

本报告的主要看点：

1. 社保基金定位、投资风格和持股偏好

社保基金规模、持仓结构、重仓股剖析

——社保基金专题报告

基本结论

- **社保基金 2017 年年度报告（最新）披露：总规模：2.22 万亿，其委托投资占比不断扩大。**社保基金成立于 2000 年 8 月，资金来源主要有“中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式筹集”，并由全国社会保障基金理事会负责管理运营，可投资于境内外固定收益类、股票类和未上市股权类等资产。截止 2017 年末，社保基金资产总额高达 2.22 万亿，2017 年社保基金总规模较 2003 年的 0.13 万亿增长了 16 倍。其中委托投资占比由 2003 年的 24.07% 上升到 2017 年的 57.65%。
- **社保基金持仓分“长期资产、交易性资产”两部分，均值回归是社保基金资产配置的核心思想。**从资产结构来看，社保基金持仓以长期资产为主，合计占比达 57%。其中主要有持有到期投资（债券为主）、可供出售金融资产和长期股权投资等长期资产，占比分别为 36%、13% 和 8%，以交易类金融资产为代表的短期资产占比为 39%。社保基金是社会保障的储备基金，其资金久期较长，规模较大，这一特性决定了社保基金的投资风格以长期价值投资为主。社保基金的资产配置是基于长期投资和价值投资的基本思想，根据市场在某一阶段的价值中枢，在市场向上或向下大幅度偏离价值中枢时进行高抛低吸。从本质上讲，均值回归是社保基金资产配置的核心思想。
- **自成立以来，社保基金投资收益相对稳定，社保基金累计投资年化收益率远超通胀水平。**从已披露的业绩数据来看，社保基金除了在 2008 年金融危机时取得负收益外，其余年份均实现了稳定的正收益，累计年均投资收益率达 8.44%，超过年化通胀水平。其中，受益于股票市场上涨，2006 年、2007 年、2009 年和 2015 年投资收益率较高，分别为 29.01%、43.19%、16.12%、15.19%。在委外业务方面，截至 2018 年 Q3，18 家委托管理机构中“博时基金、鹏华基金、嘉实基金、南方基金”的持股市值也相对较大，规模均超过百亿，分别为 381.49 亿、232.32 亿、170.30 亿、116.00 亿，其收益率均跑赢通胀。
- **社保基金 Q3 持有 2141 亿市值股票，行业集中在“大金融、大消费”。**从上市公司披露的十大（流通）股东的数据来看，截止 2018 年三季度，社保基金共持有 561 只个股，规模合计达 2141 亿元，占 A 股流通市值 0.54%，配置比例较高的行业依次为“银行、医药、化工、电子和餐饮”，占比分别达 24.37%、13.48%、6.48%、5.47%、5.17%。而军工、钢铁、采掘、纺织、轻工、建材等配置比例相对较低，配置比例分别为 0.24%、0.70%、1.19%、1.19%、1.57%、1.57%。
- **社保基金的定位和投资风格决定了其持股偏好：1) 偏好市值较大公司；2) 青睐高分红个股；3) 注重企业盈利能力，偏好 ROE 较高公司。**追求长期稳定的收益并且基于价值中枢进行动态配置调整的特征使得社保基金在选股中比较注重“市值、分红、盈利”这三个维度，具体来说，市值代表流动性，分红和盈利代表稳定性。（具体重仓个股请参阅图表 17 和图表 18）
- **风险因素：政策监管（金融去杠杆等）、海外黑天鹅事件（政治风险等）**

李立峰 分析师 SAC 执业编号：S1130515040001
(8621)60230231
lilifeng@gjzq.com.cn

艾熊峰 联系人
weixue@gjzq.com.cn

魏雪 联系人
weixue@gjzq.com.cn

丁潇 联系人
dingxiaio@gjzq.com.cn

luanyuning@gjzq.com.cn

内容目录

一、社保基金 2017 年年度报告披露：总规模：2.22 万亿.....	4
1.1 社保基金和地方政府管理的社会保险基金的对比.....	4
1.2 社保基金资金来源的三大支柱.....	5
1.3 社保基金规模快速增长，委托投资占比不断扩大.....	5
1.4 社保基金境内委托投资机构共计 18 家.....	6
二、资金属性决定了社保基金的投资风格：长期价值投资.....	7
2.1 社保基金持仓分“长期资产、交易性资产”两部分.....	7
2.2 均值回归是社保基金资产配置的核心思想.....	7
2.3 自成立以来，社保基金年均投资收益率 8.44%.....	9
三、社保基金 Q3 持有 2141 亿市值股票，行业集中在“银行、医药、化工、 电子、餐饮”.....	10
3.1 社保基金资产配置比例限制：基金和股票投资的比例不得高于 40%.....	10
3.2 社保基金 Q3 持股规模 2141 亿元，占 A 股流通市值 0.54%，.....	10
3.3 行业分布以“银行、医药、化工、电子和餐饮”为主.....	11
四、三个维度剖析社保基金持股偏好：市值、分红、盈利.....	12
4.1 偏好市值较大公司.....	12
4.2 青睐高分红个股.....	13
4.3 注重企业的盈利能力.....	13
五、社保持仓重仓个股剖析.....	14

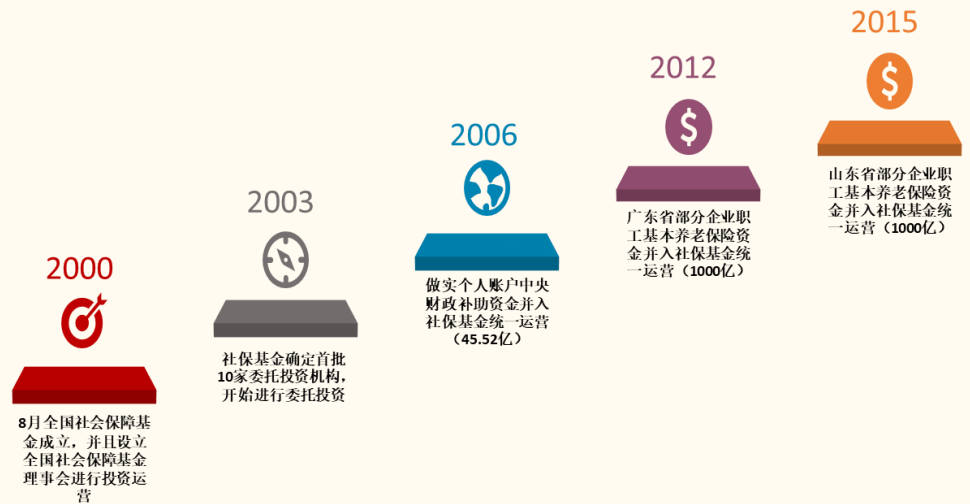
图表目录

图表 1: 社保基金的历史沿革.....	4
图表 2: 社保基金与地方政府管理的社会保险基金的对比.....	4
图表 3: 财政拨入全国社保基金规模.....	5
图表 4: 社保基金资产总规模.....	6
图表 5: 社保基金管理人账户.....	6
图表 6: 社保基金资产类别 (2017 年)	7
图表 7: 社保基金对 A 股配置变动的重要时点.....	8
图表 8: 社保基金对国投电力的持股及其股价表现.....	9
图表 9: 社保基金历年投资收益情况.....	9
图表 10: 社保基金资产配置比例限制.....	10
图表 11: 社保基金持有股票市值规模.....	11
图表 12: 社保基金各管理账户的持股规模 (2018 年三季度)	11
图表 13: 社保基金持股行业分布 (2018 年三季度)	12
图表 14: 社保基金偏好市值较大公司 (2018 年三季度)	13
图表 15: 社保基金青睐高分红个股 (2018 年三季度)	13
图表 16: 社保基金偏好盈利能力较强的公司 (2018 年三季度)	14
图表 17: 社保基金持股市值较大的个股 (前 20, 2018 年三季度)	14
图表 18: 社保基金持股比例较高的个股 (前 20, 2018 年三季度)	15

一、社保基金 2017 年年度报告披露：总规模：2.22 万亿

- 社保基金是国家社会保障储备基金，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和调剂，以备不时之需。社保基金成立于 2000 年 8 月，资金来源主要有“中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式筹集”，并由全国社会保障基金理事会负责管理运营，可投资于境内外固定收益类、股票类和未上市股权类等资产。此外，“做实个人账户中央财政补助资金、部分企业职工基本养老保险资金”分别于 2006 年和 2012 年并入社保基金统一运营。

图表 1：社保基金的历史沿革



来源：全国社会保障基金理事会、国金证券研究所

1.1 社保基金和地方政府管理的社会保险基金的对比

- 社保基金与地方政府管理的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。社会保险基金是“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”的统称，主要依靠所在单位和个人的缴费形成。社会保险基金主要用于个人养老、医疗、工伤、失业和生育保险待遇的当期发放，其投资范围也受到严格的限制。

图表 2：社保基金与地方政府管理的社会保险基金的对比

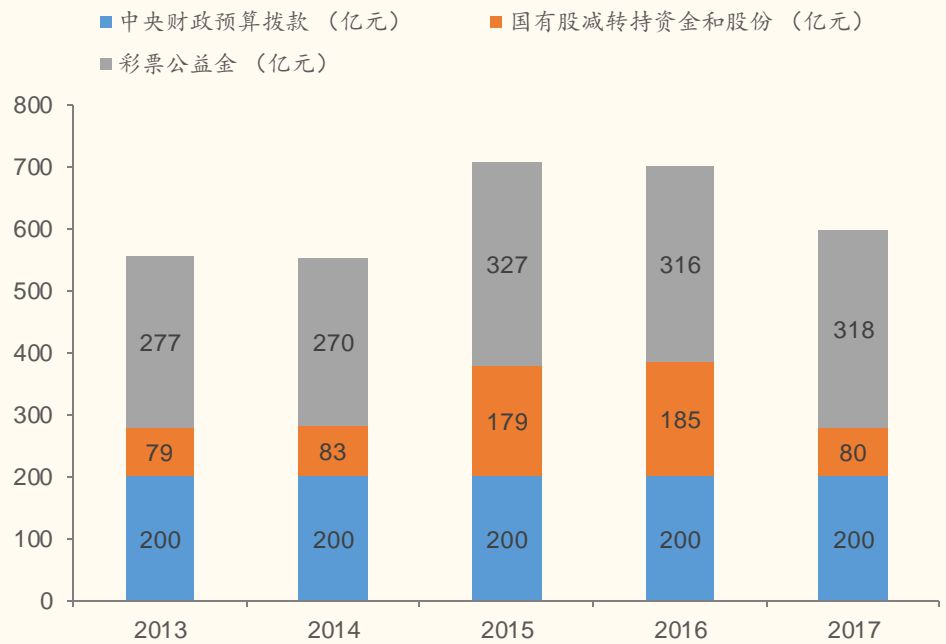
	全国社会保障基金 (社保基金)	社会保险基金 (地方政府管理)
基金定位	国家社会保障储备基金	“基本养老保险基金、基本医疗保险基金、工伤保险基金、失业保险基金和生育保险基金”的统称
资金来源	中央财政预算拨款、国有资本划转、彩票公益金等	所在单位和个人的缴费
资金用途	主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充和调剂，以备不时之需	主要用于个人养老、医疗、工伤、失业和生育保险待遇的当期发放
管理机构	全国社会保障基金理事会	地方政府
投资范围	境内外固定收益类、股票类和未上市股权类等资产	大部分存入财政专户

来源：全国社会保障基金理事会、国金证券研究所

1.2 社保基金资金来源的三大支柱

- 资金来源方面，中央政府拨款、国有股划拨和彩票公益基金是社保基金资金来源的三大支柱。截至 2017 年末，财政性拨入社保基金资金和股份累计 8577.80 亿元，其中：中央财政预算拨款 3098.36 亿元，国有股减转持资金和股份 2827.75 亿元，彩票公益金 2651.69 亿元。扣除其他拨出项目，累计财政性净拨入 8557.18 亿元。此外，2006 年做实个人账户中央财政补助资金共计 45.52 亿元，2012 年和 2015 年广东省和山东省分别委托企业职工基本养老保险基金结余资金 1000 亿。

图表 3：财政拨款入全国社保基金规模

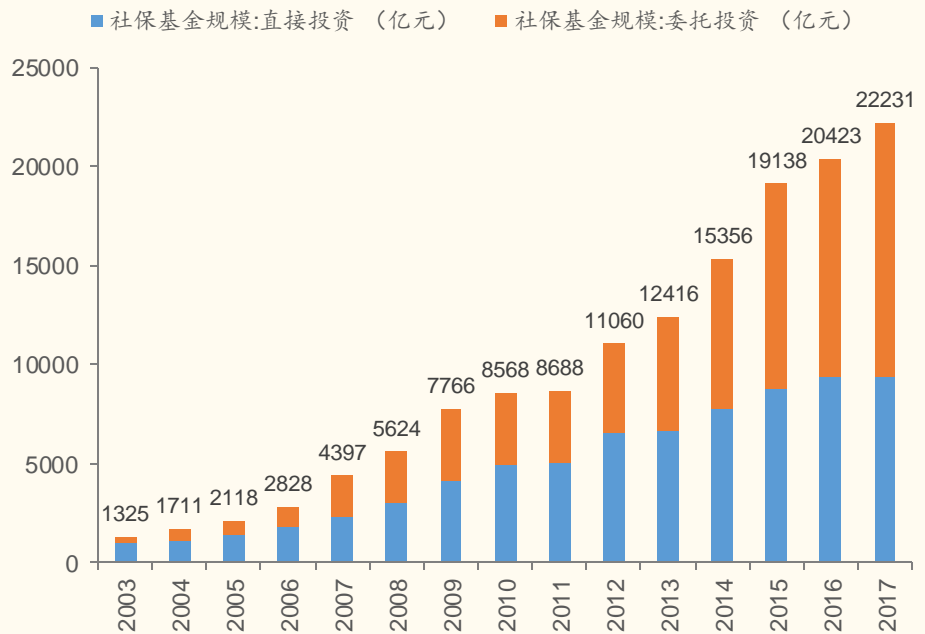


来源：全国社会保障基金理事会、国金证券研究所

1.3 社保基金规模快速增长，委托投资占比不断扩大

- 社保基金规模自成立以来持续上升，随着规模的快速增长，自身投资管理能力一时无法与规模增长相匹配，这导致委托投资的占比不断扩大，2015 年社保基金委托投资规模首次超过直接投资。按照社保基金 2017 年年报披露的数据（最新数据）显示：“截止 2017 年末，社保基金资产总额高达 2.22 万亿”。2017 年社保基金总规模较 2003 年的 0.13 万亿增长了 16 倍。其中委托投资占比由 2003 年的 24.07% 上升到 2017 年的 57.65%。
- 直接投资由社保基金理事会直接管理运作，投资对象主要包括银行存款、信托贷款、股权投资、转持国有股和指数化股票投资等。委托投资由社保基金理事会委托投资管理人管理运作，投资对象主要包括境内外股票、债券、证券投资基金等，委托投资的考核期一般为三年左右。

图表 4：社保基金资产总规模



来源：Wind、国金证券研究所

1.4 社保基金境内委托投资机构共计 18 家

- 社保基金的境内委托投资机构有 18 家，管理账户较多的管理人博时基金（9 个账户）、华夏基金（7 个账户）、嘉实基金（7 个账户）和鹏华基金（7 个账户）等。2003 年社保基金确定首批 10 家委托投资机构分别为南方基金、博时基金、华夏基金、鹏华基金、长盛基金、嘉实基金、易方达基金、招商基金、国泰基金和中金公司。2010 年增选 8 家机构，分别为大成基金、富国基金、工银瑞信、广发基金、海富通基金、汇添富基金、银华基金和中信证券。

图表 5：社保基金管理人账户

管理机构	管理账户数	社保基金组合编号
社保基金理事会	12	001、002、003、004、005、006、120、412、418、转持一户、转持二户、转持三户
博时基金	9	102、103、108、202、402、501、702、802、902
华夏基金	7	007、107、203、403、703、801、901
嘉实基金	7	106、206、306、406、504、602、706
鹏华基金	7	104、114、204、304、404、503、704
长盛基金	6	105、205、305、405、603、705
南方基金	5	101、201、301、401、701
易方达基金	5	109、407、502、601、707
工银瑞信	4	1005、207、413、907
广发基金	4	1006、115、414、908
汇添富基金	4	1007、117、416、909
招商基金	4	110、408、604、708
国泰基金	3	111、409、709
海富通基金	3	116、216、415
银华基金	3	1008、118、417
中金公司	3	112、410、710

大成基金	2	113、411
------	---	---------

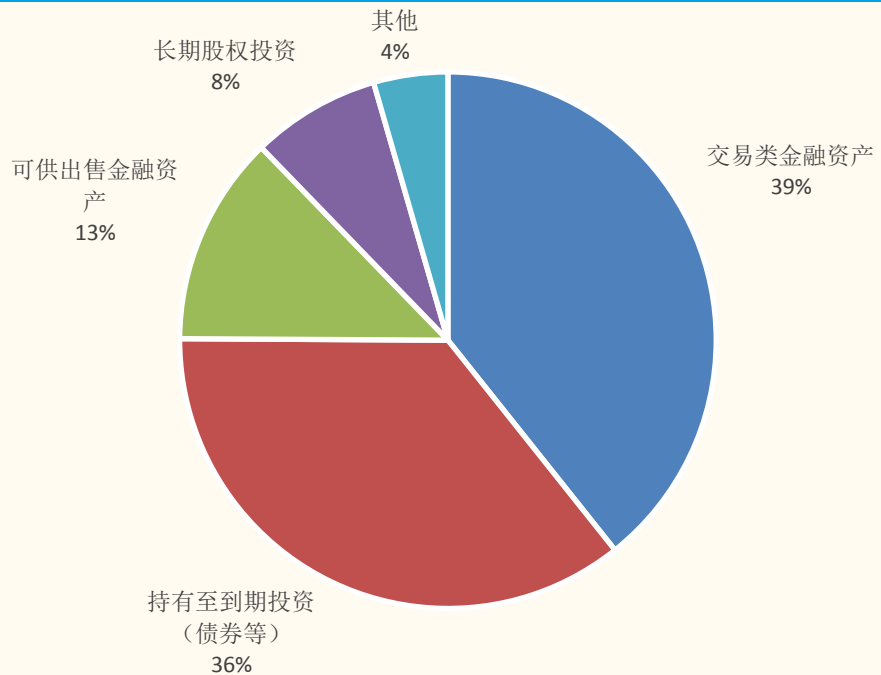
来源：Choice、国金证券研究所

二、资金属性决定了社保基金的投资风格：长期价值投资

2.1 社保基金持仓分“长期资产、交易性资产”两部分

- 从资产结构来看，社保基金持仓以长期资产为主，合计占比达 57%。其中主要有持有到期投资（债券为主）、可供出售金融资产和长期股权投资等长期资产，占比分别为 36%、13%和 8%，以交易类金融资产为代表的短期资产占比为 39%。

图表 6：社保基金资产类别（2017 年）



来源：全国社会保障基金理事会、国金证券研究所

2.2 均值回归是社保基金资产配置的核心思想

- 社保基金是社会保障的储备基金，其资金久期较长，规模较大，这一特性决定了社保基金的投资风格以长期价值投资为主。社保基金的资产配置是基于长期投资和价值投资的基本思想，根据市场在某一阶段的价值中枢，在市场向上或向下大幅度偏离价值中枢时进行高抛低吸。从本质上讲，均值回归是社保基金资产配置的核心思想。
- 根据社保基金官网《社保基金资产配置的投资理念》所陈述“以境内股票为例，社保基金 2003-05 年在小幅波动的市场低位加仓，2006 年持有不动，2007 年高位大幅减仓，2008 年逐渐加仓，2009 年在低位小幅加仓，2010 年逢低加仓，2011 年也逢低加仓，总体上较好地把握了股市的节奏，没有出现高位大幅增资和低位大幅抽资等重大失误，价值投资和长期投资的理念得到了很好的贯彻执行。”

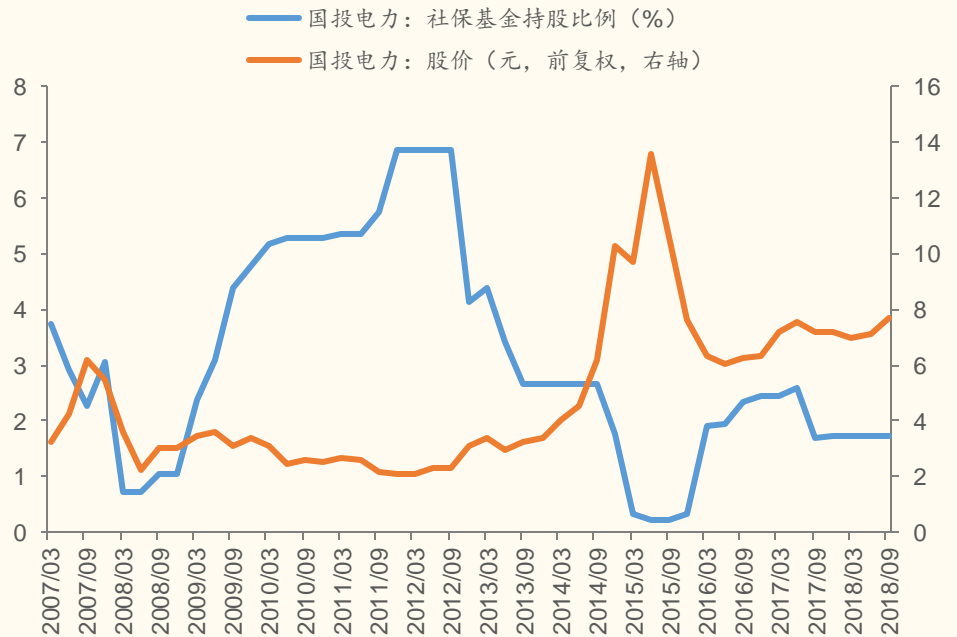
图表 7: 社保基金对 A 股配置变动的重要时点



来源：全国社会保障基金理事会、国金证券研究所

- 社保基金官网《社保基金资产配置的投资理念》中反复提到其倡导的“价值投资”：“价值投资并不是永远不卖，而是要在市场严重高估的时候敢于减仓，实现收益并规避未来均值回归特征带来的系统性风险；当市场出于某种原因大幅度低于内在价值时，我们就认为其具有安全边际，价值投资者买入操作一定发生在市场的低位。社保基金能够取得稳定较好的投资收益，是与 2007 年市场严重高估的时候，果断降低权益类资产比例，兑现当年的收益水平，并在 2005、2008、2010 年市场处于低位时敢于加仓分不开的”。
- 从个股层面来看，国投电力是 2007 年以来社保基金持股时间最长的个股，2018 年三季度持有 1.18 亿股，占流通股的 1.74%。从社保基金的持股比例（占流通股比重）变动来看，明显可以看到社保基金持仓风格总体遵循根据个股价值中枢进行高抛低吸。2008 年四季度以来，在股价低位持续增持，随着 2012 年四季度股价开始上涨，社保基金逐步进行减仓，减仓一直持续到 2015 年股灾时期。股灾之后，重新开始加仓。

图表 8：社保基金对国投电力的持股及其股价表现

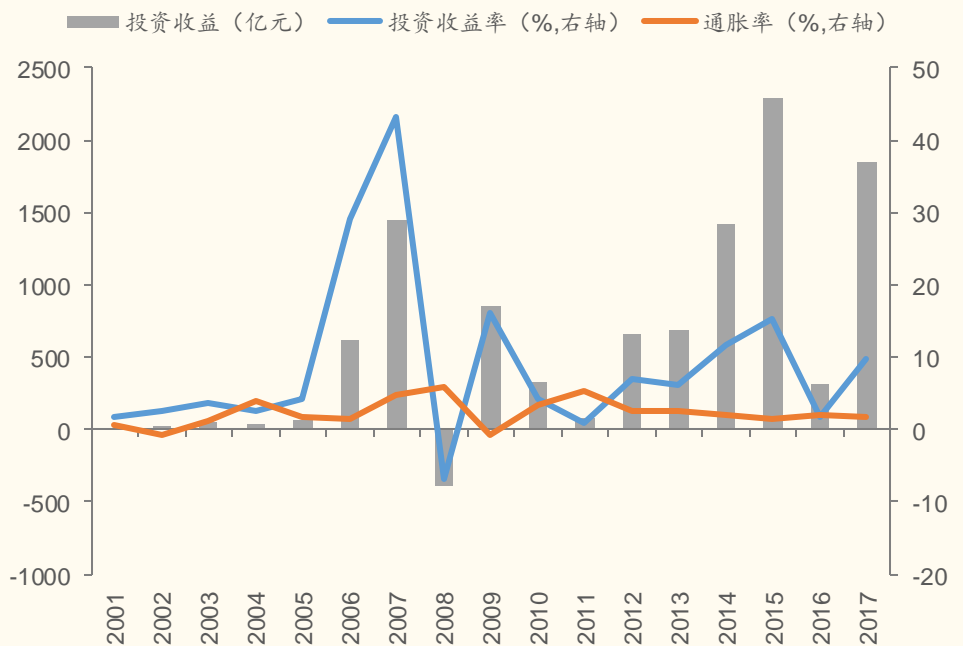


来源：Wind、国金证券研究所

2.3 自成立以来，社保基金年均投资收益率 8.44%

- 社保基金除了在 2008 年金融危机时取得负收益外，其余年份均实现了稳定的正收益，累计年均投资收益率达 8.44%。自成立以来，社保基金投资收益相对稳定，社保基金累计投资收益额高达 1.01 万亿，收益率达 8.44%，远超通胀水平。由此可见，社保基金基本达到了其追求稳定正收益的目标。其中，受益于股票市场上涨，2006 年、2007 年、2009 年和 2015 年投资收益率较高，分别为 29.01%、43.19%、16.12%、15.19%。

图表 9：社保基金历年投资收益情况



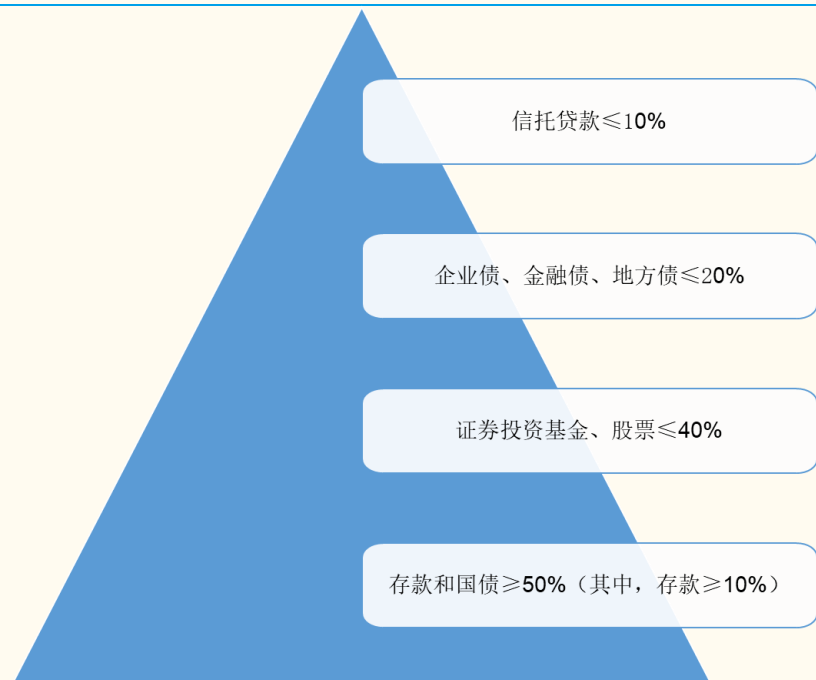
来源：全国社会保障基金理事会、国金证券研究所

三、社保基金 Q3 持有 2141 亿市值股票，行业集中在“银行、医药、化工、电子、餐饮”

3.1 社保基金资产配置比例限制：基金和股票投资的比例不得高于 40%

- 根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，社保基金投资的范围限于银行存款、国债和其他具有良好流动性的金融工具，包括证券投资基金、股票、企业债、金融债等。其中，银行存款和国债投资的比例不得低于 50%；企业债、金融债投资的比例不得高于 10%；证券投资基金、股票投资的比例不得高于 40%。
- 2015 年社会保障基金投资范围有所拓宽，社保基金债券投资范围扩展到地方债，并将投资比例上限提高至 20%。并将基金的信托贷款投资比例上限由 5% 提高到 10%。

图表 10：社保基金资产配置比例限制

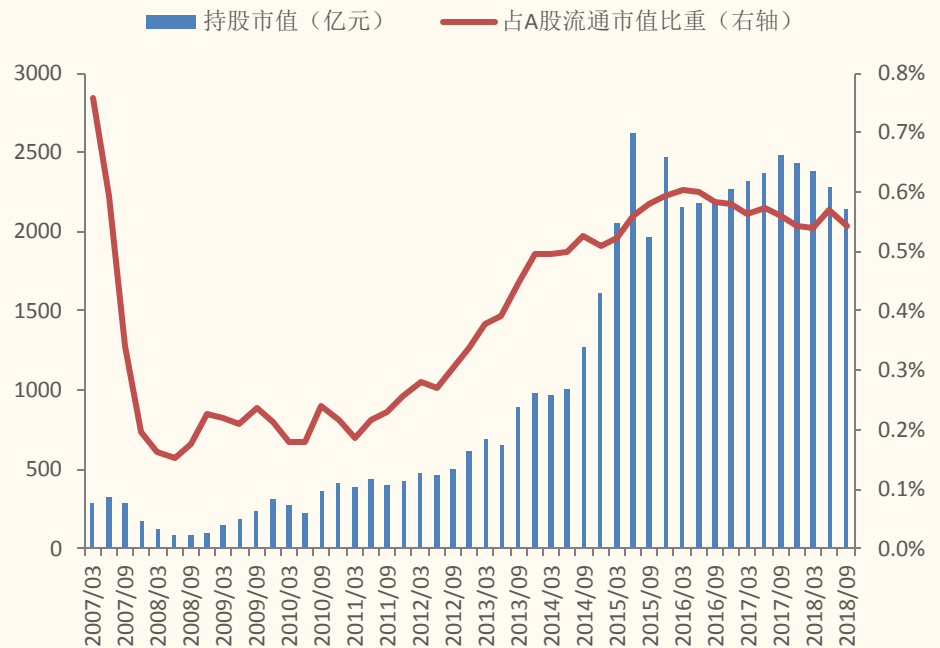


来源：《全国社会保障基金投资管理暂行办法》、国金证券研究所

3.2 社保基金 Q3 持股规模 2141 亿元，占 A 股流通市值 0.54%，

- 从上市公司披露的十大（流通）股东的角度来看，截止 2018 年三季度，社保基金持有 561 只个股，规模合计达 2141 亿元，占 A 股流通市值 0.54%。

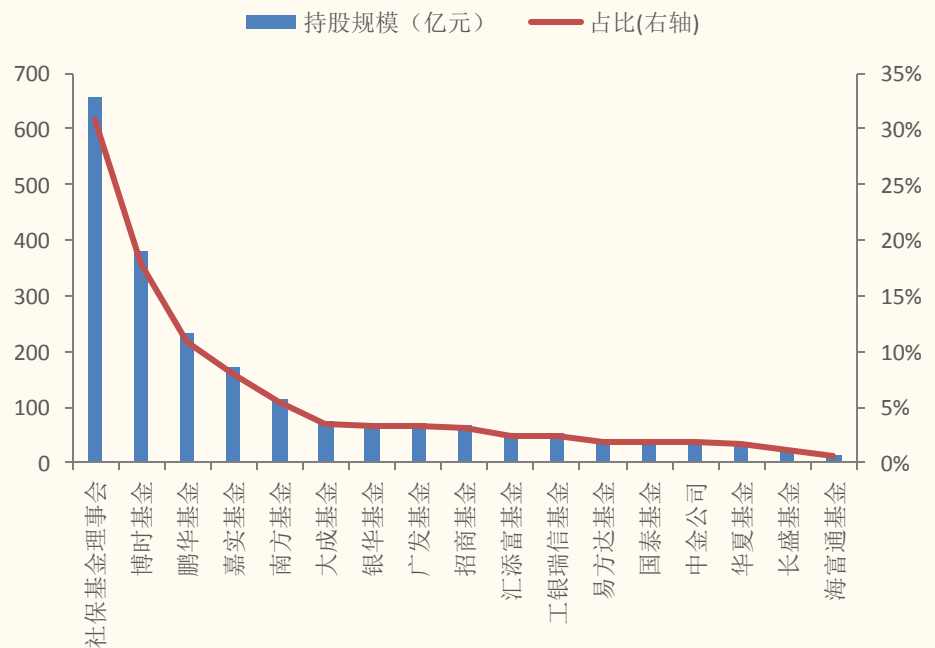
图表 11：社保基金持有股票市值规模



来源：Wind、国金证券研究所

- 从各账户的持仓规模来看，截至 2018 年 Q3 社保基金直接投资账户（主要以指数化股票投资为主）持股市值最大，高达 659.22 亿，占持股总市值的 30.78%。
- 在委外业务方面，截至 2018 年 Q3，18 家委托管理机构中“博时基金、鹏华基金、嘉实基金、南方基金”的持股市值也相对较大，规模均超过百亿，分别为 381.49 亿、232.32 亿、170.30 亿、116.00 亿。

图表 12：社保基金各管理账户的持股规模 (2018 年三季度)

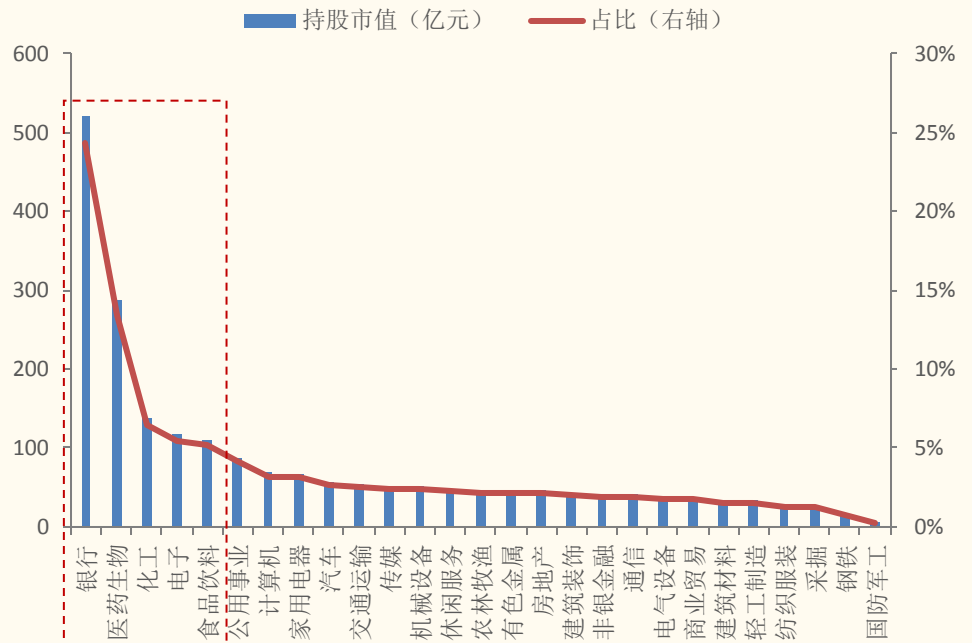


来源：Wind、国金证券研究所

3.3 行业分布以“银行、医药、化工、电子和食饮”为主

- 截止 2018 年 Q3，配置比例较高的行业依次为“银行、医药、化工、电子和食品饮料”，占比分别达 24.37%、13.48%、6.48%、5.47%、5.17%。而军工、钢铁、采掘、纺服、轻工、建材等配置比例相对较低，配置比例分别为 0.24%、0.70%、1.19%、1.19%、1.57%、1.57%。从上述行业配置分布来看，社保基金偏好市值规模较大行业（如银行、医药等），并且对强周期板块相对配置较低（如钢铁、采掘等）。

图表 13：社保基金持股行业分布（2018 年三季度）



来源：Wind、国金证券研究所

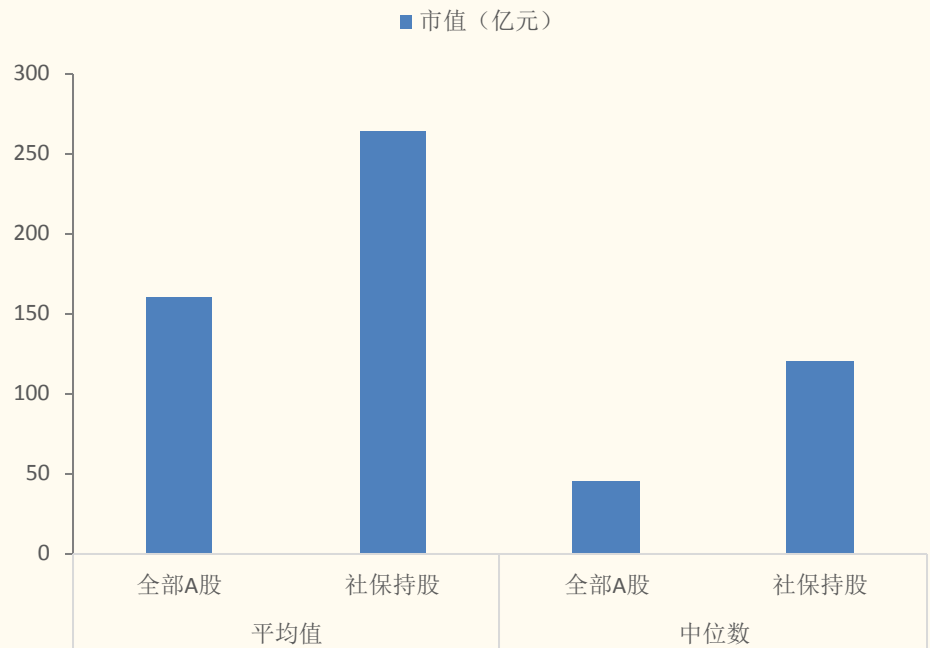
四、三个维度剖析社保基金持股偏好：市值、分红、盈利

- 社保基金的定位和投资风格决定了其持股偏好。追求长期稳定的收益，并且基于价值中枢进行动态配置调整，这使得社保基金在选股中比较注重“市值、分红、盈利”这三个维度，其中市值代表流动性，分红和盈利代表稳定性。下面我们将从数据上分析社保基金的持股偏好：1) 偏好市值较大公司；2) 青睐高分红个股；3) 注重企业盈利能力。

4.1 偏好市值较大公司

- 从市值来看，与全市场比较，无论从平均值还是中位数来看，社保基金持股的市值相对较大。由此可见，社保基金对个股流动性有一定要求，以实现灵活的动态配置调整。具体来说，社保基金持仓个股总市值的平均值和中位数分比为 264 亿和 120 亿，而全部 A 股总市值的平均值和中位数则相对较小，仅为 160 亿和 45 亿。

图表 14: 社保基金偏好市值较大公司 (2018 年三季度)

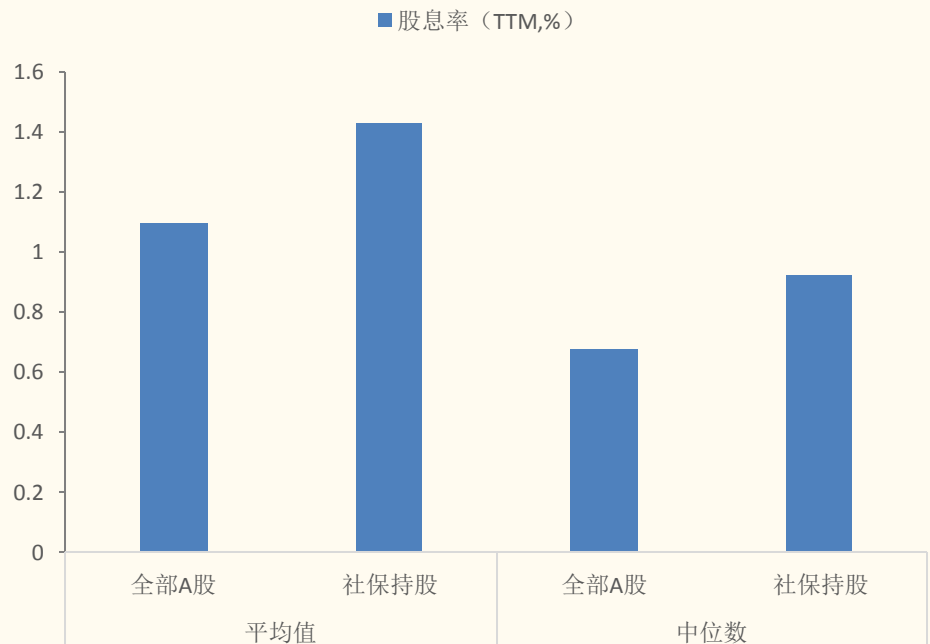


来源: Wind、国金证券研究所

4.2 青睐高分红个股

- 从分红来看, 与全市场比较, 无论从平均值还是中位数来看, 社保基金持股的股息率相对较高。一般来说, 高分红个股代表公司经营稳定, 这契合社保基金追求长期稳定收益的目标。具体来说, 社保基金持仓个股股息率的平均值和中位数分比为 1.43% 和 0.92%, 而全部 A 股股息率的平均值和中位数则相对较低, 仅为 1.10% 和 0.67%。

图表 15: 社保基金青睐高分红个股 (2018 年三季度)

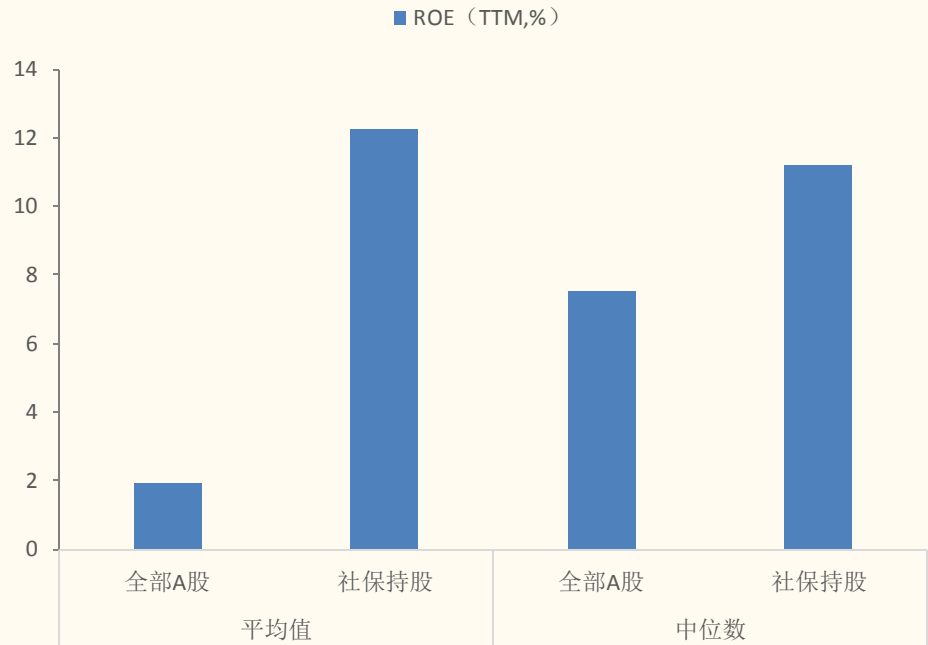


来源: Wind、国金证券研究所

4.3 注重企业的盈利能力

- 从盈利能力来看，与全市场比较，无论从平均值还是中位数来看，社保基金持股的 ROE 相对较高。高 ROE 代表公司盈利能力较强，具有较强的相对竞争力，这也符合社保基金追求长期稳定收益的目标。具体来说，社保基金持仓个股 ROE 的平均值和中位数分别为 12.24% 和 11.22%，明显高于全部 A 股的 1.95% 和 7.56%。

图表 16：社保基金偏好盈利能力较强的公司（2018 年三季度）



来源：Wind、国金证券研究所

五、社保持仓重仓个股剖析

- 持股市值排名前 20 的个股分别有：农业银行、交通银行、美年健康、乐普医疗、青岛海尔、华东医药、紫金矿业、万华化学、华侨城 A、中国核电、国泰君安、长春高新、格力电器、贵州茅台、伊利股份、中国国旅、中炬高新、南京银行、华鲁恒升、中兴通讯。

图表 17：社保基金持股市值较大的个股（前 20，2018 年三季度）

代码	名称	行业	持股市值(亿元) ↓	持股占流通股比重(%)
601288.SH	农业银行	银行	381.11	3.33
601328.SH	交通银行	银行	109.65	4.78
002044.SZ	美年健康	医药生物	32.90	10.41
300003.SZ	乐普医疗	医药生物	32.75	7.67
600690.SH	青岛海尔	家用电器	26.73	2.65
000963.SZ	华东医药	医药生物	25.51	4.67
601899.SH	紫金矿业	有色金属	24.11	4.00
600309.SH	万华化学	化工	23.91	2.06
000069.SZ	华侨城 A	房地产	22.92	5.92
601985.SH	中国核电	公用事业	22.68	2.42
601211.SH	国泰君安	非银金融	22.65	2.01
000661.SZ	长春高新	医药生物	20.14	5.00
000651.SZ	格力电器	家用电器	19.70	0.82
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	19.20	0.21

600887.SH	伊利股份	食品饮料	17.51	1.13
601888.SH	中国国旅	休闲服务	17.39	1.31
600872.SH	中炬高新	食品饮料	17.12	6.59
601009.SH	南京银行	银行	15.59	2.40
600426.SH	华鲁恒升	化工	14.93	5.37
000063.SZ	中兴通讯	通信	14.43	2.30

来源: Wind、国金证券研究所

- 持股比例排名前 20 的个股分别有: 开润股份、新纶科技、养元饮品、云图控股、拓普集团、节能风电、浙江交科、奥佳华、美年健康、克来机电、国药股份、芒果超媒、欧普照明、海兴电力、乐普医疗、金陵体育、德邦股份、我武生物、好想你、扬农化工。

图表 18: 社保基金持股比例较高的个股 (前 20, 2018 年三季度)

代码	名称	行业	持股市值(亿元)	持股占流通股比重(%) ↓
300577.SZ	开润股份	纺织服装	3.77	17.83
002341.SZ	新纶科技	公用事业	12.07	15.89
603156.SH	养元饮品	食品饮料	4.70	14.66
002539.SZ	云图控股	化工	3.85	14.24
601689.SH	拓普集团	汽车	5.06	12.52
601016.SH	节能风电	公用事业	12.78	11.78
002061.SZ	浙江交科	建筑装饰	5.42	11.42
002614.SZ	奥佳华	家用电器	5.27	10.63
002044.SZ	美年健康	医药生物	32.90	10.41
603960.SH	克来机电	机械设备	1.46	10.02
600511.SH	国药股份	医药生物	6.21	8.52
300413.SZ	芒果超媒	商业贸易	5.58	8.05
603515.SH	欧普照明	电子	2.96	8.00
603556.SH	海兴电力	机械设备	1.73	7.85
300003.SZ	乐普医疗	医药生物	32.75	7.67
300651.SZ	金陵体育	轻工制造	0.74	7.61
603056.SH	德邦股份	交通运输	1.66	7.61
300357.SZ	我武生物	医药生物	8.44	7.41
002582.SZ	好想你	食品饮料	1.70	7.35
600486.SH	扬农化工	化工	10.30	7.17

来源: Wind、国金证券研究所

- **风险提示:** 政策监管(金融去杠杆等)、海外黑天鹅事件(政治风险、主权评级下调等)

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-61038271
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH