

机构配置更新专题

去杠杆与再平衡

优于大市

核心观点

近期地缘政治不确定性持续发酵，成为加剧全球资本市场波动的重要变量。在此背景下，此前一度显著的“存款搬家”现象——即居民储蓄向理财、基金等资管产品迁移的主线——已呈现边际放缓态势。以银行理财市场为例，开年以来产品规模出现缩量调整，这一变化的直接诱因在于负债端多资产策略产品的净值回撤，导致投资者风险偏好收敛，资金重新向存款等低风险资产回流，市场正在经历一轮风险偏好的再平衡。

面对上述市场环境及负债端的稳定要求，机构的配置与交易行为推动市场结构性去杠杆与股债再平衡，这构成了下一阶段资金动向的主要脉络，具体体现：

银行理财的投资策略正从过去的“增厚收益”优先，明确转向“控制波动、优化体验”。具体操作上，在赎回波动较大的二级债基等资产后，理财资金正着力于在优质信用债中适当拉长久期以获取确定性更高的票息收益。同时增加对低波动稳健策略的配置，并积极创设各类结构化产品，利用其风险收益的非线性特征，在控制下行风险的前提下捕捉市场机会。

保险资金配置进行显著再平衡。在偿付能力充足率等监管约束下，其权益仓位已处于历史相对高位，进一步增配空间有限。因此，当前险资配置重点在于适当增配长久期利率债，以匹配负债久期并稳定净值。在权益端，则侧重于增配对资本占用较低、符合长期稳健回报目标的资产，包括沪深300等大盘宽基指数成份股及高股息股票。

居民融资行为亦呈现阶段性去杠杆特征。结合融资规模时间序列分析，市场经历反弹时，个人投资者倾向于逢高减持以降低风险敞口，表现为融资买入规模的增长动能减弱，两融余额在反弹过程中反而出现收缩。这表明在经历市场波动后，个人投资者的风险偏好仍未完全恢复，交易行为更趋防御。

最后，以中央汇金等为代表的“准平准基金”资金充裕，市场稳定器作用更加明显。结合其在年初市场波动期间曾有节奏的减持操作来看，准平准资金的操作具备逆周期调节属性，并非单向流入。其核心功能在于为市场提供流动性和信心托底，在极端波动时有效平滑市场走势，是后续维护资本市场稳定的重要力量。

投资建议：当前A股市场波动中枢持续抬升，非银金融板块中兼具估值安全边际、业绩确定性与政策红利的标的，是攻守兼备的优质配置方向，核心推荐四条投资主线：（1）大型稳健券商，重点推荐资本实力强、业务链齐全的中信证券、华泰证券；（2）高股息红利属性突出、资产质量优化、现金流稳定的江苏金租；（3）行业景气度高，且自身具备差异化业务优势的瑞达期货；（4）防守型保险标的，重点推荐中国平安、中国太保、中国财险。

风险提示：宏观经济下行，市场大幅波动，监管政策收紧、行业竞争加剧等。

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	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	优于大市	24.13	357,620	2.29	2.54	10.53	9.50
601688.SH	华泰证券	优于大市	17.72	159,956	2.14	2.37	8.28	7.46
600901.SH	江苏金租	优于大市	6.71	38,863	0.56	0.62	11.93	10.75
002961.SZ	瑞达期货	优于大市	21.40	10,206	1.40	1.63	15.32	13.17
601318.SH	中国平安	优于大市	57.26	1,036,844	8.35	9.13	6.86	6.27
601601.SH	中国太保	优于大市	38.39	369,325	6.06	6.72	6.33	5.71
2328.HK	中国财险	优于大市	14.51	322,743	2.05	2.25	7.08	6.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

非银金融

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

证券分析师：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

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

《验证“存款搬家”：居民财富的视角——机构行为更新专题》——2026-03-08

《机构行为更新专题-理解“平准基金”的三个视角》——2026-02-05

《机构行为更新专题-共识与变化：一季度居民财富再配置新变局》——2026-01-10

《现代投资银行进化系列之五-从通道到生态：互联网证券驶向新蓝海》——2025-12-20

内容目录

本轮牛市主线：居民存款再配置利好风险资产	4
预期在变化：居民存款搬家随市场风偏再调整	5
资管机构：去杠杆与再平衡	7
银行理财：“多资产策略”交易逆转	7
保险资金：头部险企权益仓位居历史高位，偿付能力有一定压力	8
居民融资资金：去杠杆开始	10
私募资金：规模处于高位，指数波动加大导致量化降杠杆压力	11
外资：大幅流入的逻辑不够扎实	12
中央汇金：“类平准基金”注重资本市场稳定	12
投资建议	14
风险提示	15

图表目录

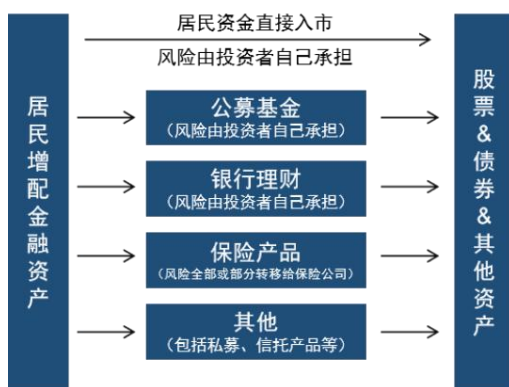
图 1: 居民存款涌向资管产品的渠道	4
图 2: 居民存款报价不会导致流动性总量收紧	4
图 3: 各类资管产品规模变化 (单位: 亿元)	5
图 4: 居民活期存款增速与定期存款增速比较	6
图 5: 城镇储户调查问卷中的居民储蓄、投资意向	6
图 6: 城镇储户调查问卷中的居民投资方向	6
图 7: 招银理财投资策略库	7
图 8: 招银理财权益投研方法论	7
图 9: 银行理财投资资产中的权益资产占比 (单位: %)	8
图 10: 银行理财投资资产中的公募基金占比 (单位: %)	8
图 11: 分红险红利运作方式	9
图 12: 险资权益资产配置结构分层	9
图 13: 上市险企资产配置规模及结构 (单位: 百万元)	10
图 14: 2025 年上市险企资产配置结构	10
图 15: 中国人寿与新华保险综合偿付能力充足率有所下降	10
图 16: 融资余额规模年初以来趋于下降 (单位: 亿元)	11
图 17: 2025 年初以来累计融资净买入额变化 (单位: 亿元)	11
图 18: 上交所 A 股月度新增开户数 (单位: 万户)	11
图 19: 私募证券投资基金规模变化 (单位: 亿元)	12
图 20: 主要指数波动率变化 (单位: %)	12
图 21: 外资持有境内股票和境内债券规模 (单位: 亿元)	12
图 22: 央行对其他金融性公司债权变化 (单位: 亿元)	13
图 23: 汇金重仓 ETF 资金流向与沪深 300 指数收盘价	13
图 24: 汇金重仓 ETF 资金流向与 A 股成交额	13
图 25: 资本市场资金平衡表	14

本轮牛市主线：居民存款再配置利好风险资产

自 2025 年下半年开始，居民存款搬家受到了市场和监管的共同关注。尤其是 2025 年下半年以来资本市场上涨行情来自于增量资金入市预期，也受居民存款的叙事和节奏的影响。

居民存款搬家从风险资产和总量流动性两个维度重塑大类资产配置格局。**从资本市场视角看**，资金持续从低收益的存款向理财、基金、保险及私募资管等风险资产迁移，这一趋势为权益市场带来增量资金支撑，形成“股强”的底层逻辑；同时，债券资产虽面临部分资金分流，但在机构配置需求刚性及收益率下行预期下，仍将维持相对稳定的表现。**从流动性总量视角看**，央行在 2025 年四季度货币政策报告中创新性地构建了涵盖银行与非银机构的流动性总量指标，明确指出存款搬家并未导致整体流动性收缩，而是实现了资金形态的无风险转换，这为风险资产估值修复提供了宽松的宏观环境。

图1：居民存款涌向资管产品的渠道



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：居民存款搬家不会导致流动性总量收紧

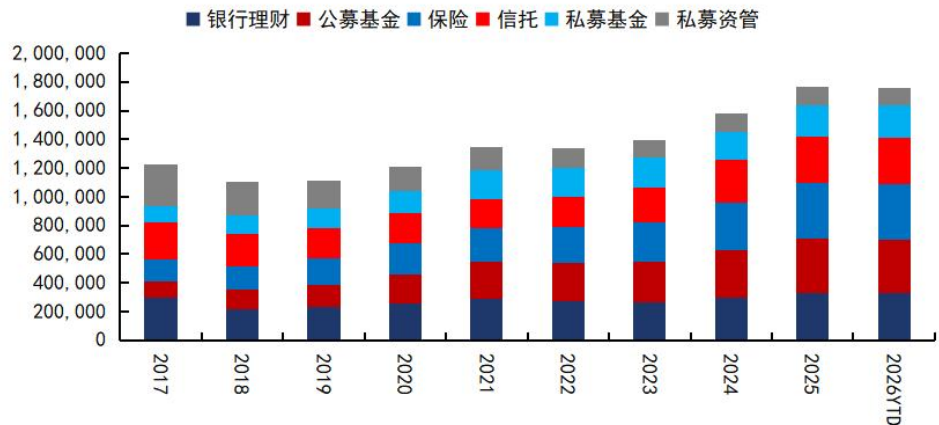


资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

从上述居民负债端变化看，后续资管产品对资产配置逻辑应把握居民风险偏好变化。2025 年，权益市场受益于居民风险偏好提升与增量资金入场，高股息策略与科技成长板块有望形成双主线驱动；债券市场虽受资金边际流出影响，但在低利率中枢与机构欠配压力下，利率债及高等级信用债仍将呈现震荡偏强格局，波动率可控。这一配置逻辑的关键在于理解存款搬家并非简单的资金腾挪，而是风险偏好的系统性抬升。

进入 2026 年，居民财富端相比 2025 年有什么新的变化？规模和节奏变化如何，银行理财、保险和公募基金哪类产品可以承接居民存款的溢出，本篇报告进行具体回答。

图3：各类资管产品规模变化（单位：亿元）



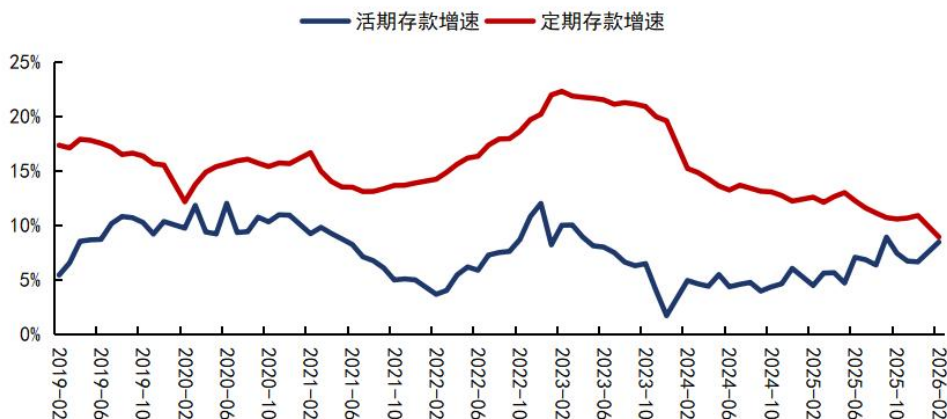
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

预期在变化：居民存款搬家随市场风偏再调整

我国居民存款增速仍然保持在较高水平。2024 年以来我国居民存款增速明显回落，但仍然保持了相对较高的增长，2025 年末同比增速仍然达到 9.7%，年末存款达 165.9 万亿元。截至 2026 年 2 月末，我国居民存款达 171.1 万亿元、同比+8.8%。

居民存款定期化情况明显，但趋于缓和。受宏观经济增速换挡与利率市场化改革深化的双重影响，居民风险偏好下降，加上投资渠道相对受限，2022 年以来居民存款定期化趋势持续。根据人民银行披露数据，2022-2025 年居民新增存款中定期及其他存款分别占 77.0%、96.2%、83.6%和 81.4%，2025 年末居民定期及其他存款占存款总额的 73.4%。不过从趋势来看，随着定期占比提升至高位，定期化趋势逐渐趋缓。

图4：居民活期存款增速与定期存款增速比较

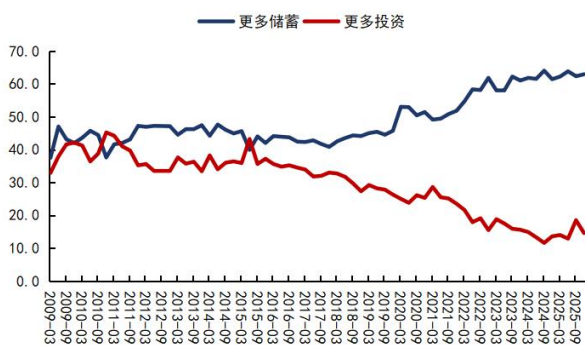


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基于央行城镇储户问卷调查数据，当前居民部门“高储蓄、低风险偏好”的资产配置特征仍十分显著，但2025年以来风险偏好有小幅提升。整体来看，2009年以来居民储蓄意愿中枢持续抬升，2020年后长期维持在60%左右的高位区间；而居民投资意愿呈持续震荡下行态势，从2009-2015年35%-40%的中枢水平，回落至2024年10%-20%的低位区间。2025年股市表现良好，居民投资意愿有小幅修复。

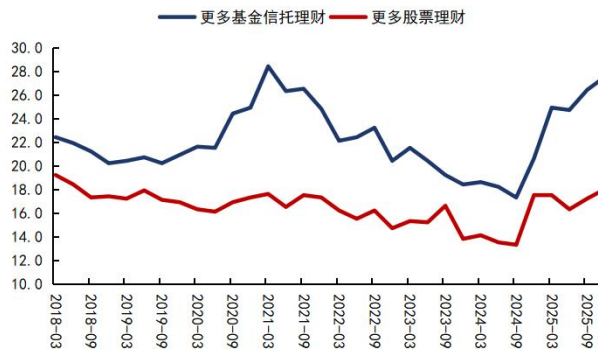
从投资结构来看，居民投资端呈现明显的稳健偏好。2024年以来，基金信托理财的配置意愿持续大幅上行，2025年占比已逼近28%的历史高位；股票理财的配置意愿在2024年触底后小幅回升，但整体仍处于历史偏低水平，显示居民权益资产配置意愿有所修复。

图5：城镇储户调查问卷中的居民储蓄、投资意向



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：城镇储户调查问卷中的居民投资方向



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资管机构：去杠杆与再平衡

银行理财：“多资产策略”交易逆转

尽管理财净值化转型之后预计波动性会加大，但仍然是承接银行定期存款流出资金的首选渠道。从实际收益率来看，理财产品的收益率绝大部分时间都能保持正收益，本金损失风险很低，这比较符合银行存款客群的风险偏好特征。

净值化转型后银行理财一度迎来赎回潮，赎回潮之后银行采用多种手段平滑估值，但陆续被监管叫停并要求在 2025 年底之前整改完毕。2018 年“资管新规”之后，银行理财开始打破刚兑和资金池模式，开启净值化转型。2022 年过渡期结束之后，银行理财产品的净值化转型基本完成，市值法成为理财产品估值的主流模式，但 2022 年底恰好遭遇“债灾”，银行理财产品破净率大幅上升，导致理财产品遭遇大量赎回，规模一度下降约 30%，差不多到 2024 年底规模才得以恢复。银行理财的大规模赎回使得银行更加注重理财净值的波动性管理，于是开始采用多种手段平滑估值，但这些方法偏离了公允价值定价的原则，2023 年开始陆续被叫停，并要求 2025 年底之前整改完毕。

随着平滑估值的手段退出，银行稳定净值的手段缺失，而通过配置存款等方式降低波动性的同时收益率也很低。此外，随着近几年市场利率降至低位，作为银行理财配置大头的债券收益率也明显降低，在低波动性下增厚投资收益，理财通过多资产策略配置更多的产品。

图7：招银理财投资策略库



资料来源：招银理财，国信证券经济研究所整理

图8：招银理财权益投研方法论



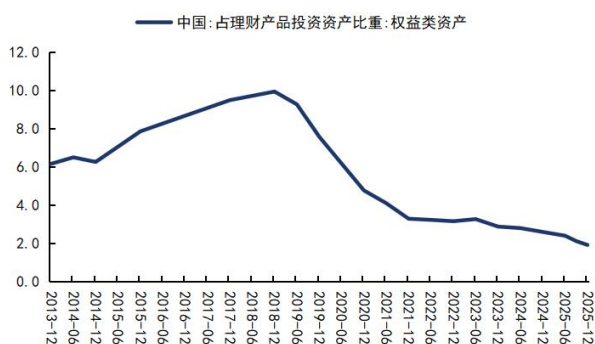
资料来源：招银理财，国信证券经济研究所整理

对银行理财而言，其竞争优势依然是固定收益而非权益类资产，因此银行理财产品

品中的权益类产品占比非常少，而兼顾固收与权益的混合类产品规模相对较大，从“固收+”策略起步拓展多资产策略是银行理财主流且现实的选择。如 2025 年末全部理财产品中的权益类产品仅有约 800 亿元，而混合类产品规模则高达 8700 亿元。具体策略层面，银行理财加大挂钩宽基或行业指数的结构化产品研发与应用，比如通过其内嵌的期权条款，在锁定下方风险的同时保留向上的弹性收益空间，以此满足中低波动的收益需求。另一方面，银行理财亦在探索具备更强套利属性的策略，如市场中性、基本面量化、可转债套利等。这类策略的收益主要来源于定价偏差的纠正或不同资产间的相对价值变动，与传统方向性投资的关联度较低，能有效对冲系统性波动，为组合提供持续且稳定的收益来源。

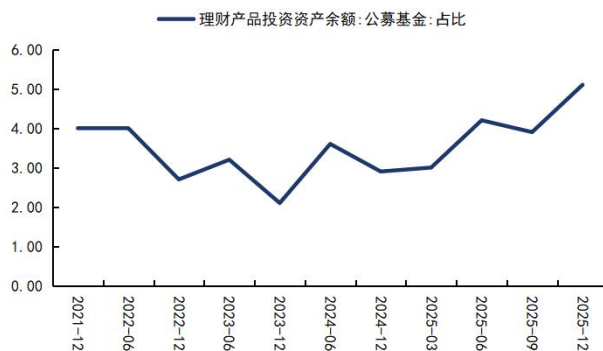
股市波动加大，银行理财“多资产策略”面临考验。2025Q4 以来，A 股市场震荡加剧、板块轮动提速、波动中枢显著抬升，叠加净值化转型后银行理财对回撤控制的刚性约束与客群低风险偏好的核心诉求，推动银行理财多资产投资策略全面优化调整。权益端，理财机构普遍下调权益仓位中枢。固收与分散化配置端，机构进一步增厚高等级信用债底仓安全垫，通过利率债波段操作增厚基础收益；同时增配 REITs、大宗商品等与股市低相关性资产，平滑组合净值波动。整体策略核心是在收益与回撤之间重新平衡，深度适配理财客群的稳健型投资需求。

图9：银行理财投资资产中的权益资产占比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：银行理财投资资产中的公募基金占比（单位：%）



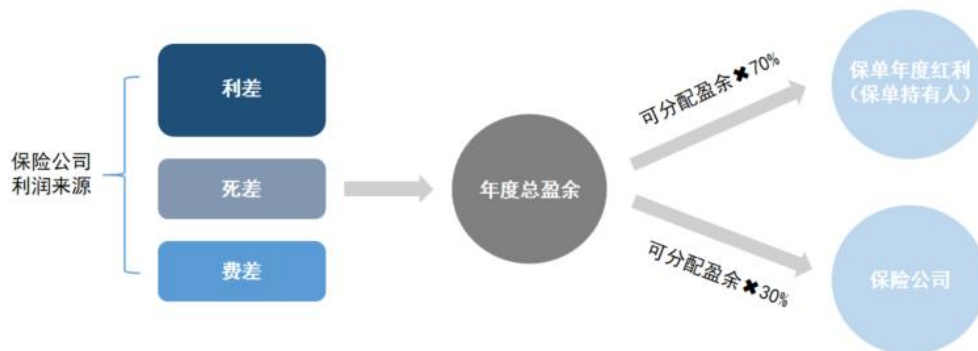
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险资金：头部险企权益仓位居历史高位，偿付能力有一定压力

分红险产品地位逐步提升。分红保险是一种兼具保障与投资属性的寿险产品，其核心在于投保人有权通过保单形式分享保险公司投资业务所产生的盈余分配。这类盈余分配机制为“保单红利”。从本质上来看，分红险通过构建保险公司与投保人之间“风险共担、利益共享”的独特机制，将保单利益划分为“固定收益部分”与“浮动收益部分”，使投保人在获得基本保障基础上实现财富增值。

可分配盈余是红利分配的基础，指分红险业务在满足各项责任准备金提取、风险边际覆盖后，经审计可用于股东和保单持有人分配的盈余总额。2020年2月21日，原银保监会发布《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》（银保监办发〔2020〕7号），明确保险公司为分红保险账户确定可分配盈余时，分配给保单持有人的比例必须统一为70%（即保险公司自留收益为30%），旨在规范分红险利益演示机制，防止保险公司通过夸大分红承诺进行恶性竞争或销售误导，同时防范利差损风险，确保分红水平的可持续性。

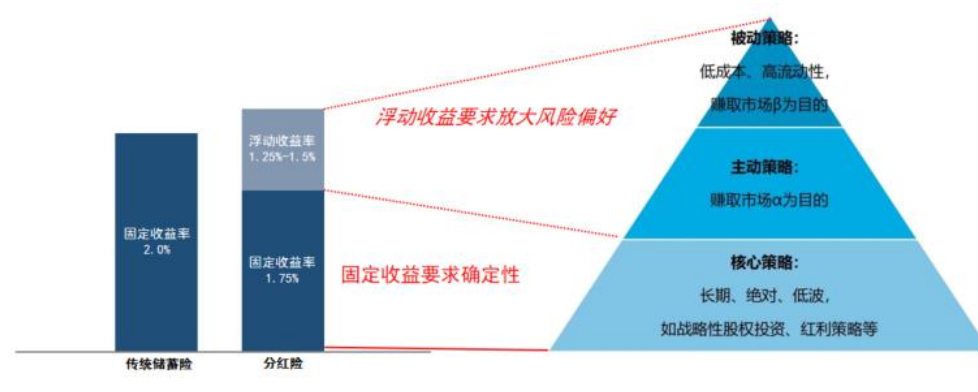
图11: 分红险红利运作方式



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

不同类型保险账户之间的资产配置存在一定差异。传统账户因会计分类方式变化降低对权益类资产的配置偏好以控制利润表波动，而分红、万能账户的风险偏好在新准则后可提升，有利于加大权益资产配置，稳定相应保险产品长期回报水平。

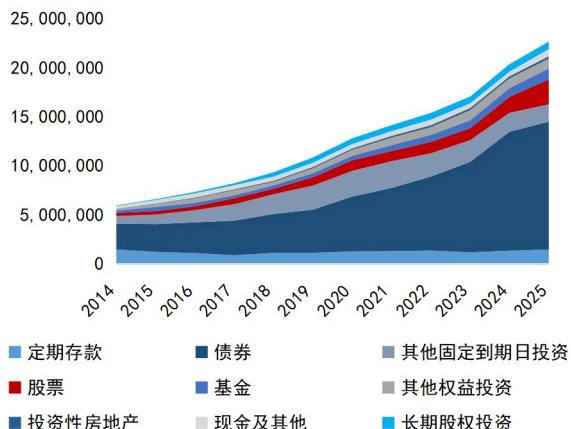
图12: 险资权益资产配置结构分层



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

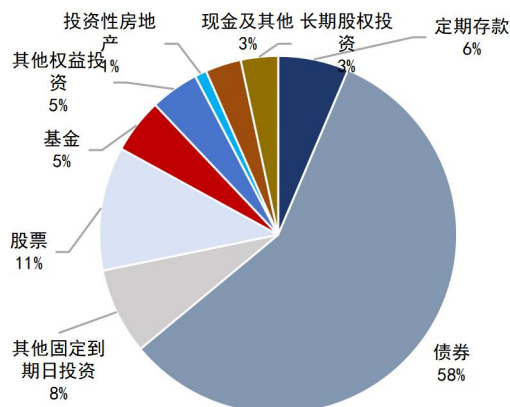
投资端是 2025 年保险行业业绩增长的核心驱动力。在长端利率低位运行与资本市场结构性回暖交织的宏观环境下，上市险企大幅增配二级权益资产，实现了投资收益的历史性突破。截至 2025 年末，五家 A 股上市险企投资资产合计同比增长约 13%，权益配置力度显著加大。从资产配置结构看，2025 年险资增配债券的趋势明显放缓，股票和基金占比大幅提升。上市险企债券投资规模虽仍在增长，但年末平均占比降至 50%，同比下降 1.8 个百分点；与此同时，各公司普遍大幅增配股票和权益基金，年末股票+权益基金平均占比达 14.4%，同比提升 3.5 个百分点。从个股维度看，中国人寿公开市场权益投资规模已突破 1.2 万亿元，股票和基金配置比例由 12.18% 提升至 16.89%，较年初增加超 4500 亿元；中国平安股票及权益型基金占比由 9.9% 大幅升至 19.2%，股票占比升至 14.8%，为上市险企中最高；中国人保股票持仓金额同比增长 176%，占比由 3.7% 大幅提升至 8.7%；新华保险和中国太保的权益资产占比分别提升 2.4 个和 2.2 个百分点。

图13: 上市险企资产配置规模及结构 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。上述数据主要包含中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险、中国太平、阳光保险。

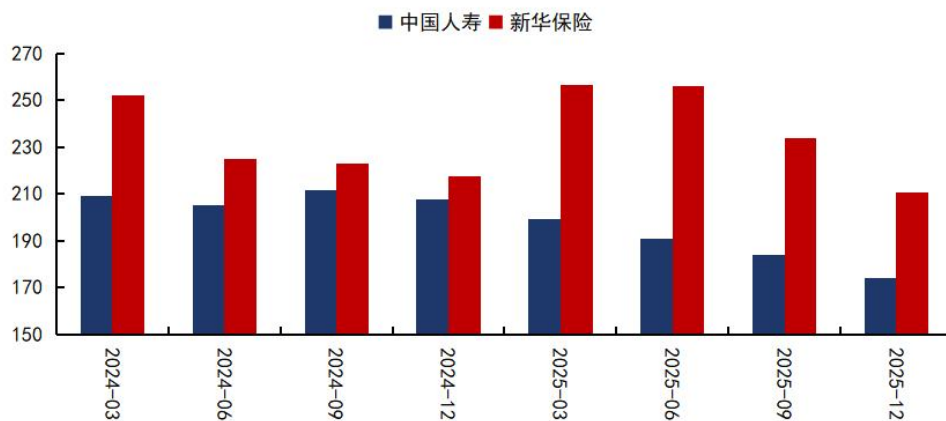
图14: 2025年上市险企资产配置结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。上述数据主要包含中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险、中国太平、阳光保险。

当前险资面临偿付能力充足率下行、权益仓位处于历史高位的双重约束, 大类资产配置核心逻辑从收益优先转向防御优先, 以资本效率为核心, 平衡风险管控与长期收益目标。在股票资产端, 险资未来或总量上以控仓稳敞口为主, 减少权益波动对偿付能力的持续冲击; 结构上聚焦低波动、低资本占用、高股息的红利类资产与大盘蓝筹标的, 同时加大长期股权投资布局。

图15: 中国人寿与新华保险综合偿付能力充足率有所下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

居民融资资金: 去杠杆开始

年初以来, A股市场震荡加剧、赚钱效应持续走弱, 居民部门在权益市场呈现显著的去杠杆、降风险偏好特征。一是融资资金规模持续回落, 两融余额自年初高位震荡下行, 杠杆资金整体呈离场态势, 居民主动收缩权益杠杆敞口, 压降负债端风险。截至4月1日, A股融资余额2.59万亿元、较2025年高点下降超1,300亿元。二是融资净买入额显著放缓。三是新增投资者开户数走低, 作为居民入市

意愿的前瞻指标，或显示新增入市资金供给不足。居民权益端去杠杆，本质是市场波动下风险偏好收缩、投资收益预期转弱的直接体现，也进一步加剧了市场资金面的承压格局。

图16: 融资余额规模年初以来趋于下降 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 2025年初以来累计融资净买入额变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 上交所 A 股月度新增开户数 (单位: 万户)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

私募资金：规模处于高位，指数波动加大导致量化降杠杆压力

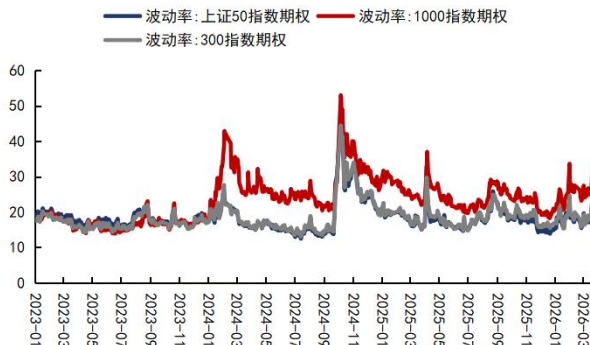
优异超额业绩吸引资金大幅流入，量化资金存量规模处于历史高位。截至 2026 年 2 月，我国私募证券投资基金规模已达 7.35 万亿，处历史高位。主流的指增、高频、市场中性策略普遍通过加杠杆放大收益，高规模对应着庞大的杠杆敞口基数；同时同质化策略扎堆导致交易拥挤度高企，策略容错空间大幅收窄，为集中去杠杆埋下隐患。同时，指数波动率超预期上升，打破了量化模型基于历史数据的波动率假设，易引发策略净值超预期回撤，触发产品预警线与止损线，倒逼机构被动降杠杆。此外，量化策略高度依赖市场流动性与成交活跃度，缩量环境下交易滑点显著抬升，超额收益快速衰减甚至策略失效，进一步强化了被动去杠杆的刚性约束。

图19: 私募证券投资基金规模变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 主要指数波动率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

外资：大幅流入的逻辑不够扎实

根据2026年2月16日出版的第4期《求是》杂志（2026年“十五五”开局之年的关键指导性文件），“坚持内需主导，建设强大国内市场”被列为2026年经济工作第一项重点任务。相较于以往的“扩大内需”表述，最新的提法更强调“主导”地位和“强大”定性，意味着内需不仅是“压舱石”，更是未来增长的“主引擎”。外资再度流入国内资本市场的前提在于“经济企稳”向上，也就是需要扩大内需等政策得到验证。

图21: 外资持有境内股票和境内债券规模 (单位: 亿元)

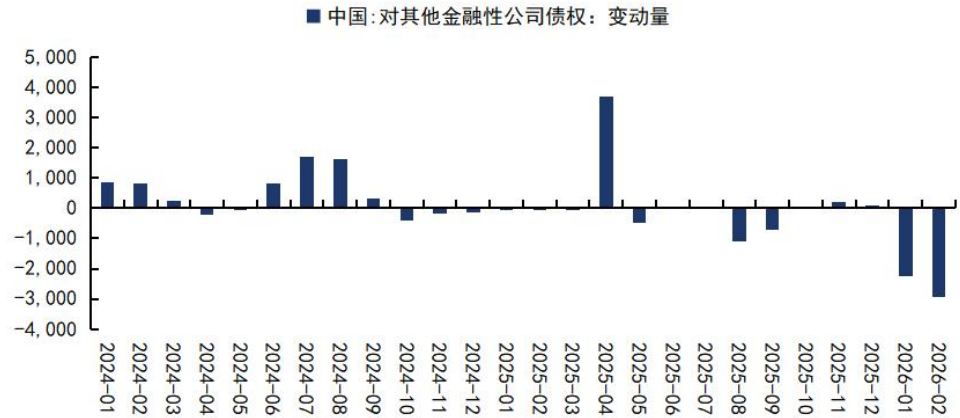


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中央汇金：“类平准基金”注重资本市场稳定

现代货币体系中，资本市场并非央行货币政策的核心目标。但当资本市场遭遇极端波动（如暴跌、流动性枯竭），可能引发金融风险向实体传导时，央行会通过定向流动性工具介入，以“风险防控”为核心提供资金支持。2024年以来，流动性支持对于资本市场稳定至关重要，2024年初、2024年中、2025年4月等市场大幅波动期间，央行显著加大了对其他金融性公司的流动性投放。2026年初以来，流动性回收态势明显。

图22: 央行对其他金融性公司债权变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 汇金重仓ETF资金流向与沪深300指数收盘价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 汇金重仓ETF资金流向与A股成交额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

当前 A 股市场波动中枢持续抬升，居民与机构端去杠杆进程延续，资金流出压力开始出现，市场成交额连续萎缩，市场风险偏好有所承压。在此背景下，非银金融板块兼具估值安全边际、业绩确定性与政策红利，是震荡市中攻守兼备的优质配置方向，核心推荐四条投资主线。

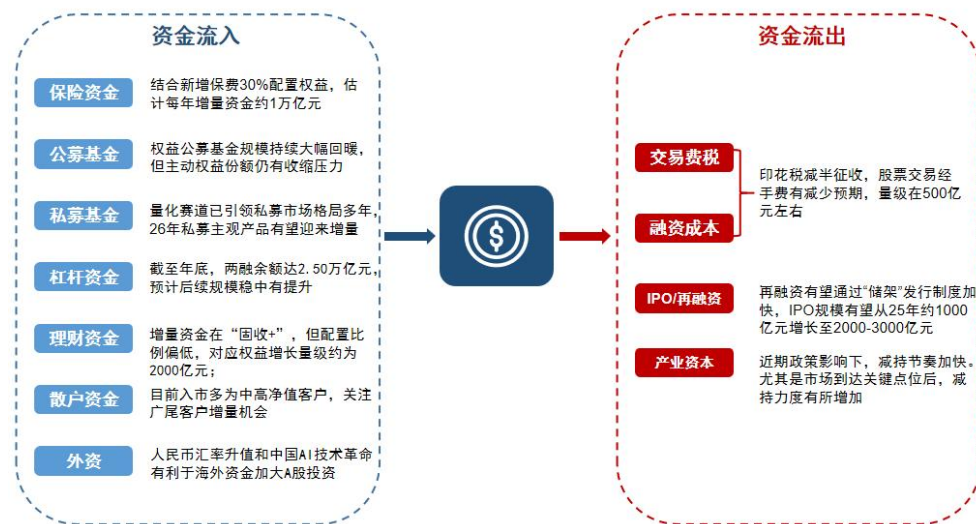
1、大而稳健的龙头券商，重点推荐中信证券、华泰证券。行业马太效应持续强化，两家机构作为行业龙头，在资本实力、全业务链布局、风控体系上具备绝对优势，市场波动中抗风险能力突出；同时资本市场深化改革持续推进，政策红利持续释放，龙头券商直接受益，当前估值处于历史低位，具备极强的防御属性与估值修复弹性。

2、江苏金租。公司业绩增长稳健，高股息红利属性突出，资产质量持续优化，业务聚焦民生与高端制造领域，现金流稳定。在市场去杠杆、资金偏好稳健的环境下，其低波动、高分红的特性能有效对冲市场波动，契合当前稳健型资金的核心配置需求。

3、瑞达期货。公司深耕期货经纪与资管业务，资管特色鲜明，2025 年资管规模同比近乎翻倍，业绩同比增长超 40%。当前衍生品市场持续扩容，行业景气度高企，公司核心业务有望持续放量，具备差异化的成长优势与业绩弹性。

4、防守型保险标的。当前保险板块估值约为 0.5x - 0.9x PEV 低位区间，是估值洼地，我们认为“业绩端担忧释放+大盘趋于稳定”是后续保险股上涨的核心催化，近期大盘波动延续，建议关注中国平安、中国太保、中国财险等防守型标的。

图25：资本市场资金平衡表



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济下行风险：宏观经济增速不及预期，将压制资本市场整体景气度，拖累非银板块核心业务盈利表现。

市场大幅波动风险：A股持续宽幅震荡、成交持续缩量，将直接冲击券商经纪、两融及期货资管等核心业务收入。

金融监管政策收紧风险：资本市场及非银金融行业监管政策超预期收紧，将对相关机构业务开展形成约束。

行业竞争加剧风险：非银金融行业同质化竞争持续加剧，可能导致行业整体盈利空间被持续挤压。

资金持续流出与流动性风险：市场去杠杆进程延续，资金持续流出，将加剧板块估值承压与个股流动性波动。

标的业绩不及预期风险：推荐标的核心业务进展、盈利表现不及市场预期，将导致股价表现不及预期。

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