

证券研究报告·策略周报

中美利差收窄，杠杆资金回流 流动性周观察9月第1期

分析师：陈果

chengguodcq@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521120006

分析师：夏凡捷

xiafanjie@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521120005

分析师：姚皓天

yaohaotian@csc.com.cn

SAC 编号：S1440523020001

发布日期：2023年9月4日

核心观点

核心观点

- **宏观流动性方面**，上期央行OMO累计净投放6810亿元，各期限美债收益率下行，近一周中美利差缩小，人民币贬值压力释缓；海外流动性方面，美国8月ADP新增就业人数较弱，美联储加息预期有所缓解。微观资金供求方面，两融余额环比上行，近一周两融资金净流入+45.79亿元，北向资金继续净流出，上周累计净流入-156.87亿元，环比变动+67.32亿元，新基金发行量环比上行，发行份额估算约为64.06亿，股票型ETF份额保持上行，较上期变动+210.12亿份。
- **宏观流动性与资金价格**
- 上周央行公开市场累计净投放6810亿元。8月28日-9月1日，央行累计投放14140亿元，累计回笼7330亿元，合计净投放6810亿元。其中，逆回购到期7280亿元，投放14090亿元。未来一周，逆回购到期14090亿元。
- 各期限美债收益率下行。截至9月1日，2年期、5年期、10年期、30年期分别较8月25日变动-16bp、-15bp、-7bp、-1bp至4.87%，4.29%，4.18%和4.29%。
- 近一周中美利差缩小，人民币贬值压力释缓。截至9月1日，中美两年期国债利差为269.35bp，较8月25日变动-18.61bp。截至9月1日，美元兑人民币为7.26。
- **近微观流动性与资金供求**
- **两融余额环比上行，近一周两融资金净流入+45.79亿元**。截至8月31日，两融余额约15710亿元，环比变动约+143亿元；两融余额占A股流通市值2.26%，环比变动-0.033pct。两融交易额3090亿元，占A股成交额7.77%，环比变动+0.79pct。本周两融资金净流入+45.79亿元，较上周变动+215.24亿元。
- **北向资金继续净流出，上周累计净流入-156.87亿元，环比变动+67.32亿元**。截至9月1日，2023年北向资金累计净流入1406.53亿元。
- **新基金发行量环比上行**。上周有20只股票型和混合型公募基金完成发行，其中股票型基金13只，混合型基金7只，发行份额估算约为64.06亿份。上周有9只股票型ETF新发，分别覆盖中证1000（1只）、中证国企红利（1只）、沪深300成长（1只）、上证科创100（4只）、中证医疗（1只）、中证2000（1只）。
- 风险提示：限于数据可得性存在统计不够完备的风险，部分未披露数据为依据历史数据估算所得，存在模型失效导致的测算误差风险及数据统计误差风险。海外货币政策收紧下，美联储激进加息风险导致外部流动性冲击超预期。国内货币政策宽松不及预期，资金价格上行风险。国内稳增长政策落地不及预期，融资需求下行风险。当前全球宏观环境存在较多不确定性，全球经济衰退概率上升风险。海外地缘政治冲突加剧风险，全球政治局势复杂严峻化、地缘政治持续恶化和扩大化。

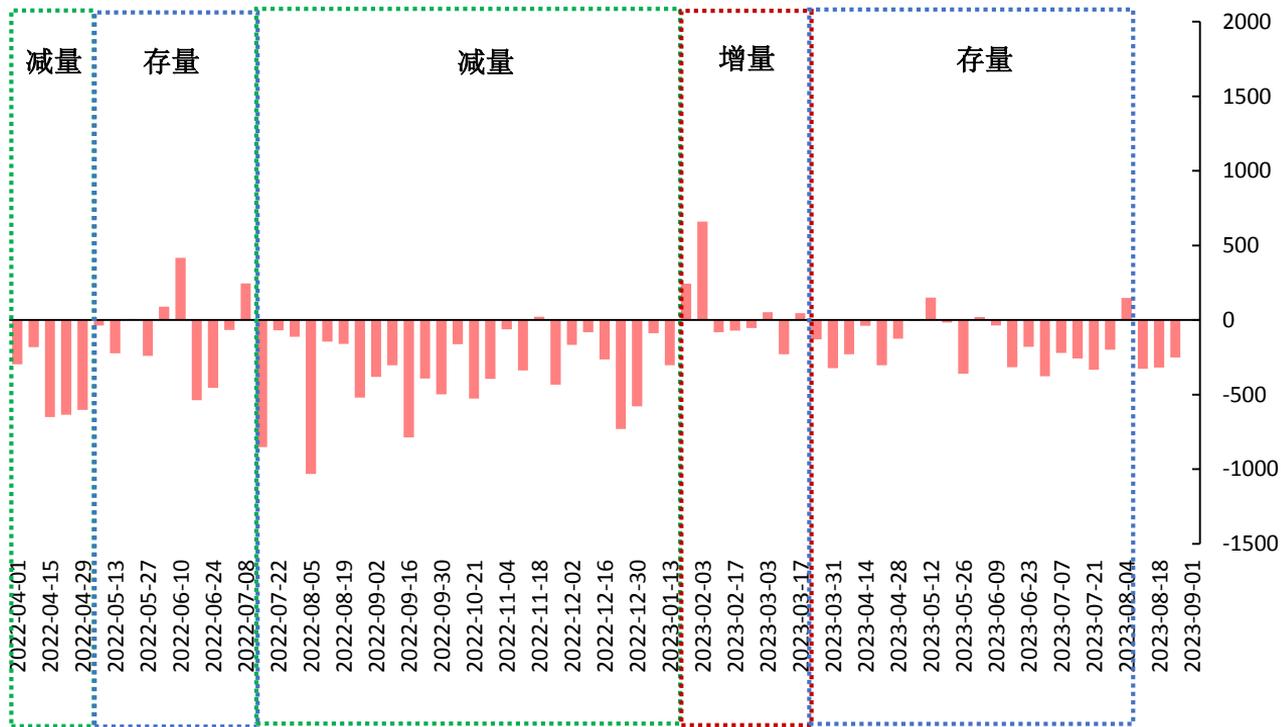
市场宏观流动性概览 (0901)

货币和利率			变化 (BP)						
最新值		历史分位			近一周	近一月	近一季	近一年	
DR001 (%，下同)	1.67	39.8%			-16	52	41	41	
DR007	1.80	19.9%			-15	16	-1	-12	
1年国债	1.96	20.3%			6	21	9	-37	
10年国债	2.59	2.6%			1	-6	-9	-32	
余额宝 (七日年化收益)	1.43	5.7%			8	1	-23	-54	
信用债			变化 (BP)						
企业债5年(AAA) (%，下同)	2.93	4.5%			1.6	-7.4	-10.8	-44.8	
企业债5年(AA)	3.66	5.3%			1.6	-5.4	-6.8	-43.9	
中票5年(AAA+)	2.78	1.5%			2.1	-8.6	-12.3	-53.5	
中票5年(AA+)	3.26	7.2%			1.9	-5.7	-7.4	-42.1	
外汇			涨跌幅 (BP)						
日元兑美元	0.01	1.9%			-72	-361	-443	-680	
欧元兑美元	1.08	18.3%			-73	-202	82	237	
美元指数	104.19	87.7%			73	244	14	-101	
人民币指数	117.14	50.9%			36	-6	-150	-338	
另类			涨跌幅 (%)						
比特币 (美元)	31690.38	71.6%			0.0	0.0	3.7	104.4	
VIX指数	15.68	24.5%			-9.4	17.6	7.4	-27.6	
资金流入 (亿元)			变化 (亿元)						
最新值		历史分位			近一周	近两周	近三周	近四周	
公募基金 (股票型+混合型)	64.06	45.2%			40	20	48	59	
陆股通	-156.87	7.2%			67	134	99	-282	
ETF净申购赎回	210.12	94.1%			-4	-51	-29	70	
杠杆资金-融资净买入	45.79	61.3%			215	118	60	-77	
资金流出 (亿元)			变化 (亿元)						
股权融资	49.44	3.6%			-39	-141	-215	-165	
重要股东净减持	109.53	80.2%			101	40	61	78	
资金净流入 (亿元)			变化 (亿元)						
净流入	4.13	70.8%			256	322	331	-144	

资料来源: Wind, Choice, 中信建投 注: 货币和利率, 信用债, 外汇, 另类起始时间为2010年, 部分数据按已披露年份最前时间为起始点, 资金流入与流出历史分位起始点为2021年

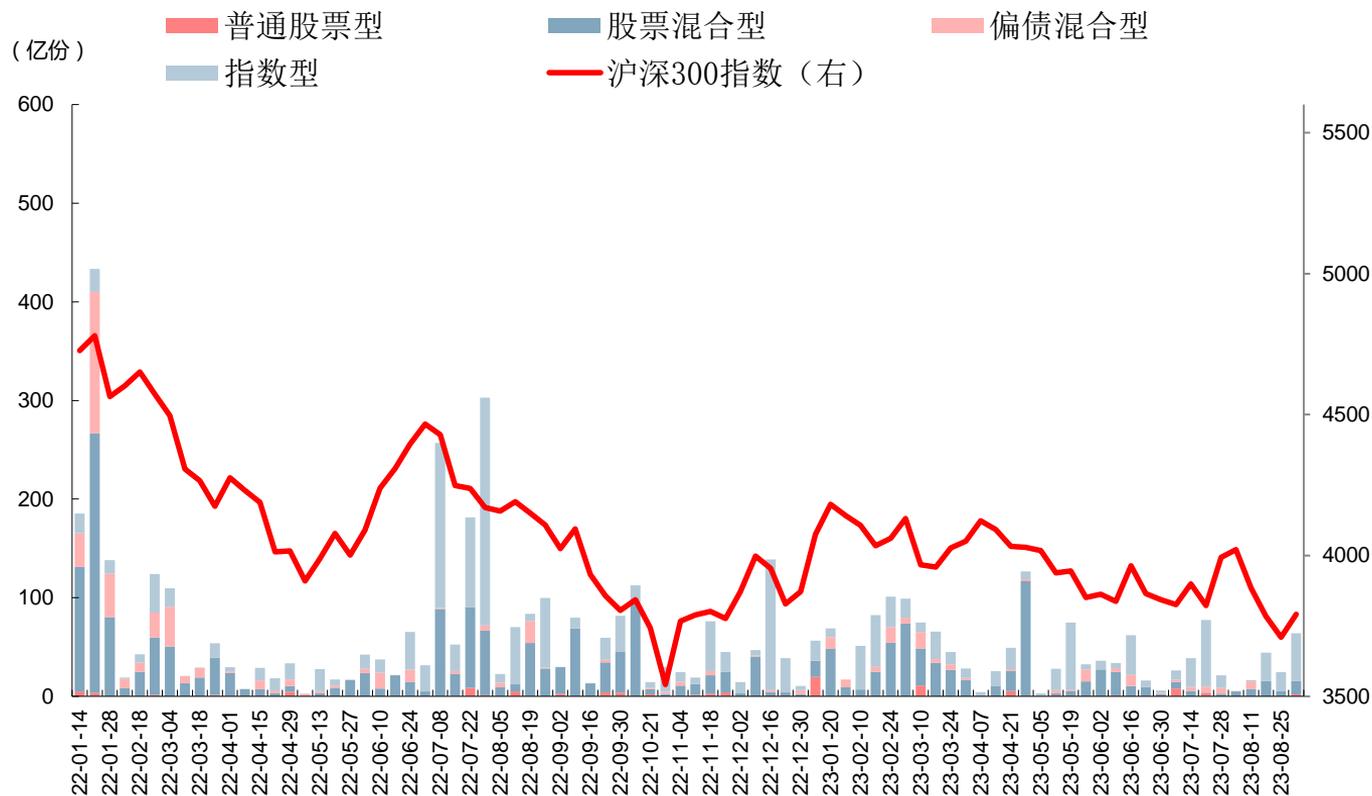
市场资金净流入情况

【中信建投策略】A股市场资金净流入情况



资料来源: Wind, Choice, 中信建投 注: A股市场增量资金(周度), 资金净流入=资金供给-资金需求, 其中资金供给包括每周偏股型基金发行规模、北向资金净流入、ETF净申购、两融资金净流入, 资金需求包括股权融资额、产业资本净减持。

公募基金新发仍低迷



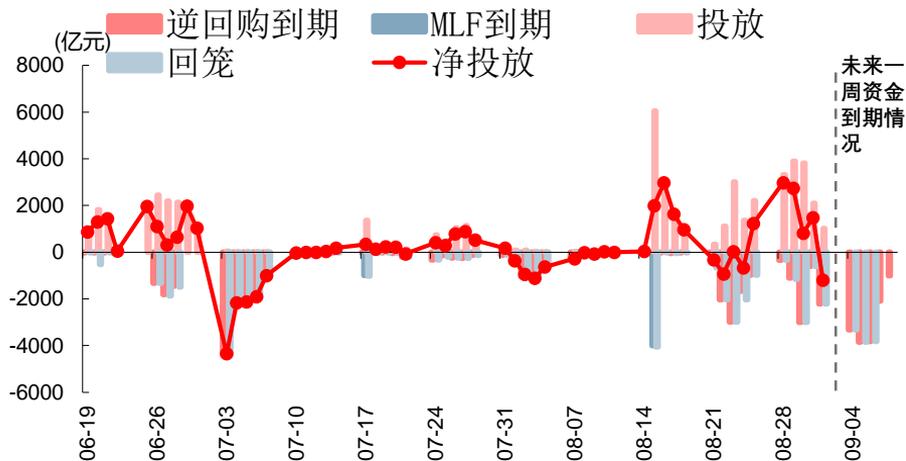
资料来源: Wind, 中信建投

一、宏观流动性与资金价格

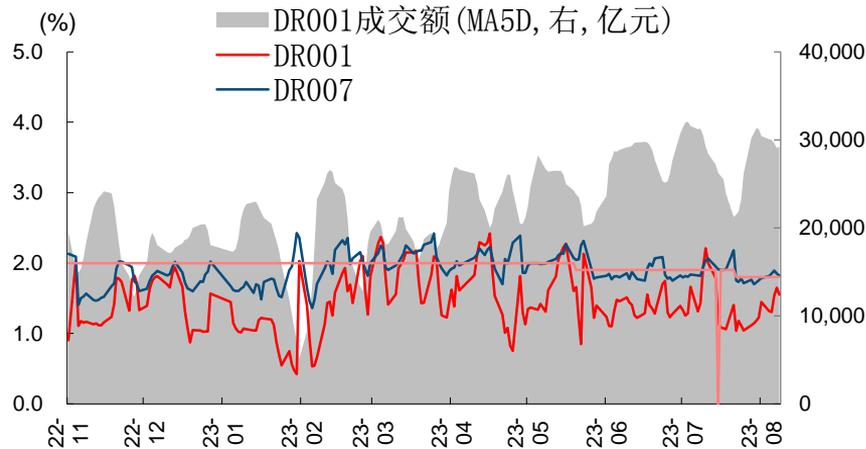
国内市场

- 上周央行公开市场累计净投放6810亿元。8月28日-9月1日，央行累计投放14140亿元，累计回笼7330亿元，合计净投放6810亿元。其中，逆回购到期7280亿元，投放14090亿元。未来一周，逆回购到期14090亿元。
- 上周银行间市场主要资金利率变化不一。截至9月1日，R007和DR007均价为2.01%和1.82%，较8月25日分别变化-10.53bp和+3.50bp；R001和DR001均价为1.76%和1.55%，较8月25日分别变化-15.88bp和+10.90bp。

图表3：上周央行公开市场累计净投放6810亿元



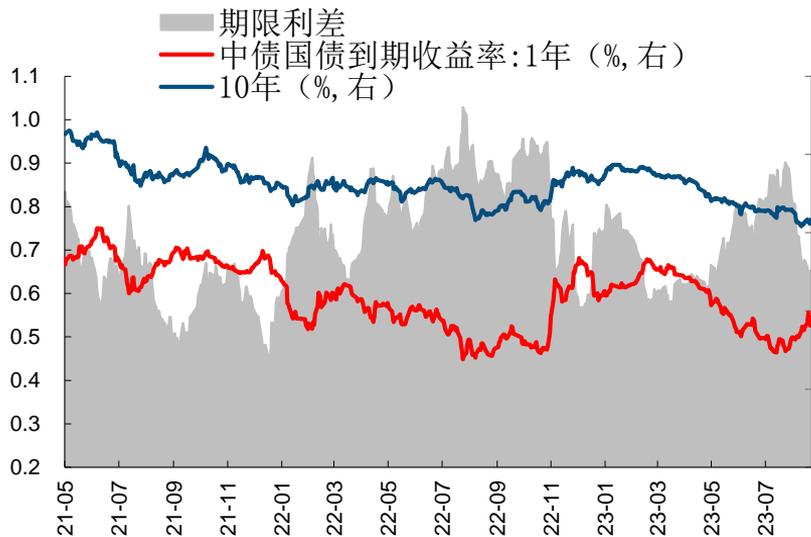
图表4：近一周银行间主要资金利率变化不一



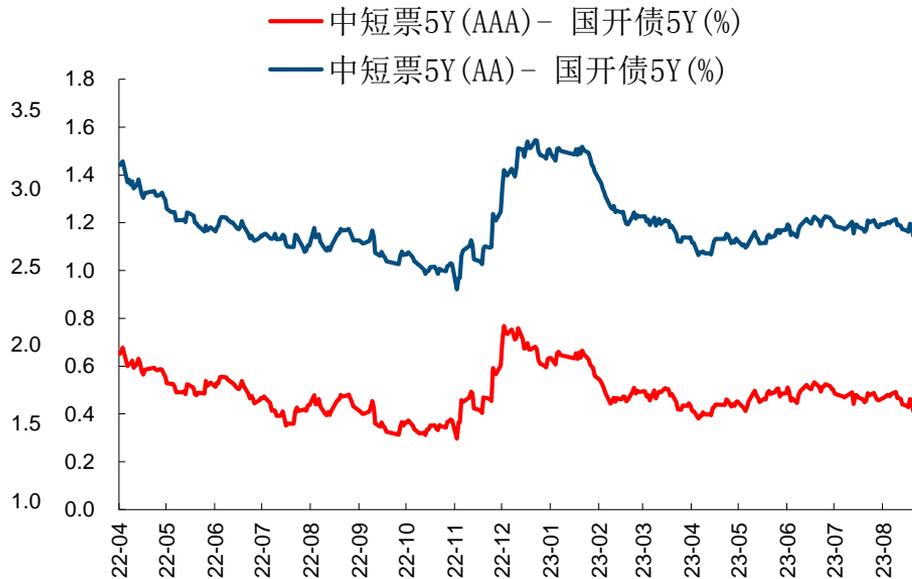
国内市场

- 近一周国债收益率上行，期限利差收窄。截至9月1日，一年期国债收益率和十年期国债收益率分别为1.96%和2.59%，较前一周变化+6.27bp和+1.48bp；期限利差（10Y-1Y）为62.7bp，较前一周变动-4.79bp。

图表5：国债收益率变化上行，期限利差收窄



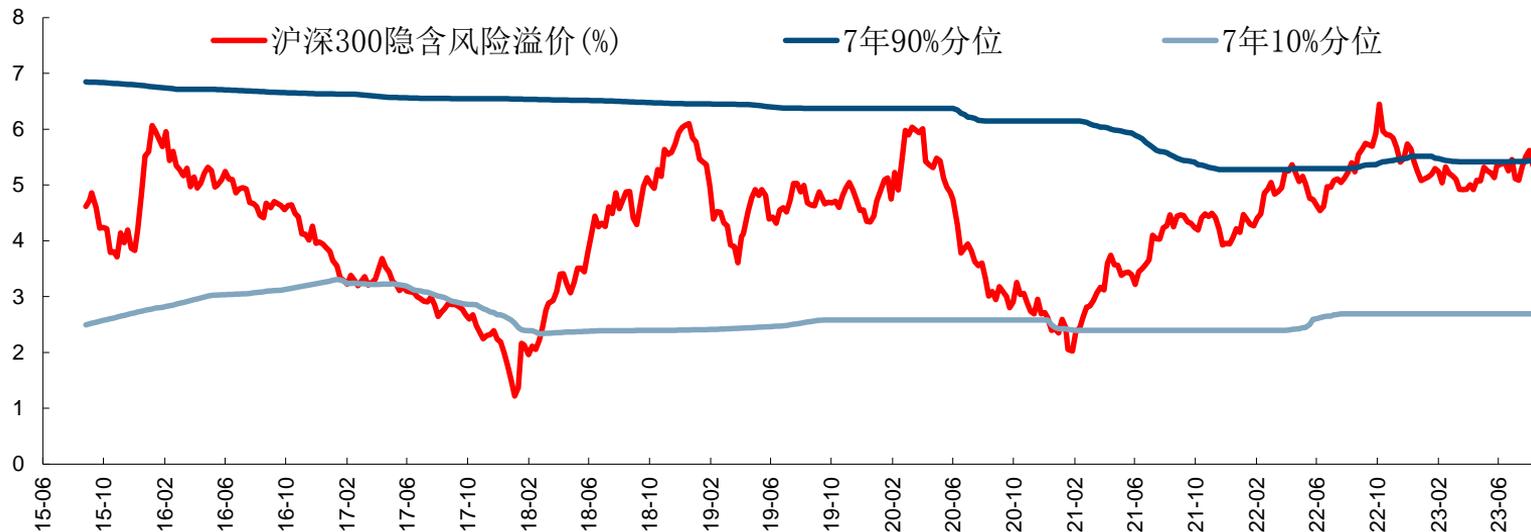
图表6：信用利差有所下降



国内市场

- 沪深300隐含风险溢价小幅下行。截至9月1日，沪深300隐含风险溢价为5.35%，较前一周变化-26.17bp。

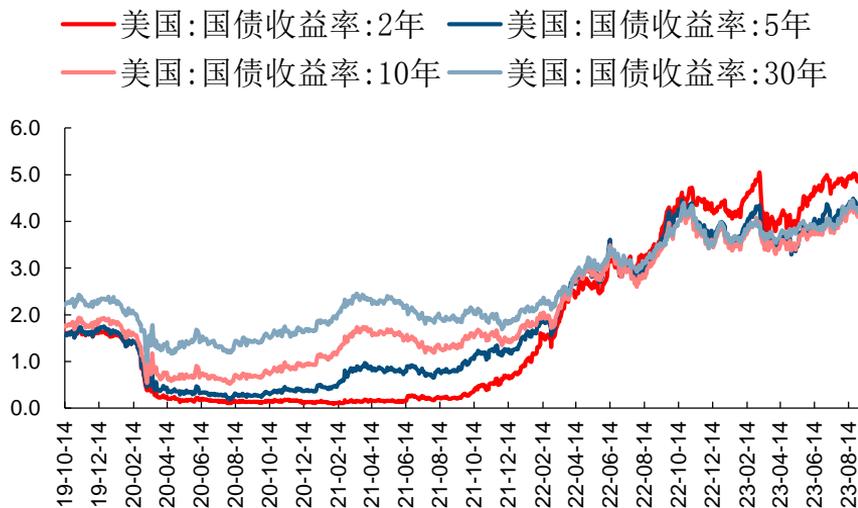
图表7：沪深300隐含风险溢价小幅下行



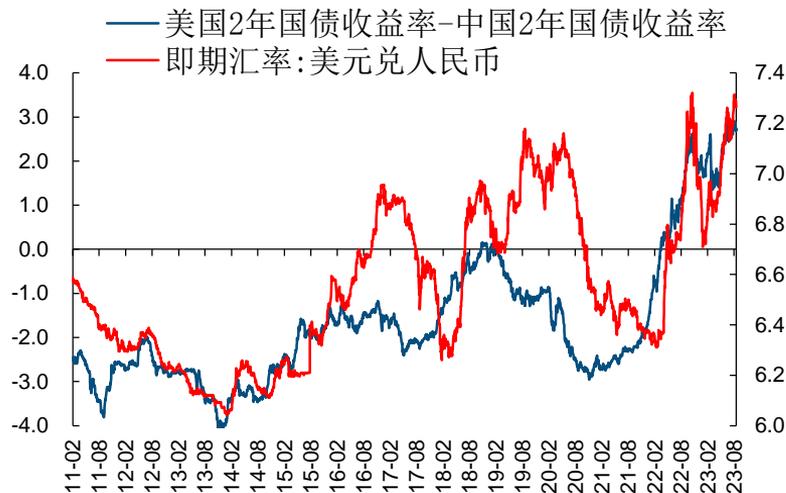
国际市场

- 各期限美债收益率下行。截至9月1日，2年期、5年期、10年期、30年期分别较8月25日变动-16bp、-15bp、-7bp、-1bp至4.87%，4.29%，4.18%和4.29%。
- 近一周中美利差缩小，人民币贬值压力释缓。截至9月1日，中美两年期国债利差为269.35bp，较8月25日变动-18.61bp。截至9月1日，美元兑人民币为7.26。

图表8：各期限美债收益率下行



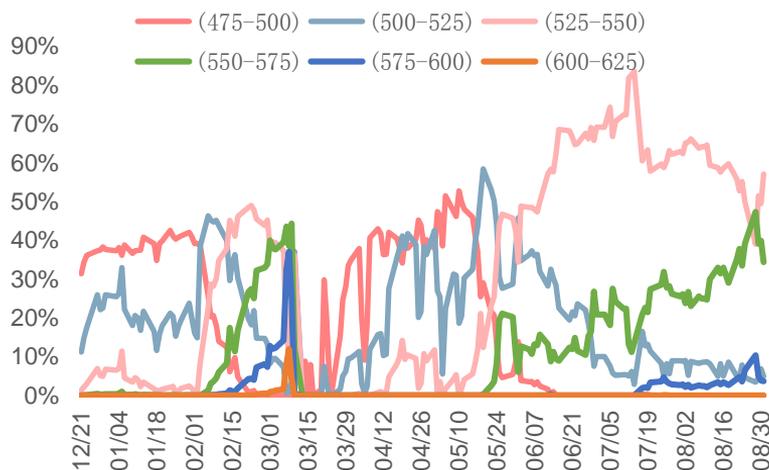
图表9：美中两年期国债利差与即期汇率



国际市场

- 美国8月ADP新增就业人数疲软，季调值为17.7万人，预期值为19.5万人，前值为32.4万人，创五个月来最小增幅，说明劳动力市场受加息影响而持续降温。
- 美联储加息预期有所缓解。美联储主席鲍威尔25日在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，美联储将基于最新数据评估经济前景和风险，并谨慎决定是否再次加息。本周公布的美国经济数据均低于预期，就业增长趋势继续放缓，失业率上升，劳动力参与度提高，表明劳动力供需之间变得更加平衡，这将有助于抑制通胀上行的压力。

图表10：市场预期加息区间概率（2023年12月）



图表11：美联储加息预期有所缓解

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.0%	6.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	33.5%	1.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	61.9%	30.8%	1.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	17.2%	55.5%	24.8%	1.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.2%	34.1%	42.0%	14.5%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	21.9%	38.3%	27.4%	7.2%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	15.8%	32.5%	31.2%	14.3%	2.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.0%	27.5%	31.6%	19.4%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.8%	10.1%	24.4%	30.8%	21.8%	8.8%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.3%	7.5%	19.9%	28.8%	24.6%	12.9%	4.1%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.6%	16.1%	26.1%	25.9%	16.5%	6.8%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%

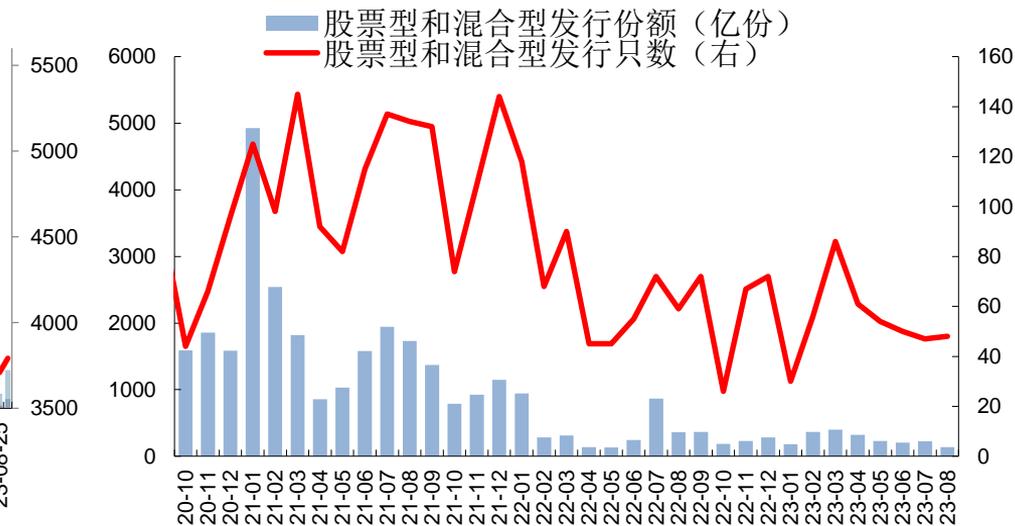
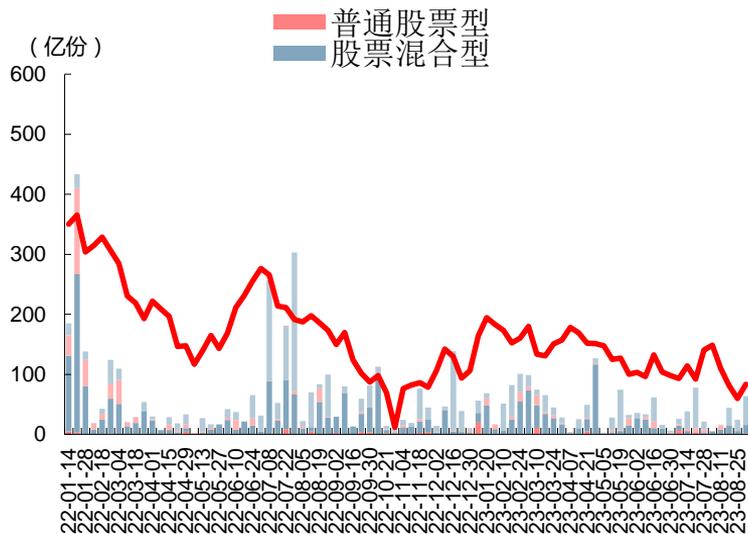
二、微观流动性环境与资金供求状况

增量资金：公募基金

- **新基金发行量环比上行。**上周有20只股票型和混合型公募基金完成发行，其中股票型基金13只，混合型7只，发行份额估算约为64.06亿份。上周有9只股票型ETF新发，分别覆盖中证1000（1只）、中证国企红利（1只）、沪深300成长（1只）、上证科创100（4只）、中证医疗（1只）、中证2000（1只）。
- **股票型与混合型新发仍弱。**Wind数据显示，以基金发行截止日作为统计口径，截至9月1日，2023年新发股票型和混合型基金共432只，新基金发行份额累计2066亿元，仍较为低迷。

图表12： 新基金发行规模(亿份)环比上行

图表13： 2023年新发基金规模2066亿元



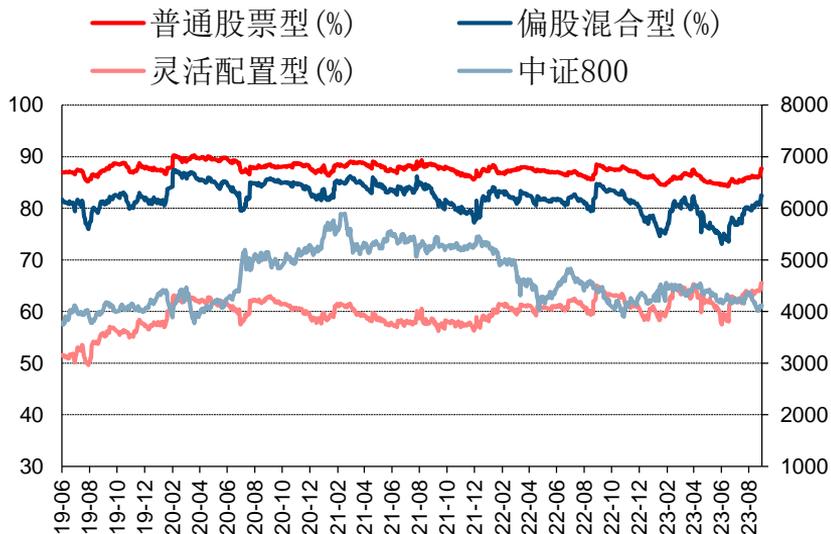
资料来源：Wind，中信建投 注：未披露基金募集金额为估算

资料来源：Wind，中信建投

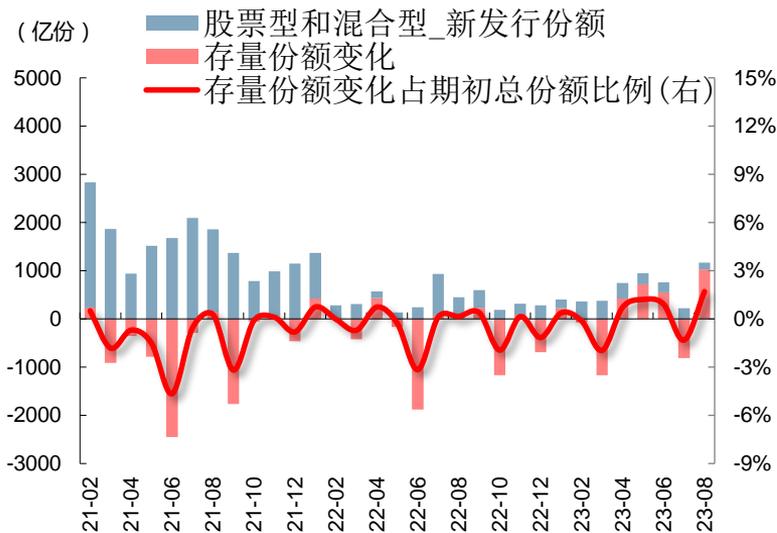
增量资金：公募基金

- 近一周偏股基金仓位上行。截至2023年9月1日，普通股票型仓位87.69%；偏股混合型仓位82.45%；灵活配置型65.50%。分别较前一周变动+1.51pct、+1.73pct、+1.52pct。
- 8月权益类基金赎回压力下降。据Wind数据统计，2023年7月存量基金净申赎规模约-808.63亿份，2023年8月存量基金净申赎规模约+1030.01亿份，环比变动+1838.63亿份，赎回压力下降。

图表14： 偏股基金仓位上行



图表15： 权益类基金赎回规模（亿份）



资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

增量资金：公募基金

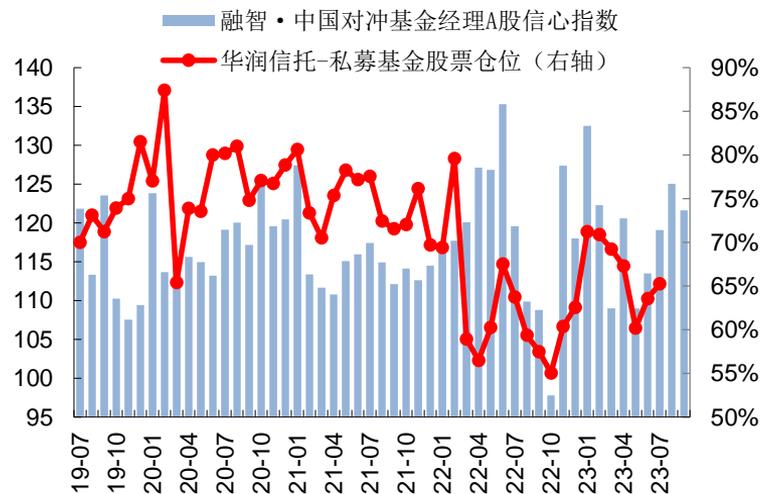
图表16： 固收+基金净值小于等于1数量占比



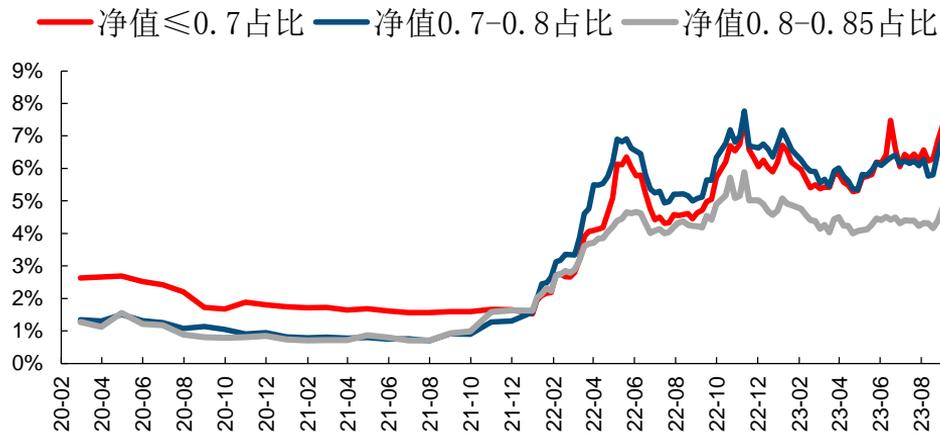
增量资金：私募基金

- 7月份私募仓位有所上行。2023年7月末，私募仓位上升至65.28%，较6月末的私募仓位水平上升1.70%。9月融智·中国对冲基金经理A股信心指数为121.62，环比下降2.74%，反映私募管理人对9月行情信心有所下降。
- 触及预警线和清盘线的私募基金数量下行。截至9月1日，私募全市场净值位于0.7以下、0.7-0.8、0.8-0.85的基金占比分别变化至7.54%、7.23%和4.97%，较上周分别变动+0.23pct、+0.33pct、+0.20pct。

图表17： 私募基金经理信心指数和仓位调查数据



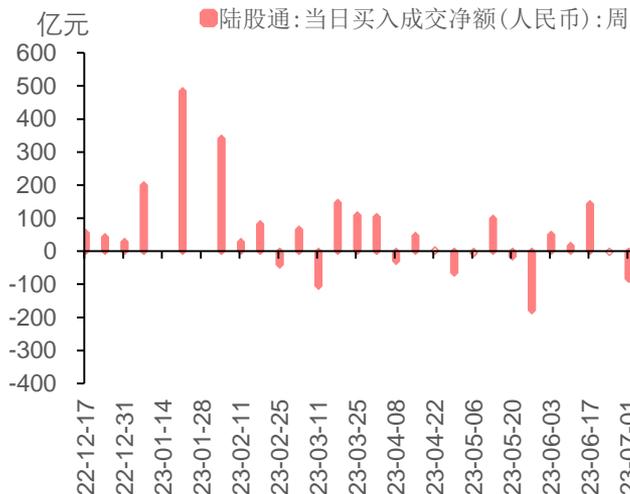
图表18： 触及预警线和清盘线的私募基金数量占比



增量资金：北向资金

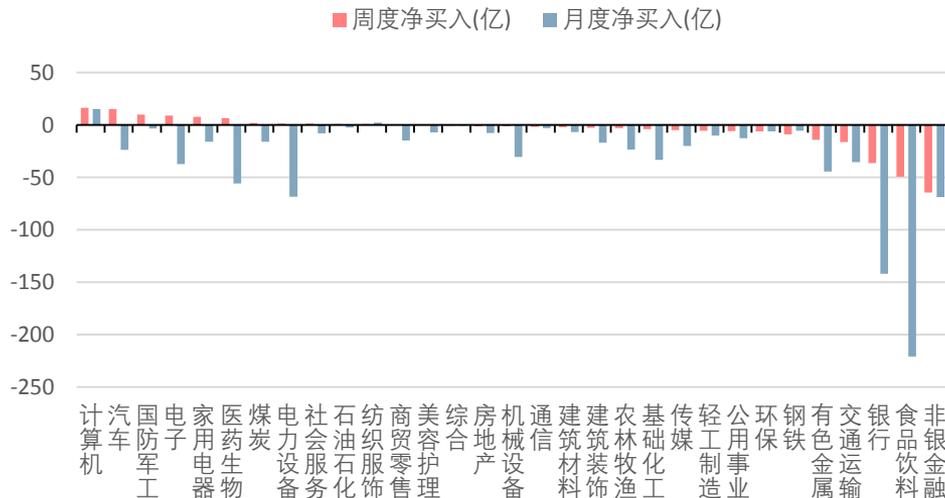
- 北向资金继续净流出，上周累计净流入-156.87亿元，环比变动+67.32亿元。截至9月1日，2023年北向资金累计净流入1406.53亿元。
- 从行业结构来看，近一周北向资金流入计算机、汽车、国防军工较多，流出非银金融、食品饮料、银行较多。本周北向资金净流入计算机(+16.5亿元)、汽车(+15.2亿元)，流出非银金融(-64.6亿元)、食品饮料(-49.3亿元)。月频数据来看，计算机、纺织服饰被北向资金大幅买入。

图表19：陆股通上周累计净流入-156.87亿元



资料来源：Wind，中信建投

图表20：陆股通行业资金流向（亿元）

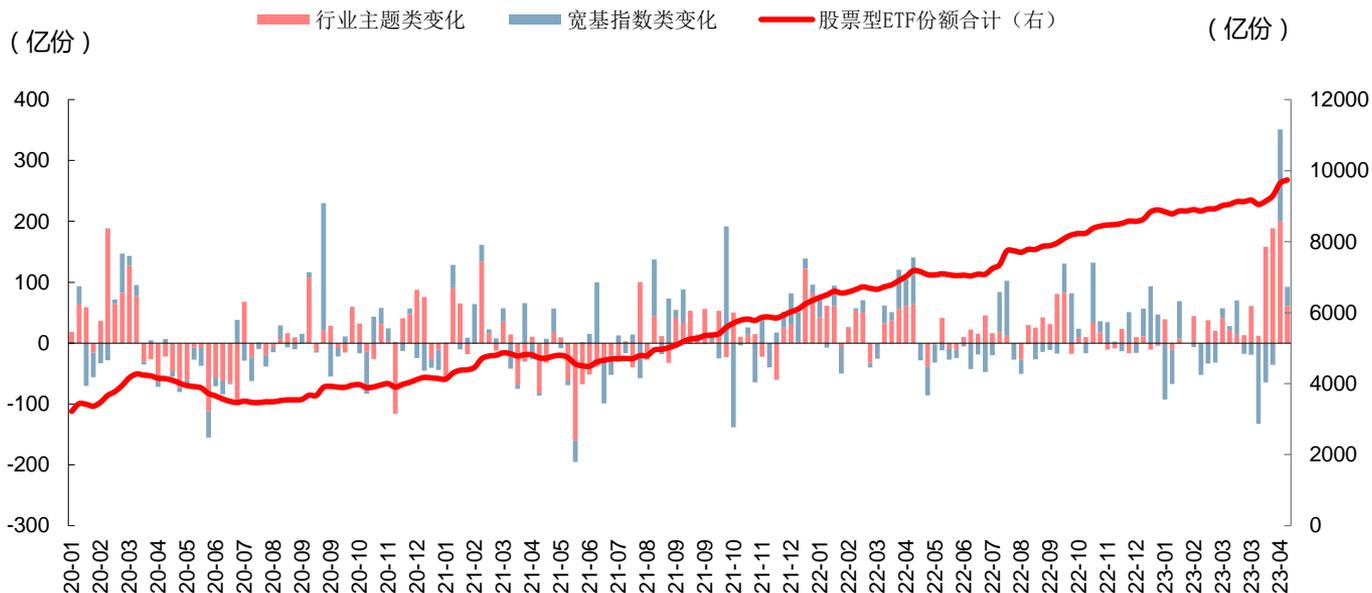


资料来源：Wind，中信建投

增量资金：股票型ETF

- 股票型ETF份额较上期变动+210.12亿份。分类来看，宽基指数类变动+141.16亿份，行业主题类变动+68.97亿份。其中，券商、金融类ETF份额增加较多，工业、军工类ETF份额减少较多。

图表21： 股票型ETF份额变动约+210.12亿份



增量资金：股票型ETF

- 近一周资金整体流入股票型ETF。截至9月1日，跟踪中证1000的ETF资金净流入+228.7亿，跟踪上证50的ETF资金净流入-5.4亿元，跟踪科创50的ETF资金净流入+76.5亿元，跟踪沪深300的ETF资金净流入+106.7亿元，跟踪中证500的ETF资金净流入-23.7亿元。行业主题ETF来看，近一周流入规模较大的是券商主题ETF (+35.3亿元)、消费主题ETF (+12.3亿元)，流出规模较大的是医药主题ETF (-49.5亿元)、TMT主题ETF (-19.4亿元)。

图表22： 规模宽基类ETF资产规模和净流入（亿元）

规模宽基ETF	资产规模 (亿元)	净流入(亿)			涨跌幅		
		近一周	近一月	YTD	近一周	YTD	
沪深300	2366.7	106.7	426.0	684.7	2.2%	-4.9%	-19.7%
中证500	837.5	-23.7	147.5	50.2	2.9%	-5.0%	-18.2%
上证50	675.1	-5.4	84.4	22.2	1.7%	-4.1%	-17.8%
科创50	1354.7	76.5	200.2	907.5	7.6%	-3.4%	-33.0%
中证1000	537.3	228.7	-151.9	-10.5	3.6%	-5.4%	-22.6%
创业板指	583.6	1.7	35.3	439.7	2.7%	-5.5%	-36.1%
MSCI A50	171.9	1.2	1.6	-86.9	2.3%	-3.9%	-22.2%
双创50	175.7	-0.2	9.8	59.9	4.4%	-4.7%	-36.0%
上证180	204.4	-0.4	3.4	9.5	1.7%	-4.7%	-16.0%
创业板50	201.9	2.0	15.3	47.5	3.0%	-5.4%	-39.0%
深证100	76.4	-0.5	2.5	10.6	2.8%	-5.6%	-28.5%
沪港深指数	34.1	0.0	0.1	-3.8	1.8%	-5.1%	-15.9%
其他大盘指数	80.6	3.6	25.2	-38.7	2.8%	-4.6%	-25.4%
其他中小盘指数	11.5	0.0	0.2	0.7	3.0%	-5.7%	-20.8%
其他指数	106.9	-4.1	27.1	37.3	2.4%	-4.9%	-20.0%

资料来源：Wind，中信建投

图表23： 行业主题类ETF资产规模和净流入（亿元）

行业主题ETF	资产规模 (亿元)	净流入(亿)		涨跌幅	
		近一周	近一月	近一周	近一月
券商	682.9	35.3	-60.7	-2.8%	-3.8%
新能源	595.6	5.4	10.6	2.7%	-9.0%
消费	468.1	12.3	5.5	2.0%	-5.1%
芯片	484.5	-4.9	17.0	7.6%	-5.2%
医药	825.8	-49.5	124.9	2.2%	-5.1%
金融	234.8	3.5	-13.0	-0.2%	-4.3%
周期	236.7	1.1	-8.2	2.5%	-7.5%
红利	262.5	0.7	15.4	1.6%	-3.0%
军工	251.0	7.8	27.7	3.3%	-4.0%
TMT	277.4	-9.4	40.5	5.3%	-5.9%
5G	92.6	1.3	2.6	5.5%	-8.0%
科技创新	79.4	0.6	5.3	4.3%	-5.9%
其他	439.9	1.4	1.8	2.2%	-5.9%

资料来源：Wind，中信建投

增量资金：杠杆资金 融资融券

- 两融余额环比上行，近一周两融资金净流入+45.79亿元。截至8月31日，两融余额约15710亿元，环比变动约+143亿元；两融余额占A股流通市值2.26%，环比变动-0.033pct。两融交易额3090亿元，占A股成交额7.77%，环比变动+0.79pct。本周两融资金净流入+45.79亿元，较上周变动+215.24亿元。

图表24： 两融余额及其占比



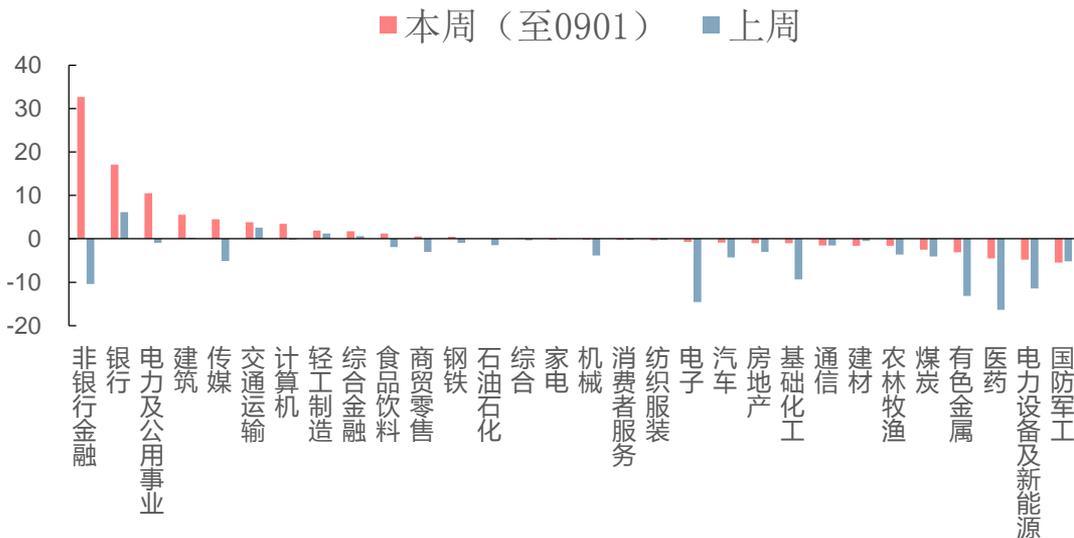
图表25： 两融资金净流入+45.79亿元



增量资金：杠杆资金 融资融券

- 行业流向：近一周杠杆资金在多个行业流入，其中非银行金融、银行、电力及公用事业、建筑流入最多，国防军工、电力设备及新能源、医药、有色金属流出最多。截至9月1日，非银行金融(+32.71亿元)、银行(+17.10亿元)、电力及公用事业(+10.50亿元)流入居首，国防军工(-5.49亿元)、电力设备及新能源(-4.81亿元)、医药(-4.52亿元)遭净卖出最多。

图表26： 融资资金周度行业净流入情况（亿元）



增量资金：杠杆资金 融资融券

图表27： 融资资金周频净买入/卖出前十大活跃股

图表28： 融资资金月频净买入/卖出前十大活跃股

证券简称	期间净买入 (亿元)	证券简称	期间净买入 (亿元)
海光信息	6.22	山西汾酒	-6.15
科大讯飞	4.76	海康威视	-5.41
民生银行	4.12	中国平安	-4.24
平安银行	4.06	宁德时代	-3.88
迈瑞医疗	3.78	传音控股	-2.35
五粮液	3.51	广电运通	-2.31
昆仑万维	2.85	保利发展	-2.25
大秦铁路	2.82	韦尔股份	-1.99
鸿博股份	2.76	云从科技-UV	-1.92
华工科技	2.37	云南白药	-1.90

证券简称	期间净买入 (亿元)	证券简称	期间净买入 (亿元)
民生银行	14.44	浪潮信息	-7.81
中控技术	10.13	中际旭创	-7.76
海光信息	8.26	山西汾酒	-6.87
中国银河	7.43	云南白药	-6.24
三安光电	6.99	海康威视	-5.93
五粮液	6.91	恒瑞医药	-5.27
贵州茅台	6.52	芯原股份	-4.29
江苏银行	6.33	沃森生物	-4.20
平安银行	5.94	科大讯飞	-4.17
财达证券	4.37	工业富联	-4.05

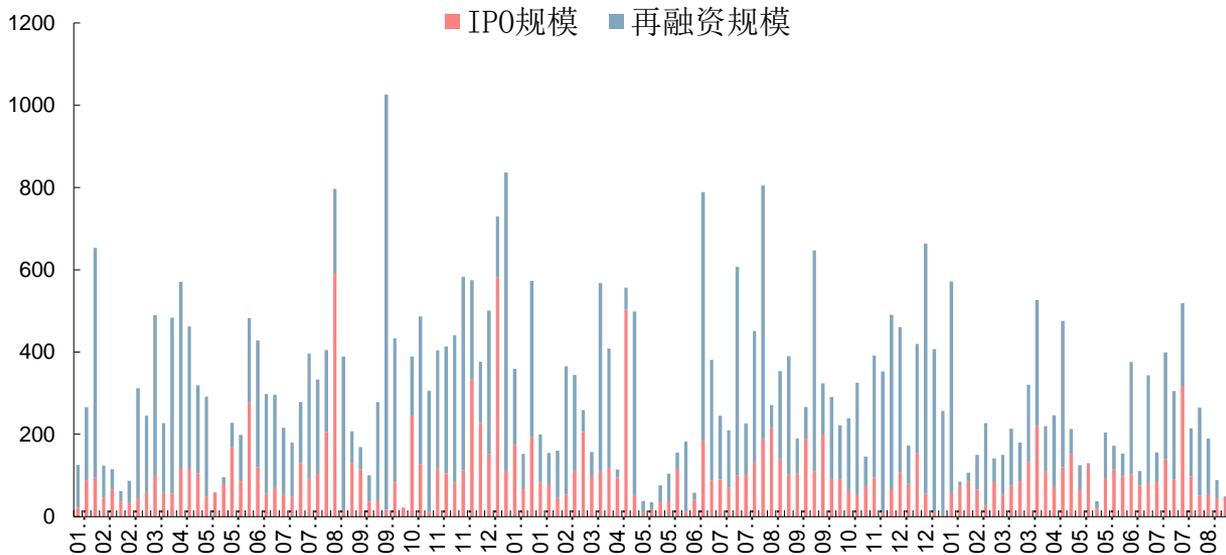
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

资金需求：股权融资

- 近一周股权融资规模下行。按发行日划分，本周股权融资规模共49.44亿元，环比变动-39.15亿元，其中IPO融资47.44亿元。预计未来一周将有4只新股发行，预计募资总额24.83亿元。

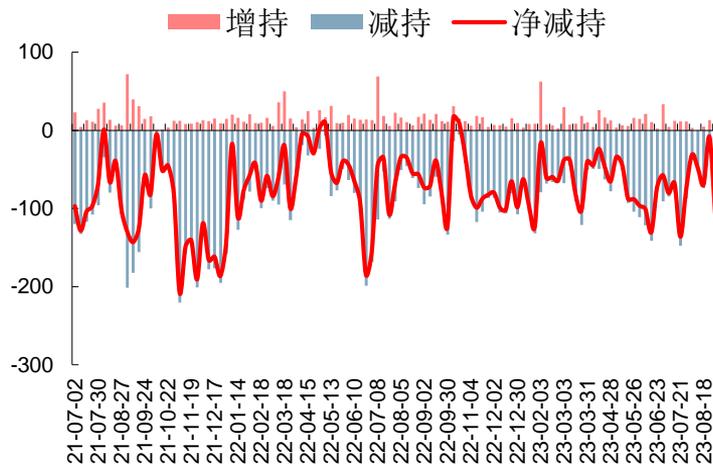
图表29： 近一周（0901）IPO募资47.44亿元，未来一周IPO预计规模24.83亿元



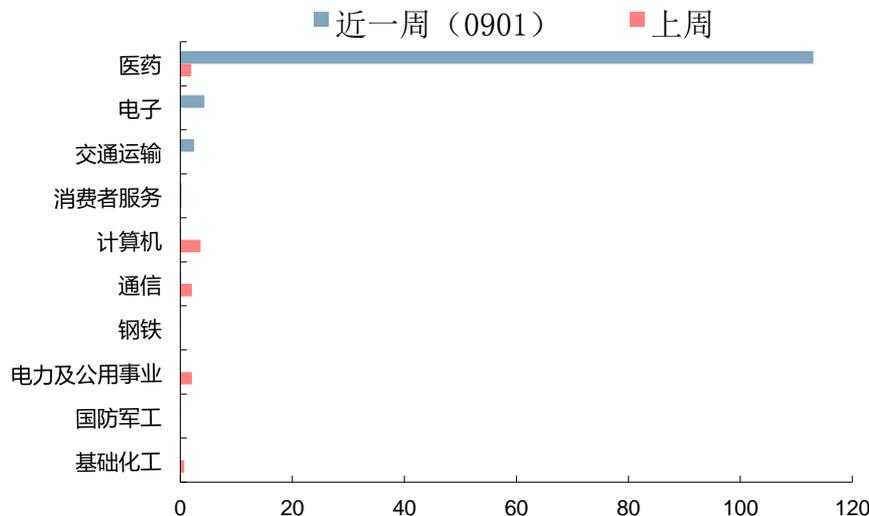
资金需求：产业资本和限售解禁

- 近一周净减持规模上行。截至9月1日已有披露，近一周重要股东净减持109.53亿元，较上周变动+101.44亿元。净减持金额较高的行业包括医药、电子、交通运输等。
- 未来一周限售解禁规模下行。近一周（至0901）限售解禁规模约692.24亿元，未来一周规模约568.11亿元，较本周规模下行。

图表30：近一周（0901）重要股东净减持约109.53亿元



图表31：近一周（0901）重要股东净减持排名靠前行业

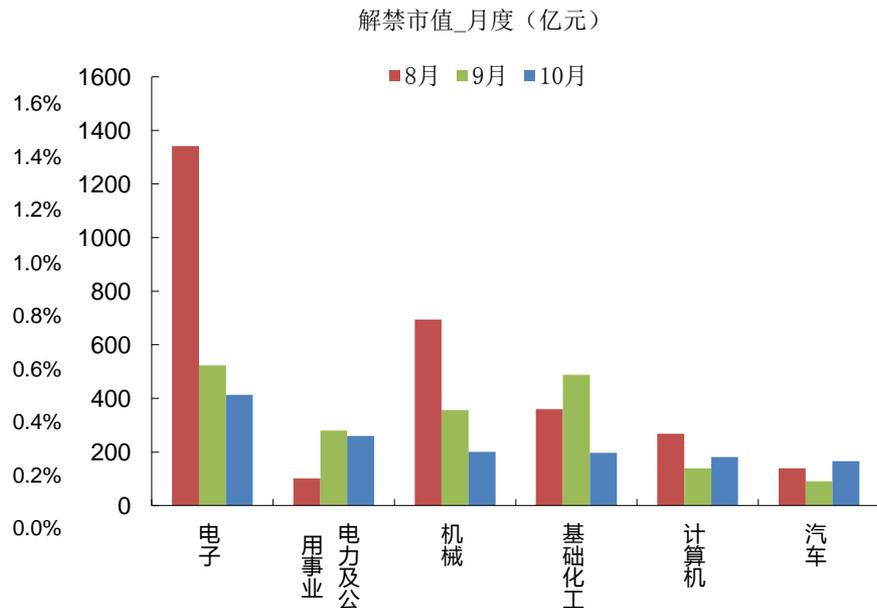
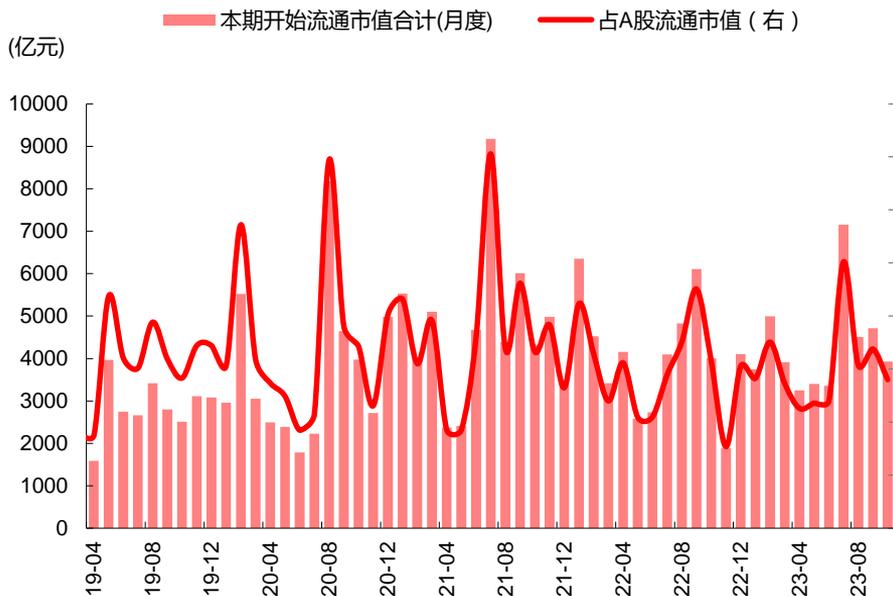


资金需求：产业资本和限售解禁

- 2023年10月解禁规模预计为7598.88亿元，主要集中于电子（约412.87亿）、电力及公共事业（约260.09亿）、机械（约200.82亿）、基础化工（约196.88亿）、计算机（约181.05亿）等行业。

图表32： 2023年10月解禁市值约7598.88亿

图表33： 2023年10月解禁市值排名靠前行业（亿元）



三、近期重点监管事件

近期重点监管事件

日期	来源	主要内容
8月28日	英国	英国空中交通管制系统出现网络故障，已实施交通流量限制措施以保证安全。
8月29日	韩国	2024年韩国政府财政支出计划为6569万亿韩元，比2023年增长2.8%；国债发行将净增5.03万亿韩元。韩国政府同时正计划一项价值约1万亿韩元的研发项目，旨在开发无机发光显示技术并建立生态系统。
8月30日	日本央行	日本央行委员田村直树表示，日本央行退出宽松政策顺序和速度将取决于经济状况；终结负利率及YCC都是日本央行退出宽松政策的选项。
8月31日	欧洲央行	欧洲央行管委霍尔茨曼表示，利率还没有达到最高水平，可能还会再加息一两次；应该考虑在2024年之前结束紧急抗疫购债计划再投资。
9月1日	美国	美国8月Markit制造业PMI终值为47.9，预期及初值均为47，7月终值为49。

分析师介绍

陈果 (S1440521120006)：中信建投证券董事总经理 (MD)、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是A股市场最具影响力的策略分析师之一。

夏凡捷 (S1440521120005)：中信建投投资深策略分析师，硕士毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和金股配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师。

姚皓天 (S1440523020001)：复旦大学经济学本科，大数据学院硕士。目前主要负责大势研判、政策与流动性、主题策略等领域。曾任德邦证券策略分析师，2022年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅~5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅~10~10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103
室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处
广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csc.hk