



宏观研究

# 【粤开宏观】活跃资本市场：既要稳定当前，更要长期制度变革

2023年08月28日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001  
电话：15810120201

## 近期报告

《【粤开宏观】财政收入恢复性增长的背后——上半年财政形势分析与展望》  
2023-07-30

《【粤开宏观】防范化解债务风险：当前形势与14条应对举措》2023-08-01

《【粤开宏观】7月PPI同比企稳回升，预计2024年下半年回正》2023-08-09

《【粤开宏观】从疫后经济恢复全局理解当前经济下行压力》2023-08-15

《【粤开宏观】化债可能路径的利弊和可行性分析——从过去两轮化债看未来》  
2023-08-21

## 摘要

7月中央政治局会议对资本市场工作作出重要部署，明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，体现了党中央对资本市场的高度重视和殷切期望。8月18日，证监会响应政策号召，推出“一揽子”政策措施。8月27日，财政部、税务总局宣布证券交易印花税减半征收。本文主要阐释“活跃资本市场”的意义，探讨当前资本市场存在的问题，在结合证监会各项措施基础上，提出更长远的政策发力方向。核心观点如下：

**第一**，“活跃资本市场”短期内旨在扭转预期，避免弱预期在资本市场自我强化，进而对现实产生不利影响；长期看，“活跃资本市场”与促消费、稳投资、强产业等政策互为一体，不仅能加速经济结构转型，促进企业创新发展，还将成为居民财富保值增值的“蓄水池”。

**第二**，我国资本市场的核心问题在于上市公司缺乏吸引力，无法为投资者带来稳定的长期回报，主要是一级市场上上市公司质量不高、二级市场上分红机制不健全所致。此外，投资端长期资金持股比例低、权益基金发展迟滞，交易端基础制度“老化”，也是掣肘资本市场发展速度的原因，导致我国资本市场始终难以形成“慢牛、长牛”的良性格局。

**第三**，立足当下，证监会以及其他部委已落地多项举措，将对短期内稳定市场产生一定积极作用。交易端，降低各项交易成本。包括：调降结算备付金缴纳比例、证券交易经手费，证券公司佣金费率；印花税减半征收；降低融资融券保证金比例等。融资端，优化IPO、再融资，减缓对市场的“抽水”效应。一级市场上，阶段性收紧IPO节奏，限制破发、破净企业再融资规模，呵护房地产企业再融资。二级市场上，规范减持行为，不分红、分红比例低的企业，大股东不允许减持。投资端，召开机构投资者座谈会，引导养老金、保险资金和银行理财资金等中长期资金加快发展权益投资。

**第四**，着眼长远，资本市场一朝一夕的活跃不能完全满足经济发展需要、投资者殷切期盼和监管初心，更重要是完善基础制度，坚持市场化改革，久久为功，促进资本市场长久繁荣。具体看，“活跃资本市场”的核心任务是提高上市公司吸引力，关键举措是引入长期资金，基础功课是优化交易制度环境。围绕上述三个层面，未来的改革方向有：鼓励科创企业上市，提供更多优质标的；加大退市力度，引导地方政府认识、顺应退市趋势，提供支持；借鉴美国“累计利润税制度”调整优化现行的分红机制，完善股利税收政策等；进一步优化交易制度，完善个人价格对冲工具，保证个人投资者工具和地位



的公平。

**风险提示：**政策落地不及预期、海外市场大幅波动



## 目 录

|  |   |
|--|---|
| 一、“活跃资本市场”的意义.....   | 4 |
| （一）短期内，“活跃资本市场”能够扭转预期，避免形成悲观预期和市场下跌的负反馈螺旋，进而对现实产生不利影响。.....  | 4 |
| （二）长期看，“活跃资本市场”不仅能加速经济结构转型，促进企业创新发展，还将成为居民财富保值增值的“蓄水池”。..... | 4 |
| 二、资本市场现存的问题.....   | 4 |
| （一）我国资本市场的核心问题在于上市公司吸引力不足，投资者缺乏稳定的长期回报。.....                 | 4 |
| （二）投资端发展滞后，拖慢了资本市场走向长期活跃的步伐。.....                            | 5 |
| （三）交易制度等基础制度“老化”，弱化了市场信号传导与价格形成功能，降低了市场运行效率.....             | 5 |
| 三、“活跃资本市场”的建议举措.....   | 6 |
| （一）提高上市公司吸引力是“活跃资本市场”的核心任务.....                              | 6 |
| （二）引入长期资金是“活跃资本市场”的关键举措.....                                 | 7 |
| （三）优化制度环境是“活跃资本市场”的基础功课.....                                 | 8 |



## 一、“活跃资本市场”的意义

### （一）短期内，“活跃资本市场”能够扭转预期，避免形成悲观预期和市场下跌的负反馈螺旋，进而对现实产生不利影响。

当前我国面临弱现实与弱预期相互交织、不断强化的挑战。二季度 GDP 两年平均增速为 3.3%，较一季度的 4.6% 大幅回落。7 月经济再度下探，房地产和出口仍是主要拖累，1-7 月商品房销售面积、销售额同比增速进一步下滑至 -6.5% 和 -1.5%，出口延续两位数负增长。与此同时，居民商品消费低迷，通过提前还贷降低杠杆；企业库存去化持续演绎，投资扩产意愿低迷。这都是微观主体预期偏弱、信心不振的表现。

资本市场是形成预期、交易预期的“场所”，资产价格尤其是股票价格是反映预期最直观的载体。我国的股票市场拥有 2.2 亿投资者，规模庞大，上证指数波动对预期的影响，远比规模以上工业增加值、PMI 这些相对专业的经济指标，来得更直观。

然而，当前股市整体表现低迷，交易热度明显下滑，悲观预期有在资本市场不断发酵、自我强化的迹象。6 月、7 月的日均成交额较去年同期分别下降 15.7% 和 17.2%。正是在这样的背景下，政治局会议提出“活跃资本市场”要求，短期目的就在于快速扭转预期，改善预期。

### （二）长期看，“活跃资本市场”不仅能加速经济结构转型，促进企业创新发展，还将成为居民财富保值增值的“蓄水池”。

对经济发展而言，活跃的资本市场有利于畅通国民经济循环，与投资、消费、产业政策等密不可分。尤其在房地产下行、新兴产业体量仍未能接续传统行业的当下，资本市场能够以分散决策、风险自担的方式推动储蓄向新兴产业集聚。加速壮大新兴产业的同时，促进传统产业转型升级，进而形成更高效率、更高质量的投入产出关系。

对企业部门而言，活跃的资本市场，不仅可以在短期内调动企业投资的积极性，稳定投资需求；更能在提供融资支持、完善公司治理、便利股权激励等方面发挥长期效果，进而激发企业创新活力。

对居民部门而言，活跃的资本市场有助于满足居民多元化投资需求，提高居民财产性收入，间接发挥促消费、扩内需的作用。尤其是疫情之后，居民资产负债表修复缓慢，对于资本市场发挥财富管理功能的需求更为迫切。同时，在资管新规过渡期结束、个人养老金制度落地等大背景下，居民也需要更多投资理财渠道来保证财富保值增值。

## 二、资本市场现存的问题

### （一）我国资本市场的核心问题在于上市公司吸引力不足，投资者缺乏稳定的长期回报。

长期以来，由于上市公司缺乏稳定的长期吸引力，导致概念炒作盛行，投资者行为短期化，市场“急涨急跌”的特征明显，难以形成真正的“慢牛”格局，进一步加剧长期回报的不确定性。

一级市场上，上市公司整体质量不高导致吸引力不足。注册制改革实施前，由于缺乏市场化的审核机制、灵活多样的上市标准，阿里、腾讯等大批科技创新型企业被国内



市场“拒之门外”，流入境外市场，进而导致国内投资者难以分享这些企业爆发增长时期的红利。注册制改革后，大批科创企业涌入，但由于退市制度执行力度较弱，市场优胜劣汰的功能未得以充分发挥，投资标的良莠不齐。

**二级市场上，分红、回购机制不健全、分红率普遍较低导致吸引力不足。**常态化的现金分红制度，不仅是回馈股东的方式，也是企业优化资本结构的手段，有助于提高投资者的持股回报和信心。此外，回购也是现金分红的一种形式，2022年施行的《上市公司股份回购规则》规定，上市公司以现金为对价，采用要约方式、集中竞价方式回购股份的，视同上市公司现金分红。海外经验表明，美国股市长期“慢牛”的格局，得益于成熟的分红和回购机制。美股咨询机构Pavilion Global Markets曾对2011-2021年标普500指数的总回报（涨幅）做了拆分，47%的回报是由回购和分红贡献的，利润和市盈率上涨贡献了剩下的53%。反观我国，上市公司分红的持续性、稳定性与境外成熟市场仍有差距。2012至2022年间，存续的A股上市公司中，每年保持分红的公司占比不足30%，低于日本（约60%）、美国（约40%）的平均水平。

## （二）投资端发展滞后，拖慢了资本市场走向长期活跃的步伐。

引入长期资金会使市场运行更趋理性平稳，对于实现财富稳健增长、促进市场长期活跃具有重要的意义。然而，我国市场长期资金整体偏少，作用没有充分发挥。根据证监会口径，我国中长期资金持股占比不足6%，远低于境外成熟市场普遍超过20%的水平。究其原因，主要是制度不完善、工具不丰富所致。

**一是制度不完善。**一方面，长期资金的投资比例、投资范围存在诸多限制。例如，目前基本养老金对权益资产的投资比例不得高于资产净值的30%。另一方面，长期资金管理人的考核与激励不对称，考核短期化导致投资短期化，没有发挥出市场“稳定器”的作用。

**二是工具不丰富。**长期资金往往事关民生福祉，需要保证稳健的收益。然而，目前市场上缺乏丰富的场内外金融衍生工具，导致没有合适的风险对冲手段，限制了长期资金入市意愿。

## （三）交易制度等基础制度“老化”，弱化了市场信号传导与价格形成功能，降低了市场运行效率

活跃的市场离不开完善的制度环境，尤其是高效的交易制度，是保证投资价值实现的基础。市场的投资属性最终需要通过交易来实现。投资价值能够实现，是建立在价格能够正确反映价值的基础上，即价格发现的过程，而价格发现需要在交易中完成。提供良好的交易制度环境，能够提高价格发现效率，为投资者进出市场提供便利；而缺乏高效的、市场化的、科学的交易机制，会造成买卖价差过大、订单深度不足、价格波动加剧，投资收益将“大打折扣”。可以说，良好的交易制度环境是资本市场的“基础设施”。

然而目前部分交易制度逐步“老化”，不能顺应注册制带来的市场化改革趋势，阻滞了价格发现效率，影响资本市场发展速度。我国资本市场起步较晚，出于保护投资者的初衷，基础制度中包含诸多“行政性限制”，例如T+1制度、涨跌幅限制、申报价格限制、申报数量限制等。然而随着注册制深入实施、市场工具日渐丰富、开放程度越来越大，部分交易制度已不能完全适应当前的发展趋势，减缓了信息流速、降低了交易透明度及定价效率。例如，在T+1制度下，投资者一旦买入股票，则无法在日内确定收益或及时止损，这就导致在面临突发事件或决策失误时，投资者只能被动等待，直到次日方能操作。这种“当日抛盘不足、次日情绪集中释放”的模式，会导致价格出现超调，出现恐



慌性抛售，严重扭曲市场定价功能。此外，股票现货市场的 T+1 制度，与股指期货、ETF 等市场的 T+0 制度严重割裂。而个人投资者，尤其是中小投资者，由于难以满足衍生品准入门槛且经验不足，无法使用相应的工具。这就导致个人投资者相较机构投资者的劣势进一步凸显，机构投资者面临现货市场下跌时，可用衍生品实现对冲，甚至获益，而个人投资者只能被动接受损失，一定程度上有损市场公平性原则。

### 三、“活跃资本市场”的建议举措

#### （一）提高上市公司吸引力是“活跃资本市场”的核心任务

**1. 鼓励优质科创企业上市，加大退市力度，提高上市公司整体质量，进而增强市场吸引力。**上市公司质量的提高，有两个关键前提。首先，要容许足够多的潜在优质企业进入市场，从增量角度改善投资标的供给，提升上市公司整体质量；其次，要通过优胜劣汰的市场机制，出清已丧失持续经营能力的空壳公司、绩差公司，保证存量上市公司的质量逐步提高。目前，出于对当前时点客观环境的考虑，证监会已明确：**阶段性收紧 IPO 节奏，并且对金融业和大市值公司的再融资、以及部分破发、破净、亏损和高杠杆的再融资进行限制。**此举将对资金面改善起到一定作用，有利于短期内稳定市场情绪。但更长期看，保持科技企业上市步伐基础上，加大退市力度，才是提高上市公司质量的根本，才能发挥市场“去芜存菁”的作用。

一是为科创企业上市提供便利，与时俱进、持续完善科创属性的界定。建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资的“绿色通道”。加大各地股权交易平台和北交所、科创板等市场板块的对接，加强各地股权交易平台“专精特新”专板的建设。

二是完善科创企业发行融资制度。建立科创板、创业板储架发行制度。同时完善科创板、创业板、北交所的“存量发售”制度。目前科创板的询价转让和配售减持制度都属于“存量发售”制度，与受限股份解禁后的二级市场减持不同，“存量发售”涉及的是发行环节，是原股东通过一级市场发行程序进行减持股票的手段。“存量发售”制度可以提高股权分散的速度，增加存量股票转让效率；同时丰富机构退出渠道，缩短其投资回收期，增加市场吸引力。未来需要借鉴科创板实践经验，进一步在创业板、北交所推进“存量发售”制度。

三是加大退市力度，此举最为重要。不仅要进一步完善退市制度，更要理顺地方政府和上市公司的关系，引导地方政府顺应退市趋势。过去由于企业上市难度较大，壳价值高，上市公司平台被地方政府高度重视，并用作政绩宣传、招商引资等。若地方企业面临退市，地方政府出于“保壳”、维护政绩、地方保护、稳就业等多种原因或形成退市阻力，与监管层存在“A 股退市博弈”。然而全面注册制背景下，企业上市难度降低，壳价值大幅下降。加上近年来地方政府财力困难，“钱需用在刀刃上”，将有限资金低效地用于维持问题企业上市状态不利于区域经济长期发展。因此从成本收益角度看，地方政府不应过多干预退市，应当加速顺应退市趋势，倒逼本地产业结构加速转型。此外，还应加大地方股权交易平台的建设力度，搭建好地方股权交易平台承接全国股转系统（新三板）退市企业的渠道，与证监会、交易所加强协同，共同处理好企业退市过程中投资者保护问题。

**2. 强化分红导向，优化分红、回购制度，提高市场长期吸引力。**同样是 10% 的回报率，“2% 红利和 8% 资本利得”的模式与“8% 红利和 2% 资本利得”的模式差距显著。前者由于缺乏稳定的分红回报，使得投资者行为更加短期化；而后者会在很大程度上鼓励投资者长期持有，有助于孕育价值投资的土壤，提高市场长期吸引力，促成市场长期活跃的良好局面。因此应当进一步完善分红、回购制度，从以下方面持续发力：



一是调整优化现有分红机制。我国现行的分红机制，采取现金分红与再融资挂钩的模式，最近三年没有进行现金分红的公司，禁止发行新股、可转债等。然而这种制度框架下，仍难让“铁公鸡”型的上市公司加大分红力度，同时迫使不宜分红的成长型公司，为了融资需求进行派现，出现“边分红边融资”的怪象。未来，或可借鉴美国的“累积利润税制度”调整现行的分红机制。美国“累积利润税制度”是指，如无充分理由（豁免条款），当上市公司累积留存收益大于 25 万美元时，公司将被征收重税。通过加大留存收益的成本，推动上市公司持续、稳定地分红。此外，还应优化股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购。

二是完善股利税收政策。我国目前尚未开征资本利得税，同时股利采取差别化税率。持有股票超过 1 年得到的红利，免征收个人所得税；持股 1 个月以内所得红利的税负为 20%；介于 1 个月到 1 年之间的，税负为 10%。未来，或应调整资本利得税和股利税之间的差距，同时进一步提高长线投资的节税优势，并鼓励投资者将所得红利再投入到市场（提供税收优惠等）。

三是加强对低分红公司的约束。目前证监会已提出“最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。”这是一个良好的开端，未来应进一步强化相应约束。对于取消现金分红、变更分红数额等问题，加强信息披露的要求，切实保护中小投资者的知情权。此外，增强中小投资者对分红决策的参与度和影响力。

## （二）引入长期资金是“活跃资本市场”的关键举措

1. 打通长期资金入市的制度“堵点”。一方面，未来应进一步支持社保、年金等扩大投资范围，将指数基金等权益类产品纳入投资选择范围，容许长期资金参与市场非公开发行等，逐步提高长期资金权益类资产的配置比重。另一方面，应推动建立长期资金三年以上的长周期考核机制，优化税收、会计核算等配套制度，提升长期资金投资行为的稳定性。

2. 增加多元化的风险管理工具。目前，证监会“一揽子”举措已明确，要推出深证 100 股指期货期权、中证 1000ETF 期权等系列金融期货期权品种。未来或将推出更多场内衍生工具，包括个股期权等，优化市场做空机制。同时，应逐步放宽机构投资者使用衍生品的限制，允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险。

3. 大力发展权益类基金。无论社保、养老金等长期稳定的机构投资者，还是个人投资者，在进行长期化指数投资或其他投资组合策略时，都绕不开基金类产品。这就需要大力发展权益类基金，推动公募基金行业高质量发展：

一是要加大产品供给，尤其需要提高指数基金开发效率。被动型的指数基金往往与价值投资、逆势投资密切相关，投资被动型指数基金往往能带来长期稳定的回报，受到境外投资者广泛青睐。然而目前我国相关产品占比较低，ETF 基金规模占比仅为 7%。因此未来需要放宽指数基金注册条件，鼓励基金管理人加大相应的产品创新力度。

二是要持续优化公募基金费率模式，降低行业综合费率水平。包括增加浮动费率产品的数量，降低主动权益类基金的费率水平，规范公募基金销售环节的收费标准等。此外，还应该建立“逆周期布局激励约束机制”，促进基金管理人在市场高位时期衡量产品发行节奏而在偏低迷时期逆势布局，起到平抑市场波动的作用。



### （三）优化制度环境是“活跃资本市场”的基础功课

除了降低佣金、印花税等交易费率外，未来还需要在交易机制设计、制度搭建上发力：

1. **延长交易时间。若不考虑盘前集合竞价、盘后大宗交易的时长，目前 A 股的交易时长仅为 4 个小时，较其他成熟资本市场相对较短。**这在一定程度上削弱了 A 股的定价效率，尤其对于中小投资者而言，由于交易工具和能力的欠缺，在面对海外市场带来的隔夜风险时更容易遭受损失。本次证监会“一揽子”举措也提到了延长交易时间的计划，我们预计未来交易时间或先与港股同步，早市 9:30-12:00，午市 13:00-16:00，交易总时长达到 5.5 小时，并与欧洲市场产生时间交集。这将对提高成交、活跃人气产生积极影响。

2. **进一步完善做市商制度，优化激励补偿机制。**目前国内的国债期货、各类指数期权、ETF、科创板股票、北交所股票都引入了做市商报价机制。但整体看，对于做市商激励手段比较单一，均是以交易所交易费用为“池子”，通过返费的模式，补偿激励优秀的做市商。未来，为了更好地适应注册制下流动性分层的客观规律，激励做市商为低流动性券种提供双向报价、维持价差等义务，需要采取更多元化的补偿激励手段。例如，在返费机制下补充定期的奖励金。又如，针对 ETF 产品，参考东京证券交易所采用的“赞助做市商计划”，引入基金管理方作为激励支付方。全球范围内大部分做市商激励都由交易所提供，而“赞助做市商计划”由交易所和基金公司共同提供。该计划下，基金公司根据每个 ETF 设立奖励，上报交易所，交易所筛选后将激励方案通知做市商，若做市商完成相应的报价义务，将会获得来自交易所以及基金公司共同支付的奖励。奖励金采取固定数额按月发放，只奖励表现最佳的前两个做市商。

3. **等待时机成熟，逐步研究推出符合我国市场特色的 T+0 制度。**目前，证监会已明确提出，“现阶段实行 T+0 交易的时机不成熟”。但作为一项境外股票市场通行的交易制度，T+0 制度有其优越性，不仅可以提升市场流动性，还能促进多空制衡，丰富投资者、尤其中小投资者风险管理手段，彰显市场公平性。因此 T+0 仍是重要的制度储备，需充分论证逐步实施。

**T+0 制度并非没有约束的无限次回转过夜交易。**T+0 的正式称法是日内回转交易，指投资者当日买入证券后在当日卖出，或当日卖出证券后在当日买回平仓的行为。境外经验看，T+0 制度往往对交易金额、交易频次、交易标的、投资者门槛具有约束。例如，美国的日内回转交易仅对信用账户开放，要求净值不少于 2000 美元，且在 5 个交易日日内仅有 3 次日内回转交易的机会，还具有初始保证金比例（50%以上）、维持保证金比例（25%以上）的要求。若 5 个交易日内回转交易次数达到 4 次及以上，或占总交易次数的 6%，则会面临特别监管措施，包括最低净值达到 25000 美元、交易额限制等等。

**我们认为 T+0 制度的推进宜“小步慢走”，先从全额保证金制度下的单次日内回转交易开启，优先在投资者门槛较高的科创板、北交所试点。**一方面，A 股经纪业务实行的是全额保证金制度，即在买入证券之前须全额存入资金。在这一制度基础上实施先买后卖的日内回转交易，并不会发生超出其账户自有权益的损失，更不会引发系统性市场风险。另一方面，单次日内回转并不会让一笔资金在一天内无限制地使用，无法达到放大交易、引诱散户跟风的目的，进而使得市场操纵风险整体可控。同时，若允许进行日内回转交易，由于当日买入的投资者当日可以卖出，也会增加卖方向的市场深度，使得市场操纵者拉抬股价的难度上升。





## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)