

首席经济学家：李大霄

执业证书号：S0990511010002

联系电话：0755-83007192

Email：zhenggang@ydzq.sgcc.com.cn

研究员：惠祥凤

执业证书号：S0990513100001

联系电话：0755-83007028

Email：hxfh@163.com

【A股大势研判】

中美贸易谈判再启 主要指数深V探底回升

市场综述：周四的晨报我们提醒，指数持续缩量阴跌，投资者如何应对？我们认为，在熊市的末端，与其去猜底，还不如积极精选优质标的，以便行情转好的时候能快速的加仓和建仓。周三，消息上，国家医疗保障局主导下的试点联合采购召开座谈会，会上介绍了联合采购的要求及操作方法，并公布了第一批带量采购清单，这个对于医药板块构成利空影响，周三医药板块大幅下跌，前期涨幅巨大的医药白马股集体重挫，周四医药板块继续大幅杀跌，多只个股跌停。但中美贸易谈判再次重启，市场情绪受到鼓舞，周四早盘沪深两市双双高开，之后震荡走低，深成指盘中率先翻绿，而沪指午后也跟随翻绿。1:30以后，两桶油率领银行股开始反攻，在石油、金融等板块的带动下，指数快速反弹，并连续上行，已超过开盘价收盘，全天上演逆袭。盘面热点，受天然气涨价的提振，天然气、公用事业板块内多只个股涨停，军工股午后爆发。板块方面，石油、公用事业、通讯、航天航空、保险、船舶制造涨幅居前，医药医疗跌幅居前。个股涨多跌少，成交量相比周三略有放大，但依旧处于低位。除ST外，35只个股涨停，15只个股跌停。截止收盘，上证指数报2686点，上涨30点，成交额1124亿；深证成指报8163点，上涨52点，成交额1484亿；创业板指报1391点，上涨5点，成交额485亿。

市场预测：据媒体报道，美国主动邀请中方进行新一轮贸易谈判，这被市场看作压制 A 股的重大外部风险出现露出缓和迹象。尽管目前谈判的结果仍不确定，但市场基于蕴藏的积极信号，周四市场给出了正面的回应。我们依旧维持前几天对中美贸易战的判断，若美国真的对中国 2000 亿美元商品加征关税，对市场的影响预计是“利空出尽”，如果接下来谈判，征税关税的额度有所降低，那对市场就肯定是利好了。对于市场的观点，我们依旧维持近期的看法不变。各主要指数持续缩量阴跌，再创出近期调整新低，离前期的股灾底 2638 点仅一步之遥。从近期盘面上看，从白马股、科技股、资源股、医药股轮番下跌，不论业绩和估值，大小盘股集体通杀，很符合下跌市末端杀跌的典型特征之一。近期大家都在猜测前期的股灾底 2638 点会不会跌破，我们认为，跌不跌破都没有太多的意义，在熊市的末端，与其去猜底，还不如积极精选优质标的，以便行情转好的时候能快速的加仓和建仓。随着市场的持续回调，许多优质公司已经体现出长期投资价值，对于中长线的投资者，甄选有基本面支撑的个股进行配置，耐心等待市场情绪回暖。我们认为在成长股的颠簸期，可能是战略性配置优质成长的机会，部分绩优中小市值成长股逐步具备配置价值。短线交易者可减少交易频率，等待观望为主。总之一句话，莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量，把目光放长远，尽可能忽视短线的波动。

【近期文章分享】

养老金入市专题报告

一、养老金、社保基金与社会保险基金

1、何谓养老金？

随着市场的不断调整，养老金入市、社保机构增仓 A 股频繁见诸于报端，那么我国养老金体系有哪些？我国养老金体系包括基本养老保险、企业补充养老保险、个人储蓄性养老保险，2017 年三者的比例分别为 56.3%、14.5%和 29.2%。

(1)、基本养老保险。基本养老保险是构成社会保险基金（包括基本养老保险基金、基本医疗保险基金、工伤保险基金、失业保险基金和生育保险基金）的重要组成部分之一。是国家强制建立和实施的由用人单位和个人共同缴纳的一种社会保险制度。基本养老保险在个人达到退休年龄或因其他原因退出劳动岗位后，依法向其支付养老金等待遇保障其基本生活。基本养老保险基金分为社会统筹账户基金和基本养老保险个人账户基金，受省级及以下分区社保机构统筹管理。社会统筹基金的资金来源于企业单位缴费，其费率为个人工资的 20%，实行的是现收现付制，目前没有积累，不进行投资；个人账户基金则由部分企业缴费和职工个人缴费组成，费率为个人工资的 8%，实行完全积累制，主要用于职工本人退休后使用，对投资的安全性要求较高。人力资源和社会保障部数据显示，截止 2017 年末基本养老保险基金累计结存 50202 亿元，参加基本养老保险人数达 91548 万人，我国基本养老保险无疑已经成为养老体系的最大组成部分。

我们现在说养老金入市是指的基础养老金入市。整体养老金而言，其余的部分包括社保基金作为基础养老金的一个补充，还有补充养老金主要是年金以及个人储蓄作为养老，这一部分在我们国家现在因为刚刚起步还特别少，它们其实都已经入市了。

(2)、企业补充养老保险。起步较晚企业补充养老保险分为企业年金和职业年金两类。其中，企业年金是 2004 年推出的，指在政府强制实施的基本养老保险制度之外，企业在国家政策指导下，根据自身经济实力和状况自愿建立的，为本企业职工提供一定程度退休收入保障的补充性养老金制度。职业年金制度于 2014 年 10 月实施，是事业单位及其职工依据自身经济状况建立的保障制度，全国所有机关事业单位人员近 4000 万人，单位及个人合计缴纳职业年金费用为工资的 12%，预计全国职业年金的缴费可达年均 1500 亿左右，但因其起步较晚，相比于企业年金 2017 年累积金额 12879 亿元的体量，仍然比较小。一般所指的企业补充养老保险主要指企业年金。人社部数据

显示，截至 2017 年底，共有 8.4 万家企业建立年金，2017 年累计基金金额 12879 亿元。其中实际运作资产金额为 12537 亿元，获取投资收益 560 亿元，加权平均收益率为 5%。2016 年 6 月，人社部对 2004 年制定的《企业年金试行办法》进行了修订，起草了《企业年金规定（征求意见稿）》。意见稿下调了企业年金缴费的上限，将企业缴费上限由本企业上年度职工工资总额的“1/12”调整为“8%”，将企业和职工个人缴费之和的上限由本企业上年度职工工资总额的“1/6”调整为“12%”，并明确具体缴费比例由企业和职工协商确定。企业年金基金受企业年金理事会或由企业年金理事会委托的机构管理投资，企业年金基金管理方式主要为单一计划，2017 年单一计划 1472 个，占比为 95.3%，集合计划 55 个，占比为 3.5%，其他计划 17 个，占比 1.1%。根据 2013 年 3 月出台的《关于扩大企业年金投资范围的通知》以及 2015 年 5 月出台的《企业年金基金管理办法》，企业年金基金投资管理的投资范围与限制有所放宽。

(3)、个人储蓄型养老保险。规模较小个人储蓄性养老保险是指职工自愿参加、自愿选择经办机构的一种补充保险形式。从保监会的统计数据看，2017 年全国保险业总资产为 167489 亿元，其中，寿险公司 132144 亿元，占总资产的 78.89%。但根据多年来的比例规律，在寿险资产中有 80%属于理财产品，大多为分红型养老保险，只有 20%为年金保险和生存保险等产品，这些产品是传统的养老保险资产，故 2017 年我国真正的养老保险资产仅为 2.64 万亿元。上述统计显示，中国第三支柱个人储蓄型养老保险规模较小，发展较为缓慢，其养老保险的补充地位并未显现，相关制度有待进一步完善。

2、何谓社保基金？

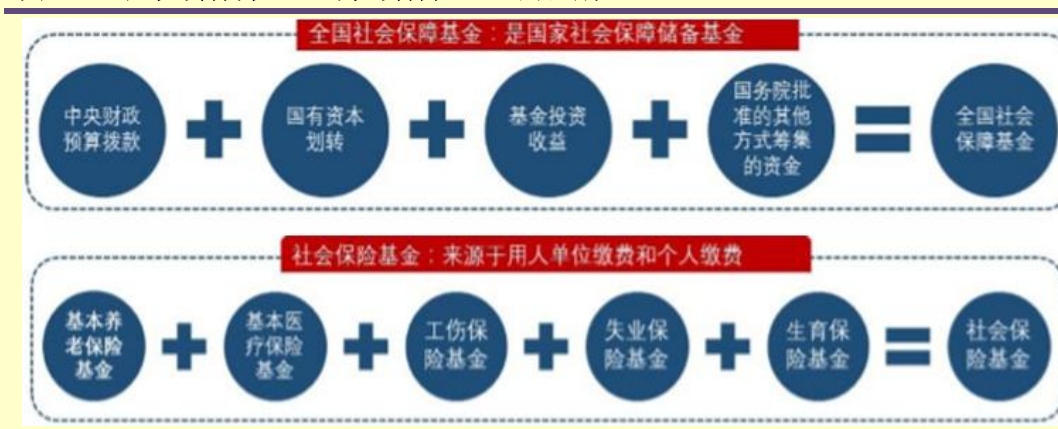
全国社会保障基金（以下简称社保基金）是指由国有股减持划入资金及股权资产、中央 财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政

府集中的国家社会保障储备基金，是我们国家的养老储备基金，并不直接支付养老待遇，主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂，仅在公共养老体系出现缺口时弥补部分差额。由全国社会保障基金理事会（以下简称社保基金会）进行审慎、稳健的管理运营。因此，全国社会保障基金与地方政府管理的基本养老、基本医疗保险等社会保险基金是不同的基金，资金来源和运营管理不同，用途也存在区别。

3、何谓社会保险基金？

我国社保基金与社会保险基金不是一个概念，两者存在较大的区别。社会保险基金是指为了保障保险对象的社会保险待遇，主要来自单位和个人缴纳的社保费，由各地政府管理，投资范围以银行存款和国债为主。社会保险基金主要包含五大类，分别是：基本养老保险基金、基本医疗保险基金、工伤保险基金、失业保险基金和生育保险基金。我国养老保险体系中第一支柱——基本养老保险基金就是社会保险基金的一类。

图 1：全国社会保障基金与社会保险基金的区别



数据来源：公开资料整理，英大证券研究所整理。

二、养老金为什么要入市？

1、基本养老金收益率低。

统账结合制度建立以来，中国已经积累起数目可观的基本养老保险基金资产，而且随着覆盖面的扩大和中央财政补贴的持续，这些资产的规模还将继续扩大，但目前由于体制和政策受限，我国养老金的收益水平一直较低。我国养老保险基金投资运营一直以

来采取非常审慎的态度，把基金的安全性放在第一位。1997 年我国颁布的《国务院关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》严格规定，基本养老保险基金结余，除预留相当于 2 个月的支付费用外，应全部购买国家债券和存入专户，严格禁止投入其他金融和经营性事业。2015 年中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文也曾在接受《央广财经评论》采访时表示，就连养老基金用来买国债的比例，其实也是非常小的，不到 1%，几乎所有的基金都是放在财政专户里享受银行一年期利息。由于早期基本养老金统筹层次较低，管理较为分散，其投资收益并没有统一口径的统计数据，为此我们利用一年期定期存款来进行粗略计算。简单的对 2008 年-2015 年期间一年期定期存款利率和通货膨胀进行算术平均，养老金的平均收益率约为 2.72%，同期间的平均通货膨胀率为 2.6%，两者基本持平。对于社保基金，2017 年，社保基金权益投资收益额 1,846.14 亿元，投资收益率 9.68%。社保基金自成立以来的年均投资收益率 8.44%。与社保基金相比，基本养老金的收益率明显偏低。

2、养老金中长期收支缺口较大。

目前，我国养老保障主要依靠基本养老保险。企业年金起步不久，覆盖面也有限，基本养老保险是大多数退休职工的主要收入来源，而且社会心理也将养老责任多归于政府。过去几年里，受益于扩大覆盖面后缴费人数的快速增长和各级财政补贴力度加大，再不做实个人账户的条件下，城镇职工基本养老保险累计结余增长较快。预计到 2030 年以后，城镇职工基本养老保险的当年收支开始出现缺口，以后随着老龄人口比例的快速增长，当年收支缺口将迅速扩大，收支矛盾将非常突出。与此同时，随着中国经济社会发展，人民群众对养老保障的要求也越来越高，社会保障的总体水平需要与经济社会发展水平同步，很难下调养老待遇。因此，城镇职工基本养老保险的中长期收支缺口巨大，仅靠政府财政单方面投入很难从根本上解决问题。人口老龄化的加速，使得现收现

付制受到极大的挑战，如若不充分利用好现有的养老金结余，提高投资收益率，支付缺口会快速扩大。依据《人口老龄化背景下中国经济发展和养老金账户研究》中养老金缴费模型在基准情景下的估算，如果养老金体制不进行改革，财政补贴也保持当前水平，到2050年，国内养老金账户的累计缺口将达到43万亿，相对于当年财政收入的19.3%和GDP的4.3%。收益率低而支付缺口的快速扩大，促使养老金入市进行多元化的投资成为必然的趋势。

表 1：国内养老金缺口不断扩大

	2020 年	2030 年	2040 年	2050 年
统筹账户缴费收入（亿元）	31000	74000	138000	217000
统筹账户的养老金支出（亿元）	39000	122000	299000	649000
统筹账户缴费与支付平衡（亿元）	8000	48000	161000	432000

数据来源：《人口老龄化背景下中国经济发展和养老金账户研究》，英大证券研究所整理。

三、入市规模及未来增量资金估算

1、入市规模估算。

人社部的统计数据显示，2017年年末基本养老保险基金累计结存50202亿元。现有养老保险基金积累虽有五万亿元，但真正能够用于资本市场进行投资的部分其实有限。人力资源和社会保障部新闻发言人李忠曾表示全国可以纳入投资运营范围的资金总计约2万多亿元，中国基本养老保险基金投资于权益类资产的上限为30%，但一般情况下无法达到上限，我们将参考社保基金和企业年金的投资情况进行估算。

2015年年末社保基金持仓市值占当年社保基金资产总额的比例为9.79%，2016年为10.34%，2017年为12.4%。对于企业年金，并没有公布具体的企业年金计划以及投资组合的投资明细，我们转而参考企业年金养老金产品的资产分布情况。企业年金养老金产品是为适应企业年金基金投资范围扩大而推出的，未来的发展前景和适用范围更为广阔，其投资符合企业年金的投资要求。企业年金的累积结存中只有部分资金能

够用于资本市场进行投资，从《全国企业年金基金管理业务情况摘要》公布的数据来看，企业年金的 2015 年企业年金养老金产品权益类资产的占比分别为 14.0%，2016 年为 11.2%，2017 年为 10.6%。从企业年金基金和社保基金投资比例来看，我们预计中国基本养老保险基金投资在股市的比例约为 12.0%，据此估算中国基本养老保险基金入市的规模约为 2400 亿元。

2、未来增量资金估算。

接下来考虑养老金每年新增入市的规模。首先考虑养老金结余增量，2002 年开始，国内养老金结余的增速呈现下滑的趋势，特别是 2011 年以后增速明显放缓。2013 年-2017 年养老金结余的增速分别为 19.20%、13.97%、12.04%、10.09%、14.19%，随着人口老龄化的到来，预计养老金结余增速将呈现下滑的趋势，按照该趋势保守估计未来三年养老金结余增速逐步收敛到 10.0%，则假定 2018 年-2020 年的增速分别为 10.0%、10.0%和 10.0%，并且仍选择 12.0%的入市比例，可以得到相应的预测数据，预期 2018 年到 2020 年的新增入市规模分别为 602 亿元、663 亿元和 729 亿元。

表 2：基本养老保险基金入市增量预测(亿元)

年份	累计结余(亿元)	累计结余增速(%)	累计结余增量(亿元)	预测新增入市规模(亿元)
2013	31275	19.20%	5031	
2014	35645	13.97%	4370	
2015	39937	12.04%	4292	
2016	43965	10.09%	4028	
2017	50202	14.19%	6237	
2018	55222	10.00%	5020	602
2019	60744	10.00%	5522	663
2020	66818	10.00%	6074	729

数据来源：人社部，英大证券研究所整理。

四、养老金入市的风险如何管控？

日本政府养老金投资基金(GPIF)公布的 2015 年财报显示,从 2015 年 3 月~2016

年3月期间，该基金亏损了5.3万亿日元（约合512亿美元），亏损率达3.81%，成为2008年金融危机以来，GPIF面临的最大幅度亏损。养老金入市，如何控制风险始终是养老金投资中的核心问题。《基本养老保险基金投资管理办法》（以下简称《办法》）对入市资金规模进行了严格限制，规定入市比例最高不超过30%，低于全国社会保障基金40%的上限。在《办法》推行之初，资金投入的试水过程需要相当长的时间，基金入市比例与30%的上限可能相差较远。除了投资股票市场，养老金还有近20种投资渠道，遵循“风险低比例较高，风险高比例低”的原则配置资金。这种多元化的组合式投资方式会进一步化解投资风险。

此外，《办法》还设置了多道“防火墙”。在管理机制方面，形成了由受托机构、托管机构、投资管理机构组成的“一级信托，两级委托”式的治理结构。规定受托机构按照养老基金年度净收益的1%提取风险准备金，专项用于弥补养老基金投资发生的亏损。投资机构也要从当期收取的管理费中，提取20%作为风险准备金，专项用于弥补重大投资损失。《办法》同时建立了养老金的监督管理机制，由指定机构对基金投资管理业务情况和经营活动进行监督。

除了上述《办法》规定的相关措施之外，我们认为，在养老金入市的同时，必须完善信息编制和披露制度。一直以来，我国的社会保险基金缺乏公开的数据发布机制，不利于社会各界对资金使用和投资情况进行监督。首先必须要公开一份长期的养老金精算报告，让民众知道风险在哪里，风险有多大。其次，要逐渐完善信息披露制度，公开基金市场化操作的细节，做到公开透明，让每个人的养老钱都安置得明明白白。

五、养老金入市会偏好哪些行业个股？

目前我国养老金产品的主要投向以固定收益类产品为主，而混合型产品与权益类产品所占比例相差不大。养老金产品中固定收益类产品占据主力也是由于政策、体系限制

原因，养老金资产的特殊性决定了投资要以安全谨慎为主。而固定收益类产品恰好具有收益稳定、安全便捷的优点，能够在保证资金流动性的前提下实现保值增值。虽然目前市场固定收益类产品占据主导地位，未来随着我国金融市场化程度的加深，养老金入市条件进一步成熟，权益类养老金产品会更多的崭露头角，成为养老金的保值增值的优选。

未来全国社会保障基金理事会大概率将成为养老金的运营者，从而推断其对养老金的投资也将大概率延续目前的投资风格。社保基金重仓流通股的行业配置整体偏好于“净利润增速较高、净资产收益率较高”的行业。截至 2017 年底，全国社保基金理事会管理的基金资产总额约为 2.2 万亿元，基金自 2000 年成立至今，年均收益率约为 8.44%（2017 年：9.68%）。根据对最新的社保基金重仓股的统计，2017 年配置比例比较高的行业依次为医药生物、化工、电子、公用事业、建筑装饰、食品饮料等，行业配置比例分别为 14.57%、9.27%、7.28%、5.30%、4.64%、3.97%，其重仓个股更偏好市值大于 200 亿元的个股，小于 100 亿市值股票比仅为 7.3%。

六、养老金入市会有哪些影响？

目前理论上测算，养老金入市规模在 2000 亿-3000 亿，目前中国境内上市公司的总市值约为 53 万亿元，中国基本养老保险基金入市占总市值的比约为 0.5%，相比之下增量资金的规模不大。养老资金进来，它也会通过比如社保基金或者其他的一种公募基金的方式来进入市场，可能也是偏稳健为主的风格，所以建仓期我们觉得可能不会特别快。整体来讲，对于 2018 的新增资金规模，预计可能到年底应该不会超过一千亿。所以短期说对整个市场的影响应该不是特别大，但会助于提升投资者情绪。

从全球市场来看，养老金入市能够起到稳定股市的作用。我们看国外的一些经验，比如在上世纪 80 年代的时候，美国 401K 的资金入市，开启了美国一轮长达十年左右的大牛市。鉴于美国 401K 计划大获成功，不免很多人都期待我们国家的这种“401K”

能否承接股市的奇迹，也就是说更多的是一些心理层面上。对于养老金入市，我们看好其长远的影响，随着养老金全面委托投资开启，以及部分养老金入市，A股市场机构投资者将逐步壮大，未来A股市场有望逐渐进入真正的机构投资者时代。这有利于股市的长远健康发展，降低股市的高度投机色彩，这才是未来中国股市真正的希望所在。

【首席主要观点】

以 2653 点为起点，A 股核心资产或将步入慢牛阶段

8 月份 A 股仍然没有起色，截止 8 月 31 日收盘，各大指数月线普遍大阴线报收，沪指月度跌幅超过 5%，月中一度下探 2653 点，再创两年来新低。但是，希望总是在行情最悲观的时候诞生，以沪指和上证 50 今年的最低点 2653 以及 2331 点为起点，A 股中以低估优质蓝筹为代表的核心资产，迈入慢牛的概率反而越来越大了。总地来讲，有六大理由可以支撑这个判断。

一、更加积极的财政政策为经济托底

7 月份的政治局会议，已经把更加积极的财政政策定为下阶段宏观调控的重点，接下来就是实施落地的问题。作为更加积极财政政策的重要手段之一，在未来 2 个月内，超过 1 万亿的地方政府专项债券将可能发行上市，这对推动各地经济发展无疑会发挥重要作用。此外，十三五期间，交通设施投资将达到 15 亿，这些项目的陆续推进，对经济的支撑和拉动也是值得期待的。

二、稳健货币政策，保证流动性合理充裕

从 7 月份几个重要会议的表述来看，货币政策实际上变得相对宽松了，这也使得下半年以来资金成本出现了一定的下降。根据资产定价理论，无风险利率的下行，对股市等风险资产的价格和蓝筹股重心的上移，都会产生正面作用。

三、产业资本增持增加市场信心

8月份以来，A股各大指数均创下年内低位，但是8月份的数据显示，产业资本从前几个月的净减持变成了净增持，这是值得特别重视的信息。众所周知，产业资本持股量最大，对股票的内在价值也理解最深，它的动向对股票市场的影响也是最大的。

随着产业资本从净减持变成净增持，随着这部分资金增持力度逐渐扩大，不管是通过回购、大股东增持、还是开展员工持股计划，对市场的指引和导向作用都是巨大的，A股的运行方向也可能发生逆转。当然是对应增持的股份股票，仍然还减持的股票不在此列。

四、外资大幅流入提供增量资金

今年以来，虽然A股行情低迷，但是外资流入的热情仍然很高。截至8月底，通过沪港通、深港通、QFII、MSCI等各种渠道流入A股的国际资金达到了2100亿，外资总计持有的A股市值目前已经超过1万亿，成为A股市场非常重要的一股新兴力量。

各种信号显示，外资流入的空间还远未到顶。8月份，MSCI把A股的纳入权重从2.5%提高到5%，由此将带来超过100亿美金的增量资金，这部分资金在8月31日前可能需要进行被动性配置。至于后期的权重继续增加带来的资金增量，还有很大的想象余地。9月份，英国富时罗素指数可能就纳入A股进行实质性的决策，如果成功的话，它纳入A股的权重比MSCI会更大，由此带来的资金流入的效应，可能也会更加明显一些。

与此同时，上周末证监会出台沪伦通征求意见稿，这比预期还要快。伦敦市场比香港市场历史还要悠久，它的资金来源更加全球化，伦敦股市的估值更加高，这是重要的利好消息，比沪港通的刺激作用和国际化意义更加大，将大大拓展A股市场的资金来源。

五、养老体系资金的入市有利稳定市场预期

养老体系资金的入市一直是市场非常关注的重大话题。14 个省份提供的养老资金共计 5800 亿，已经到位并开始投资布局的资金有 3700 亿，后续资金不断增加也是可以期待的；

8 月 6 号，养老目标基金获批，这是中国资本市场全新的尝试，每年预计将给市场提供 3000 亿左右的增量资金；此外，中国版 401k 计划、个人递延性税收优惠等政策也在积极酝酿推进当中，有望带来新的资金渠道。

养老体系的资金跟资本市场的结合，是互惠互利的关系，对市场的影响也是深远的。一方面，它会给市场带来长期的资金来源，有效改变资金提供方的性质，从而对股市长期稳定发展打下了基础；另一方面，它对当前底部的确认和蓝筹股估值的抬升，也会起到极大的促进作用。

六、险资和汇金的动向值得关注

险资已经在 8 月份试探性的建仓了，但是现在的权益类资产仍然只占总资产的 12%，以后如果达到 30%，配置的空间还相当大。此外，汇金公司的持仓里面，银行和保险的仓位在继续增加，这些重要资金的持仓结构，也给我们指明了非常重要的投资方向和逻辑。

除了上面几个理由之外，再提供一个数据，希望有所启示。从 2017 年的整个市场数据来看，散户交易量占了总成交量的 82%，机构交易量只占了 14.76%，但是机构的盈利却是散户的 3.6 倍。秘密藏在个股的持股结构里。两市中有 287 家公司，机构的持股在不断上升，散户在减少，而这 287 家公司的股价在去年也上涨了 15%。这说明是机构跟散户的位置在互换，股市里的好东西被机构抢走了。

从沪指 2653 点开始，或者是从上证 50 的 2331 点开始，中国股市最核心的资产、最优秀的股票，慢牛或要重新启程了。如果投资者能够正确认清形势，做出正确的投资

决策，就能够获得更加理想的投资收益。

风险提示：

- 1、 高估值品种仍存在一定市场风险。
- 2、 国际市场波动将直接影响 A 股表现

【首席微博视点】

声 明

※股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，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、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

※本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

※本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

※请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

※根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

英大证券研究所

地址：深圳市深南中路 2068 号华能大厦 31 楼

邮编：518031

传真：86-755-83007074