


2024 年 04 月 22 日
证券 II

SDIC

 **行业动态分析**

证券研究报告

公募降佣新规出台，卖方行业迎变革

事件：

2024 年 4 月 19 日，证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，自 2024 年 7 月 1 日起正式实施。

重点关注：

1) 时间节点：落实新“国九条”部署，标志费改第二阶段落地。

- 从新规发布节点来看，紧随“1+N”政策步调。2024 年 3 月 15 日印发的《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》指出，要“扎实推进公募基金行业费率改革，稳步降低公募基金行业综合费率水平”；2024 年 4 月 7 日印发的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》指出，要“稳步降低公募基金行业综合费率”。此次新规发布，体现深入贯彻落实新“国九条”，推动“1+N”政策体系更趋完善。
- 从新规起草施行来看，正式稿出台历时 4 个月，留有 2 个月窗口期。2023 年 12 月 8 日，证监会就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》公开征求意见。如今正式稿文件出台，相距约 4 个月。而从落地施行来看，新规定于 2024 年 7 月 1 日起施行，为基金公司及券商留有约 2 个月的业务调整过渡窗口期。
- 从公募费改进程来看，对应第二阶段全面实施。2023 年 7 月，证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，按照“管理人—证券公司—销售机构”路径，分三个阶段稳步降低公募行业综合费率。第一阶段，有序降低主动权益类产品的管理费率、托管费率，已于 2023 年 10 月底前完成。第二阶段，降低交易佣金费率，加强交易行为监管。其中，关于强化费率相关信息披露的改革举措已全部落地，降低费率和加强佣金分配行为监管方面则主要通过本次《规定》来实现。第三阶段，规范基金销售环节收费及推动其他配套改革落地，相关改革措施预计将于 2024 年底前推出。

2) 内容要点：《规定》共十九条，内容分为调降基金股票交易佣金费率，降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限，全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求，明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求共四个方面。我们认为，重点关注内容包括：

- 降低交易佣金费率。被动股票型基金的股票交易佣金费率不得超过平均股票交易佣金费率，不得通过交易佣金支付研究服务、流动性服务等其他费用；其他类型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过平均股票交易佣金费率的两倍，且不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用。
- 降低佣金分配比例上限。对权益类基金管理规模不足 10 亿元的管理人，维持佣金分配比例上限 30%；对权益类基金管理规模超过 10 亿元的管理人，将佣金分配比例上限由 30%调降至 15%。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.8	-10.3	2.2
绝对收益	-7.8	-2.0	-11.9

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

哈滢

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123060044

haying@essence.com.cn

相关报告

强监管防风险，“1+N”政策体系促高质量发展	2024-04-14
监管政策重磅出台，严监管提升质量	2024-03-18
第二轮公募费改开启，行业变革回归本源	2023-12-11
印花税减半多箭齐发，提振信心券商当先	2023-08-28
政策“组合拳”提振信心，龙头券商受益显著	2023-08-21

- **禁止转移支付。**基金管理人不得使用交易佣金向第三方转移支付费用，包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。
- **鼓励券结模式。**券结基金不受单一券商佣金分配比例上限的规定影响，新增租用席位应当自第二年开始满足佣金分配比例规定。
- **严禁利益互换。**基金公司不得以任何形式与证券公司利用交易佣金进行利益交换。

3) 正式稿与征求意见稿对比：整体变化不大，严格规范费用管理。

- 相较于征求意见稿，本次新规由 16 条扩充至 19 条，新增部分条文、删改部分表述（详见对比可参见文末附表），整体内容变化相对不大。我们认为，二者的差异主要体现出监管对前期意见稿未尽事宜的完善补充，尤其在于：堵上存续基金转券结以逃避分配比例上限的漏洞，禁止 ETF 佣金支付做市费用，明确货币经纪服务费用不得从基金资产中列支，强调重视券商合规风控能力，将合规管理及合规性审查的责任主体提升至高管层面。

目 影响分析：

总的来看，本次新规优化完善交易佣金分配制度，进一步强化对公募基金证券交易佣金分配行为的监管，推动行业持续健康规范发展。

- **交易佣金费率及佣金分配上限的调整，对券商分仓佣金收入影响较大，但对券商整体营收影响相对较小。**基于 2023 年数据，我们测算得到，市场整体佣金费率水平约为 0.021%，而公募佣金费率则约为 0.073%。我们预计，新规正式落地后，一方面将大幅压降公募佣金费率水平，冲击券商分仓佣金收入，但相较于券商整体营收体量而言影响幅度较小；另一方面将重塑佣金分配格局，使得部分佣金从控股股东、参股股东方券商分流至其他同业券商，降低分仓佣金集中度。
- **鼓励券结模式，将推动券结业务的开展，尤其是中小基金公司。**考虑到券结模式不受佣金分配比例规定的限制，我们预计券商及基金公司双方将更具协作发展券结业务的动力；尤其是中小基金公司可能更为积极推进，以实现与券商之间的深度绑定。
- **禁止转移支付、严禁利益互换，将促进形成良好的行业发展生态。**我们认为，新规明确禁止佣金换软佣等行为，将引导行业回归投研本源、加强投研能力建设，未来券商研究能力的强弱将与佣金的高低更为紧密挂钩。

目 投资建议：

我们认为，此次新规将变革券商机构业务服务模式，降费降佣、费用透明化、整治乱象等规定将助推行业回归本源，倒逼券商服务转型升级。标的方面，我们建议关注：龙头券商【中信证券】、【中金公司】、【华泰证券】等。

目 风险提示：宏观经济波动、监管政策变化、测算偏差等。

表：公募佣金新规正式稿与征求意见稿对比

关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定 (征求意见稿)	公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定	主要差异对比分析
<p>第一条 为进一步加强公开募集证券投资基金（以下简称基金）证券交易管理，规范基金管理人证券交易佣金及分配管理，保护基金份额持有人合法权益，提升证券公司机构投资者服务能力，根据《证券投资基金法》《证券法》及其他有关法律、行政法规、中国证监会的规定，制定本规定。</p>	<p>第一条 为进一步加强公开募集证券投资基金（以下简称基金）证券交易费用管理，规范基金管理人证券交易佣金及分配管理，保护基金份额持有人合法权益，提升证券公司机构投资者服务能力，根据《证券投资基金法》《证券法》等法律、行政法规和中国证监会的规定，制定本规定。</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 新增 “费用”一词，明确强调“证券交易费用”这一管理对象。
<p>第二条 基金管理人应当根据自身合规风控能力、信息系统建设、产品管理规模等情况，合理选择证券交易模式，降低交易成本。</p> <p>基金管理人应当建立健全提供证券交易、证券研究报告服务（以下简称研究服务）的证券公司选择机制，选择财务状况良好，经营行为规范，交易能力、研究实力较强的证券公司参与证券交易。</p> <p>基金管理人参与证券交易的模式包括委托证券公司办理（以下简称券商交易模式）、向证券公司租用交易单元（以下简称租用交易单元模式）。</p> <p>第三条 基金管理人管理的同一基金可以委托多家证券公司或使用多个交易单元进行证券交易。不同基金可以委托同一证券公司或共用一个交易单元进行证券交易。</p>	<p>第二条 基金管理人参与证券交易的模式包括委托证券公司办理（以下简称券商交易模式）、向证券公司租用交易单元（以下简称租用交易单元模式）。</p> <p>基金管理人应当根据自身合规风控能力、信息系统建设、产品管理规模等情况，合理选择证券交易模式，降低交易成本。</p> <p>第三条 基金管理人应当选择财务状况良好，经营行为规范，合规风控能力和交易、研究等服务能力较强的证券公司参与证券交易。</p> <p>基金管理人管理的不同基金可以委托同一证券公司或共用一个交易单元进行证券交易。</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 删除 “建立健全提供证券交易、证券研究报告服务的证券公司选择机制”，但第七条仍保留有“基金管理人应当建立健全证券公司选择……等管理制度”。 · 新增 “合规风控能力”一词，凸显监管对券商合规风控能力的高度重视。 · 删除 “同一基金可以委托多家证券公司或使用多个交易单元进行证券交易”，同一基金所被允许的交易模式或有待明确。
<p>第四条 基金管理人应当与提供证券交易服务的证券公司签订协议，约定双方的权利义务，明确服务内容、收取交易佣金的价格标准与计算方式。</p> <p>基金管理人管理的被动股票型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，且不得通过交易佣金支付研究服务等其他费用；其他类型基金通过交易佣金支付研究服务费用的，股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍。</p> <p>市场平均股票交易佣金费率由中国证券业协会定期测算并向行业机构通报。基金管理人与证券公司约定的股票交易佣金费率高于前款规定的，应当在三个月内完成交易佣金费率调整。</p>	<p>第四条 基金管理人应当与提供证券交易服务的证券公司签订协议，约定双方的权利义务，明确服务内容、收取交易佣金的价格标准与计算方式。</p> <p>基金管理人管理的被动股票型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，且不得通过交易佣金支付研究服务、流动性服务等其他费用；其他类型基金可以通过交易佣金支付研究服务费用，但股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍，且不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用。</p> <p>市场平均股票交易佣金费率由中国证券业协会定期测算并向行业机构通报。基金管理人与证券公司约定的股票交易佣金费率高于前款规定的，应当在三个月内完成交易佣金费率调整。</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 新增 被动股票型基金“不得通过交易佣金支付研究服务、流动性服务等其他费用”，或带来券商参与 ETF 做市的模式变化。 · 新增 其他类型基金“不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用”，与被动股票型基金保持一致。
<p>第五条 一家基金管理人通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之十五。证券公司控股的证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。</p> <p>股票型、混合型基金管理规模合计未达到十亿元人民币的基金管理人，不受前款比例限制，但通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之三十。</p>	<p>第五条 一家基金管理人通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之十五。证券公司控股的境内证券经纪业务子公司纳入母公司合并计算。</p> <p>上一年末股票型、混合型基金管理规模合计未达到十亿元人民币的基金管理人，不受前款比例限制，但通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之三十。</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 新增 “境内”一词，不含境外子公司。 · 新增 “上一年末”一词，表述更为明确。
<p>第六条 基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，原则上不适用第五条的规定。基金管理人新增租用交易单元模式进行证券交易的，对应基金产品证券交易佣金比例应当自第二年起满足第五条规定。</p>	<p>第六条 基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，不适用第五条的规定。基金管理人新增租用交易单元模式进行证券交易的，对应基金产品证券交易佣金比例应当自第二年起满足第五条规定。</p> <p>基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式，规避第五条规定。</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 删除 “原则上”一词，表述更为简洁。 · 新增 “基金管理人不得通过转换存续基金证券交易模式等方式，规避第五条规定”，禁止存续基金转为券结模式以逃避分配比例上限的规定。

<p>第七条 基金管理人应当建立健全证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等管理制度，严禁将证券公司选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩，严禁以任何形式向证券公司承诺基金证券交易量及佣金或利用交易佣金与证券公司进行利益交换，……</p> <p>基金管理人应当建立交易、投研、销售等业务隔离机制，基金销售业务人员不得参与证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等业务环节。</p> <p>……</p>	<p>第七条 基金管理人应当建立健全证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等管理制度，严禁将证券公司选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩，严禁以任何形式向证券公司承诺基金证券交易量及佣金或利用交易佣金与证券公司进行利益交换。</p> <p>基金管理人应当建立交易、投研、销售等业务隔离机制，基金销售业务人员不得参与证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等业务环节。</p>	
<p>第七条 基金管理人……严禁使用交易佣金向第三方支付费用，包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。</p> <p>……</p>	<p>第八条 基金管理人不得使用交易佣金向第三方支付费用，包括但不限于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，使用交易佣金向第三方支付研究服务费用的除外。</p>	<p>·新增“基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，使用交易佣金向第三方支付研究服务费用的除外”，明确券结基金可以使用交易佣金转移支付研究服务费用。</p>
	<p>第九条 基金管理人委托货币经纪公司为基金提供经纪服务的，相关服务费用不得从基金资产中列支。</p>	<p>·新增“基金管理人委托货币经纪公司为基金提供经纪服务的，相关服务费用不得从基金资产中列支”，要求由基金公司自担费用。</p>
<p>第八条 基金管理人应当坚持长期投资、价值投资理念，严格按照基金法律文件约定的投资范围、投资策略进行证券交易，严禁通过增加证券交易量等方式损害基金份额持有人利益。</p>	<p>第十条 基金管理人应当严格按照基金法律文件约定的投资范围、投资策略进行证券交易，严禁通过增加证券交易量等方式损害基金份额持有人利益。</p>	<p>·删除“坚持长期投资、价值投资理念”，表述更为简洁。</p>
<p>第七条 ……</p> <p>督察长应当认真履行合规管理职责，对本公司证券交易涉及的证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等进行合规性审查。</p> <p>……</p>	<p>第十一条 基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员应当认真履行合规管理职责，合规负责人对本公司证券交易涉及的证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配、投资运作管理，以及存续基金转换交易模式等进行合规性审查。</p>	<p>·明确合规管理的责任主体为“基金管理人的总经理、合规负责人等高级管理人员”、合规性审查的责任主体为“合规负责人”。</p> <p>·新增“投资运作管理，以及存续基金转换交易模式”，将合规性审查的具体内容阐述得更为全面。</p>
<p>第九条 基金管理人应当于每年3月31日前，在官方网站公开披露选择证券公司的标准和程序、与提供服务的证券公司的关联关系、股票交易佣金费率、交易量年度汇总及分配明细、交易佣金年度汇总支出及分配明细等信息。有关信息披露格式与内容由基金业协会另行公布。</p> <p>基金管理人违反本规定第五条规定的，应当在基金年度报告中进行披露和说明。</p> <p>第七条 ……</p> <p>基金管理人应当妥善保存本公司参与证券交易的文件材料，保存期不少于二十年。</p>	<p>第十二条 基金管理人应当于每年3月31日前，在官方网站公开披露选择证券公司的标准和程序、与提供服务的证券公司的关联关系、股票交易佣金费率、交易量年度汇总及分配明细、交易佣金年度汇总支出及分配明细等信息。有关信息披露格式与内容由中国证券投资基金业协会另行公布。</p> <p>基金管理人违反本规定第五条规定的，应当在基金年度报告中进行披露和说明。</p> <p>基金管理人应当妥善保存本公司参与证券交易的文件材料，保存期不少于二十年。</p>	

<p>第十条 证券公司应当加强交易单元出租、使用等环节的管理,按规定向证券交易场所履行报告等义务, 纳入证券公司统一管理,出租交易单元收取的交易佣金不得明显低于相关服务成本。证券公司应当加强证券交易服务能力建设,强化人员岗位配置,加大信息系统投入,提供更加安全、便捷、优质的证券交易服务。</p> <p>证券公司应当建立健全研究服务内部管理制度,持续强化研究人员等人才队伍建设,提升研究服务专业能力、业务质量和合规水平,严格规范研究服务从业人员执业行为。证券公司应当根据基金管理人等专业机构投资者的研究服务需求,制定相应制度流程,配备充足专业人员,在研报解读、跟踪研究等方面提供专业、审慎的研究服务。</p>	<p>第十三条 证券公司应当加强交易单元出租、使用等环节的管理,按规定向证券交易场所履行报告等义务,出租交易单元收取的交易佣金不得低于相关服务成本。证券公司不得使用交易佣金为基金管理人违规向第三方转移支付费用。证券公司应当加强证券交易服务能力建设,强化人员岗位配置,加大信息系统投入,提供更加安全、便捷、优质的证券交易服务。</p> <p>证券公司应当建立健全研究服务内部管理制度,持续强化研究人员等人才队伍建设,提升研究服务专业能力、业务质量和合规水平,严格规范研究服务从业人员执业行为。证券公司应当根据基金管理人等专业机构投资者的研究服务需求,制定相应制度流程,配备充足专业人员,在研报解读、跟踪研究等方面提供专业、审慎的研究服务。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ·删除“纳入证券公司统一管理”。 ·删除“明显”一词,抹去可能的模糊空间,严格规定出租交易单元收取的交易佣金不得低于相关服务成本。 ·新增“证券公司不得使用交易佣金为基金管理人违规向第三方转移支付费用”,严禁利用交易佣金进行利益交换。
<p>第十一条 证券公司应当建立健全基金销售业务的利益冲突识别、评估和防范机制,有效防范基金销售与证券交易、研究服务等业务的利益冲突。</p> <p>证券公司应当建立健全科学合理的薪酬绩效考核制度,重点考核销售部门、分支机构、从业人员的合规展业、销售保有规模、投资者长期投资收益等,不得将基金的证券交易量、交易佣金直接或间接作为销售部门、分支机构的业绩考核指标,也不得与基金销售人员的薪酬绩效挂钩。</p>	<p>第十四条 证券公司应当建立健全基金销售业务的利益冲突识别、评估和防范机制,有效防范基金销售与证券交易、研究服务等业务的利益冲突。</p> <p>证券公司应当建立健全科学合理的薪酬绩效考核制度,重点考核销售部门、分支机构、从业人员的合规展业、销售保有规模、投资者长期投资收益等,不得将基金的证券交易量、交易佣金直接或间接作为销售部门、分支机构的业绩考核指标,也不得与基金销售人员的薪酬绩效挂钩。</p>	
<p>第十二条 基金托管人应当建立健全基金证券交易监督制度机制,严格监督所托管基金的证券交易行为,重点关注所托管基金的交易佣金支出情况,发现违反法律法规规定和基金合同约定,影响基金份额持有人利益等情形时,应当及时向中国证监会报告。</p>	<p>第十五条 基金托管人应当建立健全基金证券交易监督制度机制,严格监督所托管基金的证券交易行为,重点关注所托管基金的交易佣金支出情况,发现违反法律法规规定和基金合同约定,影响基金份额持有人利益等情形时,应当及时向中国证监会报告。</p>	
<p>第十三条 基金管理人、基金托管人、证券公司应当配合证券交易所加强证券交易活动管理,协助中国证券登记结算有限公司做好相关制度与技术调整,并就双方的具体职责签订协议,确保证券交易的业务合规、风险可控,基金清算的及时、高效和基金财产的独立、完整。</p>	<p>第十六条 基金管理人、基金托管人、证券公司应当配合证券交易所加强证券交易活动管理,协助中国证券登记结算有限公司做好相关制度与技术调整,并就各方的具体职责签订协议,确保证券交易的业务合规、风险可控,基金清算的及时、高效和基金财产的独立、完整。</p>	
<p>第十四条 基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员应当严格遵守廉洁从业相关规定,不得直接或间接向他人输送不正当利益或谋取不正当利益。</p>	<p>第十七条 基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员应当严格遵守廉洁从业相关规定,不得直接或间接向他人输送不正当利益或谋取不正当利益。</p>	
<p>第十五条 基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员违反本规定的,中国证监会按照《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》等对其采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告、责令改正、依法暂停部分或全部业务、依法暂不受理与行政许可有关的文件、依法认定为不适当人选等措施。</p>	<p>第十八条 基金管理人、基金托管人、证券公司及其工作人员违反本规定的,中国证监会可以按照《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》等对其采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告、责令改正、依法暂停部分或全部业务、依法暂不受理与行政许可有关的文件、依法认定为不适当人选等措施。</p>	
<p>第十六条 本规定自 202x 年 x 月 x 日起施行。中国证监会发布的《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》(证监基金字〔2007〕48号)同时废止。</p>	<p>第十九条 本规定自 2024 年 7 月 1 日起施行。中国证监会发布的《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》(证监基金字〔2007〕48号)同时废止。</p>	

资料来源:证监会,国投证券研究中心;

注 1:红色字样表明新增内容,蓝色字样表明删除内容,紫色字样表明调整内容;

注 2:在“主要差异对比分析”一列中,我们针对重点差异展开对比分析,而非针对所有差异;

注 3:为便于直观对照,我们将新规按照条文顺序列示,将征求意见稿部分内容重新排序。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034