

相关研究

《盈利:科技和消费领衔增长——24年A股展望系列1》2023.12.05

《硬科技的区域分布和股市占比》2023.11.28

《穿越彷徨》2023.10.30

## 资金：重回增量市场

# ——24年A股展望系列3

### 投资要点：

- **核心结论：**①长期视角下A股配置型力量有望持续壮大，增量资金源自居民资产配置迁移、长线机构资金布局权益。②2023年A股增量资金不明显，源于宏观和市场环境波动导致投资者风险偏好阶段性下移。③展望2024年，内外积极因素有望支撑风险偏好修复，进而带动资金回流，全年增量有望超万亿。
- **远景展望：配置型力量向权益迁移。**过去长时间以来，A股市场有别于海外成熟市场的一个明显特征是市场波动较大，行情与资金流向的关系较紧密，这主要源自于过去A股更偏向是交易型市场，配置型资金在市場中的比例相对较小。但从长期视角来看，未来我国居民及机构的配置型资金或有望持续向权益资产迁移。19年初以来我们指出，中长期维度看我国居民资产配置有望趋势性地从房市转移至股市。核心原因是前期促使居民超配地产的两大因素正在发生转变。再看机构投资者，和美国做横向对比，可以发现我国长线资金对权益的配置比例同样较低。往后看，地产行业发展模式的变化或将使得我国机构投资者配置非标资产的空间进一步缩小，届时权益类资产有望成为长线资金收益率的另一个增长点。
- **23年回顾：资金风险偏好阶段性下降。**2023年我国风险资产价格走弱，与流动性环境背离。从长期来看配置型资金有望持续入市，但具体回顾2023年的流动性环境，可以发现23年我国的宏观流动性与风险资产价格的走势产生了一定程度的背离。23年以来我国宏观流动性整体保持在合理充裕水平，然而从资产表现来看，年内我国多数投资品的走势反而趋弱，出现了资产价格与流动性环境背离的现象，尤其是权益市场的表现进一步趋弱。那么资金究竟流向了哪些资产？我们在《各类资产对比：钱去哪了？-20230613》中分析过，尽管23年我国的宏观流动性仍维持合理充裕，但从微观视角下资金可能主要流向了定期存款及稳定收益的低风险资产，例如货币基金。此外，从两类微观主体的行为可见，2023年来投资者确实存在风险偏好下移的倾向。一是2023年偏股型基金中波动相对较低的ETF份额明显提升，而风险相对更高的偏主动管理类偏股基金份额出现下降。二是外资在中国大陆的资产配置也出现了朝低风险资产转移的现象。
- **24年展望：风险偏好回升带来增量资金。**2023年A股市场投资者风险偏好下降导致入市增量资金不明显，展望2024年，我们认为内外部因素共振有望使投资者风险偏好重新得到提振。首先内部因素方面我们在《盈利：科技和消费领衔增长——24年A股展望系列1-20231205》中分析过，随着本轮的库存周期见底回升，24年财政政策有望进一步加码稳增长推动宏观经济复苏，A股的微观基本面也有望随之改善，预计全A归母净利润同比有望恢复至5%-10%，宏观基本面的修复将有望支撑投资者前期悲观情绪得到一定的修正。其次外部因素方面，明年海外流动性的转松有望进一步提振投资者情绪。23年12月的FOMC议息会议中美联储已经释放明显转向的信号，点阵图大幅下调明年的利率中枢，9成的成员认为明年要降息，即明年整体来看美联储紧缩的压力将逐渐放缓。对于A股市场而言，海外流动性的边际宽松有助于缓解国内货币政策压力，支撑投资者、尤其是海外投资者的风险偏好提升，进而为A股市场带来增量资金的回补。
- **风险提示：**资金面数据多为大致估算，与真实情况或有出入；部分数据的预测基于大势研判观点，或因未来行情改变而改变。

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zxx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

## 目 录

---

1. 远景展望：配置型力量向权益迁移 .....	4
2. 23 年回顾：资金风险偏好阶段性下降 .....	5
3. 24 年展望：风险偏好回升带来增量资金 .....	6

## 图目录

图 1	我国居民明显高配地产低配权益.....	4
图 2	新质生产力在我国经济中的占比不断提升.....	4
图 3	1980 年代美国产业结构持续转型升级.....	4
图 4	1980 年代美国非金融企业直接融资占比上升.....	4
图 5	18 年来非标资产进入量价齐跌的通道.....	5
图 6	18 年来险资规模持续上升而非标资产规模持续下降.....	5
图 7	23 年前 10 个月货币基金新发+净申购规模明显较大.....	6
图 8	23 年我国住户定期存款同比增速维持高位.....	6
图 9	2023 年偏股基金进一步朝被动化发展.....	6
图 10	23 年 8 月以来外资持有债券规模上升.....	6
图 11	24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10%.....	7
图 12	美国核心通胀和 10 年期美债利率走势预期 (%).....	7
图 13	基金发行情况与行情相关.....	8
图 14	融资余额变动方向和行情走势高度相关.....	8
图 15	长期看北上资金沿趋势净流入.....	8
图 16	短期内北上资金的波动与汇率相关度高.....	8
图 17	23 年 9 月以来 IPO 数量及规模大幅下降.....	9
图 18	23 年 9 月以来产业资本减持规模大幅放缓.....	9

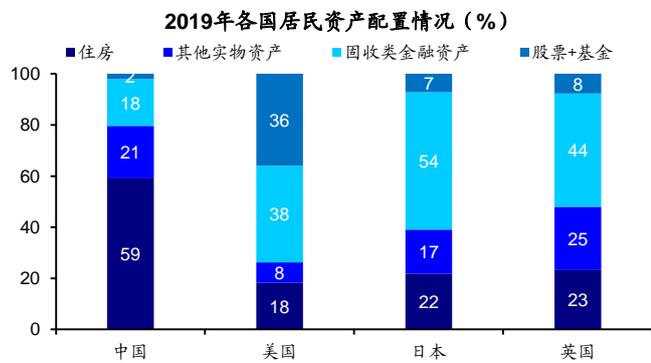
我们在 23 年 12 月 8 日发布的年度资本市场展望报告《破晓——2024 年 A 股展望-20231208》中分析过，2024 年政策发力有望推动经济和基本面实现进一步复苏，A 股行情有望边际转暖。本篇报告将从资金面的角度出发，进一步对 2023 年的资金供需整体格局进行分析。

## 1. 远景展望：配置型力量向权益迁移

过去长时间以来，A 股市场有别于海外成熟市场的一个明显特征是市场波动较大，行情与资金流向的关系较紧密，这主要源自于过去 A 股更偏向是交易型市场，配置型资金在市場中的比例相对较小。但从长期视角来看，未来我国居民及机构的配置型资金或有望持续向权益资产迁移。

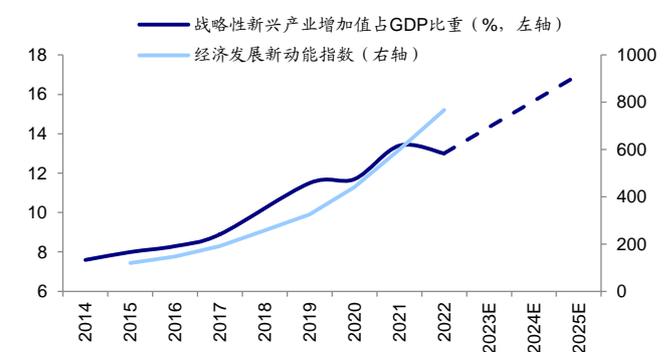
**居民端：产业和人口因素助推资产配置向权益转移。**对比各国居民的资产配置情况，长期以来我国居民的资产配置结构明显重房产轻权益，2019 年我国居民的权益类（股票、基金等）资产配置比例仅为 2%，远低于美国的 34%。19 年初以来我们在《现在类似 2005 年-20190217》、《我们终将俯瞰现在——再论当前中国类似 1980 年代美国-20191217》等多篇报告中指出，中长期维度看我国居民资产配置有望趋势性地从房市转移至股市。核心原因是前期促使居民超配地产的两大因素正在发生转变：一是产业因素，目前我国经济的主导产业正逐渐从地产链向现代产业过渡，对应整个社会的融资结构也将以银行信贷为主导转变为以股权融资为主导，类似 1980 年代后美国科技、消费迅速发展期间股权融资占企业总融资比重从 1970-1986 年的 35% 左右迅速升至 1990 年代的 50% 左右。二是人口因素，我国平均人口年龄已经由 2000 年的 31 岁上升至 2020 年的 38.8 岁，若按照人口年龄周期看，25-39 岁为住房刚需人群，未来我国购房的刚需人口逐年下降，此外从人均住房面积看，2020 年我国人均住房面积已达 41.8 平方米，接近英、法等发达国家水平，居民对地产的刚需配置力度将趋势性下降，对权益资产的配置需求将相应提升。

图1 我国居民明显高配地产低配权益



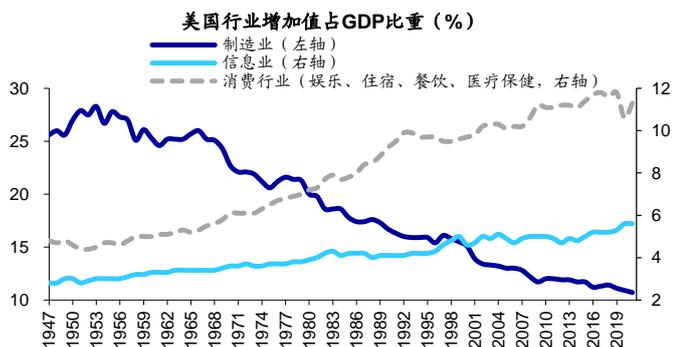
资料来源：中国人民银行，OECD，Wind，海通证券研究所

图2 新质生产力在我国经济中的占比不断提升



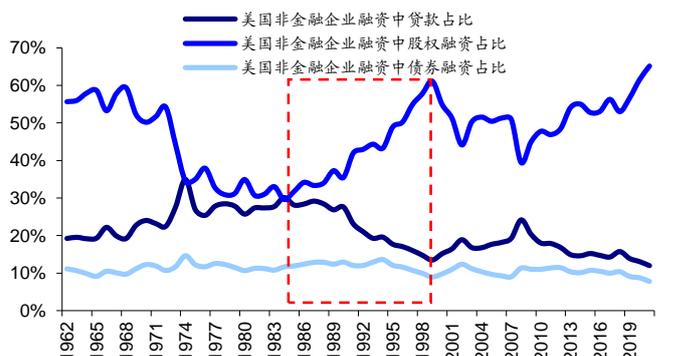
资料来源：Wind，国家统计局，中国政府网，人民日报，海通证券研究所测算

图3 1980年代美国产业结构持续转型升级



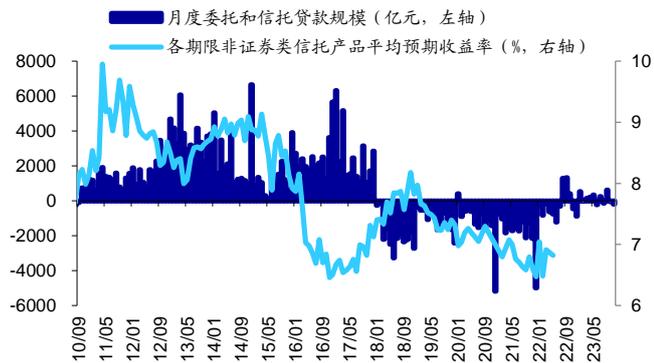
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 1980年代美国非金融企业直接融资占比上升

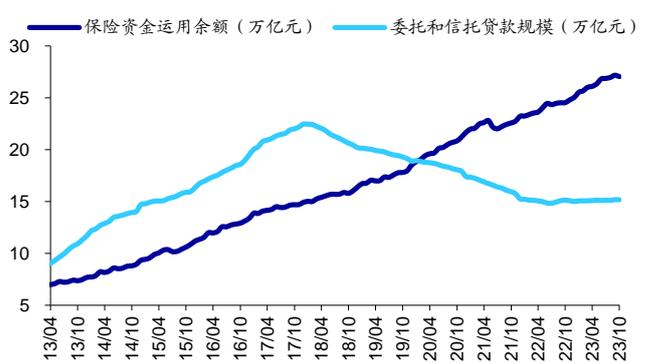


资料来源：Wind，海通证券研究所

**机构端：“资产荒”背景下长线资金将加强对权益资产的布局。**再看机构投资者，和美国做横向对比，可以发现我国长线资金对权益的配置比例同样较低，例如截至 2020 年美国的保险类资金（包括养老金和商业保险）投权益的比例约为 40%，而我国险资不到 10%。我们在《险资“资产荒”再现-20191021》和《从房市到股市：房地产税改革试点助力配置迁移-20211118》等多篇报告中分析过，长期以来我国险资和银行理财等长线资金低配权益，背后的原因之一是过去我国非标资产收益高风险低，因此在险资和银行理财中的配置比例较高。而 2018 年以来在资管新规和打破刚兑影响下非标资产的规模已经在不断压缩，社融中委托和信托贷款的存量规模已经从 18 年初的 22 万亿元降至 23 年 11 月的 15 万亿元。此外随着刚兑信仰逐步打破，非标资产收益率也进入下行通道，目前代表非标收益率的非证券类信托产品平均预期年化收益率已经从 18 年底的 8.2% 逐步下降至 22 年 6 月的 6.8%。往后看，地产行业发展模式的变化或将使得我国机构投资者配置非标资产的空间进一步缩小，届时权益类资产有望成为长线资金收益率的另一个增长点。

**图5 18 年来非标资产进入量价齐跌的通道**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图6 18 年来险资规模持续上升而非标资产规模持续下降**


资料来源：Wind，海通证券研究所

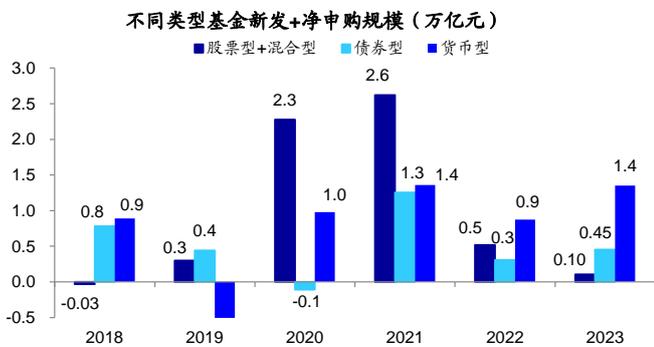
## 2. 23 年回顾：资金风险偏好阶段性下降

**2023 年我国风险资产价格走弱，与流动性环境背离。**从长期来看配置型资金有望持续入市，但具体回顾 2023 年的流动性环境，可以发现 23 年我国的宏观流动性与风险资产价格的走势产生了一定程度的背离。23 年以来我国宏观流动性整体保持在合理充裕水平，然而从资产表现来看，年内我国多数投资品的走势反而趋弱，出现了资产价格与流动性环境背离的现象，尤其是权益市场的表现进一步趋弱。具体来看，我国 1 年的 LPR 利率从 23 年初的 3.65% 降至年底（截至 2023/12/22，下同）的 3.45%，10 年期国债利率从年初的 2.82% 降至年底的 2.59%，而 A 股的部分宽基指数在 23 年全年（截至 2023/12/22）仍录得负收益。

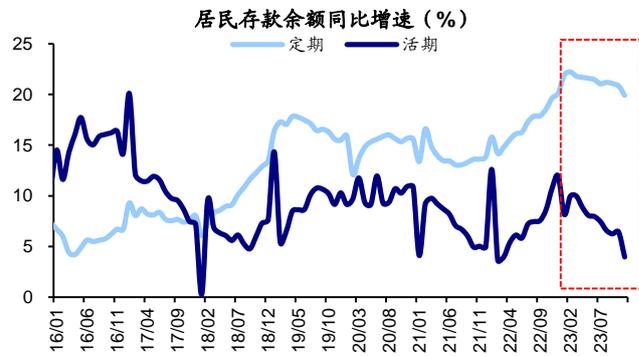
那么资金究竟流向了哪些资产？我们在《各类资产对比：钱去哪了？-20230613》中分析过，尽管 23 年我国的宏观流动性仍维持合理充裕，但从微观视角下资金可能主要流向了定期存款及稳定收益的低风险资产，例如货币基金。从 2023 年住户部门的存款余额变动情况来看，23 年前 11 月我国住户存款累计增长 15%、同比多增 18 万亿元，其中定期存款同比增长 20%、同比多增 16 万亿元，而活期存款同比增速从去年底的 12% 下滑至 4%，即居民对定期存款的倾向性进一步加强。此外我们对比了各类型公募基金新发行叠加申购赎回的规模数据，以此来侧面反映当前资金对不同类型资产的偏好情况。整体而言，23 年前 10 月货币型基金规模扩张较多，新发加申购赎回规模累计接近 1.4 万亿元，而与之相对的偏股型基金（股票型及混合型）、债券型基金新发加申购赎回规模分别仅为 0.1、0.45 万亿元，即在基金市场中资金可能集中流向了货币型基金，该情况在过去五年均未曾发生过。

**微观资金行为可见投资者风险偏好整体下移。**此外，从两类微观主体的行为可见，2023 年来投资者确实存在风险偏好下移的倾向。一是 2023 年偏股型基金中波动相对较低的 ETF 份额明显提升，而风险相对更高的偏主动管理类偏股基金份额则进一步下降。截止 23Q3，整体股票型 ETF 的份额于 23 年增加了近 4000 亿份，与之相对的偏主动管

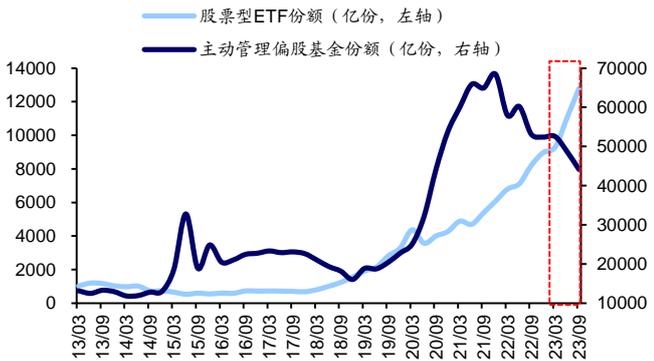
理类的偏基金份额下降了约 8000 亿份，偏股基金进一步呈被动化的发展趋势。二是外资在中国大陆的资产配置也出现了朝低风险资产转移的现象。23 年 8 月以来陆股通北上资金开始明显净流出 A 股市场，8 月 2 日至 12 月 22 日的最大净流出规模已达约 2100 亿元，全年累计净流入规模仅 250 亿元，为 2014 年陆股通开通以来历年北上净流入规模的次低值。相较而言，外资机构持有中债的规模从 23 年 8 月的 2.8 万亿元升至 11 月的 3 万亿元。

**图7 23 年前 10 个月货币基金新发+净申购规模明显较大**


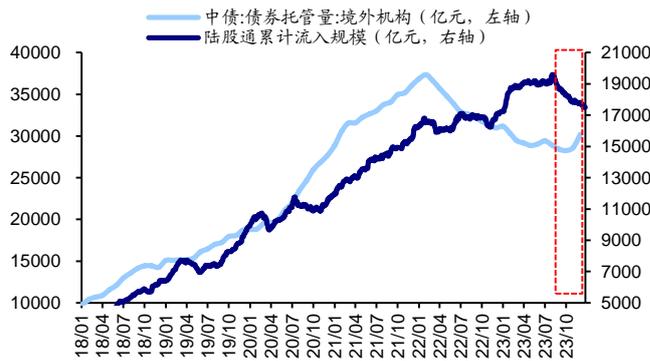
资料来源：Wind，海通证券研究所，2023 年数据截至前 10 月

**图8 23 年我国住户定期存款同比增速维持高位**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图9 2023 年偏股基金进一步朝被动化发展**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2023/10

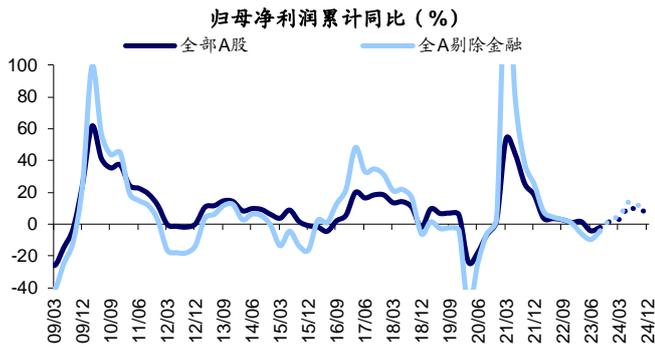
**图10 23 年 8 月以来外资持有债券规模上升**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2023/12/22

### 3. 24 年展望：风险偏好回升带来增量资金

**24 年投资者风险偏好回升带来增量资金回补。**2023 年 A 股市场投资者风险偏好下降导致入市增量资金不明显，展望 2024 年，我们认为内外部因素共振有望使投资者风险偏好重新得到提振。首先内部因素方面我们在《盈利：科技和消费领衔增长——24 年 A 股展望系列 1-20231205》中分析过，随着本轮的库存周期见底回升，24 年财政政策进一步加码稳增长推动宏观经济复苏，A 股的微观基本面也有望随之改善，预计全 A 归母净利润同比有望恢复至 5%-10%，宏微观基本面的修复将有望支撑投资者前期悲观情绪得到一定的修正。其次外部因素方面，明年海外流动性的转松有望进一步提振投资者情绪。23 年 12 月的 FOMC 议息会议中美联储已经释放明显转向的信号，点阵图大幅下调明年的利率中枢，9 成的成员认为明年要降息，即明年整体来看美联储紧缩的压力将逐渐放缓。对于 A 股市场而言，海外流动性的边际宽松有助于缓解国内货币政策压力，支撑投资者、尤其是海外投资者的风险偏好提升，进而为 A 股市场带来增量资金的回补。

图11 24年全部A股归母净利润同比增速有望达到5-10%



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图12 美国核心通胀和10年期美债利率走势预期 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算, 注: 虚线部分为预期值。

**微观资金面的具体测算: 自下而上分项加总。**在对股市的微观资金面做测算时, 我们往往先从流入和流出两个分项对资金进行拆分, 并最终进行汇总计算。

- ① 流入股市的资金主要有 5 个来源: 散户资金(用客户交易结算资金余额来测算)、杠杆资金(仅统计场内的融资余额)、国内机构资金(包括基金、保险、社保等, 其中对公募基金资金用基金份额、净值和 A 股仓位来估算, 而私募基金、资管和保险类资金则用估算的持股市值变化代表资金流入流出)、海外资金(包括 R/QFII 与陆股通)、分红及回购(只测算流入二级投资者的比例)。
- ② 流出股市的资金主要有 3 个去向: 股权融资(其中增发只考虑现金认购的规模并扣除大股东认购的比例)、产业资本净减持(通过公司股东二级市场交易明细自行计算)、交易费用(融资费用、印花税和其他交易费用)。

总体上, 如散户资金、陆股通资金等存在直接统计资金变量数据的项目我们使用相应公开数据, 而如公募、资管、险资等没有直接资金数据的项目则用持股市值变化来近似其资金入场规模。

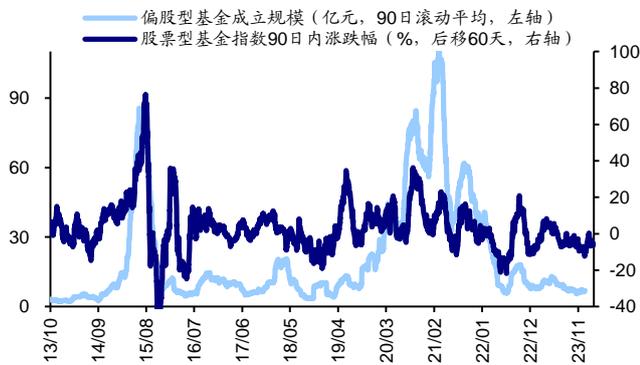
表 1 历年股市资金净流入规模测算(亿元)

	资金类型	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23/01-23/10	2024E
资金流入	银证转账	2048	8046	26887	-129	213	-1221	3621	3600	3750	150	-1025	500
	融资	2578	6737	1540	-2356	860	-2726	2565	4765	2300	-2675	1049	2000
	公募	-1387	-1297	5347	1080	-2037	125	2968	17411	18396	4255	270	4500
	ETF	-33	317	-139	-47	-13	451	-445	-302	106	927	1831	2500
	私募			1767	2809	-661	-3196	1659	3423	1018	-2412	175	1000
	资管类机构 (专户、银行理财、 券商资管、信托等)	4061	10167	15263	-6071	9756	-10902	2924	2242	-15	-2131	-1211	0
	险资	3296	1926	3066	3330	2399	2560	3299	4836	2700	2962	3454	3500
	外资		1306	829	1020	2073	2619	3434	3052	5482	1115	-185	1000
	分红	1832	2004	2230	2728	3132	3825	4408	5382	6300	7543	7424	8000
	回购	63	88	44	98	72	495	1008	673	1207	1025	629	1500
	<b>累计</b>	<b>12459</b>	<b>29293</b>	<b>56835</b>	<b>2461</b>	<b>15794</b>	<b>-7970</b>	<b>25440</b>	<b>45083</b>	<b>41245</b>	<b>10759</b>	<b>12413</b>	<b>24500</b>
资金流出	IPO	0	650	1556	1494	2296	1378	2532	4779	5426	5869	3321	3000
	再融资	2732	4313	7374	11275	6400	4626	6446	7577	8905	8450	4931	5000
	产业资本减持	831	1363	2614	1063	692	265	1836	4106	3184	2468	1750	2000
	交易税费	1111	1898	6215	3277	3011	2552	3286	5142	6491	5746	4283	4500
		<b>累计</b>	<b>4675</b>	<b>8225</b>	<b>17759</b>	<b>17109</b>	<b>12399</b>	<b>8821</b>	<b>14100</b>	<b>21604</b>	<b>24006</b>	<b>22533</b>	<b>14285</b>
	<b>资金净流入</b>	<b>7784</b>	<b>21067</b>	<b>39076</b>	<b>-14648</b>	<b>3395</b>	<b>-16791</b>	<b>11340</b>	<b>23479</b>	<b>17239</b>	<b>-11774</b>	<b>-1873</b>	<b>10000</b>

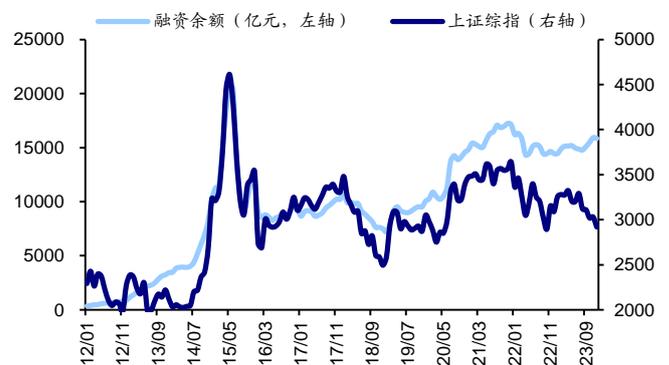
资料来源: Wind, 海通证券研究所测算, 截至 2023/12/22

**重点资金流入项目测算：2024年公募发行有望低位回升、外资或将回流。**首先测算居民入市相关资金：19年以来居民资金加速入市，但22年开始这一趋势有所放缓，主因是市场在宏观环境波折时走势较纠结。若以杠杆资金来侧面反映散户资金的变化情况，可以发现杠杆资金的变动值和行情走势密切相关，23年前10月杠杆资金净流入规模仅约1000亿元，相较19-21年历年2000-4000亿元的净流入明显缩小。此外从居民入市的另一渠道——公募基金，也可以看出23年（截止前10月）增量资金随着行情同步趋弱的现象。历史上偏股型公募基金的发行往往与历史收益率挂钩（如图13所示），因此在23年偏股公募基金收益较弱的背景下基金发行整体遇冷，2023年整体发行仅略超3000亿元，为2018年以来新低。展望2024年，我们认为行情或有望在内外积极因素推动下逐渐回暖，对应居民资金或将重新回流权益市场，居民资金及公募的增量资金有望持续入场。此外如前文所述，与偏股基金整体遇冷不同，23年股票ETF的份额逆势大幅增加，24年有望延续扩张趋势。整体而言，我们预计2024年居民银证转账额有望达500亿元、杠杆资金规模2000亿元、公募+ETF净流入规模达7000亿元。

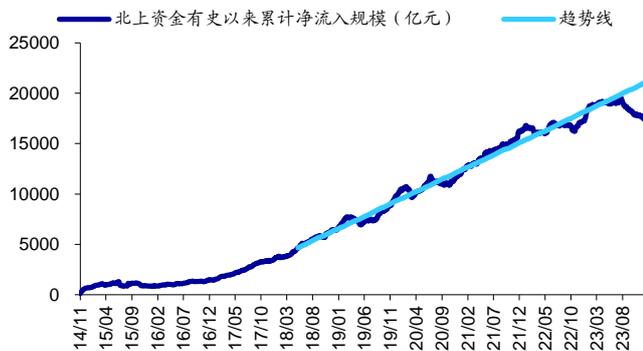
再看其他内资机构，实际上从21年开始部分长线资金的入市速度已明显放缓，例如险资（包括社保、养老金等）整体在19、20年的流入规模均超3000亿元，而21、22年均不到3000亿元，但2023年在政策支持下险资入市规模进一步提升，我们认为政策引导长线资金入市以及“资产荒”的背景下2024年来自险资、银行理财的增量资金有望进一步入场。外资方面，2023年A股遭遇了较明显的外资净流出，历史上人民币汇率是影响外资流入节奏的重要因素，而到了24年美联储放松美元流动性是大概率事件，人民币汇率压力有望放缓，进而支撑外资回流A股。此外，长期来看来自中东方面的外资资金有望成为我国权益市场的新增量。实际上近年来不少中东的主权基金已在持续布局中国投资，据华尔街见闻报道，2023年港交所行政总裁欧冠升（Nicolas Aguzin）在中阿企业家峰会上表示，到2030年，中东主权基金的投资资本预计将增加到10万亿美元，届时，可能将有超过10-20%的投资将投向中国。综合而言，我们预计2024年外资净流入A股规模有望边际扩大，预计增量有望达1000亿元。

**图13 基金发行情况与行情相关**


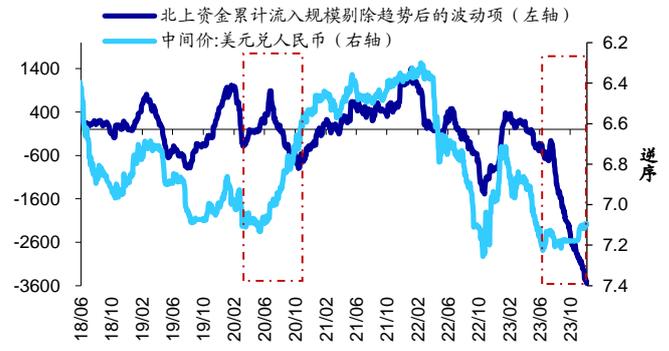
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/12/25

**图14 融资余额变动方向和行情走势高度相关**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/12/25

**图15 长期看北上资金沿趋势净流入**


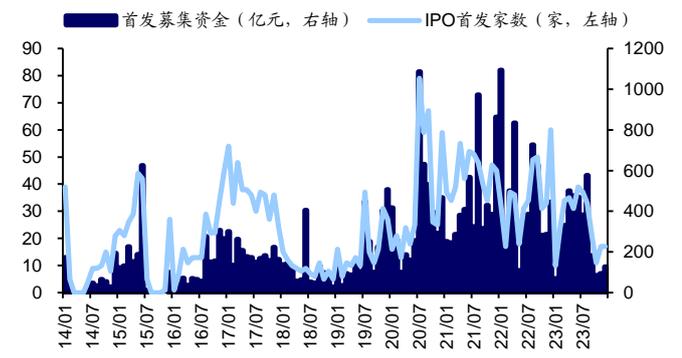
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/12/25

**图16 短期内北上资金的波动与汇率相关度高**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/12/25

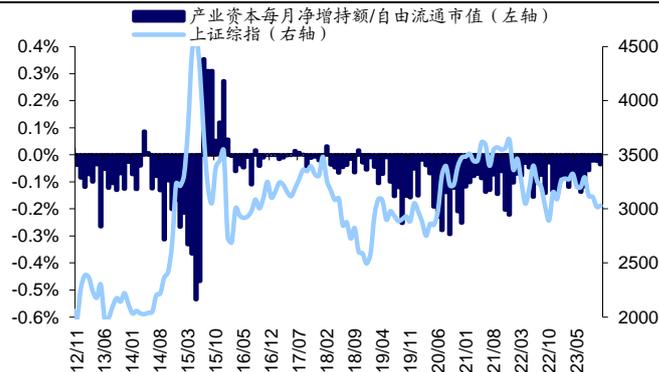
**重点资金流出项目测算：2024 年活跃资本市场基调下融资、减持等延续放缓。**2019 年以来，注册制的不断推进使得 A 股的融资活动持续活跃，但同时也给 A 股的资金环境带来了一定程度的压力。2023 年 9 月以来随着活跃资本市场系列相关政策持续落地，A 股的融资规模已明显收窄，23 年 9-12 月 IPO 月均数量仅 17 家、月均募集资金规模仅约 120 亿元，相较前 8 月月均 IPO 数量的 30 家、月均规模 382 亿元明显收窄，此外同样收紧的还有再融资、产业资本减持等行为。展望 2024 年，预计 A 股相关的融资活动及减持行为监管将延续 23 年 9 月以来的基调，预计 2024 年 IPO 规模为 3000 亿元、再融资规模 5000 亿元、产业资本减持规模 2000 亿元。股市税费方面，交易税费预测要基于 24 年市场成交额的预测，当前交易费用与印花税率下调后相关的资金规模将明显缩减，融资费用从杠杆资金产生，杠杆资金的预测参考前文，年化费率为 8.35%。预计 24 年全年市场交易热情将有所回升、成交额望边际放大，叠加前述的杠杆资金规模回升，我们推测 24 年所有税费金额或约为 4500 亿元。

图17 23 年 9 月以来 IPO 数量及规模大幅下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 23 年 9 月以来产业资本减持规模大幅放缓



资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险提示：**资金面数据多为大致估算，与真实情况或有出入；部分数据的预测基于大势研判观点，或因未来行情改变而改变。

# 信息披露

## 分析师声明

郑子勋 策略研究团队  
余培仪 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。