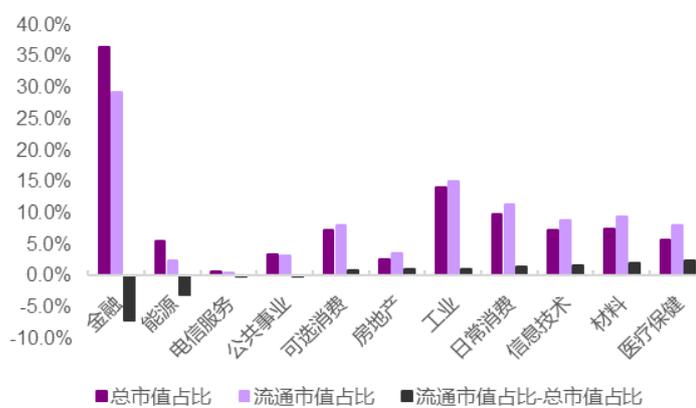
上海证券综合指数简称“上证指数”或“上证综指”，其样本股包括在上海证券交易所全部上市股票，反映交易所内股票价格的变动情况。近10年来，随着我国经济规模较快增长，上证综指同期表现却未有明显上涨，我们认为可能有以下几点原因：

## 2.1、总市值加权方式不适用 A 股整体流通结构

**金融、能源总市值占比高，但流通市值占比低。**从上证指数最新行业权重来看，金融行业总市值占比最高，达到 36.4%，远高于其他行业；其次是工业占比达到 14.1%，与金融板块共计占比近 50%。而代表新兴成长企业的信息技术行业总市值占比仅为 7.2%，医疗保健仅占比 5.7%。

从个股权重来看，前十大成分股中多为金融和能源企业，其中金融企业占据 7 席。综合来看，成分股中金融股色彩浓重，行业结构有待进一步均衡化。通过比较各行业成分股的流通市值占比与总市值占比的差值，我们发现，金融、工业、能源行业总市值权重较高，但实际流通市值占比低于总市值占比。

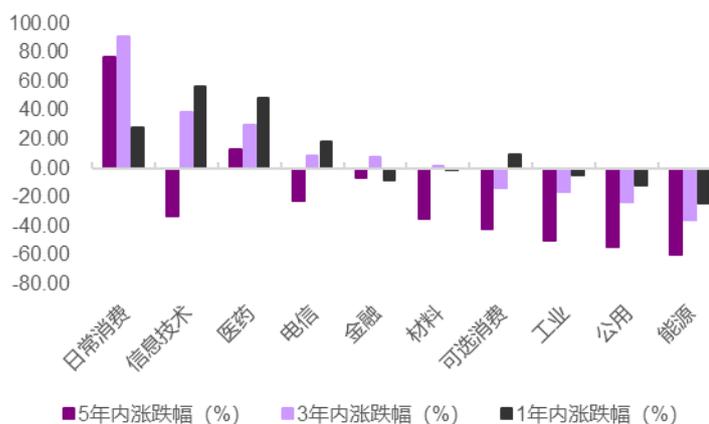
图 1：金融、能源总市值占比高，流通市值占比低



资料来源：Wind，按照 Wind 一级行业分类，截至 2020 年 6 月 19 日

**近 5 年权重股行业领跌，整体跑输大盘。**总市值占比较高的金融、工业、可选消费股价格长期处于下跌态势，能源板块整体领跌，近 5 年跌幅高达 59.74%，权重占比较高的金融行业近 5 年跌幅也达到 6.09%，从而严重拖累上证指数整体表现。而近几年涨幅较高的日常消费、医药、信息技术在总市值占比较低（三板块合计仅占比 22.7%，低于金融板块总市值占比）。此外近些年涨幅较高、对国民经济影响较大的互联网股（如阿里、腾讯、网易等）并未能够在 A 股上市，现有指数编制方式在一定程度上难以反映出整体国民经济行业景气情况。

图 2：近一年、三年、五年股票涨跌幅情况



资料来源：Wind，按照 Wind 一级行业分类，截至 2020 年 6 月 19 日

## 2.2、新股计入时间过快

**新股上市初期价格偏高，后续回调拖累指数。**由于我国新股发行制度等多方面原因，长期以来我国一级和二级市场股票价格存在较大差价，新股上市初期价格偏高。当前新股计入上证指数的时间是上市后的第十一个交易日，计入时间相对较短，尚未经过充分的市场博弈，导致新股计入时价格普遍存在高估现象，在后续股价回调时则会对指数走势形成明显拖累。

从国外市场经验来看，新股上市纳入指数时间，主要取决于新股上市后的平均波动幅度，波动幅度越大，计入指数时间越长，反之则相反。如英国 FTSE 和澳大利亚全样本指数分别规定新股上市后 100 天、两个月后计入指数。

## 2.3、缺乏完善的退市制度

由于我国证券市场长期以来缺乏合理完善的退市制度，导致本应退出市场的公司通过各种手段留在市场。在这种环境下，尽管一部分消费白马股、科技龙头股不断上涨，但同时大量股票不断下跌拖累指数，二者效应叠加导致近十年来上证指数涨势微弱。新《证券法》下完善退市制度，及时将绩差股清理出市场，是提高指数表现的重要途径。

## 3、境外指数编制方法回顾

### 3.1、标普 500 指数

标准普尔 500 指数是美国最具代表性的指数之一，它涵盖了在美国纽约交易所和纳斯达克交易所上市的最多的 500 家公司，其中 400 只工业股、40 只公用事业股、20 只运输股和 40 只金融股。是反映美国股票市场整体走势的基准指数。

标普 500 指数以 1941 年至 1943 年抽样股票的平均市价作为基期，使用已发行市值进行加权，以上市股票数为权数，按基期进行加权计算，其基点数为 10。用每种股票目前的价格乘以已发行的股票数量的总和做分子，以基期

的股价乘以基期股票数量的总和为分母，分子分母相除之数再乘以 10 就得到股票价格指数。

**表 1：标普 500 指数编制方法**

标普 500 指数 (SPX)	
样本空间	所有美国上市的公司股票
	在美国交易所上市时间满 12 个月
	调整前公司总市值超过 82 亿美元
入选标准	最近一年交易价值与浮动市值之比至少为 1.0，六月内至少交易 250000 股
	可投资权重指数至少为 0.5
	最近四个季度累计净利润为正，最近一个季度净利润为正
选择方法	指数制定委员会根据上述样本空间选取标准裁量选股，同时 GICS 行业在该指数中的比重与在标普全市场指数中的比重相协调
加权方法	自由流通股本加权
指数计算公式	标普 500 指数 = 各成分股已发行市值总和 / 基期市值 × 10 (其中，基期市值是一个约为 94,141,127,250 美元的常数)
资料来源：标准普尔指数官网，光大证券研究所整理	

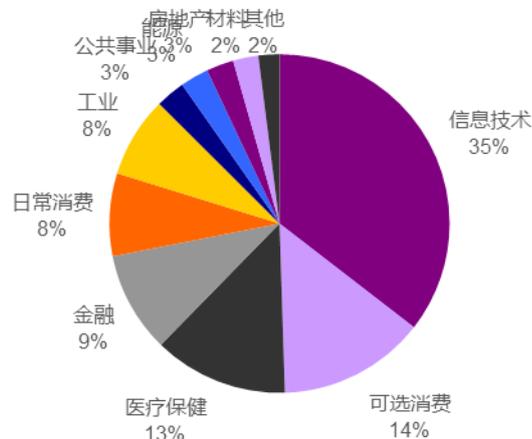
标普 500 指数成分股的入选具有严格的标准，在编制指数时综合考虑公司的总市值、交易量、资本化程度、基本面表现、产业类别等多个维度进行筛选决定。同时指标制定委员会有较大的自由裁量权，在必要情况下可以对入选样本进行调整，如在公司发生重大变化时对指数进行临时调样，以确保样本及时反映股市动态情况。

**表 2：S&P 500 成分调整规则**

项目	内容
<b>增加成分股参考原则</b>	
市值	由于 S&P500 为市值加权型指数，因此个别公司在其产业域的市值大小成为考量的第一要素
交易	分析个股每日、月、年的交易流动性，及股票的正常效率化
资本化	分析股票在外的流通程度，避免遭少数团体操控
基本面分析	追踪公司的财务及营运状况，以维持指数的稳定度，并将变动减至最小
产业	考量产业是否在美国的经济体系中占有重要的地位
新兴产业	若有新的产业不在原本的分类中，但其条件符合以上 5 项标准，则可考虑加入
<b>减少成分股参考原则</b>	
合并	公司合并后，被合并的公司自然排除指数外
破产	公司宣告破产
转型	公司转型在原来的产业分类上失去意义
不具代表性	被其它同产业公司取代
<b>指数调样</b>	
必要时进行临时调整，宣布调样后一至五日实施。	
资料来源：标准普尔指数官网，光大证券研究所整理	

从行业结构来看，标普 500 行业构成较为均匀，除信息技术行业占比稍大以外，可选消费、医疗保健、金融等行业市值相当，整体分布相对均匀。且其中高市值行业大多为信息技术、生物医药、互联网商务等新兴产业的高科技、创新型公司，其产业结构较为成熟和完善。

图 3：标准普尔 500 指数成分股构成



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 19 日

相比上证指数，标普 500 指数采取流通市值加权方式，能够更加准确地反映市场真实的价格博弈，使市场中业绩优良的标的能占较高的权重，从而推动了标普指数整体上涨态势。

### 3.2、纳斯达克指数

纳斯达克综合指数是反映纳斯达克证券市场行情变化的股票价格平均指数，涵盖的上市公司包括所有新技术行业，成分股数量远超标普 500 指数，更具综合性。纳斯达克综合指数成为代表各工业门类市场价值变化的晴雨表，也是最具有影响力的证券市场指数之一。

纳斯达克综合指数采取总市值加权，以各成分股的总市值所占整个市场总市值比重为加权数来进行加总计算，基本指数为 100。用各成分股目前的股票价格乘以总股本数的总和做分子，以基期市场总市值为分母，分子分母相除之数再乘以 100 就得到纳斯达克综合指数。

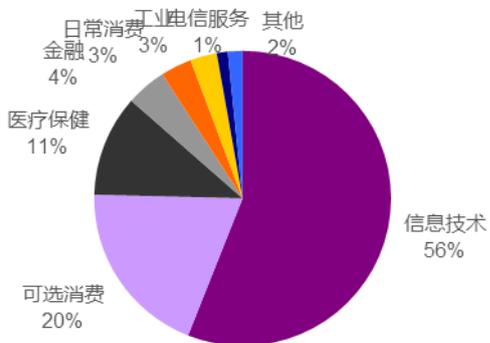
表 3：纳斯达克指数编制规则

纳斯达克综合指数 (IXIC)	
样本空间	在纳斯达克市场挂牌交易的、所有本国和外国上市公司的普通股 在纳斯达克交易所上市 上市超过 2 年（当公司连续 6 个月都处于指数市值前 25%，可减为一年） 在市场上的日均交易量超过 20 万股
入选标准	公司按规定定期正常呈报季报和年报 公司未处于破产程序中 对于非美国本土公司，还必须在美国期权交易市场交易有对应的股票期权或者具有在美股期权交易市场的期权交易资格
选样方法	指数制定委员会根据上述样本空间选取标准进行选股，综合考虑财务、资本额和共同管理等指标
加权方法	总市值加权
指数计算公式	纳斯达克综合指数 = (各成分股的总市值 / 基期市场市值) × 100

资料来源：纳斯达克指数官网，光大证券研究所整理

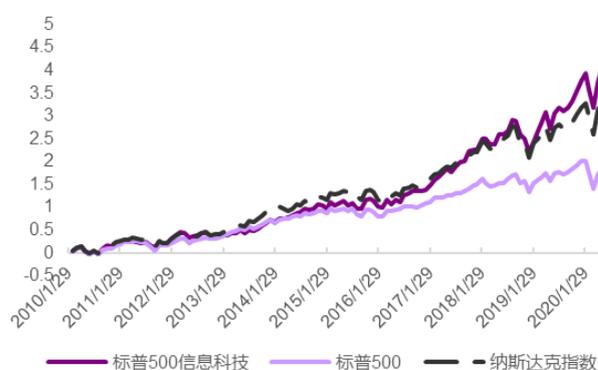
信息技术行业占比高提升指数整体表现。与上证指数相同，纳斯达克综合指数也采取总市值加权方式，但由于纳斯达克本身科技定位属性，其行业结构中信息技术行业占比较高，达到 56%，远超上证指数中 7.2% 的占比，使得其指数表现保持较好上涨态势。

图 4：纳指成分占比



资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 19 日

图 5：信息科技股领涨纳指与标普 500

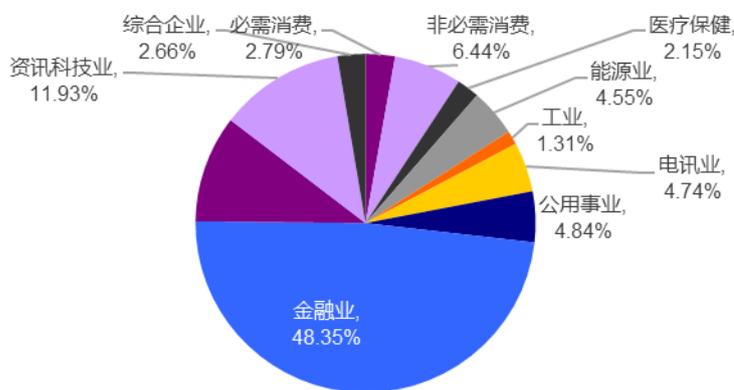


资料来源：Wind，截至 2020 年 6 月 19 日

### 3.3、恒生指数

恒指与 A 股总体相似，金融股占比较高。受香港本地行业分布影响，恒指金融业占比较高，达 48%。个股权重方面，腾讯以 12% 的权重占比最高。其次是友邦保险 (10%)、建设银行 (9%)、汇丰控股 (8%)、中国平安 (6%)。

图 6：恒指产业构成



资料来源：HSI 官网，光大证券研究所整理，截至 2020 年 5 月 31 日

恒生指数计算方式经历了从市值加权到自由流通股本加权的過程。2006 年，恒指编制委员会决定恒生修改指数计算方法，将由总市值加权法，改为以自由流通股本加权调整计算，并为个别成份股比重设定上限 (15%)。此举主要是为了避免指数受个别大市值成份股 (如汇丰控股) 所左右而失去代表性。

表 4：恒生指数编制规则

恒生指数 (HSI)	
样本空间	恒生指数是由香港恒生银行于 1969 年 11 月 24 日开始编制的用以反映香港股市行情的一种股票指数，是香港股市价格的重要指针，指数由 50 只成份股（即蓝筹股）市值计算出来的，代表了香港交易所所有上市公司的 12 个月平均市值涵盖率的 70%
入选标准	以主板及于香港作第一上市地点 若公司市值排名位于前 5，则需上市最少满 6 个月 若公司市值排名位于 5~15，则需上市最少满 3 个月 若公司市值排名位于 16~20，则需上市最少满 12 个月 若公司市值排名位于 21~25，则需上市最少满 18 个月 若公司市值排名位于 25 名以后，则需上市最少满 24 个月 综合考虑公司市值及成交额之排名、不同行业在恒生指数内所占的比重能否反映股市分布及公司的财政状况
选样方法	第一阶段由 2006 年 9 月 8 日开始，恒生指数的计算方法改为以流通市值调整计算。每只成份股的比重上限为 25%。第二阶段由 2007 年 3 月 9 日实施 2/3 的流通调整，流通系数=100-2/3 (100%-流通系数) 并上调至最接近的 5% 倍数，比重上限为 20%。第三阶段由 2007 年 9 月 7 日实施全流通调整，比重上限为 15%。
加权方法	自由流通股本加权
剔除标准	恒生指数任何一只指数成份股如连续停牌一个月，该成份股将会从指数中剔除。在非常特殊情况下，例如该成份股被认为极有可能在短期内复牌，才有可能获保留在指数内。

资料来源：HSI

### 3.4、海外指数编制经验总结

一是海外指数编制多采用自由流通股本加权。美国标普 500、香港恒指以及东京 TOPIX 指数等多选择采用流通市值加权方式，其中恒指经历了由总市值加权到流通市值加权的调整过程。纳指纳斯达克指数虽然选择总市值加权，但受纳斯达克交易所上市公司行业分布影响，科技公司占比较高，且能代表近十年美国经济发展情况，因此纳指并未与宏观经济走势出现明显偏离。上证 A 股中以金融、工业、能源股为主，该类行业中多以国企为主，存在一定数量的非流通股，以总市值加权并不能很好的反映出我国行业分布现状。

二是新股调整加入时间较为谨慎。标普 500、纳指对于指数调整限制更为严格（标普 500 需满 1 年，纳指需满 2 年），恒指依据公司市值情况做了不同的规定，但整体上对时间限制要求都较上证综指调整之前更为严格。

## 4、本次指数编制方法调整属重大突破，但仍留有政策改进余地

本次上证综指调整属三十年来首次“大修”，体现了资本市场深改决心。本次上证综指调整是上证综指发布 30 年来首次大修，近年来类似“上证综合指数失真”、“未能充分反映市场结构变化”等意见频频出现。为响应市场呼声，上交所、中证指数公司在听取市场意见、研究我国资本市场发展变化、借鉴指数编制国际经验基础上，持续研究并慎重启动了上证综合指数编制方

案修订工作。本次指数调整变化主要体现在剔除 ST 股、纳入科创板股票及对新股计入上证综合指数时间,在一定程度上可以降低新股在 IPO 后冲高回落对指数的拖累,同时剔除 ST 股的影响,体现了监管大力推动资本市场深化改革的决心。

**本次上证综指调整并未调整加权计算方式,但未来有进一步调整的可能。**我们注意到,本次调整并未改变指数加权计算调整方式,即仍维持现阶段以总市值加权的方式。但我们同时注意到,同日发布的科创板 50 指数采用自由流通股本加权的方式,同时规定个股权重限制。鉴于科创板“试验田”定位及目前已经建立起相对完善的退市制度,我们预计上证总市值加权方式调整或将在科创板 50 指数运行相对成熟、主板正式实行注册制并建立起相对完善的退市制度时实行。

此次指数修订对指数基金参考价值或有限。本次上证指数修订对成分股纳入规则进行了完善,将科创板股票纳入指数并剔除 ST、\*ST 股票,同时延长新股纳入时间。在保证指数连续性和市场稳定性基础上,有利于一定程度上改善指数失真问题,使指数更准确发挥对大盘整体走势的指示作用,对未来指数基金投资产生利好效应。但在指数加权方式上,本次修订依旧沿用了总市值加权方式,而指数基金投资采取自由流通市值加权,结合前述分析,我们认为,加权方式的差异或导致上证指数对指数基金投资的参考意义较为有限。预计未来上证指数在指数编制上会有更进一步完善,以更好地反映我国经济在新常态下的整体表现。

## 5、投资建议

**资本市场深改力度空前,建议关注券商股的投资价值。**在资本市场深改情况下,我们建议持续关注券商作为资本市场深改首要受益行业的投资价值。目前券商 PB 估值处在 2010 年以来历史低位,在市场流动性充裕、国内复产复工进程有条不紊推进、以及龙头级航母券商持续建设背景下,推荐业绩稳健、创新能力强的大型券商,综合实力中信证券以及目前在龙头券商中估值处在较低位置的华泰证券,建议关注中信建投(H)。

表 8: 重点公司盈利预测及评级

证券代码	公司名称	货币单位	市值(亿元)	股价(元)	BPS(元)			PB(X)			评级
					19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600030.SH	中信证券	RMB	3,083	23.85	13.34	13.82	15.32	1.79	1.73	1.56	增持
601688.SH	华泰证券	RMB	1,709	18.83	13.50	14.61	15.48	1.39	1.29	1.22	增持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截至 2020 年 6 月 19 日

## 6、风险分析

宏观经济大幅波动、政策实行效果不达预期。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼