

证券行业 2024 年 12 月报

被动基金扩容后的新打法

优于大市

核心观点

ETF 发行热度良好，规模持续扩大，为证券公司 ETF 做市业务带来机遇。 证券公司是主要的 ETF 机构投资者之一。2023 年，在沪市机构投资者中，证券公司 ETF 日均持仓规模 753 亿元，同比下降 26.5%。基于 ETF 每半年披露的前十大持有人数据，我们对证券公司 ETF 持仓进行统计。证券公司 ETF 持仓账户主要包括自营账户、融券专用专户、客户信用交易账户、回购质押账户和转融通账户。鉴于前十大持有人并非全部持有人，并且进入前十大持有人的证券公司可能多用于做市，我们以证券公司自营账户持仓规模代替证券公司做市持仓规模。证券公司做市持仓排名靠前的 ETF，包括股票 ETF 和债券 ETF，以股票 ETF 为主。ETF 做市业务格局逐步趋于稳固，中信证券、国泰君安、广发证券、华泰证券等资本实力较强的大型券商，ETF 持仓规模及持有数量居于前列。ETF 发行力度强、规模持续扩容，为证券公司的 ETF 做市业务发展带来机遇。ETF 发展模式与主动基金存在差异，主动基金可以通过做出超额收益—扩张知名度—吸引投资者申购的方式，逐步通过优秀业绩表现获得市场认可，并持续扩大规模。ETF 则需要具备先发优势，跟踪统一指数的 ETF，往往规模越大、流动性越好、跟踪误差越小的基金，发展更好，因此 ETF 在发行以及持营过程中，做市商对于其持续发展较为重要。我们假设证券公司 ETF 做市持仓规模为 600-1000 亿元，资金占用利率为 4%-7%，则 ETF 做市业务收入贡献为 24-70 亿元。鉴于做市业务集中度较高，大型券商更受益于 ETF 做市业务发展。

市场交易活跃度有所下降，IPO 略有复苏。 (1) 经纪业务方面，12 月 A 股日均成交金额为 16,111 亿元，环比-18.1%，同比+105.8%。(2) 投行业务方面，12 月 IPO 数量为 32 家，募集资金规模为 93.048 亿元，环比+78.5%；12 月再融资规模为 359.316 亿元，环比下跌+50.4%；12 月企业债和公司债承销规模为 3183.74 亿元，环比-24.63%。(3) 自营业务方面，12 月上证综指+4.42%，沪深 300 指数+0.47%，创业板指数-3.71%，中证全债指数上涨 1.89%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至 12 月 31 日，两融余额为 1.8 万亿元。

投资建议：我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监严管下的两条主线，我们判断行业集中度会进一步提升，机构定价权进一步加深，资管指数化进一步加强，监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议关注业务协同预期强的兴业证券，整合推进顺利的国联证券。

风险提示：经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优于大市	26.97	399,710.15	1.39	1.53	19.43	17.67
601688.SH	华泰证券	优于大市	16.53	149,221.31	1.59	1.70	10.40	9.73
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.85	50,520.53	0.31	0.33	18.87	17.73
601456.SH	国联证券	优于大市	11.61	32,876.89	0.18	0.31	64.50	37.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

非银金融 · 证券 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

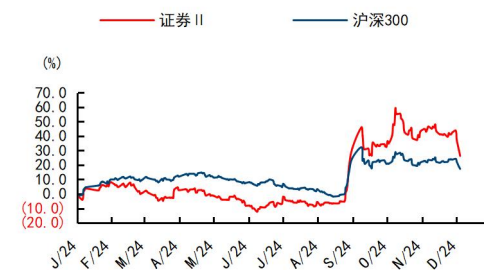
证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《证券行业 2024 年 11 月报-并购交易活跃，投行模式创新》——2024-12-03
- 《证券行业 2024 年三季度综述暨战略发展思考-高景气周期下行业转型指南》——2024-11-14
- 《证券行业 2024 年 10 月报-零售资金持续入市，券商两融弹性提升》——2024-11-01
- 《证券行业 2024 年 9 月投资策略-政策直达资本市场》——2024-09-24
- 《证券行业 2024 年中报综述-业绩筑底，复苏可期，整合待进》——2024-09-11

内容目录

近期关注：ETF 做市业务具备发展潜力	4
资本市场资金面月度更新	7
行业重要动态	9
成交量有所下降，IPO 规模略有复苏	10
投资建议	10
风险提示	10
关键图表	11

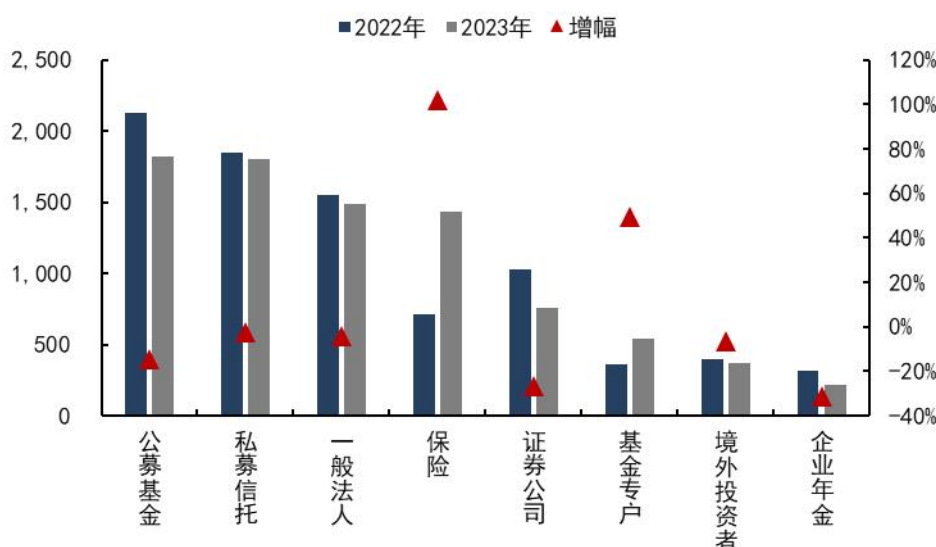
图表目录

图 1: 2022 年和 2023 年沪市机构投资者 ETF 日均持仓市值 (单位: 亿元)	4
图 2: ETF 发行规模趋势 (单位: 亿元、只)	6
图 3: 上市券商 2024Q3 末代理买卖证券款 (单位: 亿元)	7
图 4: 两融余额在高位保持平稳 (单位: 亿元)	7
图 5: 股票 ETF 份额及净值规模 (单位: 亿份、亿元)	7
图 6: 股票 ETF 资金净流入规模 (单位: 亿元)	7
图 7: 机构持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)	8
图 8: 个人持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)	8
图 9: 北向资金交易额及占沪深两市股票交易额比重 (单位: 亿元)	8
图 10: 主动股票基金新发数量及份额 (单位: 只、亿份)	9
图 11: 被动股票基金新发数量及份额 (单位: 只、亿份)	9
图 12: 普通股票型基金仓位变化	9
图 13: 偏股混合型基金仓位变化	9
图 14: 两市日均成交额及环比涨跌	11
图 15: IPO 融资规模及环比涨跌	11
图 16: 再融资规模及环比涨跌	11
图 17: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌	11
图 18: 股债两市表现	11
图 19: 日均两融余额	11
图 20: 券商指数 PB 走势	12
图 21: 中信一级行业 12 月涨幅排名	12
图 22: 上市券商 12 月涨幅排名	13
表 1: 2024H1 证券公司各类账户持有 ETF 市值 (单位: 亿元)	4
表 2: 证券公司持仓市值排名前 20 的 ETF (单位: 亿元)	5
表 3: ETF 持仓市值排名前 10 的证券公司 (单位: 亿元、只)	5
表 4: 证券公司做市业务收入测算 (单位: 亿元)	6
表 5: 重点公司盈利预测及投资评级	13

近期关注：ETF 做市业务具备发展潜力

证券公司是主要的 ETF 机构投资者之一。2023 年，在沪市机构投资者中，证券公司 ETF 日均持仓规模 753 亿元，同比下降 26.5%。公募基金（主要为 ETF 联接基金）、私募信托和一般机构的 ETF 日均持仓规模排名靠前，日均持仓市值分别为 2124 亿元、1844 亿元和 1552 亿元。除社保基金、沪股通、财务公司和期货资管类别之外，其余机构投资者类别的日均持仓都超过 100 亿元。与 2022 年持仓情况对比，除基金专户和期货资管等机构之外，大部分机构投资者日均持仓市值都呈上升趋势。在日均持仓超过 100 亿元的机构投资者中，保险机构和企业年金的日均持仓较上一年同比增幅明显，分别达 102%和 46%。

图1：2022 年和 2023 年沪市机构投资者 ETF 日均持仓市值（单位：亿元）



资料来源：上交所 ETF 行业发展报告（2024），国信证券经济研究所整理

基于 ETF 每半年披露的前十大持有人数据，我们对证券公司 ETF 持仓进行统计。

证券公司 ETF 持仓账户主要包括自营账户、融券专用账户、客户信用交易账户、回购质押账户和转融通账户。鉴于前十大持有人并非全部持有人，并且进入前十大持有人的证券公司可能多用于做市，我们以证券公司自营账户持仓规模代替证券公司做市持仓规模。2024 年上半年，证券公司做市持仓规模 346.59 亿元，同比及环比降幅较大，我们认为主要原因为：（1）2024 年上半年，中央汇金、保险公司等机构大量增持宽基 ETF，使得部分 ETF 的前十大持有人中，证券公司被挤出；（2）佣金新规背景下佣金下降的潜在压力，或影响了相关业务开展。

表1：2024H1 证券公司各类账户持有 ETF 市值（单位：亿元）

	做市	融券专用	客户信用交易	回购质押	转融通
2024H1	346.59	11.02	3.99	18.39	0.00
2023H2	805.73	19.49	3.15	23.90	2.30
2023H1	641.85	10.02	3.07	18.59	4.05
2022H2	844.17	25.93	2.43	7.31	1.64
2022H1	356.79	14.58	1.53	7.19	4.67

2021H2	486.28	20.86	1.87	10.95	14.70
2021H1	291.28	14.64	2.16	7.08	3.03

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司做市持仓排名靠前的ETF，包括股票ETF和债券ETF，以股票ETF为主。其中，股票ETF主要为宽基指数ETF，另有少量上证科创板、恒生科技等行业主题ETF。债券ETF主要为国债、国开债、信用债ETF。

表2：证券公司持仓市值排名前20的ETF（单位：亿元）

2024H1		2023H2		2023H1	
名称	持仓市值	名称	持仓市值	名称	持仓市值
华夏上证50ETF	28.84	华泰柏瑞 沪深300ETF	147.95	华夏上证50ETF	82.69
华泰柏瑞 沪深300ETF	21.86	华夏上证50ETF	93.11	南方中证500ETF	74.47
华安中债1-5年 国开行ETF	19.23	南方中证500ETF	39.85	华夏中证1000ETF	50.11
南方沪深300ETF	11.58	广发中证1000ETF	31.74	华泰柏瑞 沪深300ETF	42.20
华泰柏瑞南方东英 恒生科技ETF	9.86	嘉实沪深300ETF	29.99	南方中证1000ETF	29.43
嘉实沪深300ETF	9.18	华夏沪深300ETF	26.55	华安中债1-5年 国开行ETF	24.89
平安中债-中高等级 公司债利差因子ETF	8.01	华安中债1-5年 国开行ETF	25.75	易方达中证1000ETF	18.75
华安黄金ETF	7.86	易方达上证50ETF	24.99	富国中证1000ETF	17.77
华夏恒生科技ETF	7.65	海富通中证短融ETF	21.50	嘉实中证500ETF	15.11
鹏华中证0-4年期 地方政府债ETF	6.84	华夏中证1000ETF	18.91	广发中证1000ETF	12.10
博时中债0-3年国 开行ETF	6.02	南方中证1000ETF	18.29	鹏华中证5年期 地方政府债ETF	8.67
银华中证A50ETF	5.78	博时中债0-3年 国开行ETF	18.23	博时中债0-3年 国开行ETF	8.49
南方中证500ETF	5.57	华夏 上证科创板50ETF	14.71	鹏华中证0-4年期 地方政府债ETF	8.28
鹏华中证5年期地 方政府债ETF	5.21	华夏恒生科技ETF	12.76	华夏 上证科创板50ETF	7.44
嘉实中证500ETF	4.46	南方沪深300ETF	10.37	国联安中证全指 半导体ETF	7.37
易方达黄金ETF	4.41	华安黄金ETF	9.94	平安中债-0-3年 国开行ETF	7.30
博时黄金ETF	4.10	招商中证红利ETF	9.75	易方达创业板ETF	7.04
博时上证 30年期国债ETF	3.93	鹏华 上证科创板100ETF	9.33	华宝中证医疗ETF	6.37
博时上证科创板 100ETF	3.55	国联安中证 全指半导体ETF	7.70	国泰中证1000 增强策略ETF	5.66
海富通上证5年期 地方政府债ETF	3.50	嘉实中证500ETF	7.65	华夏中证500ETF	4.91

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中信证券、国泰君安、广发证券的ETF做市持仓规模居于前列。ETF做市业务格局逐步趋于稳固，中信证券、国泰君安、广发证券、华泰证券等资本实力较强的大型券商，ETF持仓规模及持有数量居于前列。

表3：ETF持仓市值排名前10的证券公司（单位：亿元、只）

2024H1	2023H2	2023H1
--------	--------	--------

名称	持仓市值	持有数量	名称	持仓市值	持有数量	名称	持仓市值	持有数量
国泰君安	78.41	65	中信证券	160.31	369	国泰君安	131.11	66
中信证券	39.90	343	国泰君安	127.83	64	中国银河	83.73	70
广发证券	25.46	339	广发证券	71.99	312	中信证券	62.12	333
华泰证券	25.32	205	海通证券	70.23	164	中金公司	43.95	118
招商证券	23.92	272	招商证券	65.79	257	招商证券	40.80	259
中国银河	18.86	83	中金公司	57.59	129	广发证券	29.57	306
中金公司	18.03	138	申万宏源	38.17	60	华泰证券	28.69	261
财通证券	17.70	11	中国银河	31.14	79	方正证券	28.63	322
方正证券	15.91	323	华泰证券	29.79	255	中信建投	27.72	209
申万宏源	15.15	68	中信建投	21.55	219	申万宏源	26.17	52

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ETF 发行热度保持在较高水平。2023 年以来，ETF 发行数量、发行份额总数持续居于高位，ETF 总规模也持续扩容。ETF 发行力度强、规模持续扩容，为证券公司的 ETF 做市业务发展带来机遇。ETF 发展模式与主动基金存在差异，主动基金可以通过做出超额收益—扩张知名度—吸引投资者申购的方式，逐步通过优秀业绩表现获得市场认可，并持续扩大规模。ETF 则需要具备先发优势，跟踪统一指数的 ETF，往往规模越大、流动性越好、跟踪误差越小的基金，发展更好，因此 ETF 在发行以及持营过程中，做市商对于其持续发展较为重要。

图2：ETF 发行规模趋势（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们假设证券公司 ETF 做市持仓规模为 600-1000 亿元，资金占用利率为 4%-7%，则 ETF 做市业务收入贡献为 24-70 亿元。鉴于做市业务集中度较高，大型券商更受益于 ETF 做市业务发展。

表4：证券公司做市业务收入测算（单位：亿元）

ETF 持仓规模\利率	4%	5%	6%	7%
600	24	30	36	42

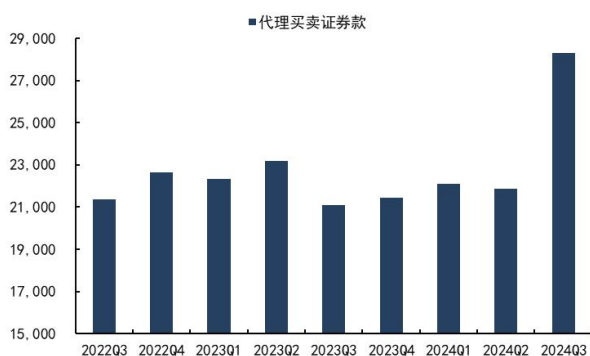
700	28	35	42	49
800	32	40	48	56
900	36	45	54	63
1000	40	50	60	70

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资本市场资金面月度更新

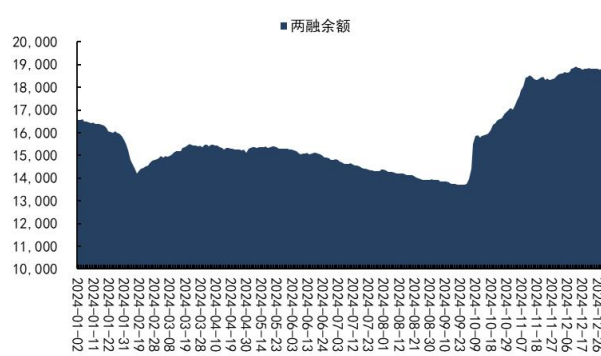
个人投资者角度, 资金入市和杠杆使用情况均有明显改善。上市券商 2024Q3 末, 代理买卖证券款达 2.83 万亿元、环比+29.5%。两融规模也在行情回暖之下持续攀升, 12 月末约 1.86 万亿元, 较 9 月 24 日提升约 4,900 亿元, 较 11 月底提升 201 亿元。

图3: 上市券商 2024Q3 末代理买卖证券款 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

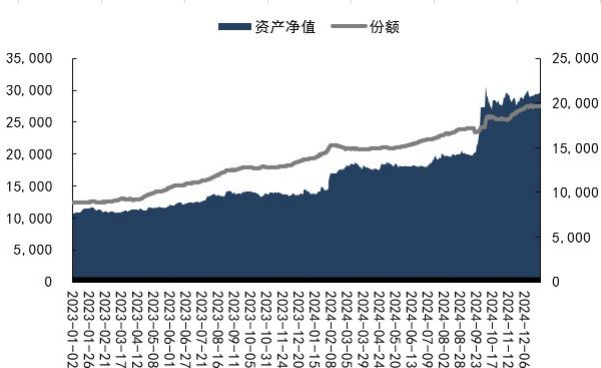
图4: 两融余额在高位保持平稳 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

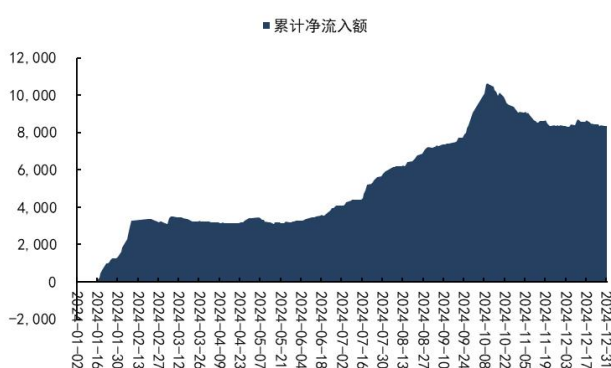
截至 12 月末, 股票 ETF 份额约 1.96 万亿份, 较 9 月 24 日提升 2,850 亿份, 资产净值约 2.95 万亿元, 较 9 月 24 日提升 8,128 亿元。资金净流入角度, 年初以来, 股票 ETF 持续获得资金净流入, 累计净流入规模约 8,351 亿元。

图5: 股票 ETF 份额及净值规模 (单位: 亿份、亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 股票 ETF 资金净流入规模 (单位: 亿元)



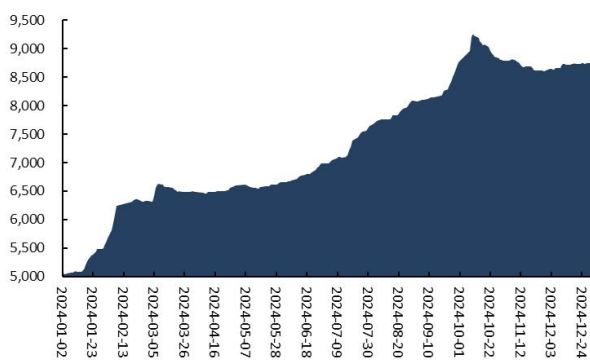
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ETF 投资者呈现“机构偏宽基、散户爱主题”的特点。根据 ETF 中报披露的持有人结构, 我们将股票 ETF 分为机构持有人占比较高的一类及个人持有人占比较高

的一类，分类标准为：第一，剔除掉份额 5,000 万份以下的 ETF；第二，如某一 ETF 的持有人中，机构投资者占比为 65%及以上，则分类为机构持有人占比较高的 ETF，一共 231 只，规模较大的基金主要为沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 等宽基指数的 ETF；第三，如某一 ETF 的持有人中，个人投资者占比为 65%及以上，则分类为个人持有人占比较高的 ETF，一共 107 只，规模较大的基金主要为科创创业、医药、半导体、酒、新能源等主题 ETF。

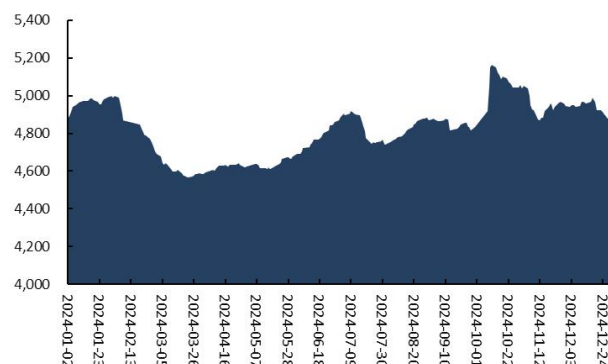
年初以来，机构持有人占比较高的股票 ETF 规模持续扩张，个人持有人占比较高的股票 ETF 规模则大幅波动。机构的资金体量大、配置属性强，故宽基指数 ETF 更符合其投资需求，散户资金体量小、交易属性强，故更趋于主题 ETF 投资。10 月以来，机构持有人占比较高的股票 ETF 及个人持有人占比较高的股票 ETF 份额均有所下降。

图7: 机构持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

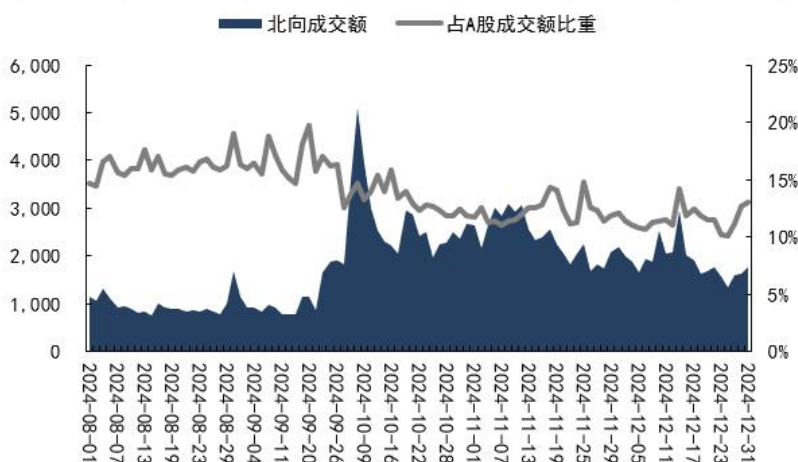
图8: 个人持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

北向资金 9 月末成交额显著放大。10 月 8 日，北向资金成交额达 5,101 亿元，创下单日成交额新高，占沪深两市成交额比重为 14.8%。12 月以来，北向资金成交活跃度整体有所下滑，但在年底有所回升。

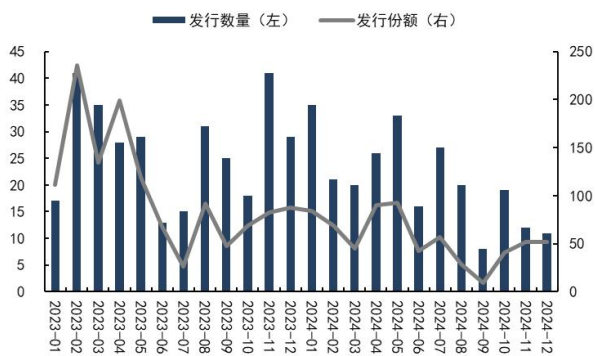
图9: 北向资金交易额及占沪深两市股票交易额比重 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基金发行角度，被动基金发行规模及数量持续领先主动基金。被动股基在9月发行量较大，主因当月中证A500ETF发行较多。11月以来，被动基金发行数量及份额仍保持在较高水平，主动基金发行则有明显回落。

图10: 主动股票基金新发数量及份额（单位：只、亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

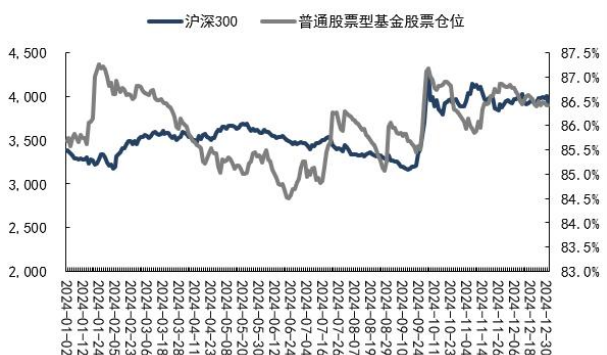
图11: 被动股票基金新发数量及份额（单位：只、亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

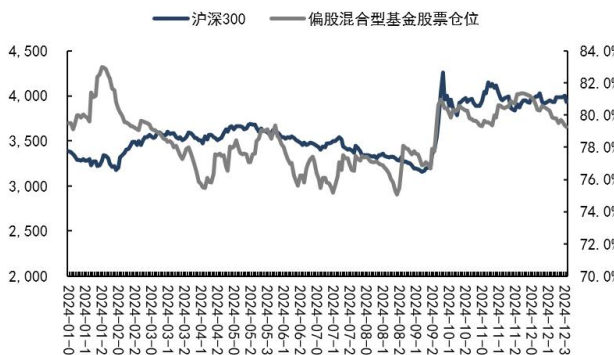
主动股票基金的股票仓位保持平稳。9月下旬行情启动以来，普通股票型基金及偏股混合型基金股票仓位均呈快速提升趋势。10月以来，二者股票仓位则呈现小幅下降趋势。12月以来，主动股票基金仓位保持平稳。

图12: 普通股票型基金仓位变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 偏股混合型基金仓位变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

第二次互换便利操作规模增加，政策红利持续落地。2025年1月2日，第二次证券、基金、保险公司互换便利（以下简称“互换便利”）操作启动，操作金额550亿元，超过了首次操作规模，机构的积极性进一步提高。

行业重要动态

- 2025年1月2日，第二次证券、基金、保险公司互换便利（以下简称“互换便利”）操作启动，操作金额550亿元，超过了首次操作规模，机构的积极性进一步提高。多项政策红利伴随第二次互换便利操作落地，包括质押品范围进一步扩大；互换便利费率下降；中国结算特批为互换便利质押登记降费。
- 国泰君安、海通证券合并重组将上会审议。1月2日晚间，国泰君安、海通

证券发布公告称,上交所并购重组审核委员会定于2025年1月9日召开2025年第1次并购重组审核委员会审议会议,审核两家公司本次合并重组交易申请。这也将成为2025年上交所审议的首个并购重组项目。

- 五大期交所明年全面减免手续费。大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所、广州期货交易所、中国金融期货交易所等五大期交所,同步发布关于2025年全年手续费减免的通知。明年减免的手续费包括交割、仓单、套期保值等方面,但交易所认定的高频交易者除外。

成交量有所下降, IPO 规模略有复苏

(1)经纪业务方面,12月A股日均成交金额为16,111亿元,环比-18.1%,同比+105.8%。
(2)投行业务方面,12月IPO数量为32家,募集资金规模为93.048亿元,环比+78.5%;12月再融资规模为359.316亿元,环比下跌+50.4%;12月企业债和公司债承销规模为3183.74亿元,环比-24.63%。
(3)自营业务方面,上证综指+4.42%,沪深300指数+0.47%,创业板指数-3.71%,中证全债指数上涨1.89%。
(4)从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看,至12月31日,两融余额为1.8万亿元。

投资建议

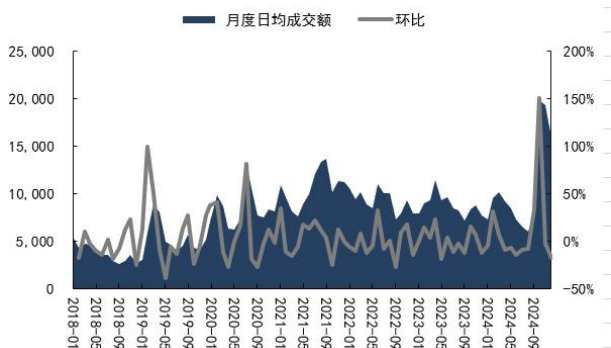
当前,券商PB估值为1.53倍,市场向好情形下行业弹性较足,我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监管下的两条主线,我们判断行业集中度会进一步提升,机构定价权进一步加深,资管指数化进一步加强,监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议关注业务协同预期强的兴业证券,整合推进顺利的国联证券。

风险提示

经济复苏不及预期;市场竞争加剧;创新推进不及预期等。

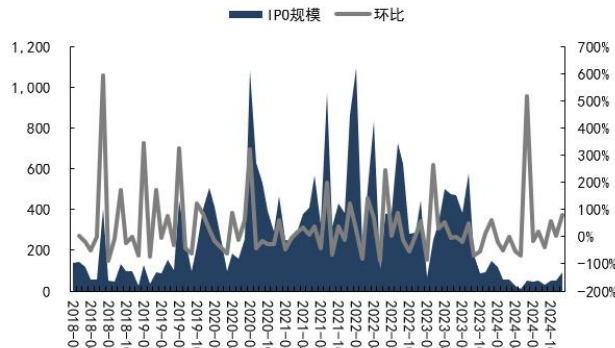
关键图表

图14: 两市日均成交额及环比涨跌



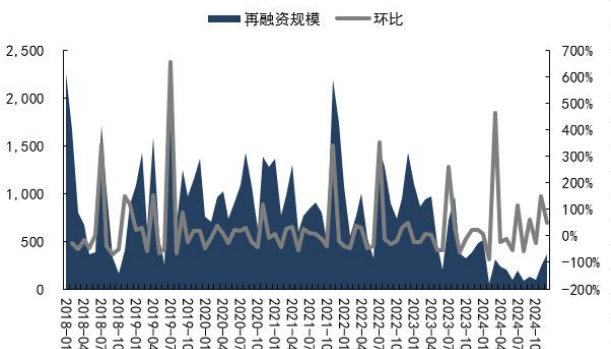
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: IPO 融资规模及环比涨跌



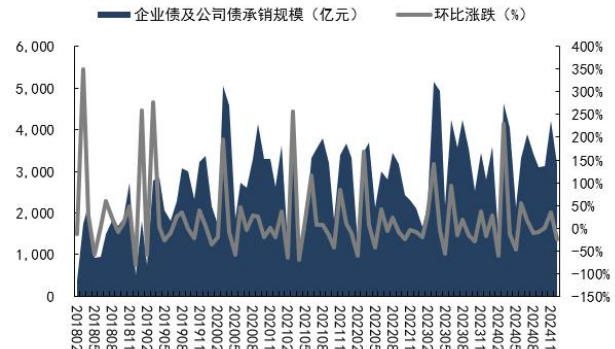
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 再融资规模及环比涨跌



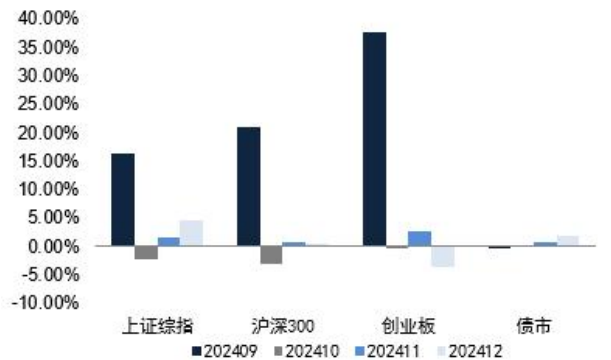
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



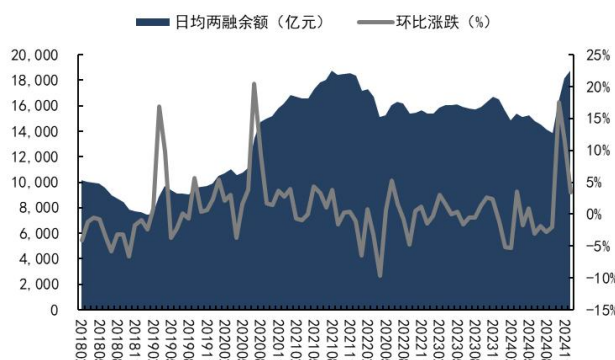
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 股债两市表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 日均两融余额



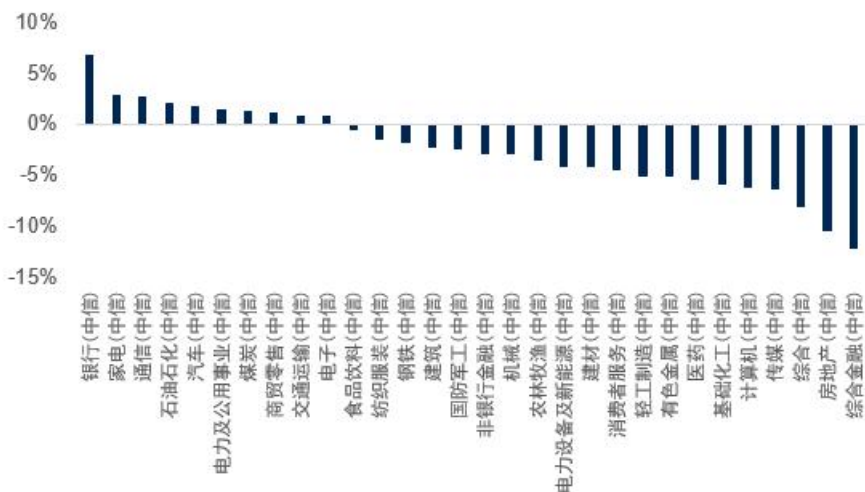
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 券商指数 PB 走势



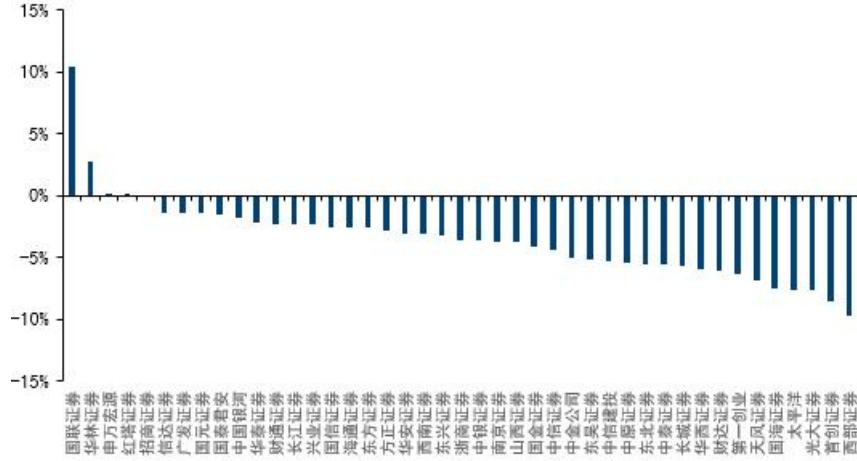
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 中信一级行业 12 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 上市券商 12 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表5: 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优于大市	26.97	399,710.15	1.39	1.53	19.43	17.67
601688.SH	华泰证券	优于大市	16.53	149,221.31	1.59	1.70	10.40	9.73
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.85	50,520.53	0.31	0.33	18.87	17.73
601456.SH	国联证券	优于大市	11.61	32,876.89	0.18	0.31	64.50	37.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032