



Research and
Development Center

让利，权益公募基金降费落地

非银金融

2023年07月12日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：010-83326877

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号：S1500523040001

联系电话：18966729660

邮箱：ranzhaobang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

让利，权益公募基金降费落地

2023年07月12日

本期内容提要：

- **【事件】**据中国基金报报道，近日，证监会制定了公募基金费率改革方案。7月8日，多家大型基金调降旗下主动权益类产品管理费率 and 托管费率。主要包括：1) 降低主动权益类基金费率水平。新注册产品管理费率、托管费率分别不超过1.2%、0.2%；其余存量产品管理费率、托管费率将争取于2023年底前分别降至1.2%、0.2%；2) 推出更多浮动费率产品，包括与基金规模挂钩、与业绩挂钩两类；3) 降低公募基金证券交易佣金率，拟逐步规范公募基金证券交易佣金费率，相关改革措施涉及修改相关法规，预计将于2023年底前完成；4) 规范基金销售环节收费，通过法规修改，统筹让利投资者和调动销售机构积极性，进一步规范公募基金销售环节收费。预计于2024年底前完成。5) 完善公募基金行业费率披露机制。另外，监管层还发布了公募基金行业费率改革的配套措施：包括大力引入中长期资金、支持基金公司拓宽收入来源、降低基金公司运营成本等。
- **【现状】**2020年来，财富管理长逻辑驱动下，权益基金规模显著增长，管理费水平持续提升。“股+混”基金规模明显增长，基金净值从2019年末的3.19万亿增长至2022年末的7.48万亿，三年CAGR为32.9%，远超其长期平均增长水平。基金规模高增带动下，“股+混”基金管理费收入亦从2019年的296.7亿元增长至2021年最高时的951.4亿元，两年规模增长2.21倍。
- **【费率】**但2022年市场波动影响下，权益基金管理费率已明显下降。从股混基金管理费水平来看，过去五年间，管理费率整体在1.10%-1.30%之间，平均值为1.16%。受市场下行影响，公募权益基金已主动降低了管理费收取水平。截至2022年末，佣金率水平已至1.10%，低于近年平均。
- 我们测算，若后续权益类费率调降至1.2%，则我们预计对2023年权益基金管理费直接影响为-6.6%。
- 从美国经验来看，共同基金收费主要包括管理费率 and 销售费率。管理费率及销售费率的演变可大致总结经验如下：1) 权益共同基金管理费率经历了长期温和下滑，而销售费率在降费过程中首先经历大幅调整；2) 免佣基金崛起是基金销售费率下行的重要影响因素，免佣基金带动了买方投顾、个人养老金的发展；3) 随着机构化和市场有效性提升，权益基金费率成为投资者关注的重点。
- 直接影响方面，我们认为，权益基金降费的本质是优化基金投资环境和提升基民投资体验，或推动机构化和财富管理向买方模式转型。费率下调短期或对公募基金管理费收入带来一定压力。长期来看，降费或将改善居民投资体验，并且我们预计利好FOF、投顾组合类产品的收益提升，有望更好与个人养老金政策相对应，提升公募基金养老产

品的投资者参与度。同时，基于资产收费的买方投顾模式或为渠道端带来收入补偿，供给水平有望加速提升。

- **产业链影响方面**，如政策表明，当前国内公募基金收费中的渠道分润在整体基金服务费规模中占比较高，或首先受到降费影响，具体表现为基金申赎收费和基金客户维护费或将下降，此外，交易佣金率水平亦有一定下降空间。但从研究角度看，我国证券市场机构化程度和有效性仍较低，权益公募基金仍具备超额收益或成为基金管理费率的支撑因素。**对券商影响方面**，我们预计降费影响包括一是管理费下降导致券商从旗下基金公司的利润分配减少，部分公募基金净利润贡献较大的券商公司业绩或承压；二是后续交易佣金或下降或对过往具有机构佣金特色的中小券商带来业绩压力。我们预计 2023 年公募基金管理费收入下滑 58.6 亿元，净利润下滑 27.5 亿元，同比-3.9%/-5.9%。券商持股公募基金利润分配方面，我们预计 2023 年，权益公募基金管理费下滑对券商利润表的影响在 0-5.6% 区间，西南证券、长城证券、东北证券或受影响较大。从交易佣金方面看，天风证券、长江证券 2022 年交易单元席位租赁收入占营业收入比较高，业绩或面临降佣金压力。假设佣金降幅 20%，则我们预计对上市券商收入影响为 30.4 亿元，营收占比 0.6%。
- **风险提示**：若降费力度超预期，则或对基金行业管理费收入影响较大；海内外市场存在差异；测算具备主观性。

目录

一、公募基金规模增长带来管理费高增.....	5
二、海外经验表明基金综合费率下行首先冲击渠道费率.....	6
三、降费旨在更好服务人民财富管理需求，头部机构或受益.....	8
四、对券商行业和具体标的的影响测算.....	9
五、风险提示.....	11

表目录

表 1: 权益基金费率调降对基金管理费影响.....	6
表 2: 401 (K) 基金资产按管理费率分类 (%).....	8
表 3: 券商持股基金公司的利润变动影响.....	9
表 4: 2022 年上市券商单元席位租赁收入及占比.....	10

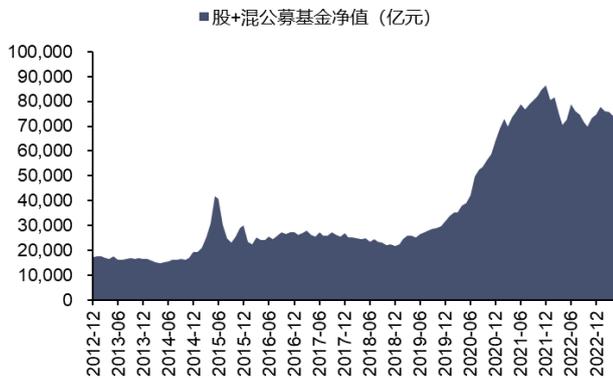
图目录

图 1: 权益公募基金净值.....	5
图 2: 管理费用及同比增长率.....	5
图 3: 权益公募基金管理费率.....	5
图 4: 美国共同基金管理费率.....	6
图 5: 股票基金综合费率下行主要受销售费率下行驱动.....	6
图 6: 美国 401 (K) 共同基金各类销售服务费下基金资产比例.....	7
图 7: 美国长期共同基金中无销售费免 12b-1 基金占比.....	7
图 8: 美国 401 (K) 计划中共同基金资产占比.....	7
图 9: 美国低费率股票型基金规模在同类中占比.....	7
图 10: 美国共同基金家庭投资者考虑因素统计.....	7
图 11: 权益基金算数平均超越基准年化收益率.....	8
图 12: 国内投资者投资公募基金时考虑的因素.....	8
图 13: 权益基金股票交易额及同比增长率.....	9
图 14: 总佣金及佣金率.....	9

一、公募基金规模增长带来管理费高增

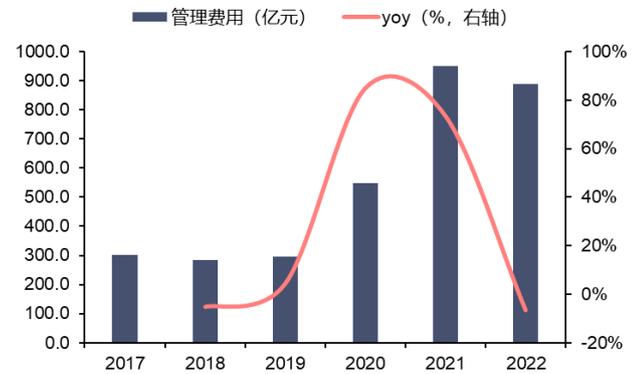
2020 年来，权益基金规模显著增长，带动基金行业管理费增加。财富管理长逻辑驱动下“股+混”基金规模明显增长，基金净值从 2019 年末的 3.19 万亿增长至 2022 年末的 7.48 万亿，三年 CAGR 为 32.9%，远超其长期平均增长水平。基金规模高增带动下，“股+混”基金管理费收入亦从 2019 年的 296.7 亿元增长至 2021 年的 951.4 亿元，两年增长 2.21 倍。

图 1：权益公募基金净值



资料来源: wind, 信达证券研发中心

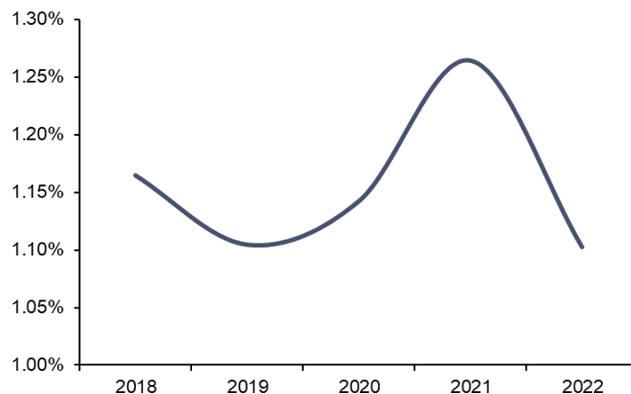
图 2：管理费用及同比增长率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

但 2022 年基金管理费率明显下降，低于近年平均。从股混基金管理费率水平来看，过去五年间，管理费率整体在 1.10%-1.30% 之间，平均值为 1.16%，基金市场下行影响下，截至 2022 年末，管理费率水平已至 1.10%，低于近年平均。

图 3：权益公募基金管理费率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公募基金费率改革将近，费率下调为核心关注点。据中国基金报报道，近日，证监会制定了公募基金费率改革方案，主要包括：1) 降低主动权益类基金费率水平。新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%；其余存量产品管理费率、托管费率将争取于 2023 年底前分别降至 1.2%、0.2%；2) 推出更多浮动费率产品，包括与基金规模挂钩、与业绩挂钩两类；3) 降低公募基金证券交易佣金率，拟逐步规范公募基金证券交易佣金费率，相关改革措施涉及修改相关法规，预计将于 2023 年底前完成；4) 规范基金销售环节收费，通过法规修改，统筹让利投资者和调动销售机构积极性，进一步规范公募基金销售环节收费。预计于 2024 年底前完成。5) 完善公募基金行业费率披露机制。另外，监管层还发布了公募基金行业费率改革的配套措施：包括大力引入中长期资金、支持基金公司拓宽收入来源、降低基金公司运营成本等。

以 2022 年基金管理费率水平估算，此次费率调降涉及全市场约 54.4% 的权益基金，我们预计对 2023 年权益类基金管理费收入影响约为 -6.6%。截至 2023 年 7 月，股票类/混合类基金

2096/4453 支，平均管理费率 0.80%/1.27%，其中 510/3054 只管理费率大于 1.2%，占比分别为 24.3%和 68.6%。简单以 2022 年管理费为基数估算，若后续主动权益类费率调降至 1.2%，则我们预计对 2023 年权益基金管理费影响为-6.6%。

表 1：权益基金费率调降对基金管理费影响

	基金支数	费率大于 1.2%基金支数占比	2022 年管理费 (亿元)	预计调降影响 (亿元)	对 2023 年权益基金管理费影响 (%)
股票类	2096	24.3%	192.0	-8.7	-4.5%
混合类	4453	68.6%	695.6	-49.9	-7.2%
合计	6549	54.4%	887.6	-58.6	-6.6%

注：统计日期为 7 月 9 日，“预计调降影响”假设降费政策于 7 月落地，2023 年影响剩余 5 个月的管理费收入

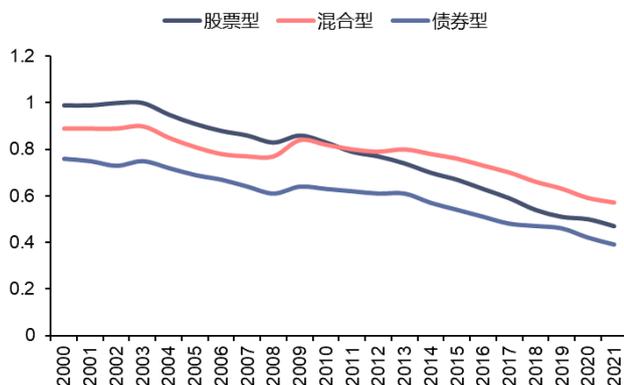
资料来源: wind, 信达证券研发中心

二、海外经验表明基金综合费率下行首先冲击渠道费率

与国内相似，美国共同基金费用及手续费主要包括管理费率（On-going expenses）和销售费率（Sales loads）。管理费包括投资组合管理、基金管理、每日基金会计及计价，基民服务和分销费用（12b-1）等，主要以基金资产的年度百分比计费。而销售费主要分为前端付费、赎回付费及随时间付费。

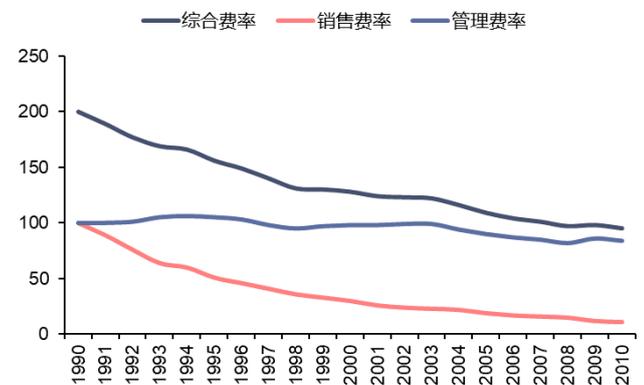
权益共同基金管理费率经历了长期温和下滑，而销售费率在降费过程中首先经历大幅调整。基金管理费方面，自 2000 年以来，按基金资产加权的股票型/混合型/债券型基金费率从 2000 年的 0.99%/0.89%/0.76%降至 2021 年的 0.47%/0.57%/0.39%，22 年间分别下滑了-53%/-36%/-49%。销售费率方面，从 1990 年至 2010 年，销售费率已从 100bps 大幅跌至 11bps，为降费过程中首先受到冲击的部分。

图 4：美国共同基金管理费率



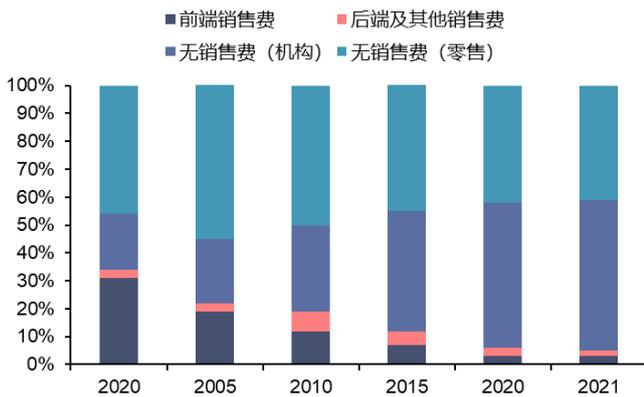
资料来源: ICI, 信达证券研发中心

图 5：股票基金综合费率下行主要受销售费率下行驱动

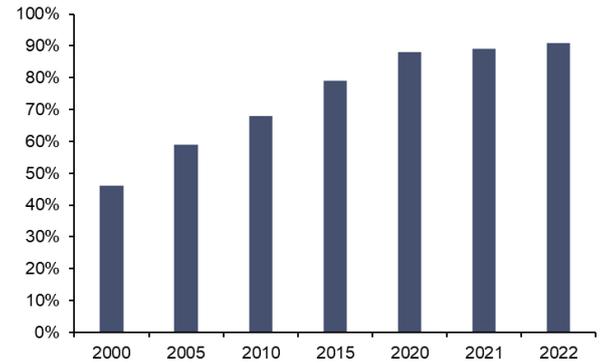


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

没有销售费用的免佣基金（No-load share classes）崛起是基金销售费率下行的重要影响因素。2000 年以来，无 12b-1 收费的免佣基金销售总额持续增长，2022 年占到长期共同基金销售总额的 91%。免佣基金的崛起主要有三点原因，一是“DIY”投资者选择通过折扣券商或直接向基金公司购买产品；二是基于费用补偿，免佣产品带动基金投顾成为财富管理的重要新模式，基金资产转向收取投顾费用的专业投顾和全能经纪平台。ICI 研究显示，截至 2021 年，有 80% 的基金投资人在购买基金时会求助投资顾问；三是 401 (K) 计划和其他退休账户也增加了免佣基金的规模，截至 2021 年，401 (K) 计划中 95% 的共同基金资产不收取销售服务费，从规模来看，共同基金逐渐成为 401 (K) 计划的主要投资资产，401 (K) 资产总计 8.0 万亿美元，其中 5.0 万亿为共同基金，占比超 62%，较 2000 年的 47.8% 明显提升。

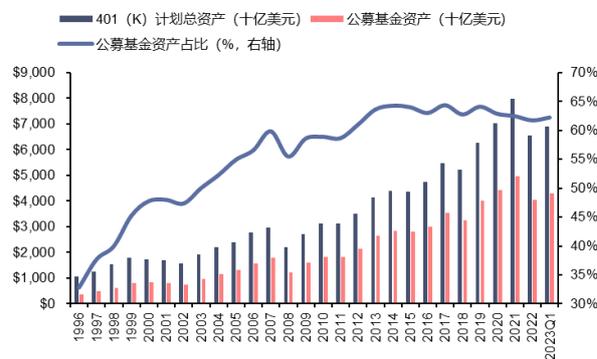
图 6：美国 401 (K) 共同基金各类销售服务费下基金资产比例


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

图 7：美国长期共同基金中无销售费免 12b-1 基金占比


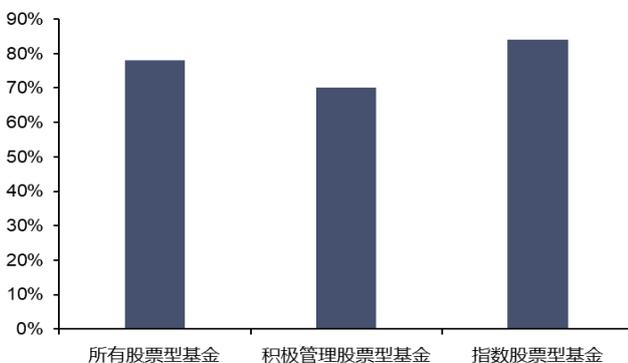
注: 长期共同基金包括股票、混合、债券共同基金

资料来源: ICI, 信达证券研发中心

图 8：美国 401 (K) 计划中共同基金资产占比


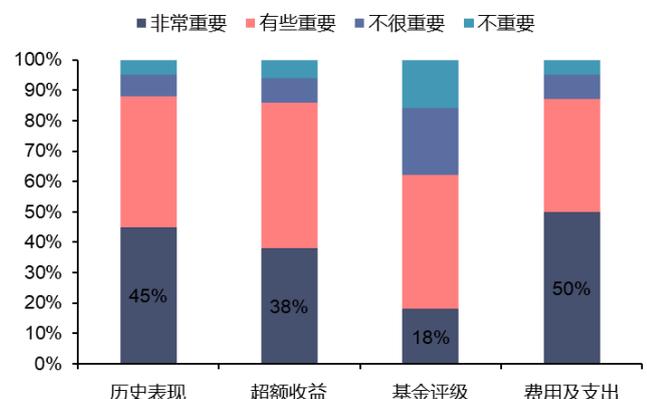
资料来源: ICI, 信达证券研发中心

随着机构化和市场有效性提升, 权益基金费率成为投资者投资决策的重点, 低费率基金收到青睐。2022 年, ICI 的投资者调查显示, 50% 家庭投资者认为基金佣金在投资决策中非常重要。以股票型基金为例, 基金净资产更集中于费率较低的基金产品。2021 年, 70% 和 84% 的积极管理权益基金和指数权益基金净值集中于最低的四分之一管理费率的产品。此外, 从 401 (K) 基金资产分类来看亦可发现, 权益类基金中约 60% 以上的基金资产集中于管理费率低于 0.5% 的产品。

图 9：2021 年美国低费率股票型基金规模在同类中占比


备注: 低费率指最低四分之一管理费率

资料来源: ICI, morningstar, 信达证券研发中心

图 10：2022 年美国共同基金家庭投资者考虑因素统计


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

表 2：2021 年 401 (K) 基金资产按管理费率分类 (%)

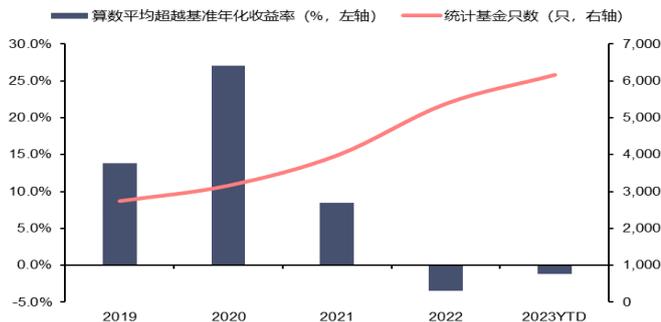
管理费率	< 0.50	0.50 to < 1.00	1.00 to < 1.50	≥1.50
总计	69	27	4	(*)
股票型共同基金	65	30	4	(*)
国内	67	30	3	(*)
海外	57	32	9	1
混合型共同基金	62	32	6	1
债券型共同基金	82	16	2	(*)
货币市场基金	100	(*)	0	0

资料来源: ICI, 信达证券研发中心

三、降费旨在更好服务人民财富管理需求，头部机构或受益

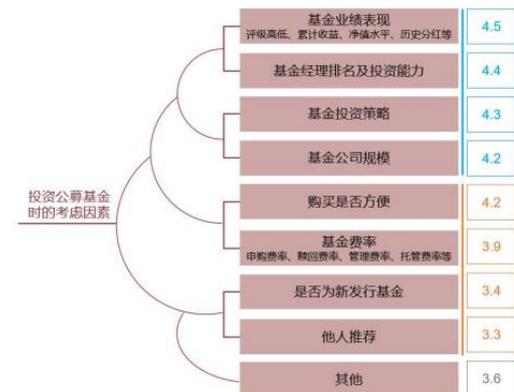
当前我国基金服务费中，渠道端费用占比较高，主要表现为申赎费用及较高的客户维护费，我们预计，降费首先使渠道端承压。以前端申购费率为例，多数位于 0.8-1.5% 区间，此外，2022 年权益公募基金收取的 887.5 亿元管理费中，客户维护费（即尾佣）为 295.0 亿元，占比 33.3%。管理费降低除将影响公募基金收入外，也将会影响渠道端的尾佣部分。

逻辑上看，在有效性较高、机构占比提升的市场中，获取超额收益将更加困难。当前国内权益市场主动投资优势仍存，研究价值仍可对行业费率提供支撑。同时，我国财富管理行业刚刚起步，长坡厚雪，管理费率并非影响投资决策的核心关键因素，降低基金费率旨在督促公募机构用长期业绩吸引投资者，避免短视过分重视渠道。在这个过程中，拥有更加出色投研体系和市场化能力的头部机构或将受益。

图 11：权益基金算数平均超越基准年化收益率


备注：2023 年数据截至 7 月 9 日

资料来源: wind, 信达证券研发中心

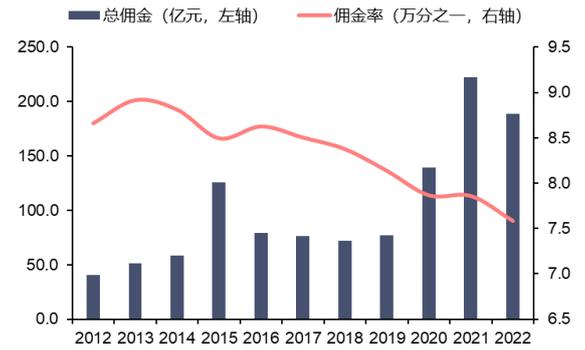
图 12：国内投资者投资公募基金时考虑的因素


资料来源: 基金业协会, 信达证券研发中心

除管理费外，交易佣金亦有下调预期和空间。以总佣金/权益基金股票成交额口径来看，历史上权益基金交易佣金较稳定，处于 7.5%-9.0% 区间，2012 年-2022 年平均值为 8.34%，截至 2022 年，权益公募基金佣金率为 7.58%，大幅高于行业经纪业务净佣金率万二点三左右的水平。

图 13: 权益基金股票交易额及同比增长率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 总佣金及佣金率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

费率下调或提升机构化水平，驱动权益市场长钱流入，加速财富管理业态转型。我们认为，权益基金降费的本质是优化基金投资环境和提升基民投资体验。费率下调短期或对公募基金管理费收入带来一定压力。长期来看，降费或将改善居民投资体验，并且我们预计利好 FOF、投顾组合类产品的收益提升，有望更好与个人养老金政策相呼应，提升公募基金养老产品的投资者参与度。此外，对标海外，作为收益补偿，买方投顾类服务有望兴起，加速财富管理业态转型。

四、对券商行业和具体标的的影响测算

我们预计，主动权益基金费率改革短期对券商行业主要影响包括一是管理费下降导致券商从旗下基金公司的利润分配减少，部分公募基金净利润贡献较大的券商公司业绩或承压；二是后续交易佣金或下降或对过往具有机构佣金特色的中小券商带来业绩压力。

我们预计 2023 年公募基金管理费收入下滑 58.6 亿元（同前文测算），净利润下滑 27.5 亿元，同比-3.9%/-5.9%。券商持股公募基金利润分配方面，我们预计 2023 年，权益公募基金管理费下滑对券商利润表的影响在 0-5.6% 区间，西南证券、长城证券、东北证券或受影响较大。

表 3: 券商持股基金公司的利润变动影响

券商	持股基金公司	估算基金净利润减少 (万元)	券商持股比例	券商净利润下滑 (万元)	券商 2022 净利润 (亿元)	估算 2023 净利润影响 (%)
财通证券	财通基金	571.0	40%	228.4	15.2	0.2%
第一创业	银华基金	3919.4	26%	1023.0	4.0	2.6%
东北证券	合计			980.4	2.3	4.3%
	东方基金	416.0	58%	239.6	2.3	1.0%
	银华基金	3919.4	19%	740.8	2.3	3.2%
东方证券	合计			3908.0	30.1	1.3%
	汇添富	10582.1	35%	3747.3	30.1	1.2%
	长城基金	910.3	18%	160.6	30.1	0.1%
东吴证券	东吴基金	57.7	70%	40.4	17.4	0.0%
东兴证券	东兴基金	11.4	100%	11.4	5.2	0.0%
方正证券	方正富邦	57.3	67%	38.2	21.5	0.0%
光大证券	合计			792.5	31.9	0.2%
	大成基金	2145.9	25%	536.5	31.9	0.2%
	光大保德信基金	465.5	55%	256.0	31.9	0.1%
广发证券	合计			9057.3	79.3	1.1%
	广发基金	10610.0	55%	5788.1	79.3	0.7%

	易方达	14432.5	23%	3269.2	79.3	0.4%
国海证券	国海富兰克林	1594.4	51%	813.1	2.5	3.3%
国金证券	国金基金	11.8	51%	6.0	12.0	0.0%
国联证券	中海基金	147.7	33%	49.3	7.7	0.1%
国泰君安	华安基金	5269.7	51%	2687.5	115.1	0.2%
国信证券	鹏华基金	3436.2	50%	1718.1	60.9	0.3%
国元证券	长盛基金	287.4	41%	117.8	17.3	0.1%
海通证券	合计			3549.5	65.5	0.5%
	富国基金	9375.2	28%	2604.0	65.5	0.4%
	海富通基金	1854.1	51%	945.6	65.5	0.1%
红塔证券	红塔红土基金	96.0	59%	56.9	0.4	1.5%
华安证券	华富基金	104.2	49%	51.1	11.8	0.0%
华龙证券	华商基金	731.2	46%	336.3	4.2	0.8%
华泰证券	合计			3254.2	110.5	0.3%
	华泰柏瑞	1421.3	49%	696.4	110.5	0.1%
	南方基金	6214.3	41%	2557.8	110.5	0.2%
南京证券	富安达	249.6	49%	122.3	6.5	0.2%
申万宏源	合计			2983.5	27.9	1.1%
	富国基金	9375.2	28%	2604.0	27.9	0.9%
	申万菱信	566.4	67%	379.5	27.9	0.1%
首创证券	中邮创业基金	407.0	46%	188.7	5.5	0.3%
西部证券	西部利得基金	155.0	51%	79.1	4.3	0.2%
西南证券	银华基金	3919.4	44%	1728.5	3.1	5.6%
信达证券	信达澳亚基金	1664.6	54%	898.9	12.3	0.7%
兴业证券	合计			5025.7	26.4	1.9%
	南方基金	6214.3	9%	568.6	26.4	0.2%
	兴证全球	8739.5	51%	4457.1	26.4	1.7%
长城证券	合计			4614.3	9.0	5.1%
	景顺长城	8542.7	49%	4185.9	9.0	4.7%
	长城基金	910.3	47%	428.4	9.0	0.5%
长江证券	长信基金	735.9	45%	327.9	15.1	0.2%
招商证券	合计			4499.2	80.7	0.6%
	博时基金	5421.1	49%	2656.3	80.7	0.3%
	招商基金	4095.3	45%	1842.9	80.7	0.2%
浙商证券	浙商基金	233.2	25%	58.3	16.5	0.0%
中金公司	中金基金	24.8	100%	24.8	76.0	0.0%
中泰证券	万家基金	1376.0	60%	825.6	5.9	1.4%
中信证券	华夏基金	8602.0	62%	5350.5	213.2	0.3%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

而从交易佣金方面看, 天风证券、长江证券 2022 年交易单元席位租赁收入占营业收入比较高, 业绩或面临降佣金压力。假设佣金降幅 20%, 则我们预计对上市券商收入影响为 30.4 亿元, 营收占比 0.6%。

表 4: 2022 年上市券商单元席位租赁收入及占比

排序	券商	交易单元席位 租赁净收入 (亿元)	营业收入 (亿元)	占比 (%)	排序	券商	交易单元席位 租赁净收入 (亿元)	营业收入 (亿元)	占比 (%)
1	天风证券	6.5	17.2	38.0%	22	广发证券	9.8	251.3	3.9%
2	长江证券	11.0	63.7	17.3%	23	长城证券	1.1	31.3	3.6%
3	华西证券	3.3	33.8	9.9%	24	海通证券	8.8	259.5	3.4%

4	信达证券	2.9	34.4	8.5%	25	国联证券	0.8	26.2	3.1%
5	兴业证券	7.8	106.6	7.4%	26	东兴证券	1.0	34.3	2.9%
6	西南证券	1.3	17.9	7.4%	27	第一创业	0.7	26.1	2.8%
7	东北证券	3.2	50.8	6.2%	28	华安证券	0.9	31.6	2.7%
8	中泰证券	5.1	93.2	5.5%	29	浙商证券	4.5	168.1	2.7%
9	国金证券	3.1	57.3	5.5%	30	国泰君安	9.3	354.7	2.6%
10	国海证券	1.9	36.2	5.2%	31	华泰证券	8.2	320.3	2.6%
11	东吴证券	5.5	104.9	5.2%	32	国信证券	3.6	158.8	2.3%
12	光大证券	5.4	107.8	5.0%	33	中信证券	12.9	651.1	2.0%
13	方正证券	3.8	77.8	4.9%	34	财通证券	0.7	48.3	1.3%
14	西部证券	2.6	53.1	4.9%	35	华林证券	0.2	14.0	1.2%
15	招商证券	9.3	192.2	4.8%	36	国元证券	0.5	53.4	1.0%
16	中信建投	13.3	275.7	4.8%	37	中国银河	2.9	336.4	0.9%
17	申万宏源	8.9	206.1	4.3%	38	山西证券	0.03	41.6	0.7%
18	中金公司	10.9	260.9	4.2%	39	南京证券	0.03	20.1	0.2%
19	中银证券	1.2	29.6	4.2%	40	财达证券	0.01	16.4	0.2%
20	太平洋	0.5	11.7	4.0%	41	红塔证券	0.0002	8.4	0.1%
21	东方证券	7.4	187.3	4.0%	42	中原证券	0.03	18.8	0.001%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

五、风险提示

- 1、若降费力度超预期，则或对基金行业管理费收入影响较大。若后续降费政策超预期，则或对当前基金、证券行业业绩产生不利影响。
- 2、海内外市场存在差异。由于海内外市场存在差异，海外的基金费率演变经验并不一定会在国内未来被复制。
- 2、测算具备主观性。本文对市场管理费、对券商行业的影响测算具有一定主观性。

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。



机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。