银行

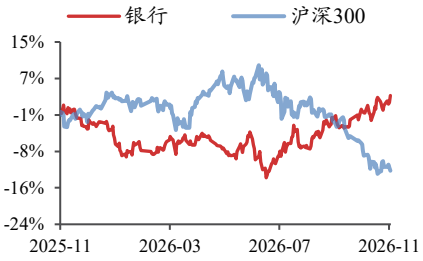
2026 年 11 月 15 日

政府债征税情景下的新券溢价补偿测算

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政府债发行提速支撑社融，实体信贷需求仍待修复—10 月金融数据点评》-2026.11.15

《政府债利息征税情景推演：比价重构与业绩影响—行业点评报告》-2026.11.12

《红利长存，择优而投——银行行业 2027 年度投资策略》-2026.11.11

刘呈祥（分析师）
liuchengxiang@kysec.cn
证书编号：S0790523060002

张意宣（联系人）
zhangyixuan1@kysec.cn
证书编号：S0790126070044

● **测算 10Y 国债新券税收溢价补偿约 45BP，分担 50%情景下老券上涨 1.8%**

估算全市场国债边际加权税率约为 21.8%，以 2026 年 11 月 13 日中债登 10 年期国债收益率 1.61%为基准，政策若恢复征收企业所得税。无抢老券情形新券须定价 2.06%、补偿 45bp；但新老划断下老券供给冻结、银行抢券会压低老券二级市场收益率，基准假设新老券分担税负各 50%，则新券定价 1.84%，实际补偿约 22bp，老券价格上涨约 1.8%。当年新发行约 25 万亿元政府债对应年增税约 1040 亿元，其中商业银行自营新买入部分承担约 810 亿元。

● **银行持债避税效应讨论：不宜扣除负债成本做单笔测算**

上市行汇算口径展示，免税收入的抵减项是一个不与负债成本对冲的纯纳税调减，以工商银行 2026 年上半年税率调节表为例：免税收入的影响为−403.1 亿元，按 25%法定税率倒算隐含免税收入约 1612 亿元，附注明确其主要为国债、地方政府债券利息收入的影响，该调减项不涉及负债成本，负债成本已在税前利润中全额扣除。**免税收入与不征税收入的扣除规则不同。**《企业所得税法实施条例》第二十八条仅规定“不征税收入用于支出所形成的费用不得扣除”，对免税收入没有同等限制；国税函 [2010] 79 号第六条明确：“企业取得的各项免税收入所对应的各项成本费用，除另有规定者外，可以在计算企业应纳税所得额时扣除。”国债与地方债利息适用这一规则，银行几乎不涉及不征税收入调整。

● **从需求方看，全市场投资政府债边际税率测算**

政策调整后，测算国债边际税率提高至约 21.8%，地方债边际税率提高至约 23.0%。非法人产品并非单一纳税主体，须按产品类型穿透至最终投资者。公募基金（含债券型、混合型）依据财税[2008]号第二条对其债券买卖及债券利息收入暂不征收企业所得税，约占非法人产品持仓的 60%；银行理财产品层面非独立企业所得税纳税主体，其增值税按财税[2016]140 号、财税[2017]56 号以 3%简易计税，企业所得税穿透至投资人，实际边际税率约 5%，约占 15%；专户理财、券商资管、信托计划、年金等 25%部分，资金主要来自银行自营、保险等应税机构，按 25%穿透。三部分加权：60% × 0+15% × 5%+25% × 25%=7.0%。

● **新老券分担比例决定新券补偿幅度与老券资本利得**

征税后，对边际纳税买方，新老券税后收益理论上行应该相等。分担比例 α 由零税买方承接能力与银行抢券强度博弈决定，基准取 α=0.5；老券价格按久期 8 年近似，基准情景上涨约 1.8%，FVOCI 账户下直接增厚其他综合收益。大类资产比价看，若新老券各分担一半，10Y 国债新券综合收益率仍高出 10Y 国开债约 8bp；若仅分担 20%，则 10Y 国债、地方债已落后国开债，市场或已反映到位，关键在定价权归属与分担比例。对银行而言，动态来看由于新配债券收益率上行，银行的名义收入获得提振，在溢价补偿充分的情况下，对净利润的影响比较有限。

● **风险提示：**政策落地的不确定性风险；新老券分担比例与定价判断的偏差；溢价补偿测算偏差等。

目 录

1、 核心结论 3
2、 银行持债避税效应讨论：不宜扣除负债成本做单笔测算 3
3、 从需求方看，全市场投资政府债边际税率测算 4
4、 新老券分担机制与溢价补偿 5
5、 政策的财政与税负影响 7
6、 风险提示 7

图表目录

图 1： 以工商银行为例，所得税费用与会计利润的关系示意 3
图 2： 扣除负债成本和不扣除成本提供的免税效应对比 4

表 1： 政府债征税后，测算全市场投资国债边际税率提高至 21.8%（单位：亿元） 5
表 2： 政府债征税后，测算全市场投资国债边际税率提高至 23.0%（单位：亿元） 5
表 3： 以 10Y 国债为例，在新老券各分担一半税收溢价的情况下，新券利率定价在 1.84%左右，老券上涨 1.8% 6
表 4： 若动态考虑新券分担一半的税收溢价补偿，10Y 国债仍较 10Y 国开债高出 8BP 的综合贡献 6
表 5： 若假设新券只分担 20%的税收溢价补偿，10Y 国债、地方债收益率当前都已落后国开债，市场已反映到位 7

1、 核心结论

以 2026 年 10 月末社融口径政府债券余额 106.41 万亿元，全市场国债边际加权税率 t_w 约为 21.8%。以 2026 年 11 月 13 日中债登 10 年期国债收益率 1.61%为基准，政策若恢复征收企业所得税。无抢老券情形新券须定价 2.06%、补偿 45bp；新老划断下老券供给冻结、银行抢券压低老券二级市场收益率，**基准假设新老券分担税负各 50%，新券定价 1.83%，实际补偿约 22bp，老券价格上涨约 1.8%。**当年新发行约 25 万亿元政府债对应年增税约 1040 亿元，其中商业银行自营新买入部分承担约 810 亿元。

2、 银行持债避税效应讨论：不宜扣除负债成本做单笔测算

有观点认为企业所得税只对盈利部分征收，那么假设债券收益率 1.6%，对应负债成本 1.2%，银行政府债投资的避税效应约为（1.6%-1.2%）*25%，也就是约 10bp。这种处理方法有失偏颇，成立的前提是银行只做债券投资业务，资金来源和应用能做到一一匹配，但实际上肯定不会。

可以认为，在负债规模、结构及定价明确的情况下，银行的利息支出是刚性的，与资产端安排无关。如果某家城商行平均付息率非常高在 2%以上，配置债券几乎都是没有利差的，难道政府债投资对全行应税基数就没贡献了吗，显然不是。

上市行汇算口径展示，免税收入的抵减项是一个不与负债成本对冲的纯纳税调减，以工商银行 2026 年上半年税率调节表为例：免税收入的影响为−403.1 亿元，按 25%法定税率倒算隐含免税收入约 1612 亿元，附注明确其主要为国债、地方政府债券利息收入的影响；该调减项不涉及负债成本，负债成本已在税前利润中全额扣除。

图1：以工商银行为例，所得税费用与会计利润的关系示意

40.2 所得税费用与会计利润的关系

本集团境内机构的所得税税率为 25%。境外机构按照其经营国家（地区）适用税率计算所得税费用。本集团根据税前利润及中国法定税率计算得出的所得税费用与实际所得税费用的调节列示如下：

	截至 6 月 30 日止六个月	
成本扣除体现在全行总的应税利润中	2026 年	2025 年
税前利润	210,010	199,008
按中国法定税率计算的所得税费用	52,503	49,752
其他国家和地区采用不同税率的影响	(371)	(310)
不可抵扣支出的影响 (1)	22,991	18,635
免税收入的影响 (2)	(40,306)	(36,705)
分占联营及合营企业收益的影响	(208)	(281)
其他影响	(1,074)	(886)
所得税费用	33,535	30,205

（1） 不可抵扣支出主要为不可抵扣的资产减值损失和核销损失等。
（2） 免税收入主要为中国国债及中国地方政府债利息收入。

此处免税影响不涉及负债成本

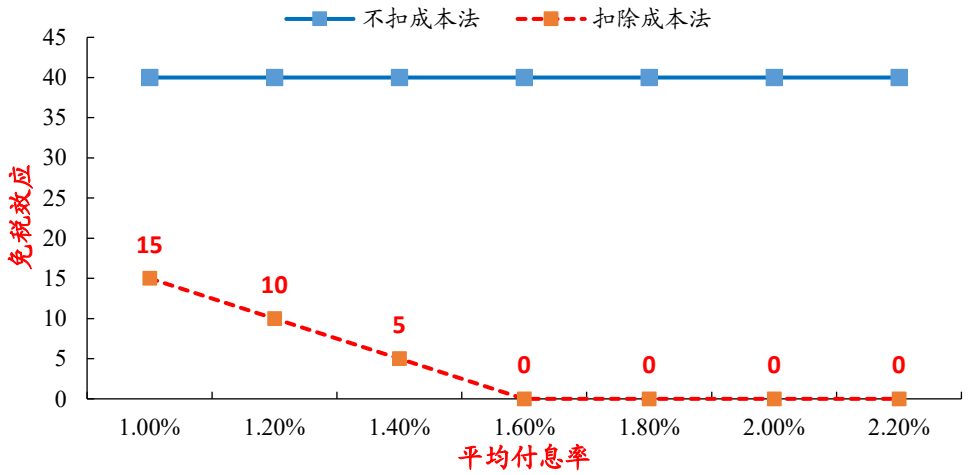
资料来源：工商银行财报、开源证券研究所

免税收入与不征税收入的扣除规则不同。《企业所得税法实施条例》第二十八条仅规定“不征税收入用于支出所形成的费用不得扣除”，对免税收入没有同等限制；国税函[2010]79 号第六条明确：“企业取得的各项免税收入所对应的各项成本费用，除另有规定者外，可以在计算企业应纳税所得额时扣除。”国债与地方债利息同属企业所得税法第二十六条规定的免税收入，适用这一规则。

这意味着实施条例第二十八条“不征税收入对应费用不得扣除”对银行不发生实际约束。银行利润表中唯一的大额免税收入就是国债与地方债利息，适用国税函[2010]79 号第六条——免税收入对应成本费用可以扣除。工行税率调节表中“免税收入的影响-403.1 亿元”是一个纯纳税调减，对应的负债成本已全额在税前扣除，与不征税收入规则无关。

政府债的增量避税效应等于票面利息乘以边际税率，与资金成本无关。据此我们测算若配置政府债的票面利率若为 1.6%，此前提供给银行的免税效应约 1.6%*25%=40BP。

图2：扣除负债成本和不扣除成本提供的免税效应对比



数据来源：开源证券研究所（注：1、假设票息率为 1.6%、企业所得税率为 25%；2、扣除成本法为（票息-付息率）*25%）

3、 从需求方看，全市场投资政府债边际税率测算

政府债的边际税率不是 25%，而是按持有者结构加权后的 t_w。恢复征税后，不同买方的税后持有意愿决定新券定价：商业银行、保险机构等一般企业适用 25%法定税率；公募基金依据财税[2008]1 号对债券利息暂不征收企业所得税，边际税率为 0；境外机构与央行在现行税制下不承担中国企业所得税；柜台个人与储蓄国债持有人同属免税主体。直接用 25%测算会高估税负、低估新券可发行利率，必须按各买方持仓权重加权。

政策调整后，测算国债边际税率提高至约 21.8%，地方债边际税率提高至约 23.0%。非法人产品并非单一纳税主体，须按产品类型穿透至最终投资者。公募基金（含债券型、混合型）依据财税[2008]1 号第二条对其债券买卖及债券利息收入暂不征收企业所得税，约占非法人产品持仓的 60%；银行理财产品层面非独立企业所得税纳税主体，其增值税按财税[2016]140 号、财税[2017]56 号以 3%简易计税，企业

所得税穿透至投资人，实际边际税率约 5%，约占 15%；专户理财、券商资管、信托计划、年金等 25%部分，资金主要来自银行自营、保险等应税机构，按 25%穿透。三部分加权：60% × 0+15% × 5%+25% × 25%=7.0%。

表1：政府债征税后，测算全市场投资国债边际税率提高至 21.8%（单位：亿元）

分类	2026 年 9 月末	占比	边际税率	加权贡献
债券市场	425131	94.53%	-	21.04%
商业银行	300352	66.78%	25%	16.70%
信用社	2978	0.66%	25%	0.17%
保险机构	9682	2.15%	25%	0.54%
证券公司	10936	2.43%	25%	0.61%
非法人产品	36517	8.12%	7%	0.57%
境外机构	20397	4.54%	0%	0.00%
其它	44269	9.84%	25%	2.46%
柜台市场	11100	2.47%	0%	0.00%
其他市场	13519	3.01%	25%	0.75%
合计	**449750**	**100.00%**		**21.79%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：政府债征税后，测算全市场投资国债边际税率提高至 23.0%（单位：亿元）

分类	2026 年 9 月末	占比	边际税率	加权贡献
银行间债券市场	574231	95.15%	-	21.75%
商业银行	411797	68.23%	25%	17.06%
信用社	2639	0.44%	25%	0.11%
保险机构	27344	4.53%	25%	1.13%
证券公司	5935	0.98%	25%	0.25%
非法人产品	67930	11.26%	7%	0.79%
境外机构	177	0.03%	0%	0.00%
其它	58408	9.68%	25%	2.42%
柜台市场	379	0.06%	0%	0.00%
其他市场	28923	4.79%	25%	1.20%
合计	**603533**	**100.00%**		**22.95%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 新老券分担机制与溢价补偿

征税后，对边际纳税买方，新老券税后收益理论上行应该相等。新老划断下，老券供给冻结而免税存量不变，银行配置盘从新券切向老券的抢券行为压低老券二级市场 YTM，税负在新老券之间的分担比例 α 由此形成。α=0 对应新券全额承担、老券利率不动，即市场无抢券；α=1 对应老券 YTM 下行 45bp、新券利率回到政策前 1.61%，即新券完全不补偿。实际 α 由两类力量博弈决定：公募基金、境外机构、央行等零税买方对新券的承接能力决定 y_new 上限，银行自营对老券的抢券强度决

定 y_old 下行幅度。地方债流动性弱、持有人以银行持有至到期为主，抢券压低 YTM 的幅度弱于国债，基准取 α=0.5，即新老券各分担一半税楔。老券价格变动按久期近似 ΔP/P ≈ D × Δy 测算，假设久期 8 年，基准情景下老券价格上涨约 1.8%，FVOCI 账户下直接增厚其他综合收益。

表3：以 10Y 国债为例，在新老券各分担一半税收溢价的情况下，新券利率定价在 1.84%左右，老券上涨 1.8%

y_old（老券二级 YTM）	y_new = y_old/（1-21.8%）	老券分担比例	新券实际补偿	老券价格变动（× 假设久期 8 年）
1.61%（新券全额承担）	2.06%	0%	44.8bp	/
1.48%	1.93%	30%	31.4bp	+1.1%
1.39%（基准）	**1.84%**	**50%**	**22.4bp**	**+1.8%**
1.30%	1.75%	70%	13.4bp	+2.5%
1.25%	1.70%	80%	8.9bp	+2.9%
1.16%（老券全额承担）	1.61%	100%	0	+3.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从大类资产比价上看，如果我们取新老券各分担一半的税负，那么 10Y 国债新券综合收益率仍高出 10Y 国开债 8 BP。但若假设新券仅分担 20%的税收溢价补偿，10Y 国债、地方债收益率目前都已落后国开债，市场已反映到位。

所以关键是本次税收规则调整，定价权是在需求端还是在供给端，以及新老券的分担比例是多少。

表4：若动态考虑新券分担一半的税收溢价补偿，10Y 国债仍较 10Y 国开债高出 8BP 的综合贡献

	企业贷款	票据贴现	消费贷	按揭贷款	国债 10Y	国债 30Y	国债（新）10Y	国债（新）30Y	国开债 10Y	地方债 10Y	地方债（新）10Y
名义收益率	**2.96%**	**0.74%**	**3.00%**	**3.05%**	**1.61%**	**2.06%**	**1.84%**	**2.37%**	**1.72%**	**1.66%**	**1.91%**
负债成本率	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%
税收成本	0.87%	0.22%	0.88%	0.89%	0.09%	0.12%	0.54%	0.69%	0.50%	0.09%	0.56%
增值税	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*
所得税	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*0%*	*0%*	*25%*	*25%*	*25%*	*0%*	*25%*
资本成本	*0.42%*	*0.42%*	*0.39%*	*0.16%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.06%*	*0.06%*
资本转换系数	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*
资本成本率	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
风险权重	*67%*	*67%*	*62%*	*26%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*10%*	*10%*
存款派生收益	*0.63%*	*0.00%*	*0.11%*	*0.32%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
信用成本	*0.98%*	*0.00%*	*2.45%*	*0.62%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
综合收益率	***1.32%***	***0.10%***	***-0.61%***	***1.69%***	***1.52%***	***1.94%***	***1.30%***	***1.67%***	***1.22%***	***1.51%***	***1.29%***

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2026.11.13）

表5：若假设新券只分担 20%的税收溢价补偿，10Y 国债、地方债收益率当前都已落后国开债，市场已反映到位

	企业贷款	票据贴现	消费贷	按揭贷款	国债10Y	国债30Y	国债（新）10Y	国债（新）30Y	国开债10Y	地方债10Y	地方债（新）10Y
名义收益率	**2.96%**	**0.74%**	**3.00%**	**3.05%**	**1.61%**	**2.06%**	**1.70%**	**2.18%**	**1.72%**	**1.66%**	**1.76%**
负债成本率	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%
税收成本	0.87%	0.22%	0.88%	0.89%	0.09%	0.12%	0.50%	0.64%	0.50%	0.09%	0.52%
增值税	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*
所得税	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*0%*	*0%*	*25%*	*25%*	*25%*	*0%*	*25%*
资本成本	*0.42%*	*0.42%*	*0.39%*	*0.16%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.06%*	*0.06%*
资本转换系数	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*
资本成本率	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
风险权重	*67%*	*67%*	*62%*	*26%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*10%*	*10%*
存款派生收益	*0.63%*	*0.00%*	*0.11%*	*0.32%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
信用成本	*0.98%*	*0.00%*	*2.45%*	*0.62%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
综合收益率	***1.32%***	***0.10%***	***-0.61%***	***1.69%***	***1.52%***	***1.94%***	***1.20%***	***1.54%***	***1.22%***	***1.51%***	***1.18%***

数据来源：Wind、开源证券研究所 （数据截至 2026.11.13）

5、 政策的财政与税负影响

新老划断下，仅新券利息产生纳税义务，年增税规模由当年新发行额决定。当年新发行政府债约 25 万亿元（国债约 16 万亿元、地方债约 9 万亿元），按基准新券票息 1.90%、按 t_w21.8%测算，当年新券对应年增税约 1040 亿元。老券存量在政策生效前已发行，利息继续免税，不产生新的税收增量；随老券逐年到期、新券接续发行，应税存量逐年累积，约 10 年换发周期后全部政府债存量纳入征税范围，年增税兑现至存量口径。

商业银行是政策税负的主要承担方。银行自营持有政府债约 72.3 万亿元，占全市场 68%，按 25%法定税率、按当年新买入 17 万亿元（25 万亿×68%）、票息 1.90%测算，当年新券对应银行年增税约 810 亿元，占全市场年增税的 78%。其余约 230 亿元由保险机构、其他金融机构及非金融企业按 25%税率分担，公募基金、境外机构、央行与个人等零税买方不受影响。

对银行利润表的影响通过平均实际税率（ETR）渐进体现。当前上市银行 ETR 约 15%-16%，主因政府债免税收入抵减约 9-10 个百分点；随新券换发累积，免税收入抵减项逐步消退，ETR 趋于抬升，静态测算约影响当年利润 3 个百分点。该影响沿到期结构逐渐释放，FVOCI 账户下老券 YTM 下行带来的估值浮盈可部分对冲税负上升。静态测算结果详见此前报告《政府债利息征税情景推演：比价重构与业绩影响》。动态来看，由于新配债券收益率上行，银行的名义收入获得提振，在溢价补偿充分的情况下，对净利润的影响比较有限。

6、 风险提示

政策落地的不确定性风险；新老券分担比例与定价判断的偏差；溢价补偿测算偏差等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn