

预期破冰，徐徐图之

——股权财政启航下银行业战略配置 机遇

华西金融团队 证券分析师：吕秀华

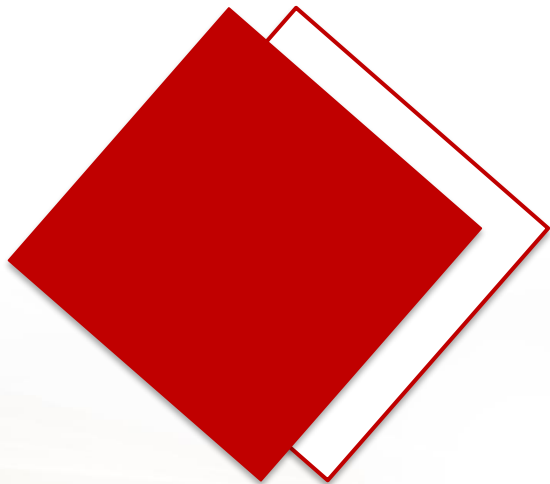
SAC NO: S1120520040001

2025年6月12日



摘要

- **2023年以来银行股行情：持续上涨，轮动有序。2023年国有大行领涨，2024年各类银行齐涨，2025年以来非国有大行领涨。**
- **国资是本轮行情的发动机。**2023年国有大行行情由中央汇金直接增持四大行，以及中央汇金增持宽基ETF驱动；另外中特估行情加持下部分融出资金（代表聪明个人投资者）也增持银行股，国资资金持续增持银行股，但此时外资与保险资金是资金净流出方。2024年中央汇金大幅增持宽基ETF，国资资金仍然持续增持银行股，QFII与北上资金一改上年净流出转而增持银行股，银行股行情扩散至非国有大行。2025年保险资金接力净流入，非国有大行跑赢国有大行。
- **股权财政重塑逻辑。**国资增持银行股，或可以股息收入来部分地补充土地出让金收入下滑。国资直接增持的银行股股权可能不会轻易减持，除非出现严重的泡沫化估值。国家对于股权市场发展的重视程度前所未有的，我们对未来二级市场行情表示乐观，其中银行股以业绩稳定、安全（国家信用背书）、高股息且能持续（ROE高），将是行情的中军，银行股迎来战略配置机遇。
- **投资建议：乐观看待银行股。**1) 资金面：后续保险、公募有望接棒国资，微观流动性确定性充裕。国资必要时托底，已增持部分收息为主，除非严重泡沫化；险资为增量活水：“资产荒+会计准则+政策”多因素驱动，险资有望增配A股银行股；公募：行为校准有望为银行业带来千亿增量资金。2) 基本面：保交楼与化债提升银行股估值底线；信用扩张新模式以及deepseek代表的科技创新外溢效应将为银行业插上二次腾飞的翅膀。3) 政策面：非对称降息的推出意味着过分让利实体的行为迎来转折。4) 目前阶段受益标的：招商银行、常熟银行、成都银行、杭州银行
- **风险提示：海外黑天鹅风险；息差继续收窄**



- 01 国资为本轮银行股行情的发动机
- 02 股权财政重塑逻辑
- 03 资金面——长线资金“定盘星”
- 04 基本面——三重改善共振
- 05 政策面——息差有望触底反弹
- 06 投资建议
- 07 风险提示



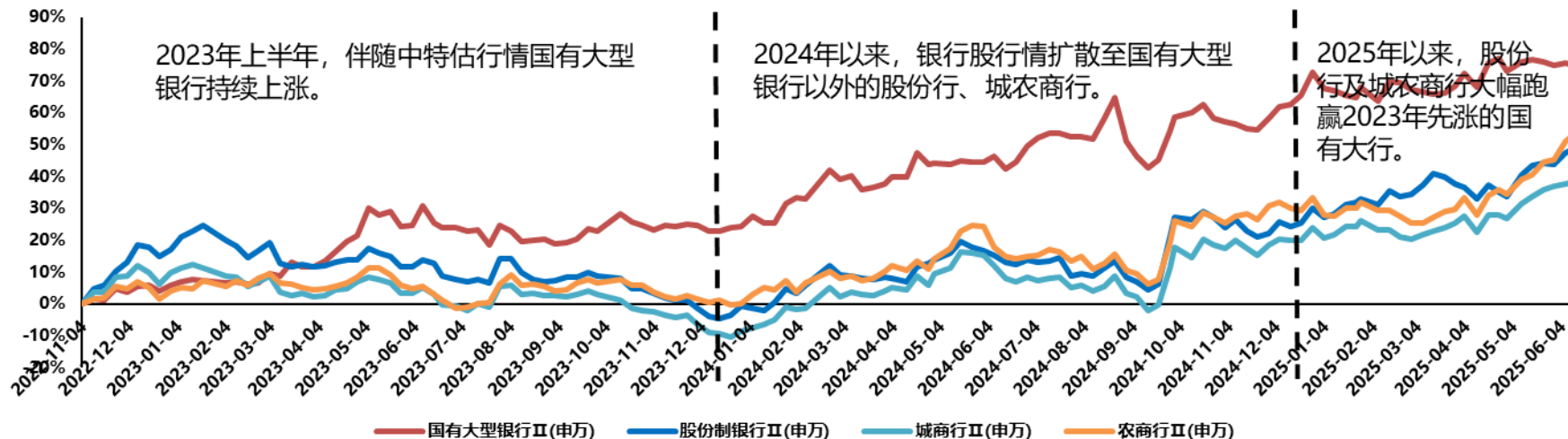
01 国资为本轮银行股行情的发 动机

银行股行情：持续上涨，轮动有序

2023年国有大行领涨：伴随中特估行情国有大型银行持续上涨，而非国有大行则滞涨甚至下半年持续回调并于23年末24年初创出新低。

2024年各类银行齐涨：2024年以来，银行股行情扩散至国有大型银行以外的股份行、城农商行。

2025年以来非国有大行领涨：股份行及城农商行大幅跑赢2023年率先上涨的国有大行。



ETF、国资、外资轮番增持

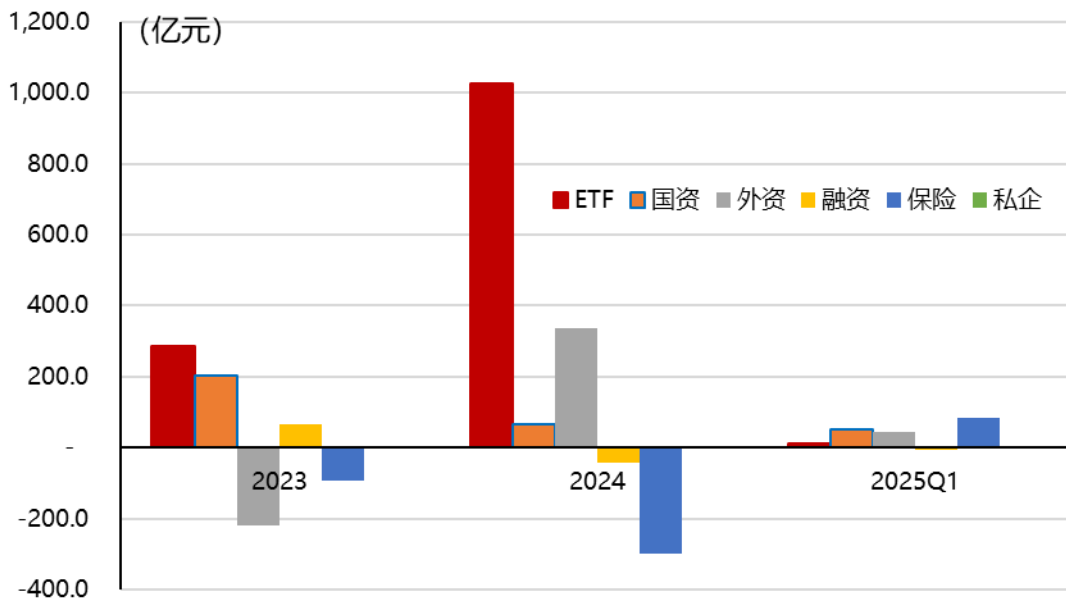
2023年ETF、国资、融资资金净流入，外资、保险资金净流出。 其中ETF、国资、融资资金分别净流入285.0、201.7、65.0亿元，外资、保险分别净流出220.1、92.3亿元。

2024年ETF、外资、国资资金净流入，保险、融资资金净流出。 其中ETF、外资、国资分别净流入1026.9、337.7、67.3亿元。保险、融资分别净流出298.3亿元、13.3亿元。

2025Q1，保险资金扭转流出态势，净流入82.3亿元。

小结：2023年ETF+国资+融资资金推动国有大行行情；2024年ETF+外资推动全面行情；25Q1保险资金直接增持银行股。

ETF、国资、外资轮番增持银行股



从各类资金直接持股来看：国有大行主要由中央汇金、中国邮政增持，地方国资增持非国有大行，外资主要是法巴银行增持南京银行。

2024Q1沪农商行前十大股东变动情况

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	方向	持股数量变动(股)	持股比例变动(%)
上海国有资产经营有限公司	895,796,176	9.29	60.65	不变	0	0
宝山钢铁股份有限公司	800,000,000	8.29	54.16	不变	0	0
中国远洋海运集团有限公司	800,000,000	8.29	54.16	不变	0	0
上海久事(集团)有限公司	751,186,846	7.79	50.86	增持	6,419,900	0.07
中国太平洋人寿保险股份有限公司	560,000,000	5.81	37.91	不变	0	0
上海国盛集团资产有限公司	481,151,214	4.99	32.57	增持	2,170,000	0.02
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	477,915,621	4.96	32.35	增持	3,866,700	0.04
太平人寿保险有限公司	414,904,000	4.30	28.09	不变	0	0
上海申迪(集团)有限公司	357,700,000	3.71	24.22	不变	0	0
览海控股(集团)有限公司	336,000,000	3.48	22.75	不变	0	0

中央汇金增持四大行。

2023年10月11日，四大行均公告被中央汇金增持，变动股份参考市值4.8亿元。

地方国资增持股份行及地方性银行。

例如：2023年12月11日兴业银行公告，股东福建省港口集团有限责任公司及其子公司增持市值估计93.4亿元。

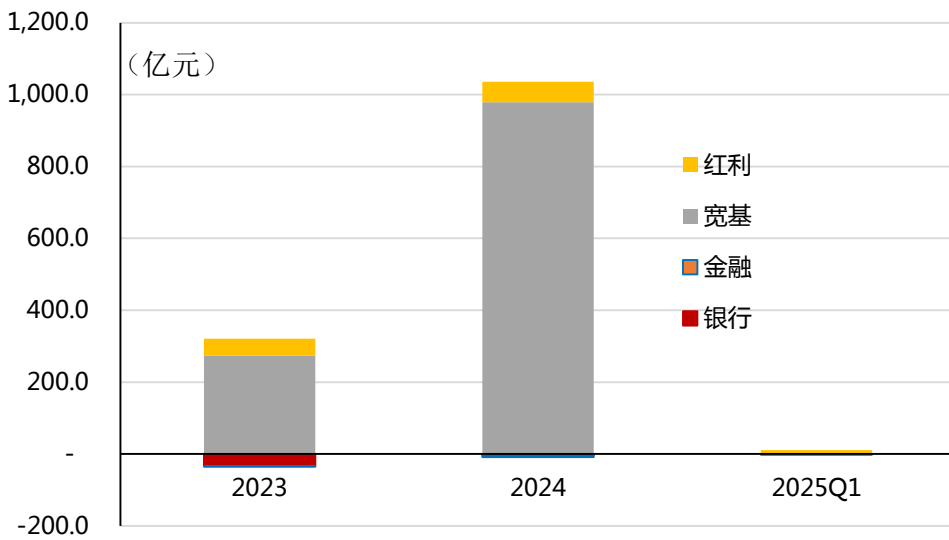
沪农商行2024Q1前十大股东中，上海久事、上海国盛集团资产、浙江沪杭甬高速均对公司进行了增持。

ETF结构拆分：ETF带来增量资金主要由宽基ETF贡献，少部分由红利ETF贡献

ETF为银行股带来的增量资金主要通过宽基ETF、红利ETF贡献。

2023年通过这两类ETF流入银行股资金分别273.8、46.8亿元；24年分别为979.0、56.6亿元；25Q1则分别为0.7亿元、10.4亿元。

各类ETF贡献的银行股增量资金



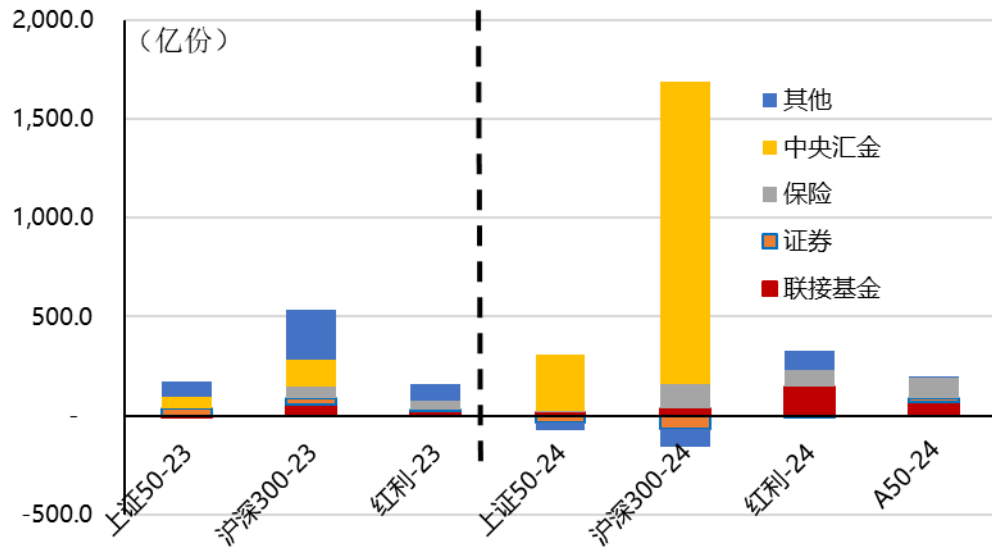
ETF持有人拆分：宽基ETF主要由中央汇金、保险资金增持，红利ETF主要由保险资金增持，A50ETF由联接基金与保险资金持有

23年上证50ETF、沪深300ETF均主要由中央汇金、联接基金增持；红利ETF则主要由保险资金、联接基金增持。

24年上证50ETF、沪深300ETF迎来巨量增量资金，主要由中央汇金贡献，中央汇金分别增持两类ETF 284.0、1,529.5亿份。

保险基金在24年大幅增持沪深300ETF、红利ETF以及A50ETF，分别增持129.1、84.0、102.7亿份。

各类资金增持ETF情况



从ETF持有人及指数成分看背后资金与标的对应关系：中央汇金通过沪深300ETF、上证50ETF增持招商银行、兴业、国有大行以及其他行。保险资金增持红利ETF较多，更倾向分红较高的银行。

沪深300中银行股权重			上证50中银行股权重			红利指数中银行股权重		
代码	简称	权重(%)	代码	简称	权重(%)	代码	简称	权重
600036.SH	招商银行	2.69	600036.SH	招商银行	6.79	601077.SH	渝农商行	2.47
601166.SH	兴业银行	1.70	601166.SH	兴业银行	4.16	601229.SH	上海银行	2.35
601398.SH	工商银行	1.23	601398.SH	工商银行	3.13	601166.SH	兴业银行	2.28
601328.SH	交通银行	0.90	601328.SH	交通银行	2.26	600919.SH	江苏银行	2.27
601288.SH	农业银行	0.88	601288.SH	农业银行	2.23	601825.SH	沪农商行	2.24
600919.SH	江苏银行	0.80	601988.SH	中国银行	1.47	601169.SH	北京银行	2.12
600000.SH	浦发银行	0.73	601658.SH	邮储银行	0.75	601288.SH	农业银行	2.11
601988.SH	中国银行	0.58				601398.SH	工商银行	2.07
000001.SZ	平安银行	0.57				601328.SH	交通银行	2.05
600016.SH	民生银行	0.55				601988.SH	中国银行	2.01
601229.SH	上海银行	0.54				601939.SH	建设银行	1.99
601169.SH	北京银行	0.47				601998.SH	中信银行	1.97
002142.SZ	宁波银行	0.44				601818.SH	光大银行	1.92
601818.SH	光大银行	0.37				600015.SH	华夏银行	1.85
600926.SH	杭州银行	0.31				601009.SH	南京银行	1.76
601009.SH	南京银行	0.30						
601939.SH	建设银行	0.30						
601658.SH	邮储银行	0.30						
601916.SH	浙商银行	0.24						
600015.SH	华夏银行	0.24						
601838.SH	成都银行	0.24						
601998.SH	中信银行	0.16						
合计		14.56			20.78			

资料来源：wind，华西证券研究所 注：数据取自2025年6月10日

小结：各类资金轮番起舞，国资资金是发动机，外资、保险资金接力

2023年国有大行行情由中央汇金直接增持四大行，以及中央汇金增持宽基ETF带来；另外中特估行情加持下部分融出资金（代表聪明个人投资者）也增持银行股，国资资金持续增持银行股。但此时外资与保险资金是资金净流出方。

2024年中央汇金大幅增持宽基ETF，国资资金仍然持续增持银行股，QFII与北上资金一改上年净流出状况增持银行股，银行股行情扩散至非国有大行。

2025年保险资金接力净流入，非国有大行跑赢国有大行。



02 股权财政重塑逻辑

国资发动行情的原因可能有维护金融稳定、引导居民获得财产性收入，但其中股权财政逻辑更值得重视

“金融稳定器”：防范系统性风险/避免被国际资本抄底/稳定预期

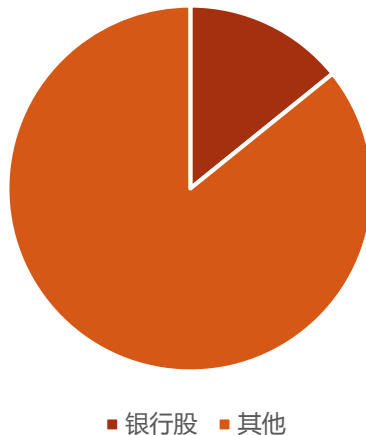
汇金增持本质是国家信用背书，向市场宣告“银行股跌无可跌”的政策底信号。

银行股占A股市值权重超14%，其企稳直接阻断“股价下跌→质押/雪球/融资等杠杆爆仓→流动性危机”的负反馈链条，**防范系统性风险**。

A股估值过低，而海外市场估值高企。**若A股持续低估值有被国际资本抄底（收割）的风险**。

股市价格反映对未来的预期，其企稳有助于**稳定大众预期，减轻通缩的现实**。

银行股为A股第一大行业，市值比重约14%

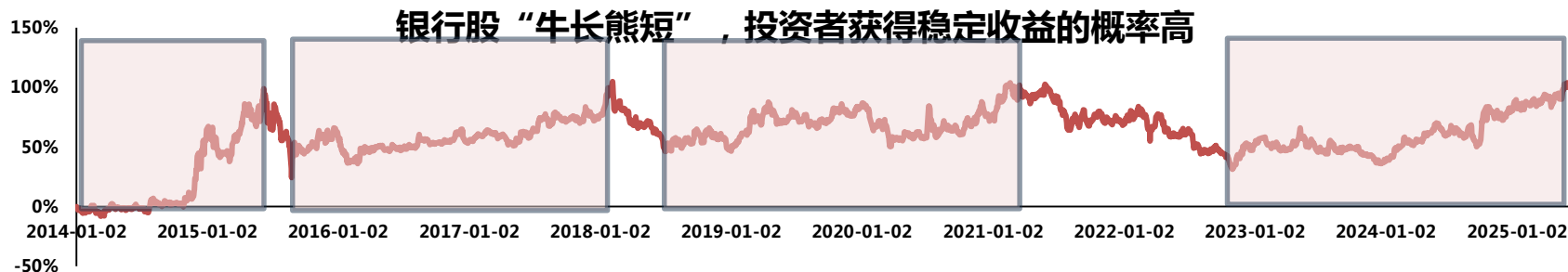


引导大众投资优质股权，获得财产性收入作为收入新水源

2024年至今，银行业Roe在所有行业中排名第4。从二级市场表现来看，银行股“牛长熊短”，投资者获得稳定收益的概率较高，是目前阶段民众获得财产性收入的最优投资选择之一。

2024年至今银行业ROE在所有行业中排名第4

	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020	2,021	2,022	2,023	2,024	2025Q1(年化)	均值
食品饮料(申万)	16.7	15.5	15.2	17.9	20.4	20.4	20.9	20.5	20.4	21.8	21.4	30.3	20.1
家用电器(申万)	19.3	15.7	17.5	20.1	15.7	17.3	16.2	16.5	17.0	17.4	16.3	16.4	17.1
保险	13.8	14.4	11.3	15.0	13.1	19.3	14.8	11.9	9.4	8.6	17.7	16.1	13.8
银行(申万)	18.6	16.0	14.2	13.3	12.7	11.9	10.6	10.8	10.5	9.8	9.3	9.4	12.3
煤炭(申万)	6.3	-0.8	4.8	11.8	11.9	10.9	10.0	16.4	21.7	15.0	11.9	9.0	10.8
医药生物(申万)	12.2	12.0	11.6	11.8	9.2	8.0	9.2	12.4	10.8	7.2	6.2	8.6	9.9



土地财政退潮，或可以部分以股权财政补位

2023、2024年国资增持银行股之时，大量银行股股息率超过6%，即便现在绝大多数银行股股息率仍然超4%，对比目前低于2%的10年期国债收益率，银行股投资价值显而易见。

我们认为国资增持银行股，可以以股息收入来部分地补充土地出让金收入下滑。**国资直接增持的银行股股权可能不会轻易减持，除非出现严重的泡沫化估值。**

国资持股增值或可以部分地补充土地出让金收入下滑，银行股是其中的优质资产。

土地财政退潮，或可以部分以股权财政补位

国家对于股权市场发展的重视程度前所未有，这与创新发展驱动战略相适应，同时国资参与股权市场的获益可以部分地对冲土地出让金收入的下滑。23年以来，“降印花税”之外，其他助力股权市场发展的举措包括：

- 二级市场国资增持
- 二级市场引导长线资金入市
- 一级市场中央政府地方政府成立各个层级的政府引导基金
- 银行：成立金融资产投资公司（AIC）从试点到扩容
- 保险：为险资入市提供政策便利，鼓励险资参与AIC

我们对未来二级市场行情表示乐观，其中银行股以业绩稳定、安全（国家信用背书）、高股息且能持续（ROE高），将是行情的中军，银行股迎来战略配置机遇。

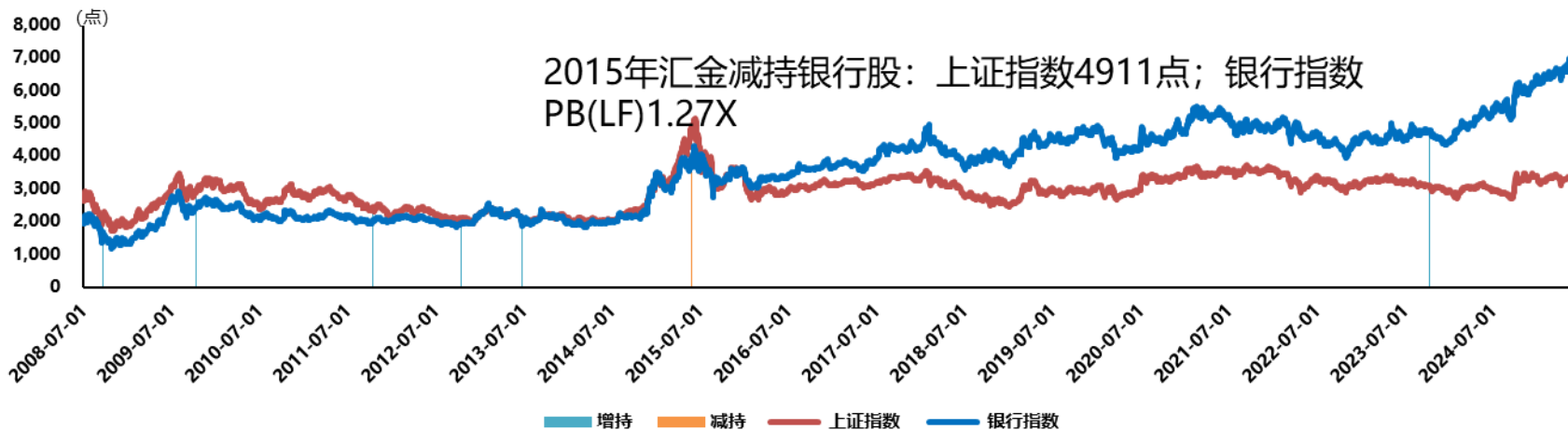


03 资金面——长线资金“定盘星”

增量资金轮番驱动行情，接下来重点看保险与公募

国资：必要时托底，已增持部分收息为主，除非严重泡沫化

我们判断：1) 出现极端事件之时，国资会积极托市。例如2025年4月7日关税博弈下市场大幅波动之时，汇金及时出手（上证指数最低点3041点）。2) 已经增持的部分会锁仓以收息为主，除非严重泡沫否则不会减持。



险资：增量活水：“资产荒+会计准则+政策”多因素驱动，险资有望增配A股银行股。

1) 险资需要配置更多权益以提高收益率：固定收益端的收益率一降再降，目前10年期国债收益率降至1.642%（2025年6月11日），险资固收端利差损压力加剧，增配权益资产（如银行股）成为必然选择。

2) 新会计准则（IFRS9）的影响。

核心机制：新准则下，险资可通过FVOCI科目（公允价值计量计入其他综合收益）配置高股息银行股，避免利润表波动。

目前上市险企已经分别于2023年、2024年采用新准则，按规定非上市险企2026年采用新准则。

3) 金融监督管理总局监管：大型国有保险公司力争每年新增保费30%用于投资股市，力争保险资金投资股市的比例在现有基础上继续稳步提高。

4) 监管不断下调险资投资权益的风险因子：23年9月沪深300成分股下调至0.3，25年5月进一步下调至0.27。

数据显示：险资2023、2024年在A股银行股上资金均为净流出，但25Q1变成净流入。

险资：有望每年为A股贡献超千亿增量资金

2025年春节前夕，金融监管总局副局长肖远企在国新办会议上提出“两个力争”，大型国有保险公司力争每年新增保费30%用于投资股市，力争保险资金投资股市的比例在现有基础上继续稳步提高。

如果此项政策不变，终局将是大型保险公司配置股市的比例达到30%（目前财产险公司与人身险公司股票配置比例均为8%左右），如果保险行业权益占比提升1%，仅考虑存量提升的情况下，预计全年能为股市带来超3493亿元的增量资金（25Q1保险资金运用余额34.93万亿元）。

险资私募基金：目前获批总规模超1820亿元（首批500亿+第二批520亿+第三批600亿+鸿鹄二期200亿）；险资私募基金普遍聚焦高股息、高流动性的大盘蓝筹股，其中银行股将是重要的方向。

险资私募证券投资基金设立情况表

批次	获批/成立时间	参与机构	金额（亿元）
第一批	2023年10月获批	中国人寿、新华保险	500（各出资250）
第二批	2025年1月获批	太保寿险、泰康人寿、阳光人寿及相关资管公司	520
第三批	2025年3月获批	人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华保险、平安人寿	600
鸿鹄二期	2025年3月获批	中国人寿、新华保险	200（各出资100）
鸿鹄三期	2025年5月获批	中国人寿等	未披露

公募：行为校准有望为银行业带来千亿增量资金

2025年5月7日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，明确表示强化业绩基准的约束作用，特别提出对于业绩显著低于基准的产品，须少收管理费，基金经理绩效薪酬应当明显下降。

虽然主动权益基金在努力寻求超额收益，但现实数据显示跑赢基准的主动权益产品比例并不高（我们测算近三年跑赢基准的主动股票+混合产品仅占26%），在跑输基准降薪酬的约束下，基金经理持仓行为上可能会向业绩基准靠拢。在这个过程中认为不排除部分产品会调整业绩基准改为主题风格基金，但为了拓展持仓标的空间，避免标的过度集中，预计更多产品将保留目前宽基为基准的做法。

我们想得到跟各个产品业绩基准比较目前银行股的低配情况。我们首先找到含有银行股的指数，再选出以指数为业绩基准的股票+混合型基金，然后根据基金规模以及业绩基准中相应权益指数的权重以及指数中银行股的权重计算出相关产品根据业绩基准应该配置的银行股的市值，跟目前银行股实际持仓比较得到低配金额。

公募：行为校准有望为银行业带来千亿增量资金

我们测算得到，目前业绩基准成分含银行股且规模大于15亿元的股票+混合类基金规模为3.3万亿元，基准对应银行股规模2141.9亿元，但实际持仓银行股市值742.6亿元，欠配银行股1399.3亿元。从比例来看，欠配银行股比例为4.2%。

其中以沪深300为业绩基准的产品欠配银行股金额最高，为1069.7亿元；其次为以中证800为业绩基准的产品，欠配银行股291.2亿元。另外以中证500、中证红利为业绩基准的产品欠配金额分别为20.1亿元、13.5亿元。

业绩基准	基金规模 (1)	基准对应指数成分规模 (2)	指数中银行股比例 (%) (3)	基准对应银行股规模 (4) = (2) * (3)	实际持仓银行股市值 (5)	欠配银行股规模 (6) = (4) - (5)	实际配置银行股比例 (%) (7) = (5) / (1)	产品根据基准应该配置银行股比例 (%) (8) = (4) / (1)	产品欠配银行股比例 (9) = (8) - (7)
沪深300	24,631.0	11,808.5	13.6	1,610.7	541.0	1,069.7	2.2	6.5	4.3
中证800	6,804.5	4,165.5	10.7	444.9	153.7	291.2	2.3	6.5	4.3
中证500	1,359.6	951.7	3.8	36.0	15.9	20.1	1.2	2.6	1.5
中证红利	321.4	195.1	21.9	42.8	29.3	13.5	9.1	13.3	4.2
上证指数	35.9	28.7	17.1	4.9	0.6	4.4	1.6	13.7	12.1
中证A500	24.5	14.0	8.5	1.2	0.1	1.1	0.5	4.9	4.4
上证180	38.8	23.0	2.4	0.6	1.4	-0.8	3.5	1.4	-2.1
中证1000	118.1	63.4	1.4	0.9	0.6	0.3	0.5	0.8	0.2
合计	33,333.7	17,250.0	-	2,141.9	742.6	1,399.3	2.2	6.4	4.2



04 基本面——三重改善共振

保交楼与化债提升银行股估值底线；信用扩张新模式以及deepseek代表的科技创新外溢效应将为银行业插上二次腾飞的翅膀。

保交楼和化债政策夯实银行资产质量。通过降低不良率、释放拨备、优化信贷结构，在银行股大幅破净的背景下，直接推动银行资产价值重估。

时间	单位	内容
保交楼相关举措		
2022年7月	政治局会议	首次提出“保交楼、稳民生”
2022年8月	央行	推出2000亿元“保交楼”专项借款
2024年8月	住建部	锁定2024年底前需交付的396万套住房
2023年以来一揽子化债方案		
2023/07/24	中共中央政治局会议	“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”
2023年9月底	内蒙古	拟发行600多亿元再融资债券偿还拖欠企业账款，打响了全国化债的第一枪
2024/07/30	中共中央政治局会议	“要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。”
2024/09/26	中共中央政治局会议	“有效落实存量政策，加力推出增量政策”。
2024/11/08	十四届全国人大常委会第十二次会议	《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案〉的决议》：增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。

信用扩张模式的历史性转折

互换便利的创新让股权成为信用派生新锚点，银行通过间接参与权益资产重估获得估值提升空间，这可能是信用扩张模式的历史性转折。

924支持资本市场货币政策工具

措施	内容
证券基金保险公司互换便利	允许非银机构以低流动性的资产作抵押，换入央行高流动性资产（国债、央票），首期额度5000亿。
支持回购、增持股票的“专项再贷款”	商业银行先给上市公司发放优惠利率贷款，然后向央行获取再贷款资金支持，首期额度3000亿。

科技崛起外溢效应

- 1) DeepSeek等AI技术正通过提升生产效率、降低成本和创新业务模式，成为经济增长的新引擎。宏观经济避免了“日本化”的担忧相应银行业前景乐观。AI基础设施的发展，以及智能设备的推出将给银行带来全新的业务机会，特别是机器人产业。
- 2) 银行业本身也加速智能化，从风控到客服全面升级，未来降本增效更趋乐观。

项目	可能的机会
AI基础设施	例如算力的需求更会大幅增加
AI+	各行各业均可被AI改造，例如智能驾驶、AI加速创新药研发、广告电商等...
智能设备	例如机器人，包括工厂的及家用的，其中家用的实现周期可能更长但空间将巨大

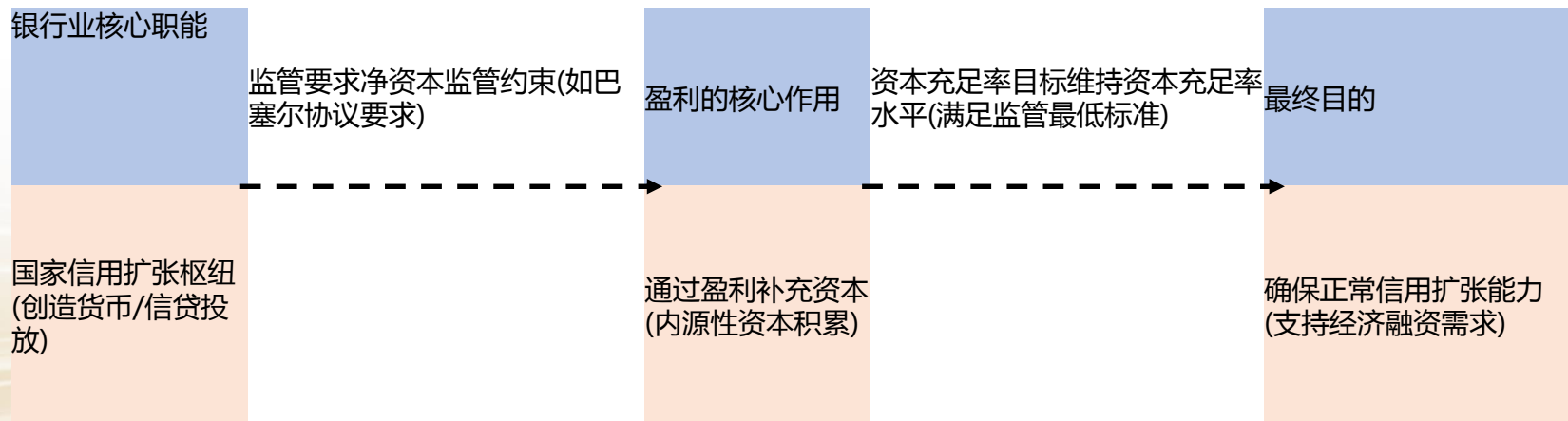


05 政策面——息差有望触底反弹

非对称降息的落地意味着对实体的过分让利迎来转折。

银行业必须保持必要的盈利，其核心逻辑在于银行业作为国家信用扩张的枢纽，在净资本监管背景下需要通过盈利来维持资本充足率，从而确保正常的信用扩张能力。

银行业需要保持必要的盈利以实现正常的信用扩张功能



政策面：监管呵护银行业健康，非对称降息意味着银行过分让利的转折，息差有望触底回升

•监管层时刻关注银行业健康运行。2024年9月24日，国新办举行新闻发布会 介绍金融支持经济高质量发展有关情况，潘功胜行长表示央行在设计货币政策工具调整过程中，“要兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性，要在这中间有个比较好的平衡”。后续历次货币工具出台时不断测算银行业息差情况。

•疫情以来，随着银行让利政策的不断推进，银行业净息差一路走低，最新25Q1数据显示商业银行净息差已经降至1.43%。

•近期存贷款利率罕见同天下行且存款利率降幅更大。2025年5月20日，1年期和5年期以上LPR（贷款市场报价利率）均下行10BP（基点），国有大行及部分股份行存款挂牌利率调降5BP~25BP，其中3年期和5年期品种均下调25BP。这种非对称降息意味着疫情以来银行过分让利实体将迎来转折。

疫情以来商业银行净息差不断下行



资料来源：wind，华西证券研究所



06 投资建议：看好银行股

看好银行股

- 基本面：保交楼化债提升资产质量估值向1靠拢；新的信贷工具出台以及科技突破提高了估值上限。
- 政策面：非对称降息的推出意味着过分让利实体的行为迎来转折。
- 资金面：后续保险、公募有望接棒国资，微观流动性确定性充裕。

银行股将轮番表现

- 绝大多数经营稳健的全国性银行以及经济发展较好区域的地方性银行均有较高配置价值。
- 选股上聚焦股息与成长：低估值股息率较高的，以及经营效率高ROE高未来分红有望增长的标的。
- 目前阶段受益标的：招商银行、常熟银行、成都银行、杭州银行



07 风险提示

海外黑天鹅风险
息差继续收窄

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。