

中金公司（601995.SH）

优于大市

从券业整合看并购如何创造长期价值

核心观点

并购价值创造体现在三方面：即以合理估值识别标的、以具备优势的价格完成交易，以及通过整合实现潜在的协同增量。本次中金公司吸收合并东兴证券、信达证券定价相对公允，契合政策导向，将显著增强中金公司的资本实力、业务网络与综合竞争力，为其长期发展战略注入强劲动力。

合并将大幅增厚中金公司的资本与资产规模。静态测算显示，合并后公司总资产将突破万亿元级别，归母净资产提升约48%，行业排名跃升至第4位。财务表现方面，基于2025年前三季度数据，合并将使中金公司营业收入增长约32%，行业排名提升至第3位；归母净利润增长约45%，行业排名提升至第6位。更重要的是，公司的资本结构将得到优化：这不仅增强了风险抵御能力，也为未来运用杠杆扩张资产规模提供了广阔空间。

业务协同与整合前景：全方位优势互补，发展潜力充分。一是资本运用与自营投资：合并后，公司杠杆率存在提升潜力（中金平均5.4倍 vs. 东兴、信达平均3.5倍），资金运用效率有望提高。自营投资业务将融合中金控制方向性风险、侧重客户服务的策略与东兴、信达历史业绩优秀的团队能力，有望实现稳健与弹性的平衡。此外，依托东方与信达两大AMC股东庞大的金融生态（总资产规模达3万亿），中金有望在不良资产重组、债务重组等领域将纯服务模式升级为“服务+投资”模式，打开新的盈利空间。二是财富管理业务：此乃合并后优势增强最显著的领域之一。整合后，中金公司的营业网点数量将增加约80%，达到400多家，跻身行业前三；客户数量增长超50%，超过1400万。尤为关键的是，中金财富曾成功整合中投证券，并转型为买方投顾模式，积累了宝贵的并购整合与业务升级经验。三是投资银行与资产管理业务：投行方面，团队人数将增加超300人，中金在龙头企业和国际业务的优势，将与东兴、信达在成长型企业、北交所的项目储备形成有效互补。资管业务通过整合各方团队特色，整体资管能力有望增强。

合并后或开启发展新阶段，显著提升公司实力。根据中金公司发展规划，公司2025年后目标是成为“全要素、全球、全能”的综合性现代投资银行，即以客户为中心，整合人力、资本、数据（含AI）全要素，拓展全球布局，实现全能型业务覆盖。本次合并是加速中金公司迈向3.0战略目标的关键催化剂，将极大助力其提升综合竞争力与国际影响力。

风险提示：整合不及预期，股市景气度下降，政策风险等。

投资建议：我们基于公司合并影响调整了公司盈利预测，预计公司2025-27年净利润为82.33亿元、141.79亿元及154.03亿元。考虑资本增厚、业务协同、战略推进等积极因素，维持公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,990	21,333	26,901	40,192	43,559
(+/-%)	-11.9%	-7.2%	26.1%	—	8.4%
归母净利润(百万元)	6,156	5,694	8,233	14,179	15,403
(+/-%)	-19.0%	-7.5%	44.6%	—	8.6%
摊薄每股收益(元)	1.14	1.04	1.71	1.25	1.36
净资产收益率(ROE)	6.0%	5.2%	6.9%	7.9%	8.2%
市盈率(PE)	31.17	34.16	20.83	19.36	17.82
市净率(PB)	1.94	1.86	1.75	1.80	1.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·证券 II

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	35.53元
总市值/流通市值	171512/171512百万元
52周最高价/最低价	40.00/30.31元
近3个月日均成交额	697.06百万元

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

《中金公司（601995.SH）-投资规模和收益高增，财富管理转型推进》——2025-10-30

《中金公司（601995.SH）-金融资产增长，投资收益高增》——2025-04-29

《中金公司（601995.SH）-投行业务优势稳固，财富管理转型推进》——2025-03-30

《中金公司（601995.SH）-杠杆提升，投行承压》——2024-10-31

《中金公司（601995.SH）-投行承压，杠杆下降，财富产品线拓展》——2024-09-02

一、并购如何创造公司价值

并购既是公司走向发展壮大、外延扩张的必然之径，也是持续的协同、体现管理智慧的整合过程。结合公司金融并购创造价值的一般规模，我们提炼了公式“**并购创造价值=并购标的市场公允价值-买入价格+长期协同效应**”，这一公式可以理解并购对公司价值的创造活动。有趣的是，在欧美成熟市场公司金融文献中，大多数并购公告宣布后，“收购方市值下跌，而被收购方市值提升”，这说明成熟市场一般认为买家把资产“买贵了”。

该公式揭示了并购价值创造的三个核心来源：**以合理估值识别标的、以具备优势的价格完成交易，以及通过整合实现潜在的协同增量**。以证券行业为例，证券公司的核心资产具有高度的专业性和无形性（如牌照、客户关系、人才团队），其“公允价值”评估尤为复杂，不仅依赖于净资产和现有盈利，更包含重要的特许经营权价值和业务网络期权价值。因此，对内在价值的独立、审慎判断，是避免支付过高“买入价格”溢价的基础，这在行业周期高点或“牌照稀缺”情绪驱动下的并购中尤为关键。

图1：并购创造公司价值的核心标准



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“长期协同效应”是证券行业并购战略能否成功的试金石。理论上，协同效应主要来自三个方面：一是收入协同，如整合双方投行、资管、财富业务线，实现客户资源共享与交叉销售；二是成本协同，如合并重叠的营业网点、中后台系统与行政职能，实现规模经济；三是能力与战略协同，如补足业务短板（如获得海外平台、强化固收业务）、提升综合金融服务能力。然而，协同效应的实现远难于纸面规划，其成效严重依赖于并购后深入且有效的整合，包括企业文化的融合、管理体系的统一以及激励机制的调整，任何环节的失误都可能导致预期协同大幅缩水甚至引发人才与客户流失。

因此，证券行业的并购活动表明，单纯为扩大规模而进行的、支付过高溢价的并

购，往往成为价值毁灭的陷阱（即“买入价格”远超“公允价值”）。真正成功的案例，通常是以战略为导向，在周期相对低位或以换股等创新方式控制收购成本，并且拥有清晰的整合路线图与强大的执行能力，从而将理论上的协同潜力扎实地转化为提升的净资产收益率（ROE）和市场份额。最终，并购是否创造价值，将直观体现在合并后主体能否实现“1+1>2”的竞争力跃升和长期稳健的价值增长。

根据这个分析框架，我们来评价中金公司本次行业收购。

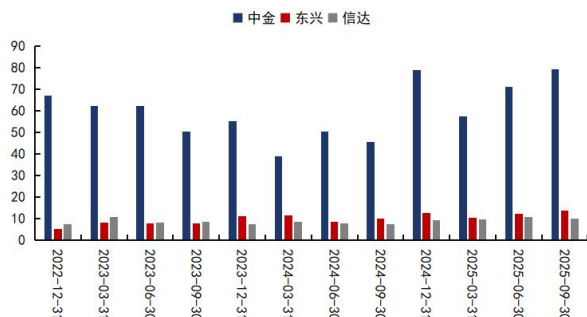
二、中金公司本次收购方案评述

中金公司吸收合并东兴证券、信达证券，体现了汇金旗下证券牌照资源整合的方向。交易方案：中金公司向东方公司和信达公司发行A股，吸收合并东兴证券和信达证券。交易前后股权结构：交易前，汇金公司持有中金公司40.1%股份、东方公司71.6%股份、信达公司58%股份；东方公司持有东兴证券45%股份；信达公司持有信达证券78.7%股份。交易后，汇金公司股比被动摊薄至24.4%，信达公司持有16.7%，东方公司持有8.1%。交易后汇金公司仍为第一大股东，实控人地位不受影响。

国家近两年多来持续释放打造一流投资银行和投资机构的强烈信号，且强调做好包括普惠金融在内的5篇大文章；证监会吴清主席在证券业协会第八次会员大会上提出，要进一步增强资源整合意识和能力，用好并购重组机制和工具，实现优势互补、高效配置，力争在“十五”时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构。本次中金、东兴、信达筹划的合并项目契合相关政策精神。

东兴证券在全国多个省份有良好网络布局，尤其在福建；人员规模约2700人；拥有五家一级持牌子公司和国际子公司。信达证券在全国若干重要省份有良好网络布局，尤其在辽宁；人员规模约2800人；拥有五家一级持牌子公司和国际子公司。2025年前三季度财务数据：中金公司主营收入207亿元，归母净利润66亿元，总资产约7600亿元，净资产约1200亿元。东兴证券主营收入36亿元，净利润16亿元，总资产约1200亿元，净资产约300亿元。信达证券主营收入30亿元，净利润14亿元，总资产约1300亿元，净资产264亿元。合并将使中金公司营业收入增长32%，行业排名提升3位至第3名。归母净利润增长45%，行业排名提升4名至第6名。归母净资产提升48%，行业排名提升5位至第4名。

图2：单季度营收规模比较（单位：亿元）



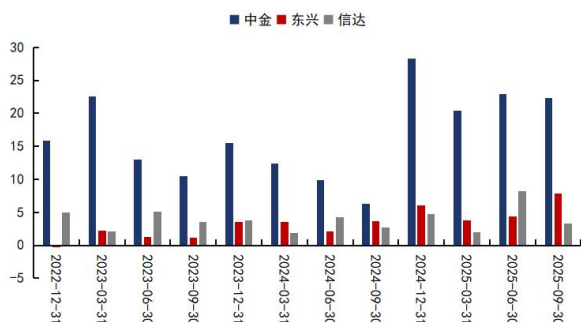
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：单季度营收同比增速比较



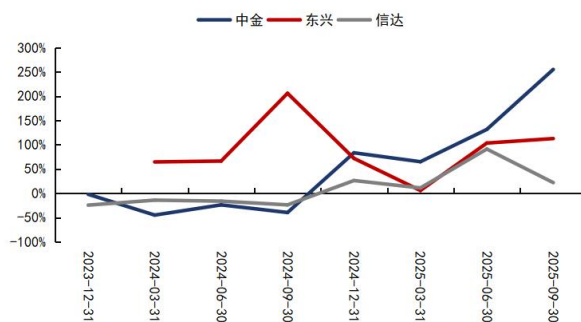
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润规模比较（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：单季度归母净利润同比增速比较



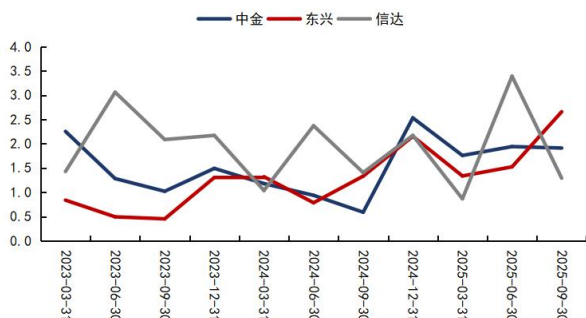
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从定价看这次并购有没有“买贵”？从已披露的交易预案来看，中金公司本次收购东兴证券和信达证券的定价标准较为常规，采用的是“董事会决议公告日前20个交易日均价”作为换股基准价格。具体而言：中金公司作为存续主体，其A股换股价格为36.91元；东兴证券换股价格为16.14元，换股比例为1:0.4373；信达证券换股价格为19.15元，换股比例为1:0.5188。从估值上看，该换股价格基本反映了三家券商在公告前市场的相对估值水平，并未出现明显溢价或折价。因此，从交易定价机制本身来看，中金公司并未“买贵”。不过，是否“买贵”还需结合未来整合效果、协同价值释放以及市场环境变化来综合判断。目前交易仍处于预案阶段，最终能否顺利完成、整合效果如何，下文展开分析。

三、长期协同效应之资金运用效率或提高

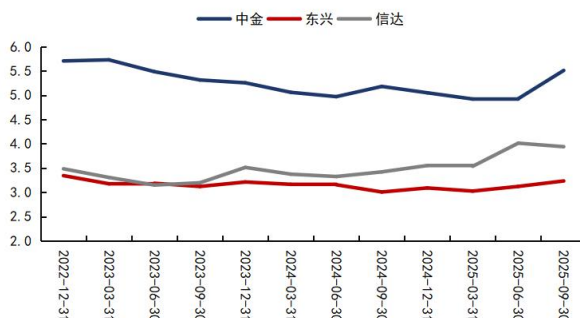
合并后公司杠杆有较大提升空间。中金公司平均杠杆率5.4倍，东兴和信达平均3.5倍，合并后存在提升空间。短期来看，杠杆提升方向或为金融资产投资，以股票、债券等高流动性资产为主。中期来看，充分的扩表空间有望使得公司在私募股权投资、国际业务布局等方面取得进一步突破。资本金扩大后监管指标改善。净资本杠杆率：交易前中金为12.08%，东兴28.58%，信达16.93%；合并后静态测算中金净资本杠杆率将从12.08%提升至将近20%，增幅明显。净稳定资金率：合并前东兴139%、信达184%，合并后该指标将提升；原中金或需发行长期债券以维持指标合规，整合后有望减少长期债发行，节约资金成本。此外，本次补充的480多亿净资本，假设以四倍左右的边际杠杆加以应用，对应新增约2000亿资产。

图6：单季度ROE比较（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：有效杠杆率比较



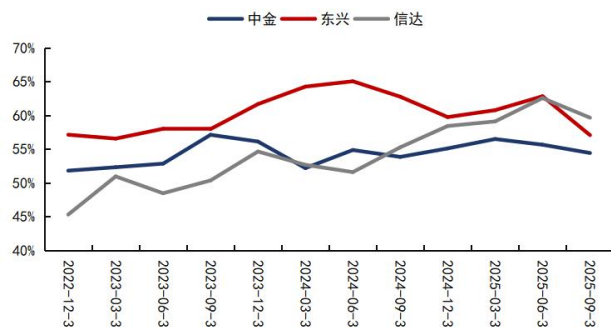
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：金融资产同比增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：金融资产/总资产比较

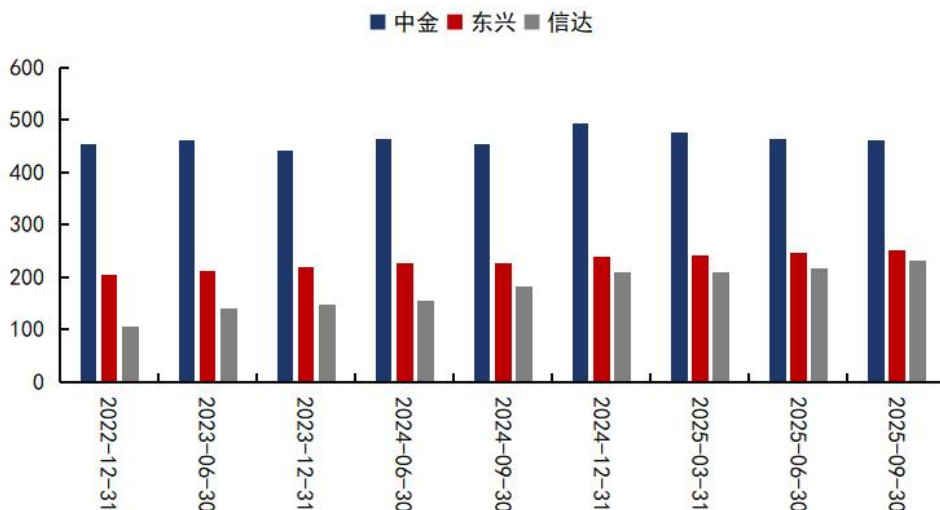


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在自营投资方面，东兴和信达在自营领域拥有优秀团队，历史业绩较好，预计合并后公司将继续充分发挥其能力。中金公司自营的总导向为控制方向性持仓比例，优先将资本金配置到客户服务方向，预计不会在大方向上做调整。若合并后公司尽可能保留东兴和信达的团队能力，公司自营业务或将兼具稳健发展与弹性增长。国际业务方面，中金国际子公司当前资本金规模为业内第一，但此前受母公司资本限制，主要通过盈利积累提升国际子公司资本。交易完成后，资本得到补充，预计将有更大空间加大国际化投入。

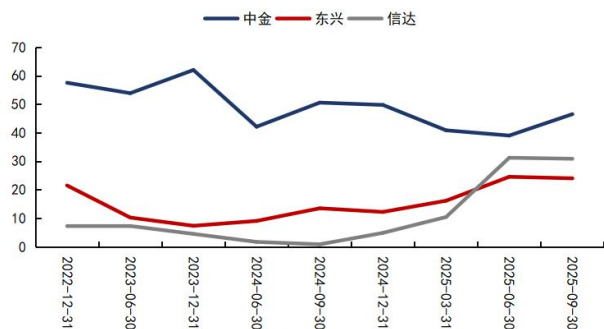
东兴和信达两家 AMC 股东总资产达 3 万亿，金融投资规模为 1.6 万亿，积累了大量各行业、各时期的资产，存在盘活、出售及再投资等全周期需求。东兴证券与信达证券已与两家 AMC 股东建立良好协同机制，整合后将继承该机制并嫁接中金的专业能力。此前，中金在债务重组业务中以服务为主，但纯服务费收入面临压力；未来将结合充裕资本金与自身投研、资产识别能力，把服务与投资结合，大幅打开盈利空间。

图10：净资本比较（单位：亿元）



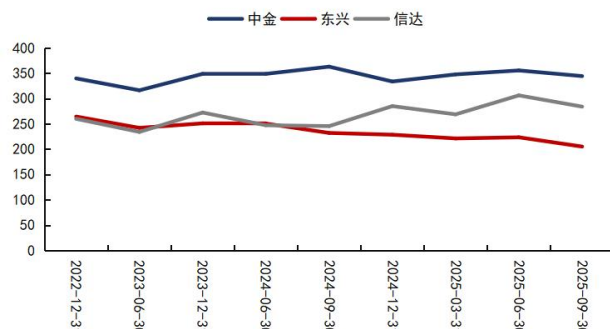
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 自营权益证券及衍生品/净资本比率 (单位: %)



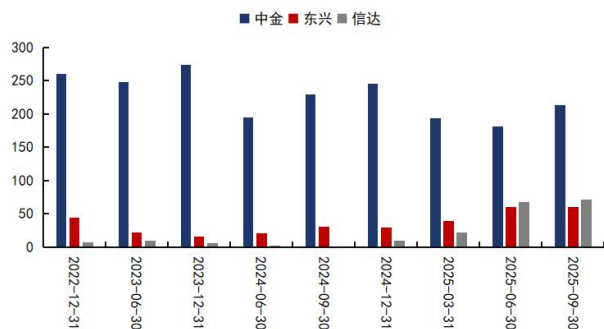
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 自营非权益证券及衍生品/净资本比率 (单位: %)



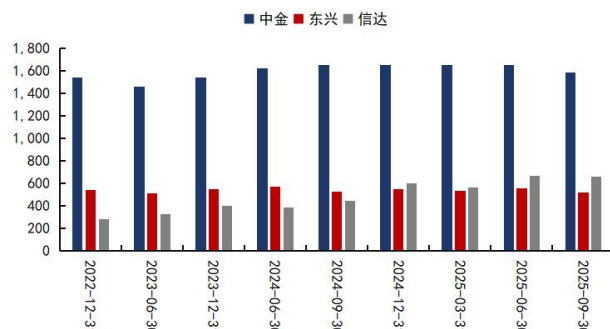
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 自营权益证券及衍生品规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 自营非权益证券及衍生品规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 中金公司场外衍生品对冲持仓规模及占比 (单位: 亿元)



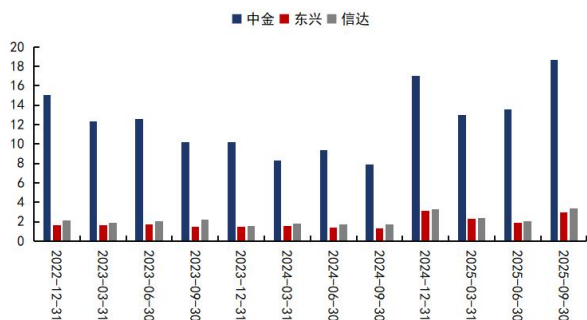
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四、长期协同效应之财富管理业务优势增强

合并后，网点、客户及人力资源有望得到有效整合，财富管理业务优势进一步增强。中金公司营业网点数将增加 80%左右，达到 400 多家，排名行业第三；重点区域辽宁和福建的网点排名分别提升至第一名和第三名；客群从接近 1000 万增至超过 1400 万，增幅超 50%。借助整合中金财富的经验、中金的品牌影响力、财富管理能力和数字化配套能力，合并后公司有望强化重点市场覆盖和份额提升。

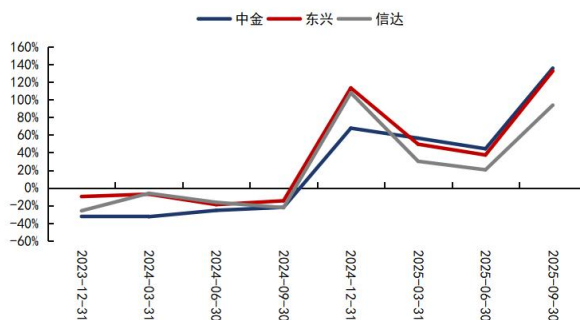
中金财富作为中国财富管理先行者，具备良好的并购和转型经验。2017 年整合中投证券，2019 年开启买方投顾转型，率先推出“中国 50”系列买方投顾服务，通过客户分层服务、团队分层建设、对标国际的产品解决方案体系、科技赋能及敏捷组织能力建设、总分矩阵式管理赋能、国际化专业能力建设，将中投证券传统经纪业务升级为以客户为中心的现代化财富管理体系。数据方面，财富管理收入从 2017 年约 34 亿元提升至 2024 年约 70 亿元，年复合增长率保持行业优异水平；产品保有规模连续五年正增长，从整合初期不到 500 亿提升至 2024 年 3700 亿元、目前 4600 亿元，其中买方投顾保有规模达 1300 亿元；IC 人均产品保有量处行业领先地位。合并后公司可通过三方面拓展优势：一是完善网点布局，新增近 200 家网点，在福建、辽宁地区广度深度大幅提升，珠三角、长三角、北京地区及下沉市场布局加强；二是显著增加客户数量、扩张 IC 团队，双向提升客群基础与服务能力；三是对接中金财富管理能力与被吸并方现有客户，凭借人均产品 AUM 优势、专业服务体系及数字化能力，提升客均创收。**中金公司并购中金财富是业内成功案例，并有望为本次合并树立标杆。**其成功原因包括：一是业务层面高度互补协同，中金公司具备全球化网络布局、客户基础及投行、经纪、固收、研究等领先优势，但存在资本规模小、客户集中、网点少等问题；前中投证券拥有丰富零售网点渠道资源，但资本业务服务能力不足、投研产品能力弱、收入受市场波动显著，整合实现优势互补、突破发展瓶颈。二是定位明确，采用行业首创的母子公司管理模式，将中金财富打造为财富管理业务平台，侧重个人投资者财富管理和零售经纪业务，强化专业化分工，加快财富管理转型。三是因地制宜推进组织改革与系统整合，中金公司将财富管理业务机构、人员、系统整体下沉至中金财富，打造跨职能扁平化敏捷组织，以提升客户体验和员工体验为核心目标。四是具备清晰战略与执行力，如 2019 年推出买方投顾，依托中金公司 2007 年起搭建的产品能力体系，结合数字化能力承接约 3800 位销售人员、4600 亿产品规模及近千万客户，且团队已穿越 2017 - 2025 年完整牛熊周期，客户、能力、队伍均得到提升。当前财富管理市场相比 2017 年有更大机会和更明确方向，且中金财富管理的能力与经验更成熟，整合成功值得期待。

图16：单季度证券经纪净收入规模比较（单位：亿元）



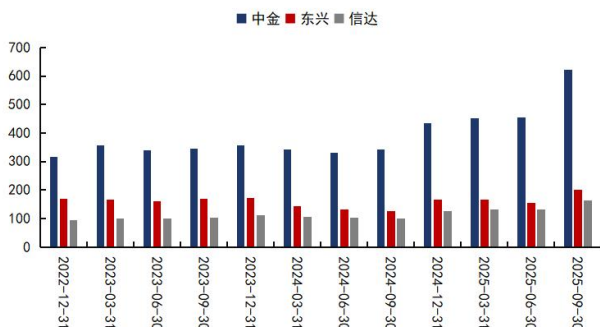
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：单季度证券经纪净收入同比增速比较



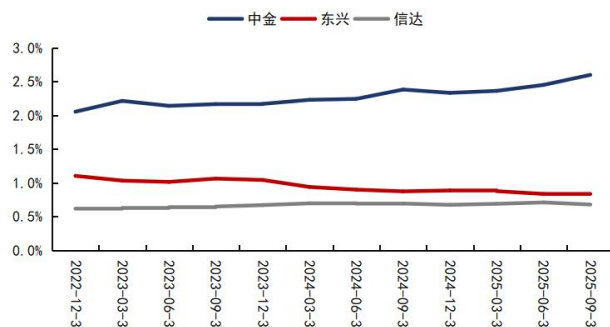
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 单季度融出资金规模比较 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 融出资金市占率比较



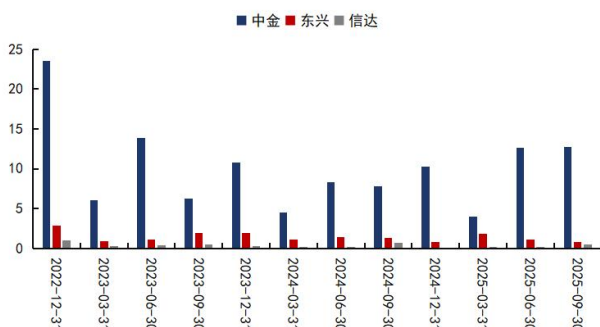
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三、长期协同效应之其他业务实现优势互补

三家公司在资源禀赋上存在很强的互补性。中金公司在品牌影响力、机构业务和投资能力上较强，信达和东兴证券营业网点布局合理且在部分区域有特殊优势。

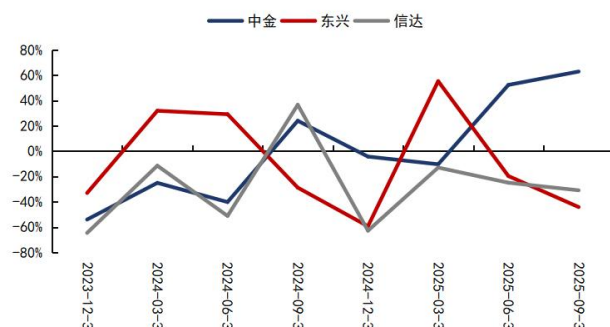
投行业务方面，投行团队总人数提升超 300 人，大幅补充保荐人、香港保荐人及债务团队人力资源。中金公司投行强在行业龙头公司覆盖（2025 年香港市场保荐参与率超 40%、牵头保荐率接近 40%，参与香港市场前 20 大 IPO 中的 14 单、保荐 9 单、牵头 8 单），东兴和信达可补充成长型企业客群覆盖（2025 年累计保荐多家主板和北交所质地良好的科技企业），还可加强中金在北交所的能力（东兴和信达累计推荐新三板挂牌企业超 270 家）。资管业务方面，合并后资管业务规模提升 18% 左右，突破 8000 亿，合并后公司有望整合东兴、信达资管团队特色，提升整体资管能力。其他业务方面，东兴和信达的原股东是中国资产管理公司生态圈重要组成部分，在并购重整和企业纾困方面有良好团队；中金在不良资产和重组业务领域有行业最领先的经验和重要案例优势；合并后将强化股东基础，在不良资产重组和上市公司重整方面获得更大商业机会，进而带来更多另类投资机会，创造协同优势。

图20: 单季度投行净收入规模比较 (单位: 亿元)



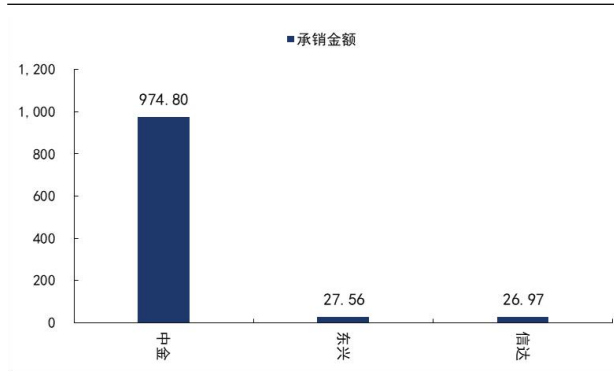
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 单季度投行净收入同比增速比较



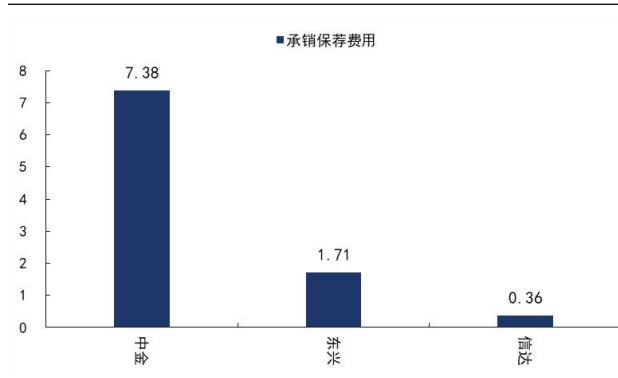
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 2024 年以来股权承销金额比较 (单位: 亿元)



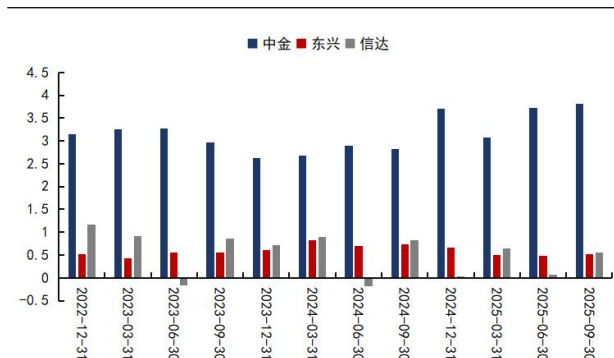
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 2024 年以来股权承销费用比较 (单位: 亿元)



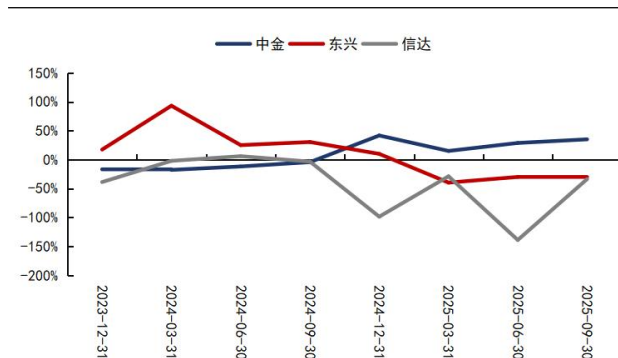
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 单季度资管净收入规模比较 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 单季度资管净收入同比增速比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

证券行业过去若干年呈现明显的头部集中趋势,从前五家市场份额看,2020 年以来不到五年时间已提升近十个百分点;中国证券行业前三家、前十家市场份额与美国相比仍有较大上升空间。本次整合契合政策方向与行业发展趋势。整合业务发展具备深厚潜力:一是资本金的进一步有效配置和投资。二是财富管理业务实力的大幅增强。三是投行业务、资管业务及其他业务实现优势互补。

按照中金公司战略规划,中金公司发展节奏为:

- 1.0 阶段 (1995-2015 年): 资本金少,以人才为核心要素,聚焦一级市场和机构业务,无零售业务;国际布局以香港、纽约、伦敦、新加坡布点为标志。
- 2.0 阶段 (2015-2025 年): 通过港股、A 股上市获得资本,实现资本与人力平衡;收购中投证券建立零售业务,财富管理形成领先优势;国际业务在投行和股票领域形成一定主导地位。
- 3.0 阶段 (2025 年后): 以“三全一中心”为核心,即全要素(加强人力、资本、数据要素,探索 AI)、全球(进一步打开国际化布局,响应高水平对外开放)、全能(全面对标国际一流投行,覆盖各业务线和产品),最终实现以客户为中心,

提升综合竞争力和全球影响力。

本次整合将有效推动中金公司加快战略实施，并显著提升公司业务实力。维持公司“优于大市”评级。

风险提示

整合不及预期，股市景气度下降，政策风险，宏观经济增长不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总计	624307	674716	742187	1091120	1186496	营业收入	22990	21333	26901	40192	43559
货币资金	118820	128501	141351	207541	225693	手续费及佣金净收入	12088	10852	11726	16013	16984
融出资金	35810	43482	47830	87431	94433	经纪业务净收入	4530	4263	5116	7933	8432
交易性金融资产	284681	278975	320821	474292	534901	投行业务净收入	3702	3095	3559	4362	4612
买入返售金融资产	19921	22711	24982	30734	33644	资管业务净收入	1213	1209	1330	1816	1940
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	(1335)	(1390)	(1251)	(31)	121
负债合计	519409	559094	620025	904026	989408	投资收益	10556	10121	14675	19880	21868
卖出回购金融资产款	64899	94562	108746	180285	201806	其他收入	1681	1751	1751	4329	4587
代理买卖证券款	82311	100668	110735	179617	194688	营业支出	15916	14481	17485	23865	25828
应付债券	148738	140479	161551	226962	256888	营业外收支	(251)	(48)	(48)	36	44
所有者权益合计	104897	115622	122163	187093	197088	利润总额	6823	6805	9367	16362	17775
其他综合收益	1220	2190	2190	3602	3673	所得税费用	659	1131	1124	2144	2332
少数股东权益	294	274	0	1834	1925	少数股东损益	8	(20)	10	39	40
归属于母公司所有者权益合计	104603	115348	122163	183848	193680	归属于母公司净利润	6156	5694	8233	14179	15403
每股净资产(元)	18.27	19.15	20.33	16.25	17.12						
总股本(亿股)	48.27	48.27	48.27	113.13	113.13						

关键财务与估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.28	1.18	1.71	1.25	1.36
每股红利					
每股净资产	21.67	23.90	25.31	16.25	17.12
ROIC					
ROE					
收入增长					
净利润增长率					
资产负债率					
P/E					
P/B					
EV/EBITDA					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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