

# 交易活跃度边际提升，融资资金重回净买入

## ——(2025.1.13-2025.1.19)微观流动性观察

分析师: 朱定豪

SAC执业资格证书编码: S0020521120002

邮箱: zhudinghao@gyzq.com.cn

2025年1月20日

联系人: 黄雯瑜

邮箱: huangwenyu@gyzq.com.cn

电话: 021-51097188

### ● 市场情绪观察

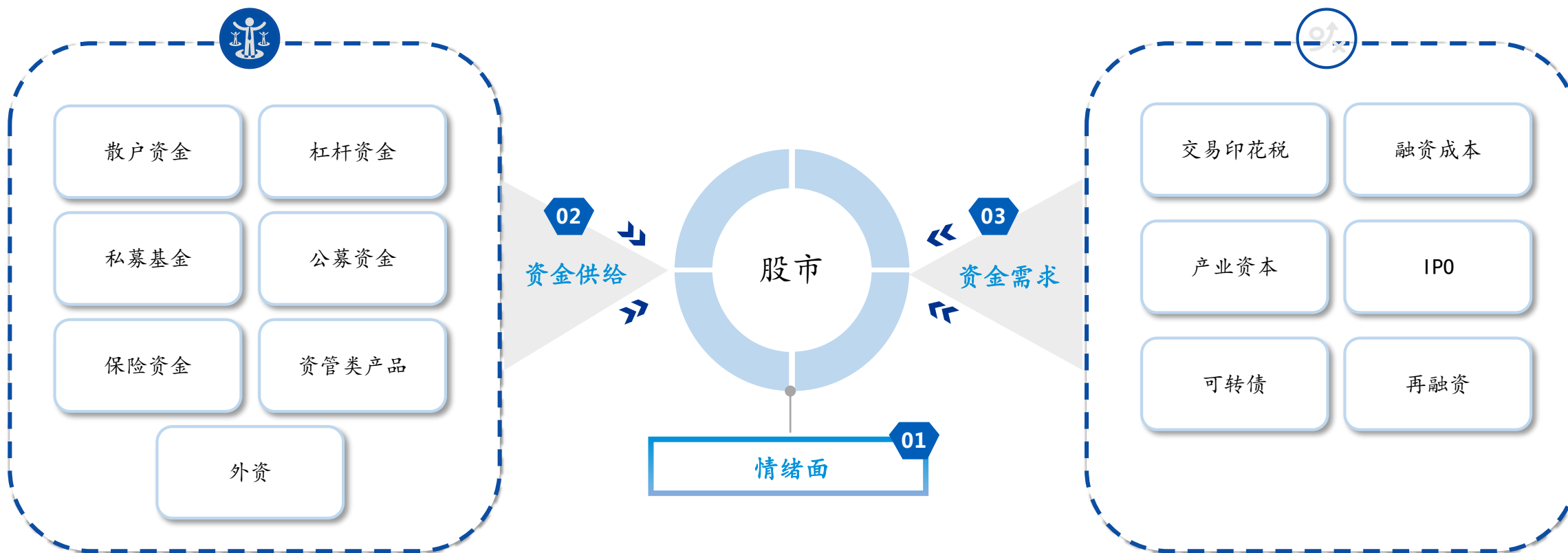
1. 本周整体市场估值继续边际回升，深证A股滚动4年估值分位数处于50%以下。
2. 本周市场交易活跃度较上周回升，全A日均成交额上升至1.18万亿，大宗交易活跃度较上周边际回升。
3. 本周大盘指数期权的隐含波动率边际上升，标的价格小规模上升，认沽认购比率边际回落。

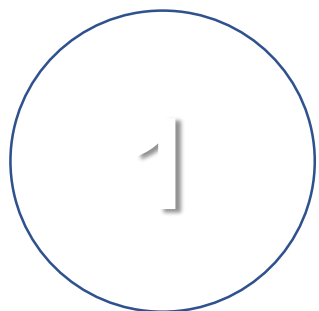
### ● 资金供给情况

1. 基金发行回暖，仓位回升。新发行基金较上周增长至305.74亿份，其中股票型基金占比25.09%，债券型基金占比60.83%。本周公募偏股基金估测仓位及偏股混合基金估测仓位较上周回升超过1%。
2. 近一周股票类ETF规模增加26.75亿元，沪深300ETF流入规模居前，达20.98亿元，上证50ETF流出居前，达9.26亿元。黄金类ETF净流出3.02亿元，其他商品类ETF连续两周净流出。
3. 外资流出压力无明显变化。VIX恐慌指数较上周大幅度下降，美债长端利率先升后降，美联储维持利率不变的预期持续上升。本周对最近一次美联储会议维持利率不变的概率为97.9%，而降息25bp的概率仅为2.1%。
4. 杠杆资金回温。本周杠杆资金情绪较前期趋于积极，融资净买入额为136.05亿元。
5. 私募证券基金规模数量双降。截止24年12月底，私募基金备案规模环比上升0.01%。其中，私募证券投资基金规模环比下降0.39%，数量环比下降1.86%，数量已连续下降8个月。
6. 2025年1月12日大型商业银行6个月理财产品预期年收益率为1.88%，较2024年12月15日的1.73%回升明显。

### ● 资金需求情况

1. 近一周全A净减持规模有所提升，为17.74亿元，其中中证1000指数成分减持规模较大，达到8.13亿元，而上证50、沪深300分别增持0.56、2.04亿元。
2. 本周限售股解禁规模较上周小幅上升。限售股整体解禁规模为301.52亿元，解禁家次为88家。
3. AH溢价本周震荡下行，仍然处于历史较高位置；本周南向资金延续净买入，达427.28亿港元。





# 市场情绪观察

# 1.1 市场活跃度与估值分位数

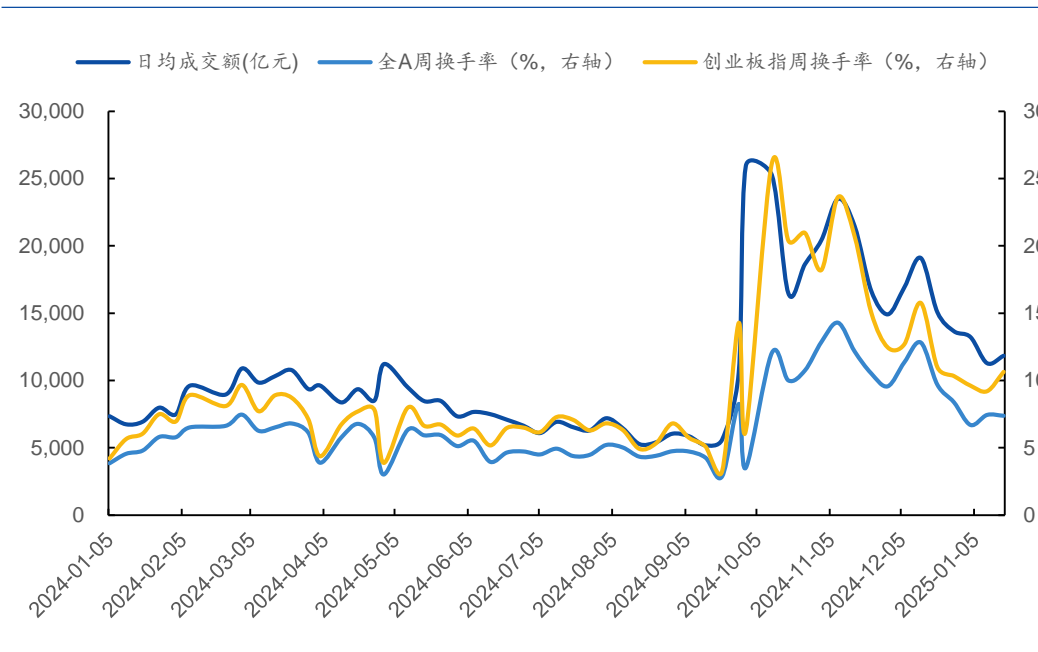
- 本周整体市场估值继续边际回升，深证A股滚动4年估值分位数处于50%以下。
- 本周市场交易活跃度较上周回升，全A日均成交额上升至1.18万亿，创业板指周换手率达10.64%。

图1：全市场-滚动4年估值分位点

指数	指标	本期	上期	最大值	最小值	均值	分位点 (%)
全部A股	市盈率(LYR)	17.97	17.46	24.25	14.56	18.92	49.76
	市盈率(TTM)	18.02	17.53	23.45	14.81	18.11	57.89
	市净率	1.43	1.39	1.99	1.18	1.59	25.84
上证A股	市盈率(LYR)	14.36	14.06	16.74	11.76	13.9	63.4
	市盈率(TTM)	14.14	13.86	17.13	11.43	13.47	79.9
	市净率	1.21	1.18	1.53	1.03	1.26	41.63
深证A股	市盈率(LYR)	32.95	31.6	55.47	25.34	36.89	28.23
	市盈率(TTM)	35.96	34.5	51.77	26.28	36.31	46.41
	市净率	2.16	2.07	3.45	1.68	2.57	22.49
沪深300	市盈率(LYR)	12.84	12.63	16.91	10.55	13.04	62.2
	市盈率(TTM)	12.5	12.32	17.45	10.41	12.6	61.48
	市净率	1.22	1.2	1.78	1.04	1.32	35.89
创业板	市盈率(LYR)	52.17	49.53	141.52	33.94	66.15	38.76
	市盈率(TTM)	55.36	52.57	110.36	35.83	61.08	53.59
	市净率	3.24	3.07	6.22	2.37	4.15	23.68
科创50	市盈率(LYR)	64.04	62.43	124.45	29.72	63.12	64.59
	市盈率(TTM)	83.87	81.77	103.32	36.65	56.5	84.21
	市净率	4.54	4.43	7.91	2.93	4.91	49.52
北证50	市盈率(LYR)	40.22	36.76	49.29	14.4	23.47	91.82
	市盈率(TTM)	50.73	46.71	59.46	15.95	26.62	93.64
	市净率	3.74	3.42	4.91	2.03	2.73	90.91

资料来源: Choice, 国元证券研究所

图2：全市场-成交额与换手率



资料来源: Choice, 国元证券研究所

## 1.2 大宗交易折溢价与成交数额

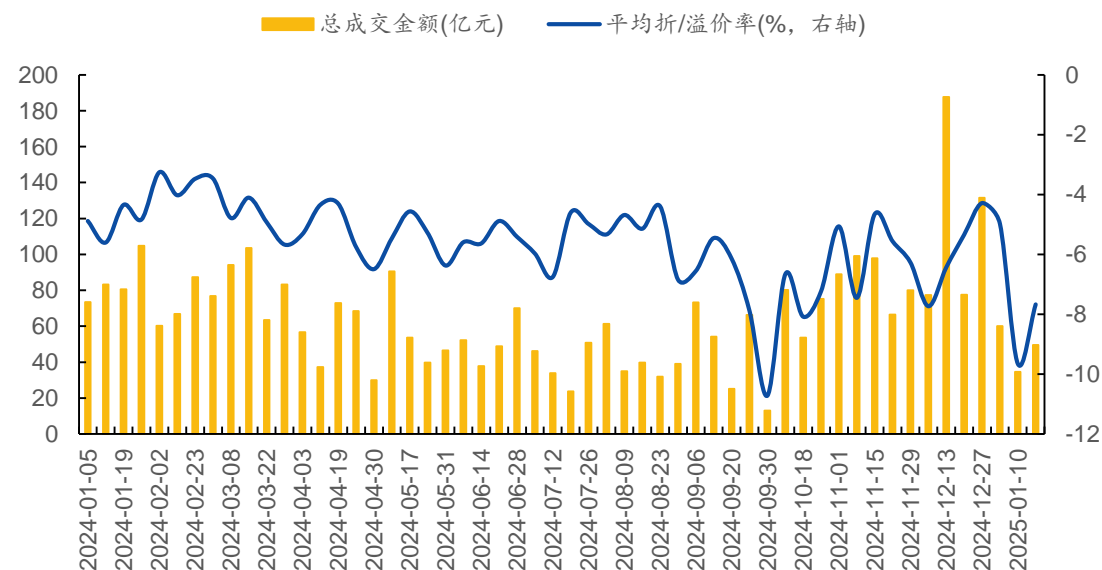
- 大宗交易情况显示中证800成交较为活跃，本期全A折价率小幅收敛。
- 大宗交易活跃度较上周边际回升。

图3：宽基指数成分平均折/溢价率与成交金额统计

	平均折/溢价率(%)				总成交金额(亿元)				总笔数			
	本期	上期	近一月	2024年以来	本期	上期	近一月	2024年以来	本期	上期	近一月	2024年以来
上证50	1.33	-2.63	-1.96	-0.99	0.44	1.89	28.13	719.41	7	14	98	1844
沪深300	-1.68	-5.1	-2.4	-2.72	14.55	5.34	110.72	1636.6	134	52	602	5666
中证500	-6.71	-7.87	-5.53	-4.74	10.09	9.13	57.29	595.52	103	74	416	3900
中证800	-3.86	-6.73	-3.79	-3.64	24.64	14.47	168.01	2232.12	237	126	1018	9566
中证1000	-7.43	-7.78	-5.8	-6.14	11.73	7.61	53.64	575.82	138	83	462	5463
中证2000	-11.9	-13.31	-10.75	-8.26	7.87	6.73	31.82	425.93	132	141	501	5145
全A	-7.67	-9.65	-6.64	-5.65	49.6	34.66	275.87	3536.01	596	415	2272	24588

资料来源: Choice, 国元证券研究所

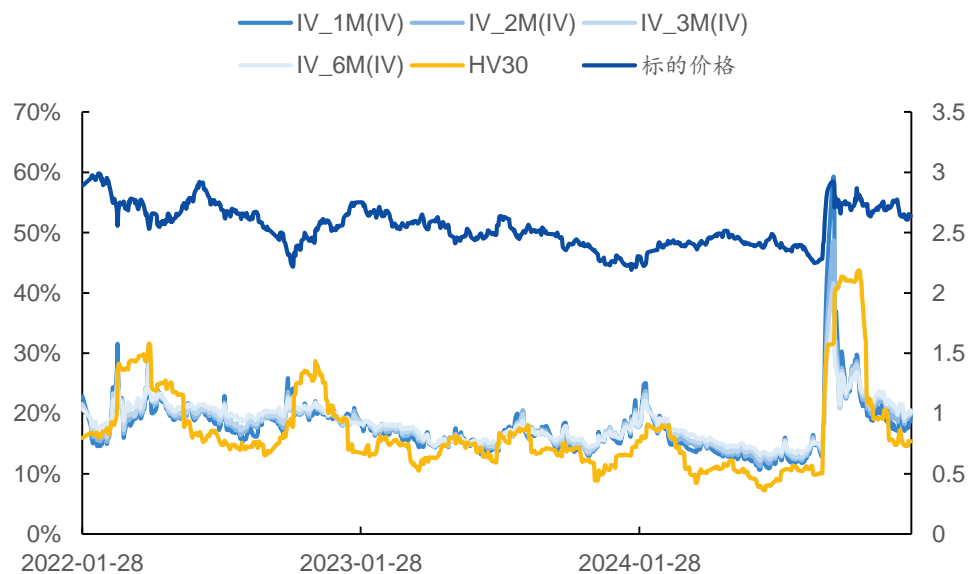
图4：全A大宗交易成交金额与平均折/溢价率



资料来源: Choice, 国元证券研究所

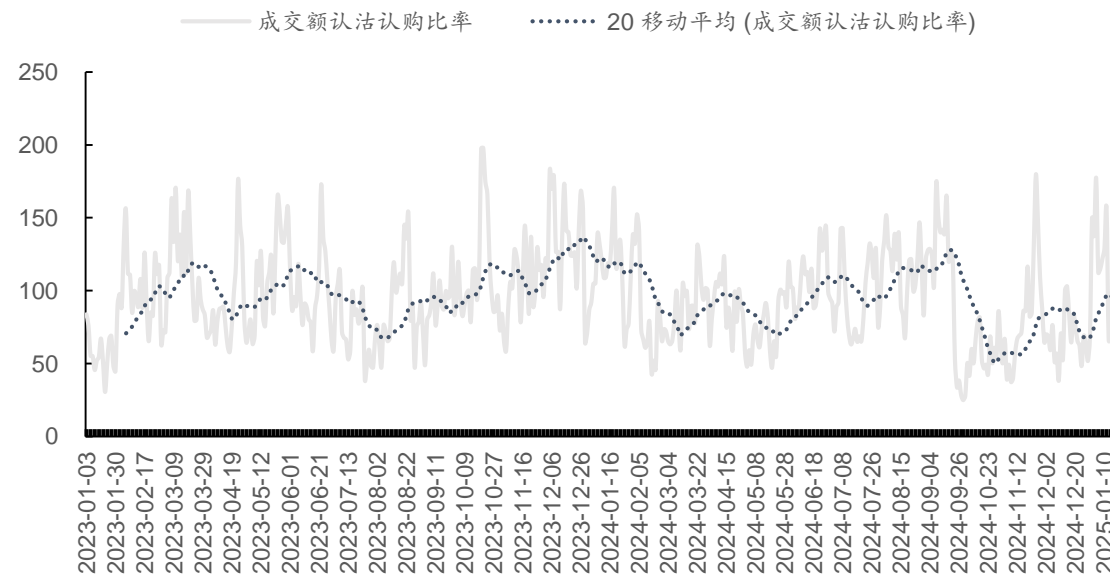
- 本周大盘指数期权的隐含波动率边际上升，标的价格小规模上升。
- 本周认沽认购比率边际回落，市场情绪边际改善。

图5：上证50ETF期权隐含波动率、历史波动率与标的价格



资料来源：Wind，国元证券研究所

图6：上证50ETF成交额认沽认购率（%）



资料来源：ifind，国元证券研究所

2

## 资金供给

## 2.1 A股投资者结构

图7：2024年6月A股投资者结构

A股持有人	持流通A股市值(元)	占比(%)
散户	24,496,790,035,683	37.148
其他	24,069,056,404,462	36.499
投资公司	6,209,201,723,075	9.416
基金	4,996,562,972,532	7.577
重要机构	3,066,367,410,354	4.650
保险公司	783,038,918,650	1.187
非金融类上市公司	631,036,638,022	0.957
保险产品	375,685,067,550	0.570
私募基金	371,588,124,945	0.563
社保基金	168,161,840,758	0.255
基金资产管理计划	157,872,792,502	0.239
证券账户	98,778,533,499	0.150
QFII	86,011,132,190	0.130
员工持股计划	73,380,458,437	0.111
银行	70,783,163,990	0.107
其他理财产品	54,830,208,876	0.083
信托公司	47,621,296,864	0.072
券商	46,343,774,943	0.070
信托计划	41,095,753,821	0.062
券商集合理财	29,790,941,393	0.045
基本养老保险基金	29,385,917,921	0.045
基金管理公司	21,661,757,226	0.033
财务公司	15,655,261,413	0.024
企业年金	1,727,000,195	0.003
保险公司资产管理计划	1,220,225,902	0.002
期货公司资产管理计划	363,839,063	0.001

资料来源：Choice，公司定报及基金定报估算，国元证券研究所

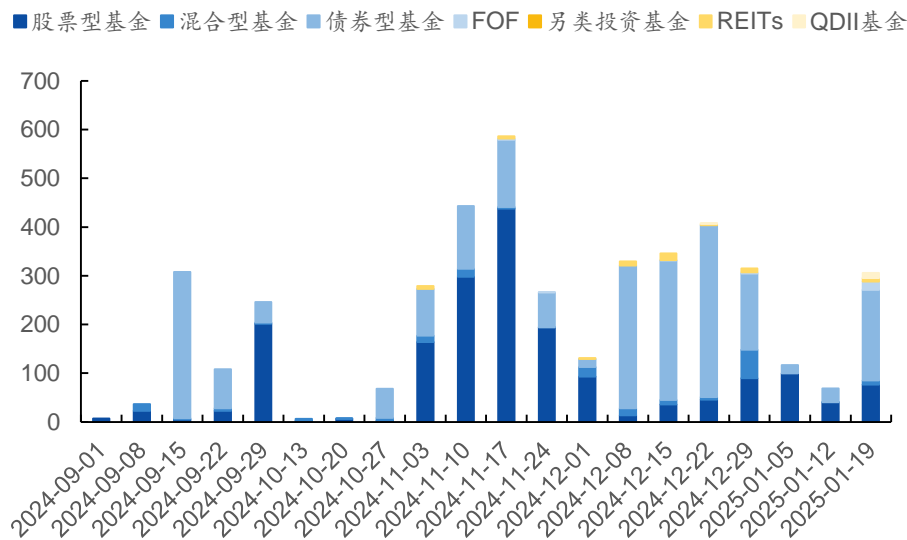
图8：2023年12月A股投资者结构

A股持有人	持流通A股市值(元)	占比(%)
散户	27,017,347,975,645	40.042
其他	23,104,540,673,047	34.243
投资公司	6,182,059,494,221	9.162
基金	5,164,590,868,270	7.654
重要机构	2,689,272,731,720	3.986
保险公司	710,000,840,698	1.052
非金融类上市公司	636,205,867,165	0.943
私募基金	489,419,505,857	0.725
保险产品	367,903,632,659	0.545
社保基金	190,735,313,772	0.283
基金资产管理计划	171,053,690,983	0.254
证券账户	135,433,557,735	0.201
QFII	114,476,897,469	0.170
券商	88,196,142,996	0.131
员工持股计划	75,574,231,893	0.112
银行	73,102,086,575	0.108
其他理财产品	55,467,434,914	0.082
信托计划	48,594,040,853	0.072
信托公司	47,715,538,975	0.071
券商集合理财	38,773,166,186	0.057
基本养老保险基金	31,412,699,376	0.047
基金管理公司	20,488,686,202	0.030
财务公司	14,267,504,237	0.021
保险公司资产管理计划	3,420,990,891	0.005
企业年金	1,771,822,171	0.003
期货公司资产管理计划	452,499,856	0.001

资料来源：Choice，公司定报及基金定报估算，国元证券研究所

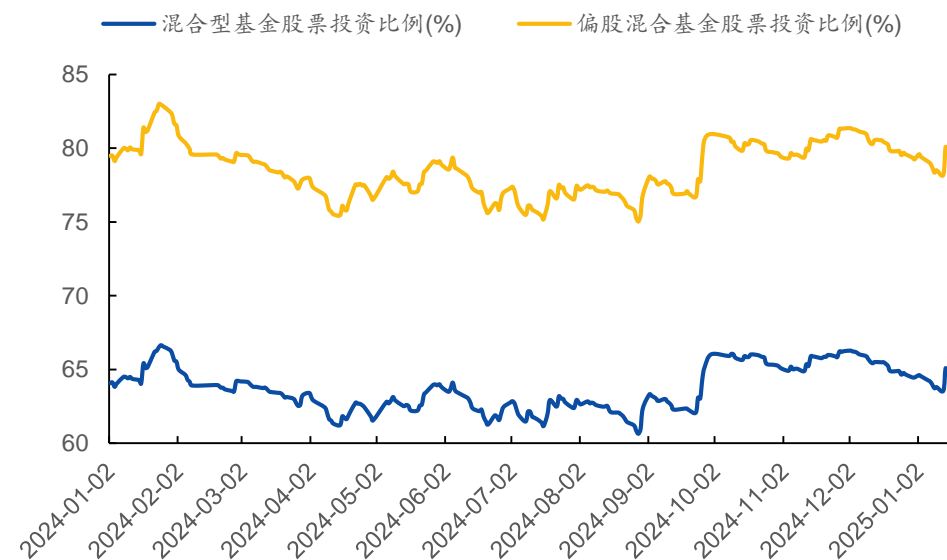
- 本周新发行基金较上周增长至305.74亿份，其中股票型基金占比25.09%，债券型基金占比60.83%。
- 本周公募偏股基金估测仓位及偏股混合基金估测仓位较上周回升超过1%。

图9：新发基金份额（按照基金成立日，亿份）



资料来源：Choice，国元证券研究所

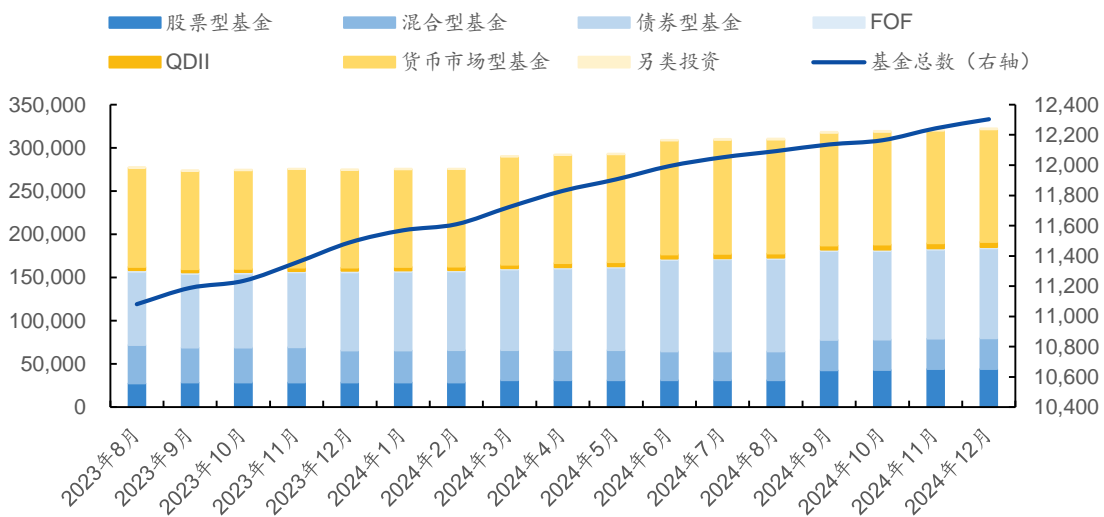
图10：混合型和偏股混合型基金股票仓位测算



资料来源：Wind，国元证券研究所

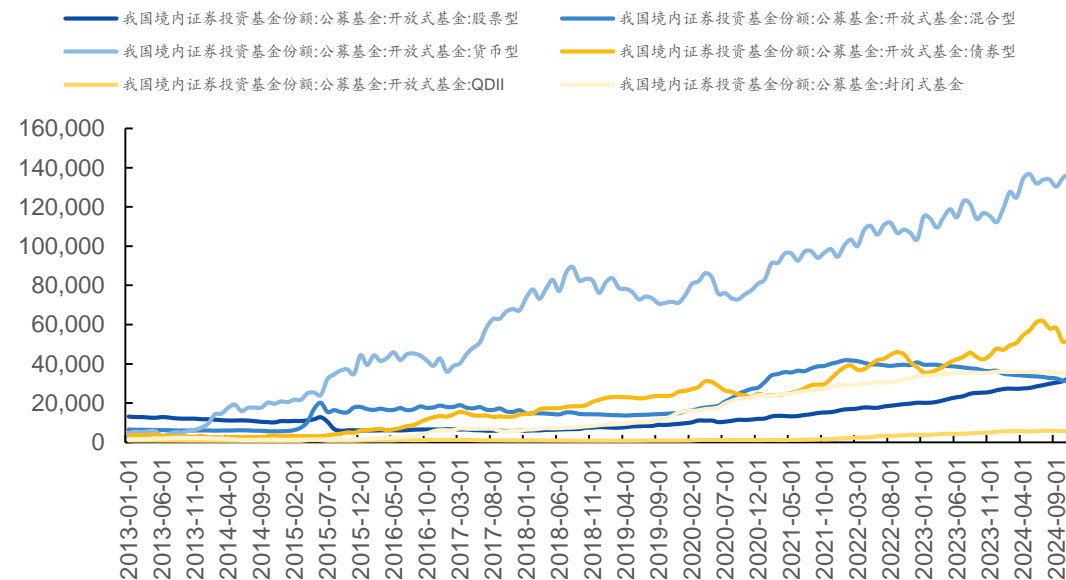
- 截止2024年12月底，公募基金规模稳定上升，股票型基金规模基本持平，资产净值合计较上月上升0.63%。

图11: 基金市场规模 (基金资产净值, 亿元)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

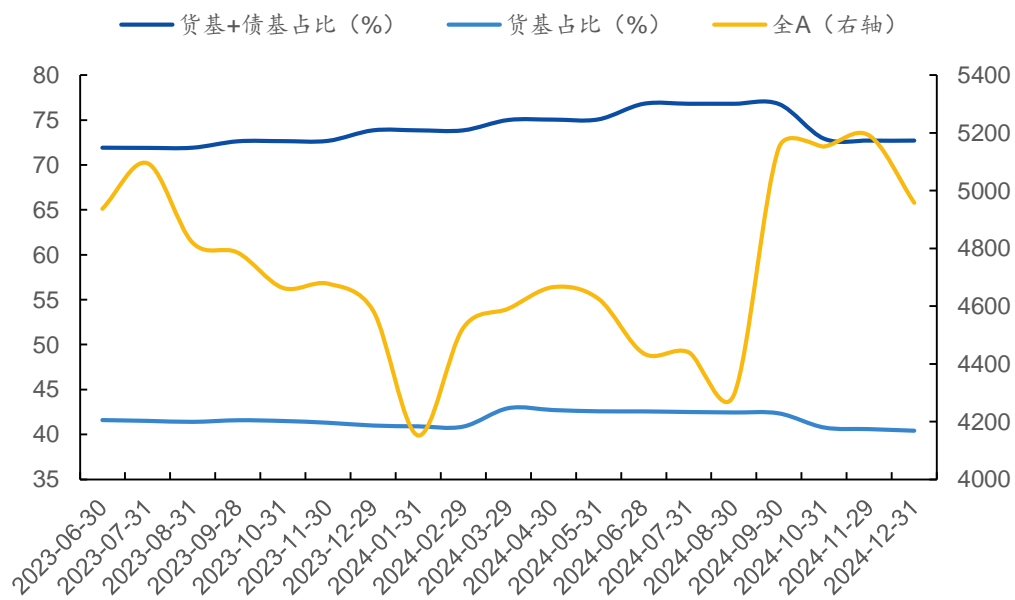
图12: 证券投资基金份额分类别 (亿份)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

- 截止2024年12月，债券+货币型基金占比维持在72.72%。
- 近一周股票类ETF规模增加26.75亿元，沪深300ETF流入规模居前，达20.98亿元，上证50ETF流出居前，达9.26亿元。黄金类ETF净流出3.02亿元，其他商品类ETF连续两周净流出。

图13: 货基债基资产净值占基金比重 (%)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

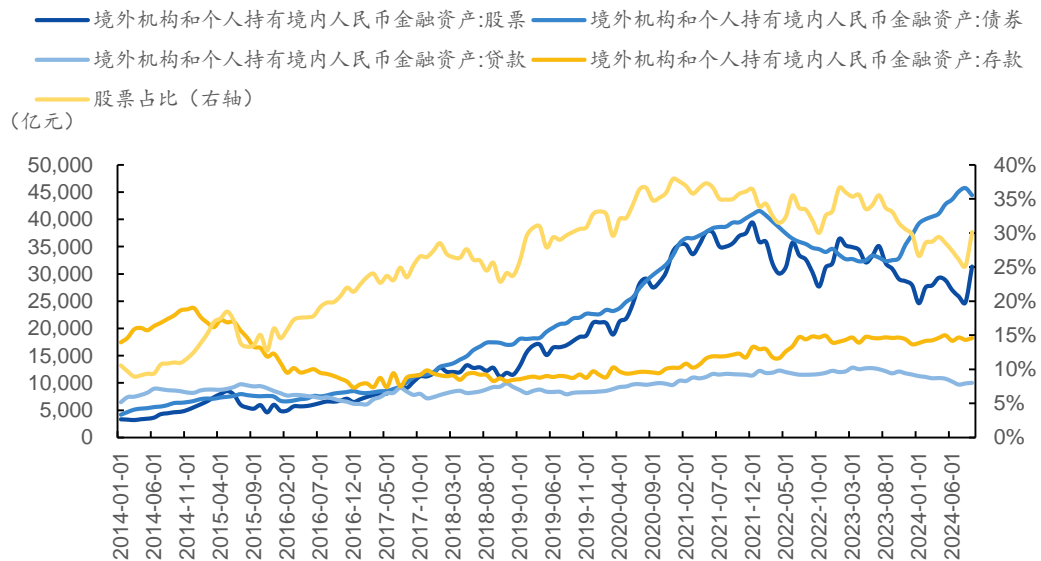
图14: 主要股票类ETF、商品类ETF规模变化

	上周规模变化 (亿元)	上上周规模变化 (亿元)	近一月规模变化 (亿元)	近三月规模变化 (亿元)
<b>股票类ETF</b>				
沪深300指数	26.75	-35.21	249.84	639.93
中证1000指数	20.98	47.10	62.50	-139.30
中证A500指数	12.75	-23.34	3.66	-74.96
中证500指数	8.82	27.13	314.47	1249.19
中证2000指数	7.75	-8.14	-10.15	1.22
中证A50指数	4.60	-4.17	5.99	3.99
上证180指数	-1.82	3.92	0.36	-50.26
中证800指数	-2.28	-4.16	4.06	6.31
中证800指数	-4.97	-0.36	-3.75	-5.41
上证综合指数	-7.78	4.65	7.83	-113.14
上证50指数	-9.26	3.49	-53.79	-40.65
<b>商品类ETF</b>				
黄金类指数	-4.43	-11.27	-0.26	58.63
其他(豆粕、有色、能源化工)	-3.02	-10.15	3.20	38.97
其他(豆粕、有色、能源化工)	-1.42	-1.12	-3.47	19.66

资料来源: Choice, 国元证券研究所

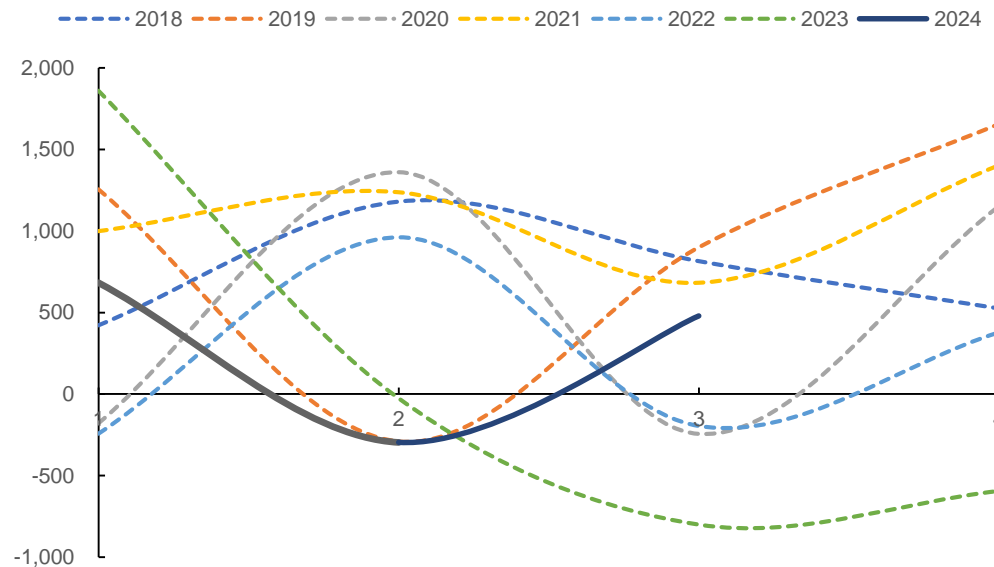
- 北向资金24Q3由流出变流入。

图15: 境外机构和个人持有境内人民币金融资产情况 (亿元)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

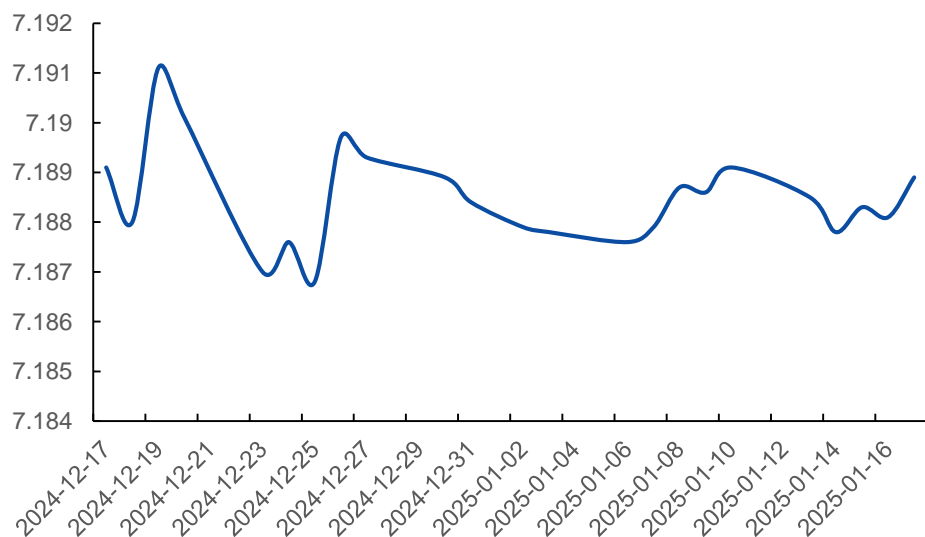
图16: 北向资金分季度买入规模 (亿元)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

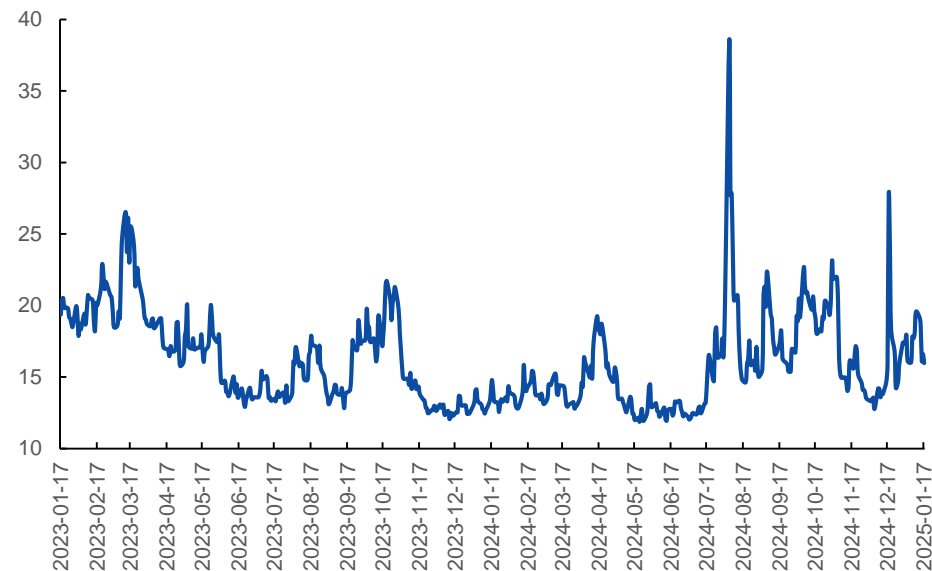
- 人民币兑美元中间价无明显变化。VIX恐慌指数较上周大幅度下降。

图17: 人民币兑美元中间价 (元)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

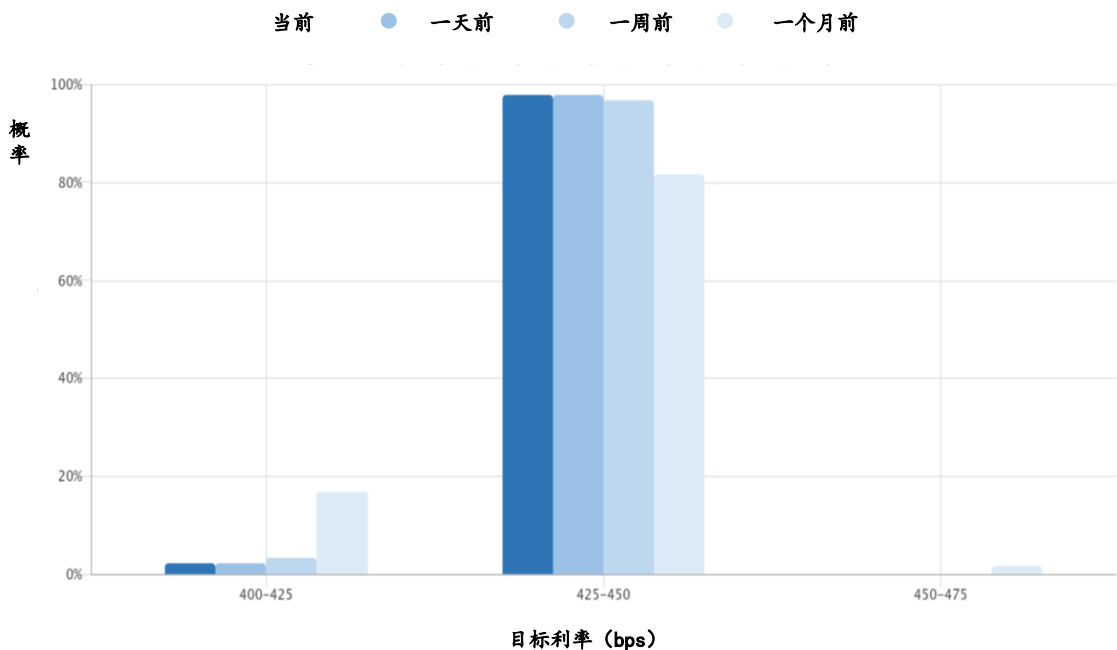
图18: VIX指数收盘价 (%)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

- 美联储维持利率不变的预期持续上升。本周对最近一次（2025年1月29日）美联储会议维持利率不变的概率为97.9%，而降息25bp的概率仅为2.1%。

图19：对最近一次美联储会议目标利率预期概率分布



资料来源：CME，国元证券研究所

图20：未来美联储会议目标利率预期概率分布

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	27.0%	72.4%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.1%	6.5%	37.2%	56.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.6%	18.5%	44.6%	34.2%
2025/7/30	0.0%	0.4%	4.9%	22.3%	43.1%	29.2%
2025/9/17	0.1%	1.5%	8.9%	27.1%	39.9%	22.5%
2025/10/29	0.3%	2.6%	11.6%	29.0%	37.3%	19.1%
2025/12/10	0.6%	3.6%	13.7%	30.0%	35.2%	16.9%

资料来源：CME，国元证券研究所

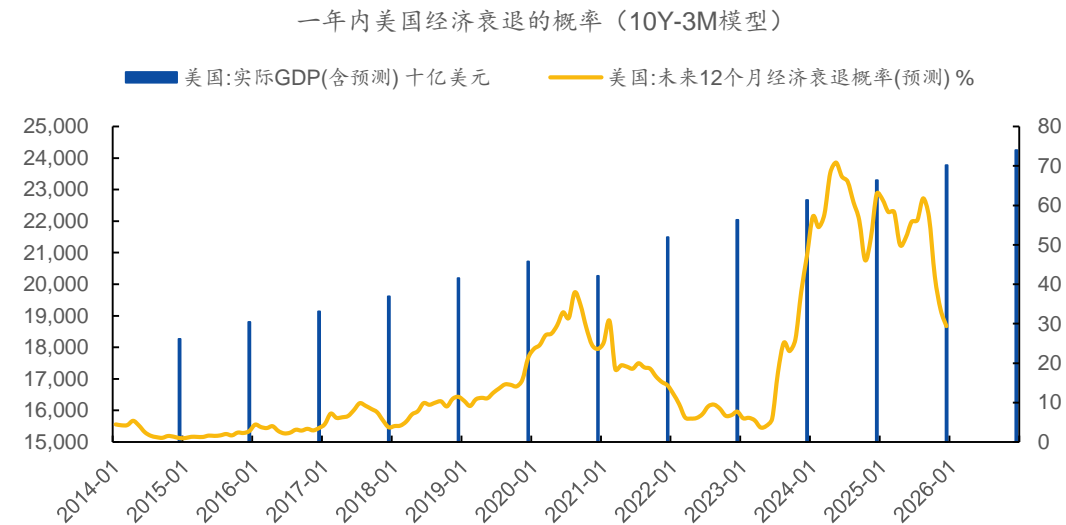
- 本期10Y美债利率先升后降，10Y-2Y 美债利差缩小，从25年1月10日的37BP升至25年1月17日的34BP。
- 根据1月美联储最新数据，未来 12 个月美国经济衰退的可能性为61.47%。

图21：本期十年期美债利率边际略微回升



资料来源：iFind，国元证券研究所

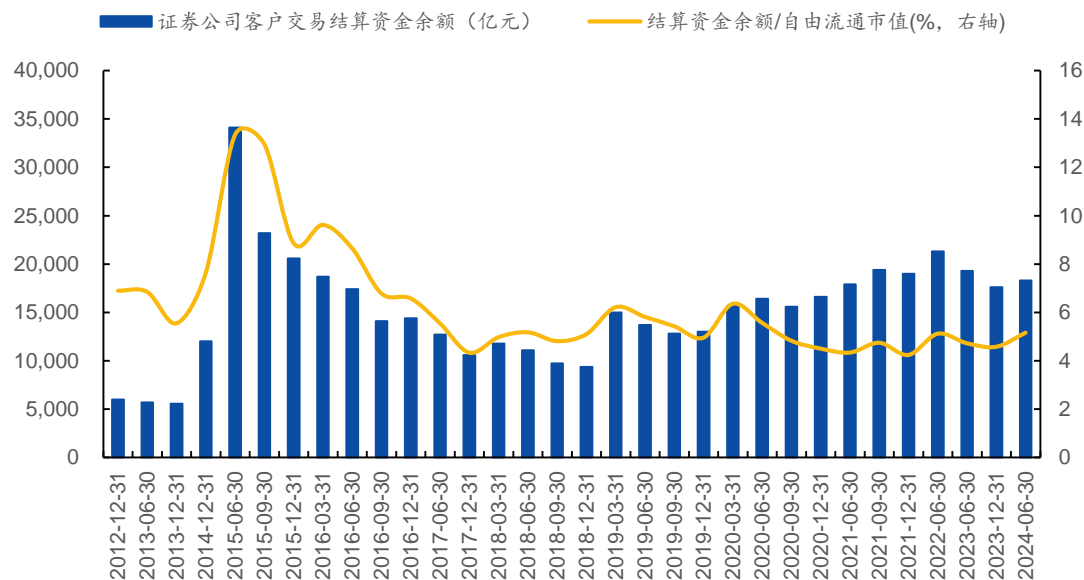
图22：未来 12 个月美国经济衰退的可能性



资料来源：iFind，纽约联储，国元证券研究所

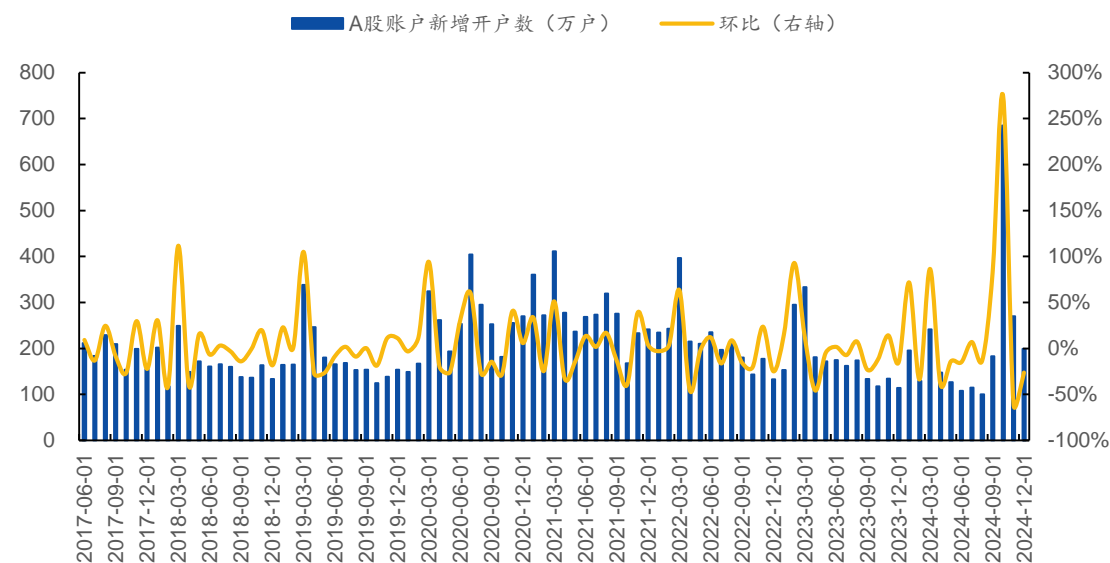
- 24年上半年，客户交易结算资金余额有所提升。
- 24年12月新增开户数回落至198万户，环比减少26.29%。

图23: 证券公司:客户交易结算资金余额及占自由流通市值比重



资料来源: Choice, 国元证券研究所

图24: A股新增开户数

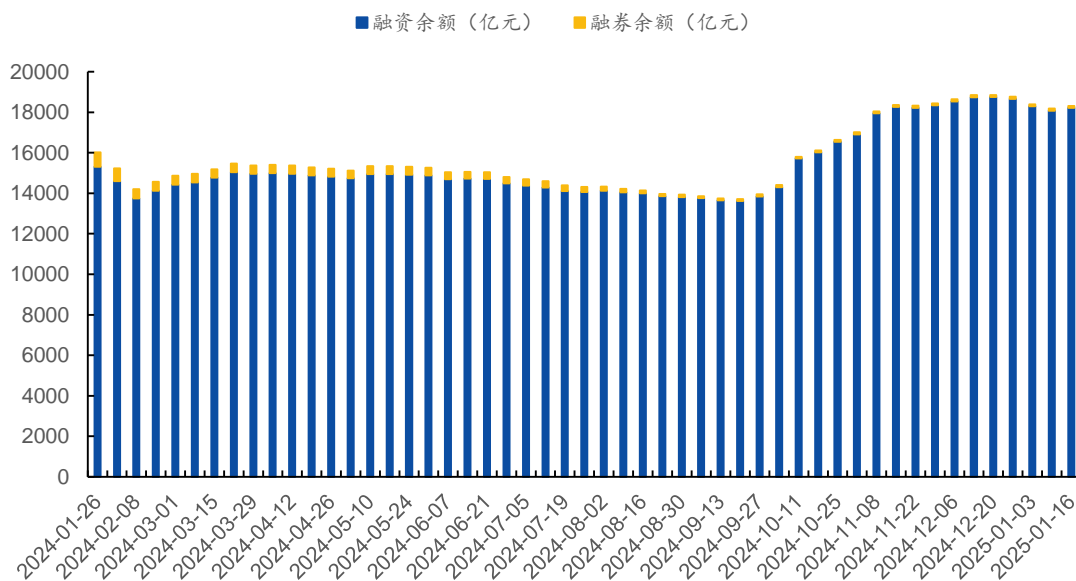


资料来源: Choice, 国元证券研究所

## 2.6 杠杆资金

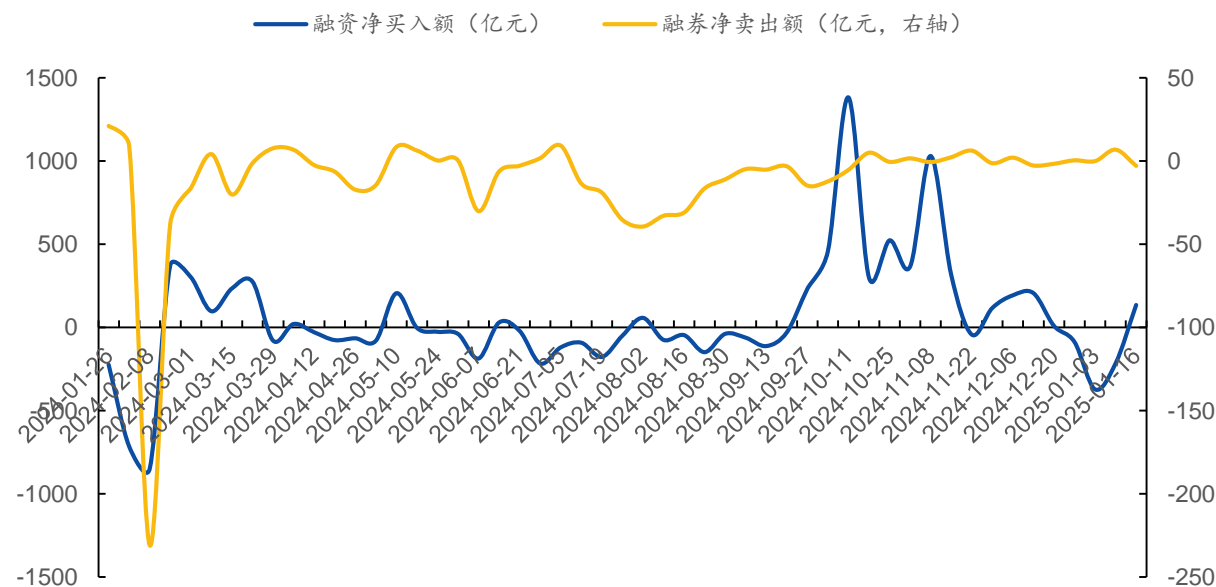
- 融资余额小幅上升。
- 本周杠杆资金情绪较前期趋于积极，融资净买入额为136.05亿元。

图25：融资融券余额



资料来源：Choice，国元证券研究所

图26：融资净买入额与融券净卖出额（亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

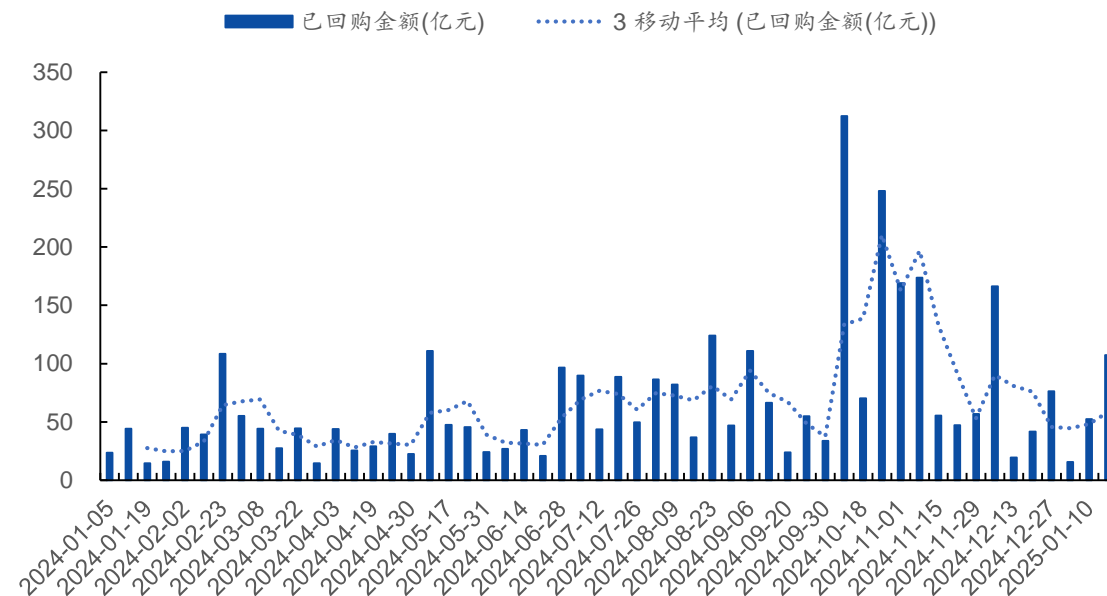
- 本周回购金额为107.17亿元，较上周边际提升，2024年以来中证800、沪深300已回购金额分别达2047.17亿元、1319.84亿元。

图27: 已回购金额及次数 (分指数)

	已回购金额(亿元)				总次数			
	本期	上期	近一月	2024年以来	本期	上期	近一月	2024年以来
上证50	0.01	0	0.29	316.23	1	0	3	53
沪深300	47.39	15.2	81.77	1319.84	10	3	26	298
中证500	18.51	9.43	43.59	727.33	19	7	38	518
中证800	65.91	24.63	125.36	2047.17	29	10	64	816
中证1000	18.34	5.52	41.22	589.42	16	12	58	909
中证2000	13.84	14.52	47.55	565.17	44	32	136	1544
全A	107.17	52.3	251.47	3603.01	109	70	338	4247

资料来源: Wind, 国元证券研究所

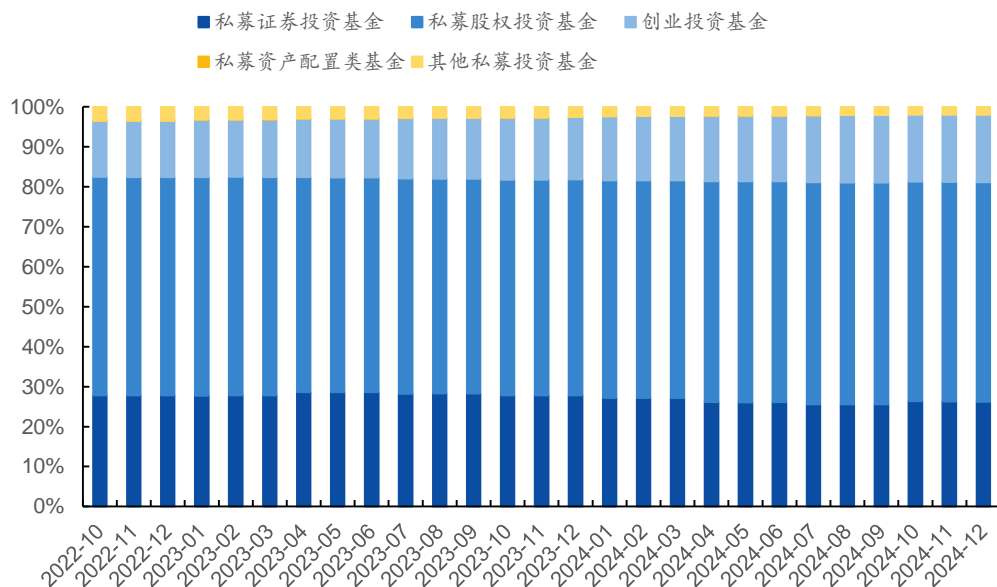
图28: 已回购金额及3周移动平均 (全A)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

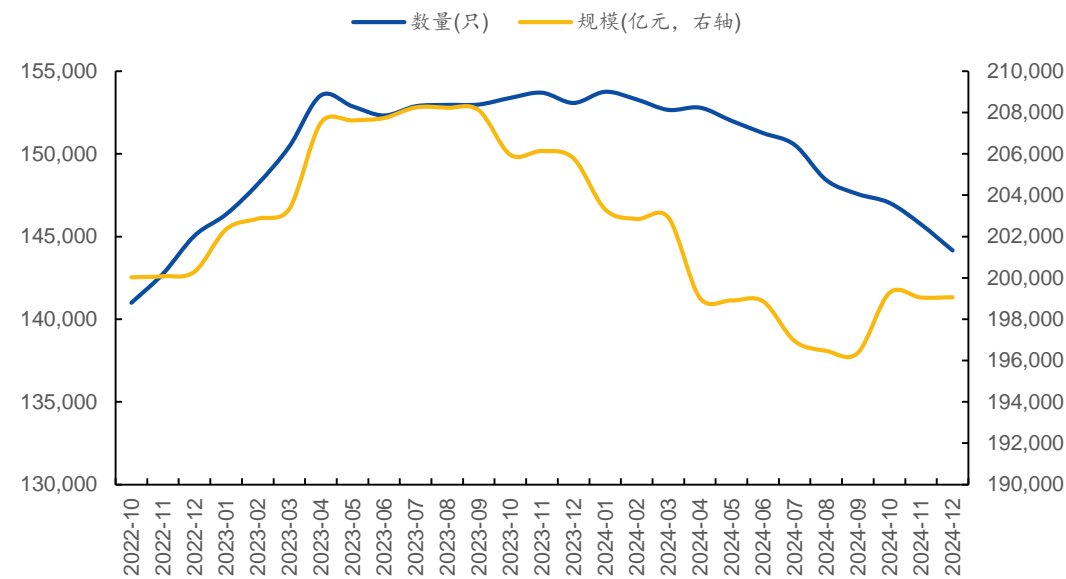
- 截止24年12月底，私募基金备案规模环比上升0.01%。其中，私募证券投资基金规模环比下降0.39%，数量环比下降1.86%，数量已连续下降8个月。

图29：私募基金分类别规模占比



资料来源：Choice，国元证券研究所

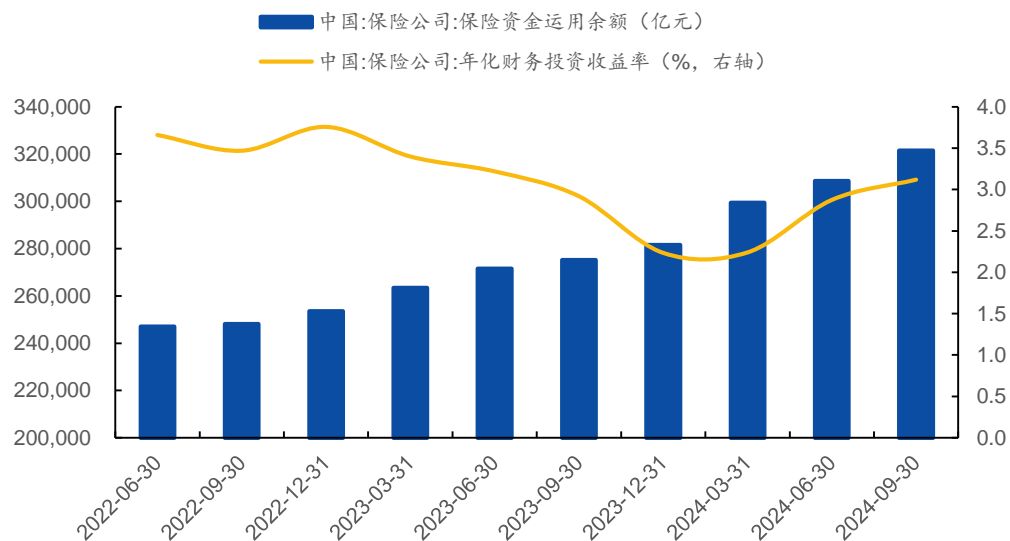
图30：私募基金合计数量与规模



资料来源：Choice，国元证券研究所

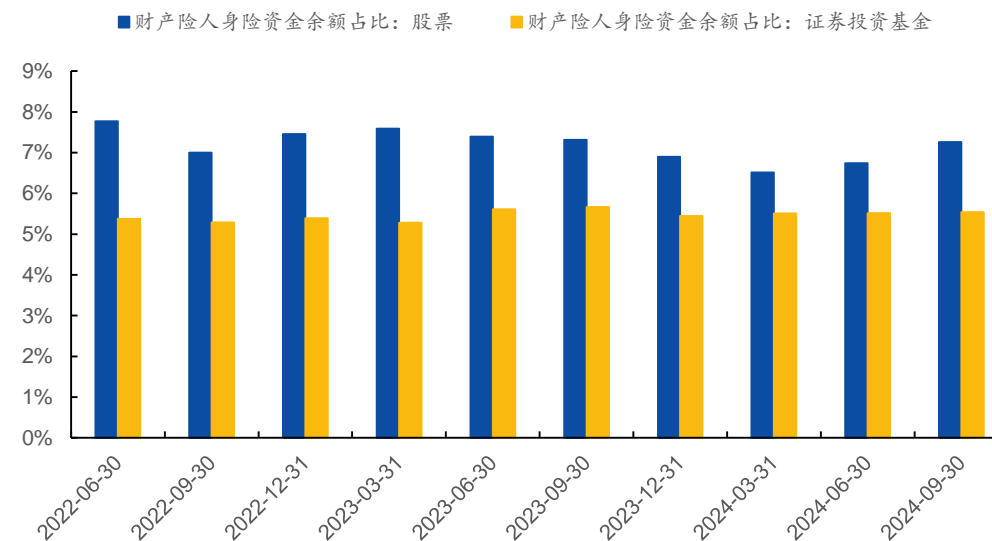
- 2024年Q3险资年化投资收益率为3.12%。
- 2024年Q3险资投向基金占比5.54%，股票占比7.26%，均小幅提升。

图31：保险公司运用余额及财务投资年化收益率



资料来源：Choice，国元证券研究所

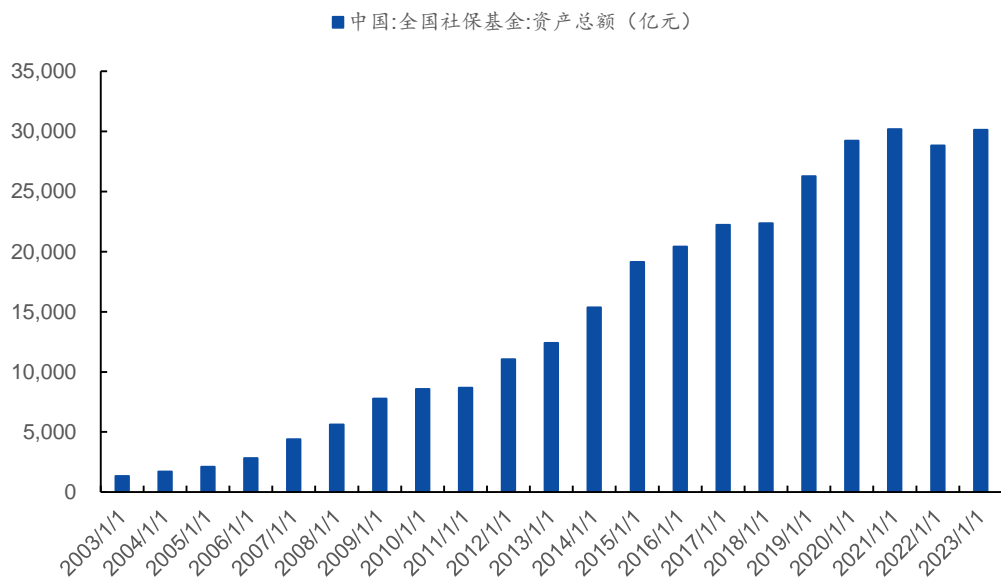
图32：财产险人身险资金余额的股票/基金占比



资料来源：Choice，国元证券研究所

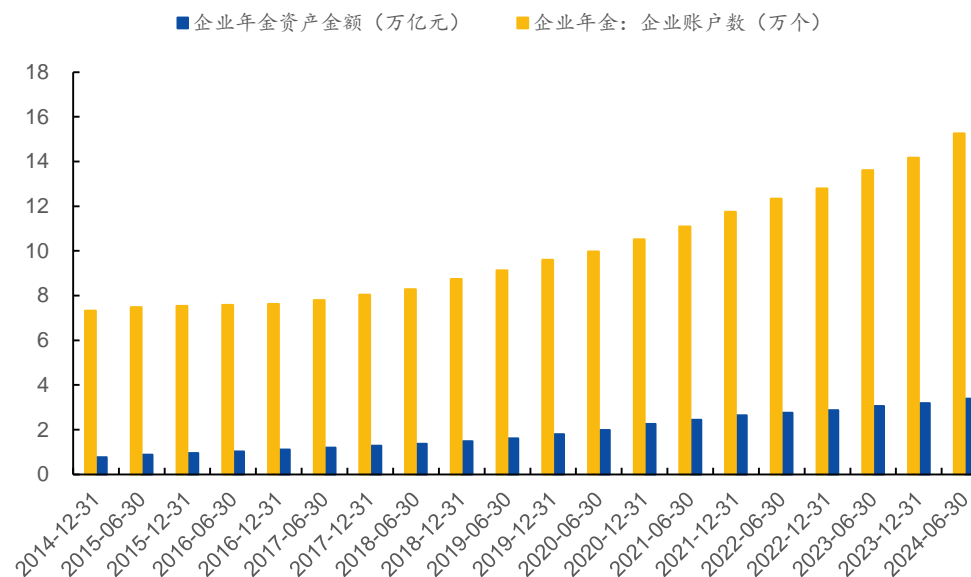
- 2023年全国社保基金资产总额同比提升4.54%。
- 2024年上半年企业年金资产金额环比提升6.45%，呈现稳定上升态势。

图33: 社保基金资产总额



资料来源: Choice, 国元证券研究所

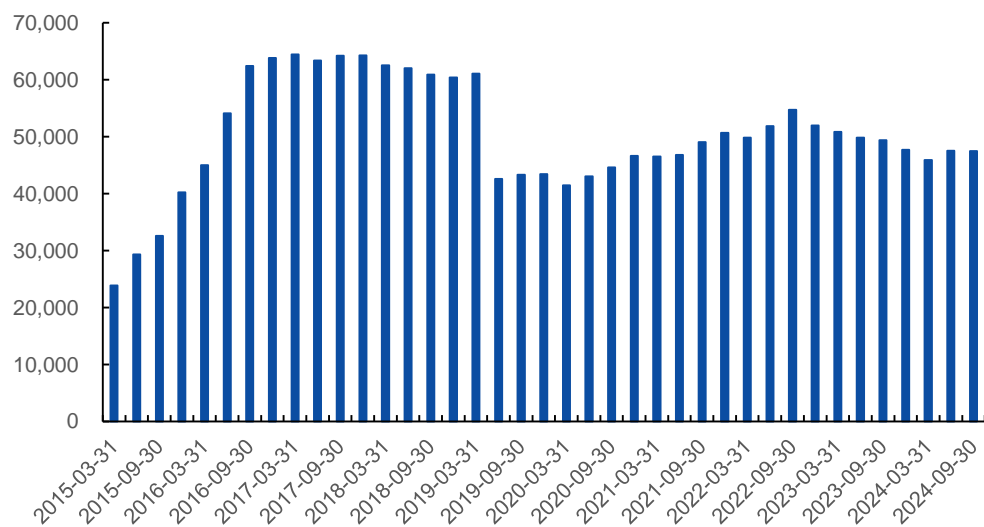
图34: 企业年金资产金额和企业账户数



资料来源: Choice, 国元证券研究所

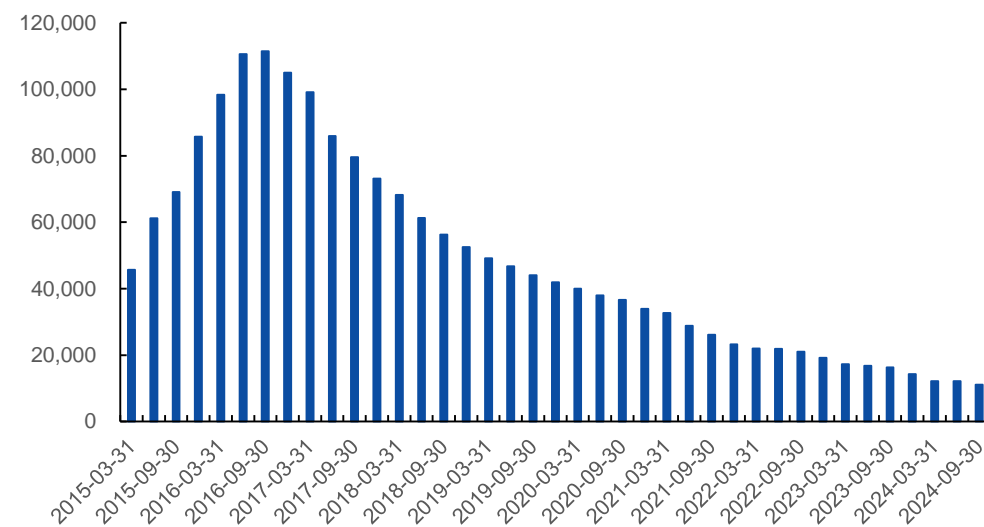
- 基金管理公司专户资产规模24Q3小幅回落。
- 基金子公司专户资产规模持续下滑。

图35: 基金管理公司专户资产规模 (亿元)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

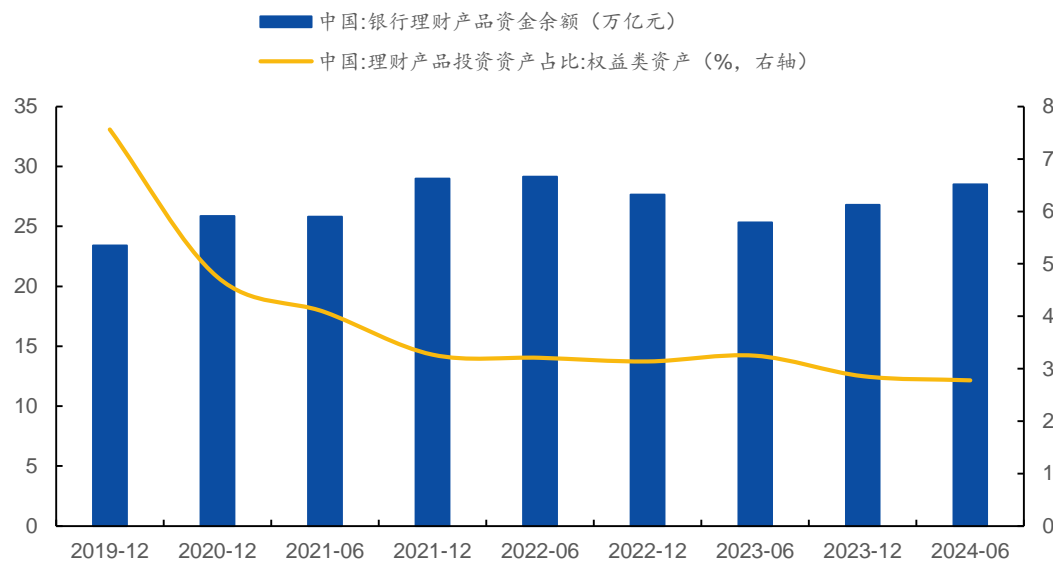
图36: 基金子公司专户资产规模 (亿元)



资料来源: Choice, 国元证券研究所

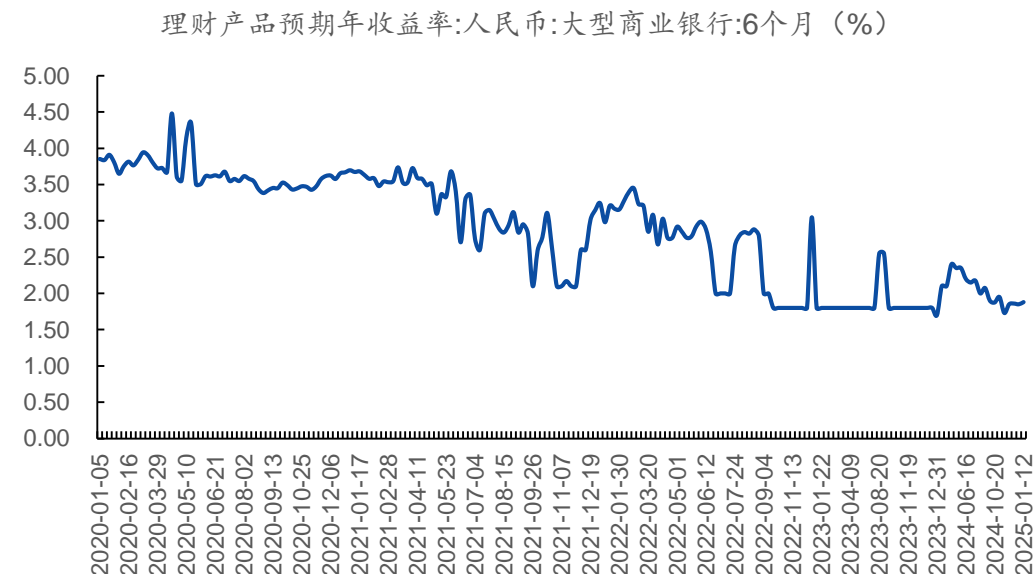
- 银行理财产品资金余额24年上半年增长了1.72万亿元，权益类占比小幅下降至2.78%。
- 2025年1月12日大型商业银行6个月理财产品预期收益率为1.88%，较2024年12月15日的1.73%回升明显。

图37：银行理财产品资金余额及权益类资产占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

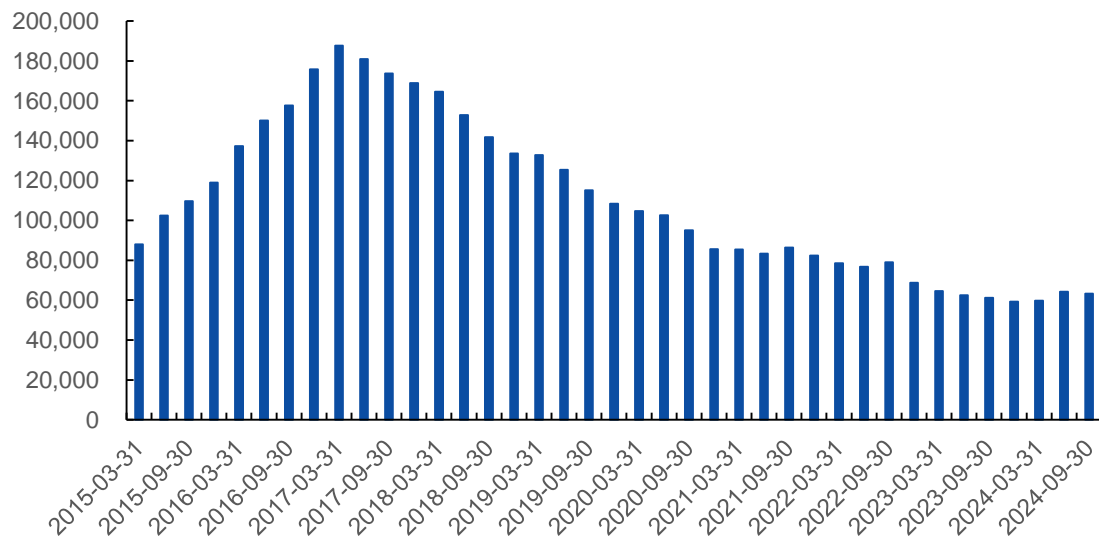
图38：大型商业银行6个月理财产品预期年收益率（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

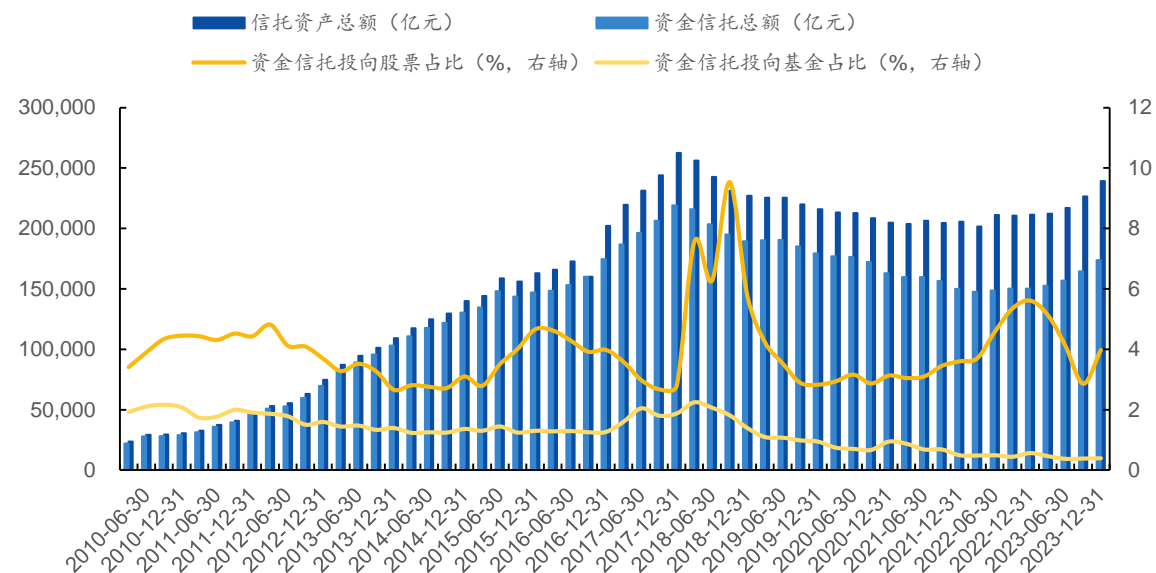
- 24年Q3证券公司资管计划规模小幅回落。
- 23年Q4信托资产和资金总额提升。

图39：证券公司资管计划：资产规模（亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

图40：信托资产和资金信托总额及资金信托投向股票和基金占比（%）



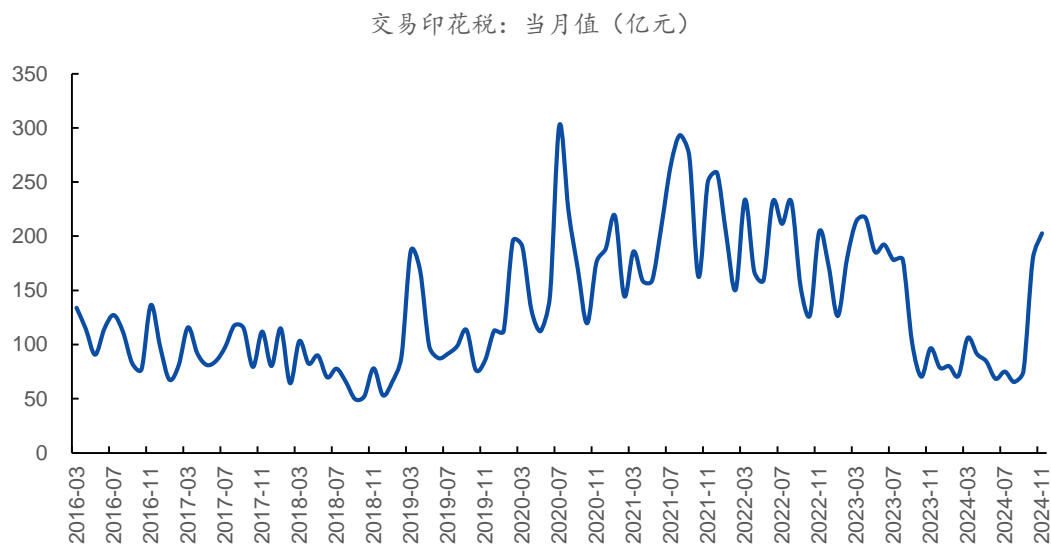
资料来源：Choice，国元证券研究所

3

## 资金需求

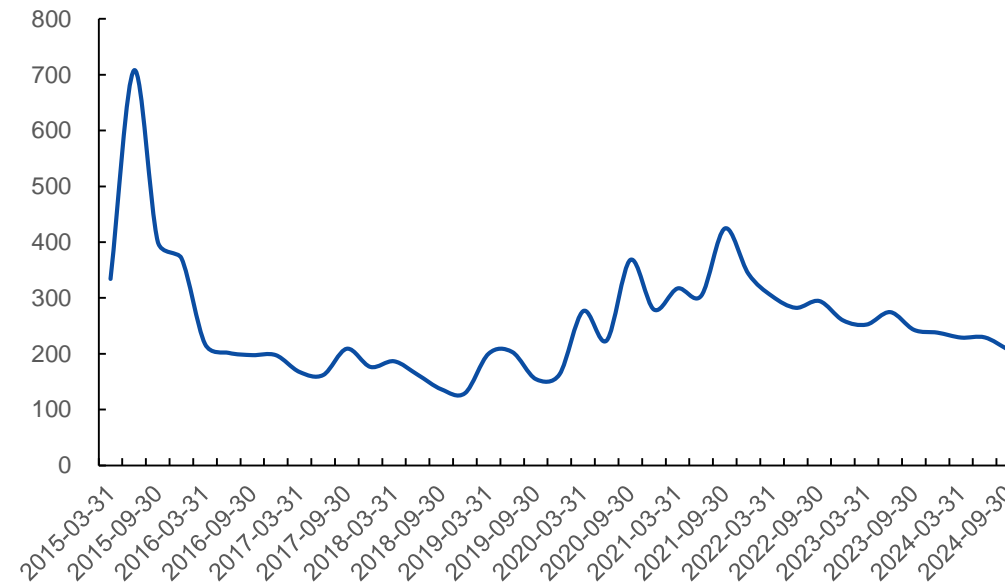
- 24年11月印花税随交易量低位反弹，达到202.69亿元。

图41：交易印花税：当月值（亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

图42：证券公司代理买卖证券业务净收入（单季度，亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

## 3.2 股东净增(减)持市值与解禁情况

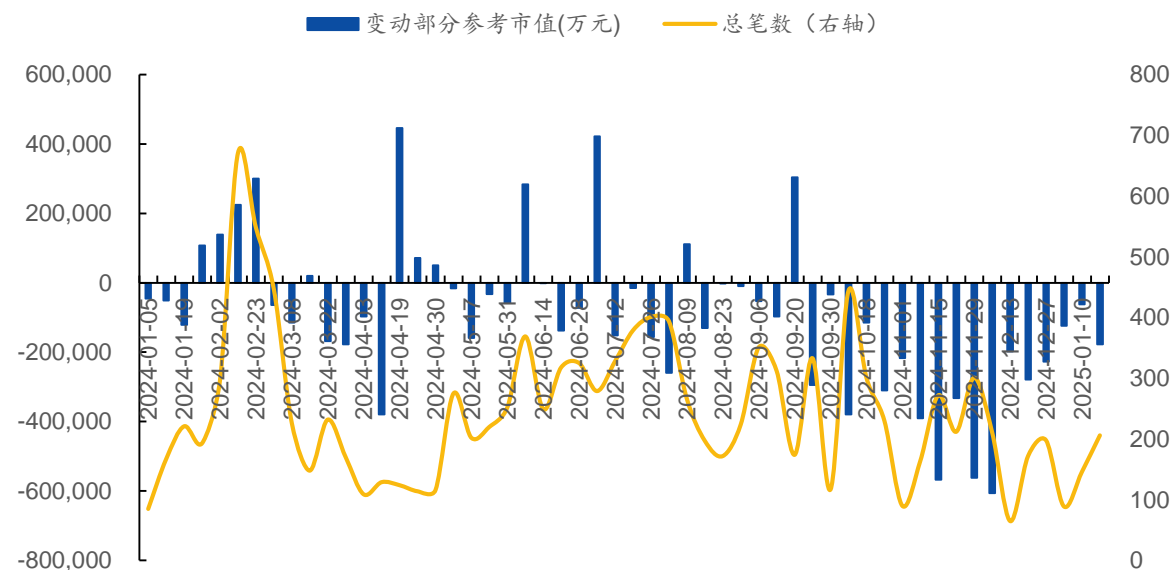
- 近一周全A净减持规模有所提升，为17.74亿元，其中中证1000指数成分减持规模较大，达到8.13亿元，而上证50、沪深300分别增持0.56、2.04亿元。

图43: 净增(减)持市值(亿元)与总笔数

	净增(减)持市值(亿元)				总笔数			
	本期	上期	近一月	2024年以来	本期	上期	近一月	2024年以来
上证50	0.56	0	0.52	47.94	1	1	4	119
沪深300	2.04	-3.58	-7.74	17.57	4	13	25	667
中证500	-3.35	4.14	-15.14	-122.01	14	32	61	1347
中证800	-1.31	0.56	-22.88	-104.44	18	45	86	2014
中证1000	-8.13	2.06	-15.78	-185.05	24	13	140	2419
中证2000	-5.81	-6.61	-19.5	-154	96	63	258	4512
全A	-17.74	-6.21	-59.08	-497.18	206	146	639	13243

资料来源: Wind, 国元证券研究所

图44: 净增(减)持市值(万元)与总笔数(全A)

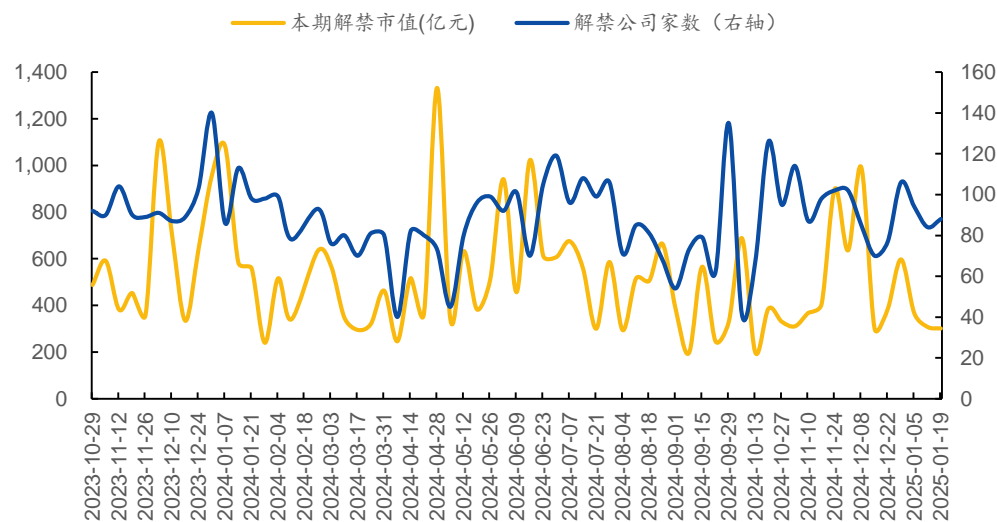


资料来源: Choice, 国元证券研究所

## 3.2 股东净增(减)持市值与解禁情况

- 本周限售股解禁规模较上周小幅上升。限售股整体解禁规模为301.52亿元，解禁家次为88家。
- 从解禁股情况来看，翱捷科技的解禁市值为75.1亿元，解禁市值居于首位。

图45: 限售股解禁市值及解禁公司家数



资料来源: Wind, 国元证券研究所

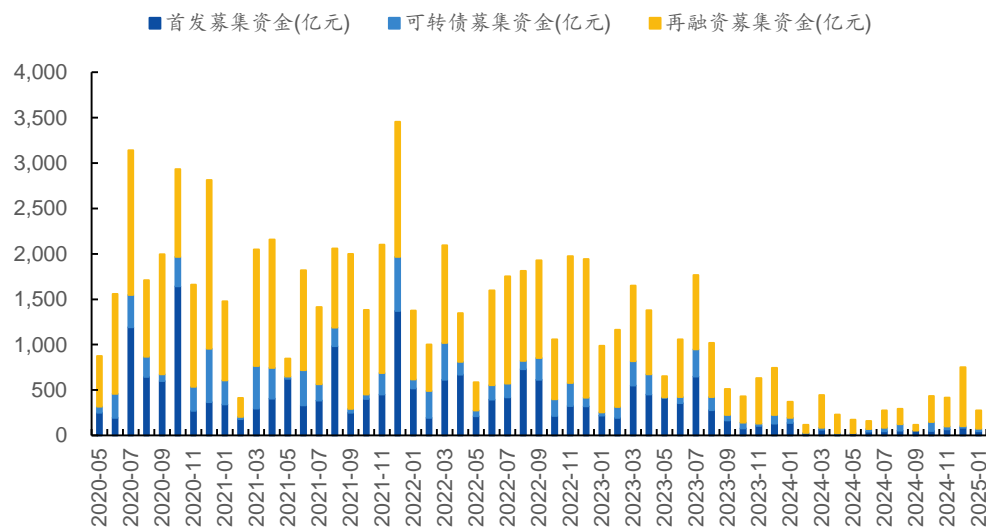
图46: 近一周限售股解禁公司明细 (按可流通股市值排序前10)

序号	代码	名称	解禁日期	解禁数量 (亿股)	实际可流通数量 (亿股)	实际可流通股市值 (亿元)	解禁股份类型
1	688220.SH	翱捷科技	2025-01-14	1.36	1.36	75.10	首发原股东限售股份
2	001227.SZ	兰州银行	2025-01-17	14.44	14.44	34.08	首发原股东限售股份
3	301136.SZ	招标股份	2025-01-13	1.71	1.71	18.23	首发原股东限售股份
4	688234.SH	天岳先进	2025-01-13	0.36	0.36	18.18	首发原股东限售股份
5	301601.SZ	惠通科技	2025-01-15	0.30	0.30	14.21	首发一般股份
6	605169.SH	洪通燃气	2025-01-13	1.50	1.50	14.09	首发原股东限售股份
7	688583.SH	思看科技	2025-01-15	0.13	0.13	12.78	首发一般股份
8	001234.SZ	泰慕士	2025-01-13	0.78	0.78	12.16	首发原股东限售股份
9	688259.SH	创耀科技	2025-01-13	0.31	0.31	10.31	首发原股东限售股份
10	002154.SZ	报喜鸟	2025-01-15	2.42	2.42	10.27	定向增发机构配售股份

资料来源: Choice, 国元证券研究所

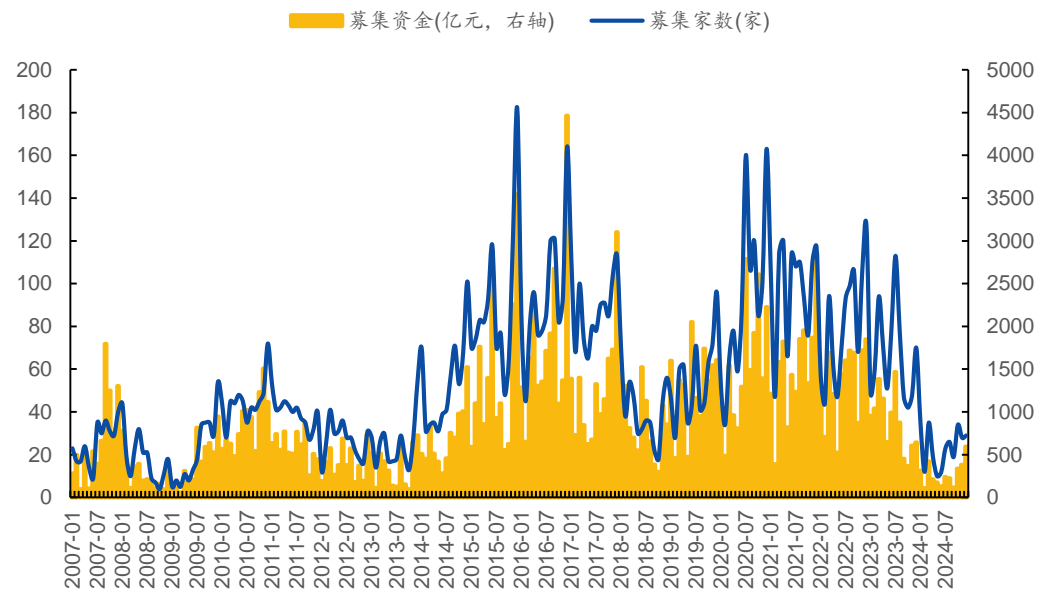
- 自2023年8月27日证监会提出“阶段性收紧IPO节奏”，IPO等募资规模持续下降。2024年12月，再融资规模达694.47亿元，IPO规模仅86.07亿元。

图47: IPO、可转债、再融资募集资金



资料来源: Choice, 国元证券研究所

图48: 募集资金与家数



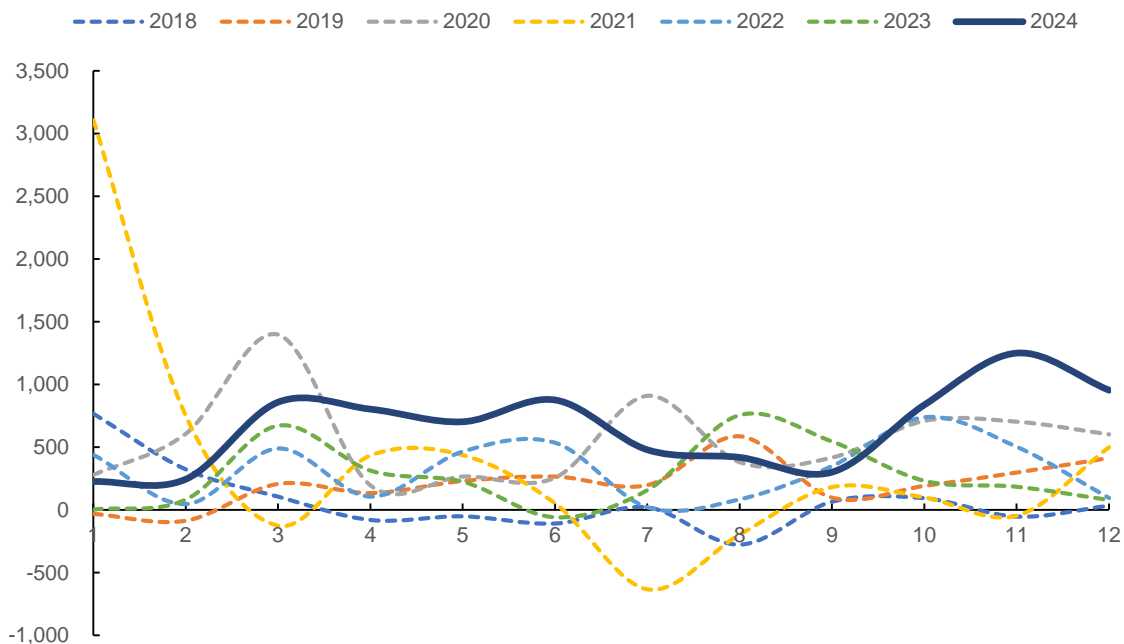
资料来源: Choice, 国元证券研究所

### 3.4 南向资金

- AH溢价本周震荡下行，仍然处于历史较高位置；
- 本周南向资金延续净买入，达427.28亿港元，流入港股速度加快。

图49：南向资金当月买入规模（亿港元）

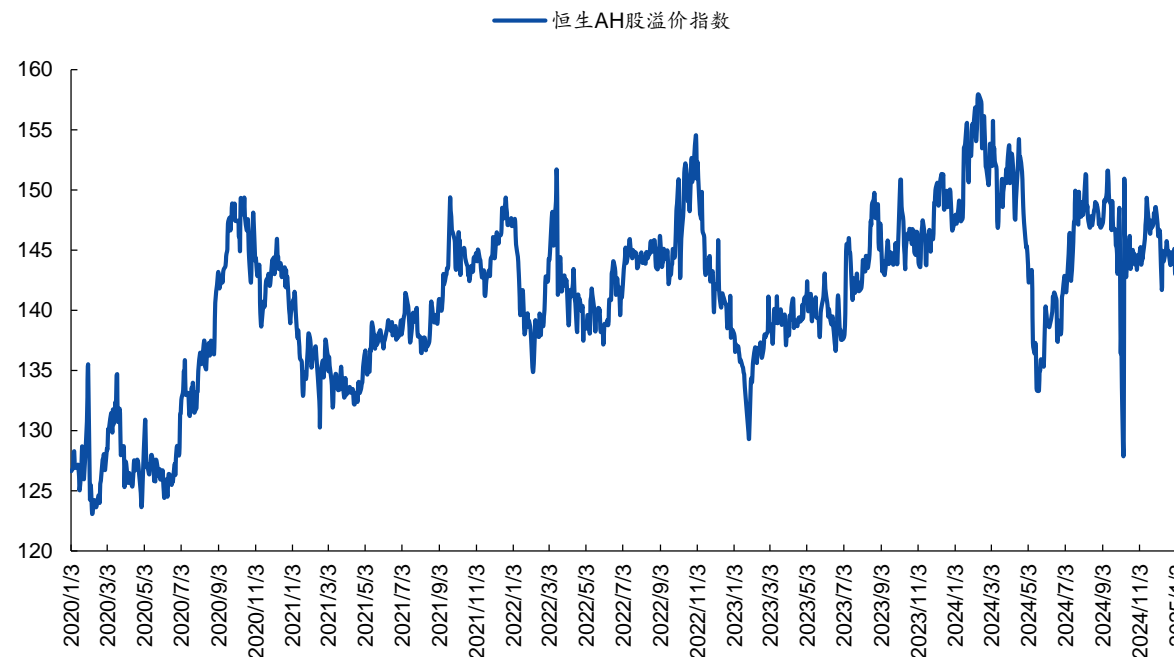
南向资金分月净买入规模（亿港元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图50：恒生AH股溢价指数



资料来源：Choice，国元证券研究所

### 风险提示

市场结构及交易行为不确定性；股市资金面超预期变化；微观流动性对股价变动预测能力有限；本文基于客观数据分析，不构成投资建议

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

#### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000

#### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135

#### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027