

2026 年 07 月 19 日

策略周报

研究所:

证券分析师:

赵阳 S0350525100003

zhaoy05@ghzq.com.cn

证券分析师:

袁野 S0350525030001

yuany03@ghzq.com.cn

韩股去杠杆：风险出清了吗？

最近一年走势



相关报告

《美股风格切换是否接近尾声？*赵阳》——

2026-07-12

《美股的成长价值风格切换会持续吗？*赵阳》——

2026-07-05

《流动性周报 7 月第 2 期：股票 ETF 再度大规模

净流入*赵阳》——2026-07-14

《海外映射及 AI 轮动周报 7 月第 2 期：美股科技

龙头回暖，A 股光模块情绪仍在低位*赵阳》——

2026-07-13

《流动性周报 7 月第 1 期：宽基与行业主题 ETF

资金流向的 K 型背离*赵阳》——2026-07-07

本篇报告解决了以下核心问题：1、韩国股市的杠杆风险是否已经出清；2、去杠杆的风险是否会进一步外溢至股市以外的金融市场；3、针对未来不同情景有哪些策略应对。

核心要点：

■ 韩国股市杠杆风险较高，但仍不足以认定为系统性风险：

1) 名义去杠杆已经开始，但融资余额下降后，相对杠杆反而进一步上升，使剩余融资仓位承受的价格压力进一步上升；2) 本轮杠杆并非全面收缩，而是明显向 KOSPI 集中，权重股集中与杠杆产品扩张正在相互强化；3) 未结算交易强平已经由个别日期冲击转为持续高位，绝对卖压已从今年 6 月峰值回落，但仍未回到年初常态；4) 外资大规模净卖出与美元走强共同加大韩元贬值压力，压力已经进入汇率和金融机构融资定价，但尚未扩散至更广泛的企业信用市场，不足以认定为系统性风险。

■ 杠杆风险已有所收缩，但去杠杆尚未结束：

信用融资仍高度集中于 KOSPI，杠杆产品规模仍明显高于年初，去杠杆尚未结束，观测去杠杆进程需要密切关注以下三类指标：1) 信用融资余额与市场总市值之比，判断整体杠杆是否下降；2) 实际强制平仓金额 5 日均值及其占市场成交额的比例，判断被动卖压是否回归常态；3) 杠杆产品总规模、成交额和折溢价，判断高杠杆交易是否真正降温。

■ 当前风险已外溢至韩元和金融债，企业信用尚未跟随：

企业信用是否跟随，是外溢风险升级的关键分界：1) 如果韩元企稳，金融债利差和企业评级利差不再走阔，风险或仍主要停留在股票、汇率和金融机构融资层面；2) 如果韩元重新贬值，同时两项利差同步上升，可能才意味着风险开始由权益市场去杠杆转向金融条件收紧。

■ 未来三种可能情景及其策略应对：

1) **基准情景**：风险较难快速升级为系统性冲击，但融资盘减仓和杠杆产品交易仍会放大短期波动，指数反弹容易反复；**应对策略**：控制韩国市场 ETF 暴露。如需参与半导体修复，优先选择无杠杆产品及资产负债表较稳健的龙头；2) **改善情景**：被动卖压逐步结束，市场定价开始由资金面重新转向行业景气和公司基本面；**应对**

策略：可以分步提高 KOSPI 及半导体龙头配置，但仍不建议通过单股杠杆 ETF 追涨，加仓顺序应是无杠杆宽基指数、半导体龙头，最后才考虑高波动产品；**3) 压力情景：**风险将由股票交易结构进一步扩散至汇率和信用定价，韩国市场对亚洲高波动科技资产的拖累可能上升；**应对策略：**降低韩国及亚洲高贝塔半导体资产暴露，并通过宽基指数或汇率工具降低组合波动。在强制平仓和信用利差重新企稳后，再评估是否恢复仓位。

- **风险提示：**历史比较法的局限性；部分数据发布更新频率较慢难以反映最新现状；AI 产业进展不及预期；全球宏观不确定性加剧；韩国汇率波动加大；韩股企业盈利不及预期；韩国杠杆融资大幅波动。

内容目录

1、 风险仍高：余额降了，杠杆率没有降.....	5
1.1、 余额下降，但相对杠杆反而上升.....	5
1.2、 杠杆正在向权重股集中.....	6
1.3、 被动卖出出现了，但出清还不能确认.....	8
1.4、 权益风险确实偏高，但系统性风险证据不足.....	9
2、 去杠杆是否结束：看杠杆规模 and 实际卖压.....	11
2.1、 AUM 下降不等于资金退出.....	11
2.2、 出清要满足三组条件.....	11
2.3、 政策能够限制新增杠杆，但不能立即消化存量.....	12
2.4、 风险有所收缩，但去杠杆尚未结束.....	12
3、 风险是否外溢：看外资、波动率和 ADR.....	13
3.1、 韩元和金融债已承压，企业信用尚未跟随.....	13
3.2、 外资流向决定汇率压力能否缓和.....	13
3.3、 要区分全球半导体共振和韩国自身去杠杆.....	14
4、 后续怎么走：三种情景对应三种策略.....	14
4.1、 基准情景：杠杆缓慢下降，市场反复修复.....	14
4.2、 改善情景：卖压回落，外资和韩元同步企稳.....	15
4.3、 压力情景：股票、汇率和融资利差同步恶化.....	15
5、 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 韩国信用融资余额.....	5
图 2: 2026 年 6 月以来韩国融资余额占市值比重不降反升.....	6
图 3: 2026 年 6 月中旬以来韩国融资余额占市值比重不降反升.....	6
图 4: 韩国融资市场构成.....	7
图 5: 三星电子和 SK 海力士占 KOSPI 市值比重.....	7
图 6: 韩股未结算委托交易实际强平金额（亿韩元）.....	8
图 7: 韩股未结算委托交易实际强平金额占韩股总成交额比重.....	9
图 8: 2026 年以来韩元持续面临贬值压力.....	10
图 9: 韩国金融债利差明显走阔，但企业信用风险尚未扩散.....	10
图 10: 判断市场杠杆出清的三组条件.....	11
图 11: 韩国杠杆 ETF 规模已经较峰值回落.....	12
图 12: 韩国股市海外投资者持续净卖出韩股.....	13
图 13: 三种市场情景及策略应对.....	14

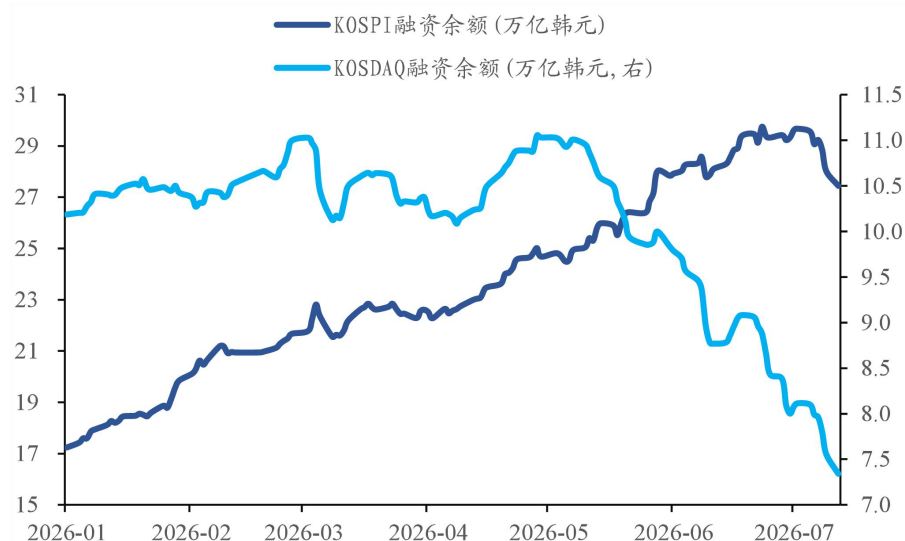
本篇报告解决了以下核心问题：1、韩国股市的杠杆风险是否已经出清；2、去杠杆的风险是否会进一步外溢至股市以外的金融市场；3、针对未来不同情景有哪些策略应对。

1、风险仍高：余额降了，杠杆率没有降

1.1、余额下降，但相对杠杆反而上升

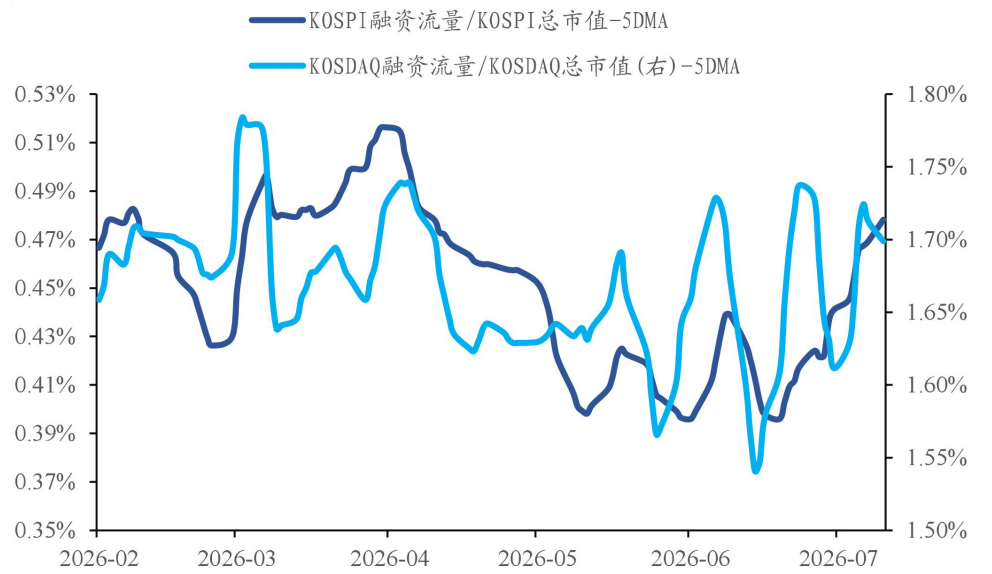
名义去杠杆已经开始，但下降幅度仍不足以说明风险出清。KOSPI 融资余额在 2026 年 6 月 24 日升至 29.75 万亿韩元，2026 年 7 月 13 日回落至 27.45 万亿韩元，较峰值下降 7.75%。相比之下，KOSDAQ 融资余额下降开启时间更早且幅度更大，在 2026 年 4 月 29 日升至 11.05 万亿韩元，2026 年 7 月 13 日回落至 7.34 万亿韩元，较峰值下降 33.56%。因此，当前更准确的表述是融资扩张开始逆转，而不是杠杆已经回到正常水平。

图 1：韩国信用融资余额



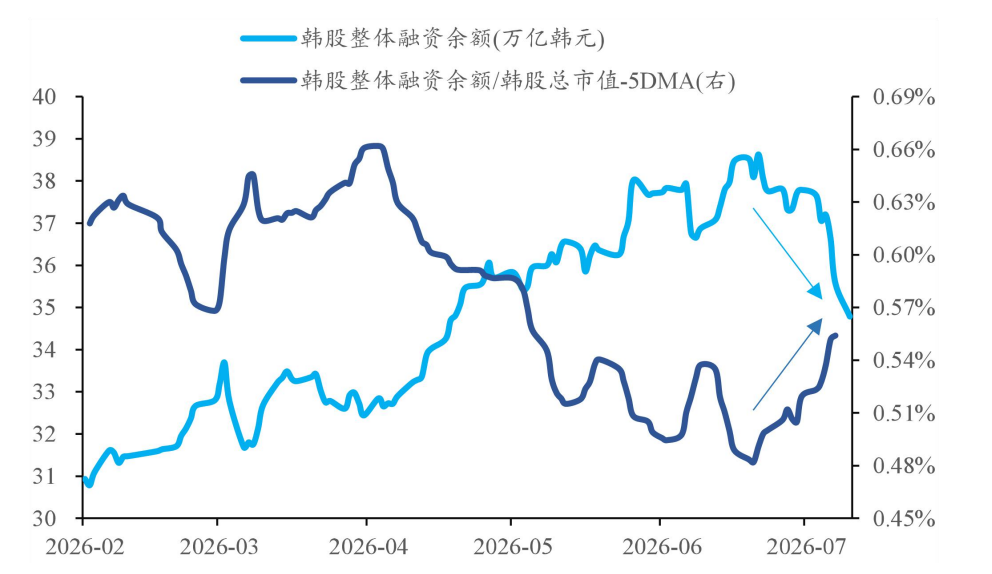
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

融资余额下降后，相对杠杆反而进一步上升。2026 年 6 月 24 日至 7 月 13 日，KOSPI 信用融资余额下降 7.75%，但 KOSPI 总市值下降 19.56%；信用融资占市值比例（5 日移动平均）由 0.41% 升至 0.48%。市值收缩快于融资压降，使剩余融资仓位承受的价格压力进一步上升。

图 2：2026 年 6 月以来韩国融资余额占市值比重不降反升

资料来源：Bloomberg、Wind、国海证券研究所

判断底部不能只看融资余额是否下行。当股价下跌导致市值分母快速收缩时，即使投资者已经偿还部分融资，相对杠杆仍可能上升，并触发新一轮保证金压力。更有效的底部信号，或应是融资余额与相对杠杆率同步、持续回落，而不是某一日融资余额减少。

图 3：2026 年 6 月中旬以来韩国融资余额占市值比重不降反升

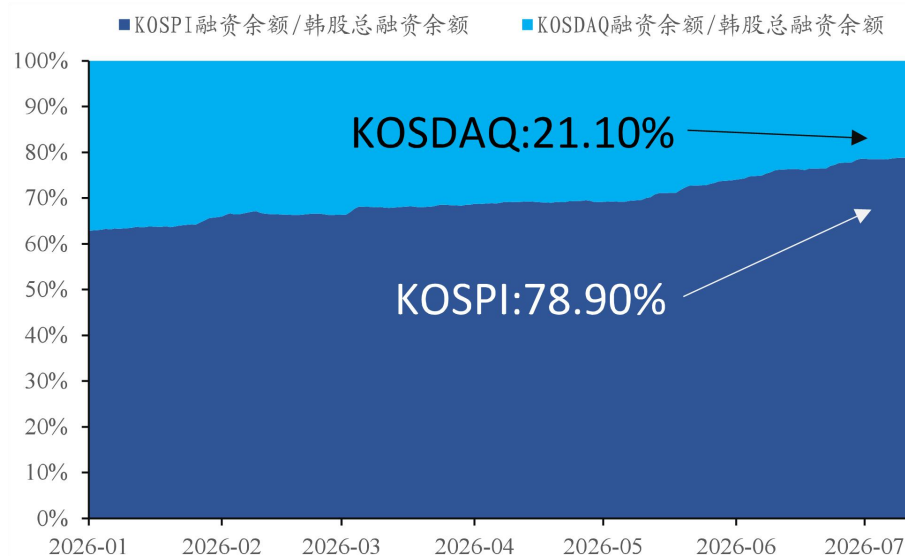
资料来源：Bloomberg、Wind、国海证券研究所

1.2、杠杆正在向权重股集中

本轮杠杆并非全面收缩，而是明显向 KOSPI 集中。2026 年 1 月 2 日至 7 月 13 日，KOSPI 融资余额下降 50.25%，KOSDAQ 则下降 27.92%。截至 7 月 13 日，KOSPI 已承载韩国市场近八成信用融资，其占全部信用融资的比例由年初

62.86%升至 78.90%，提高 16.04 个百分点；融资资金越集中于指数权重股，个股下跌越容易通过指数基金、期货和风险控制模型传导至更广泛的投资者。

图 4：韩国融资市场构成



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所（注：统计时间截至 2026/7/13）

权重股集中与杠杆产品扩张正在相互强化。三星电子和 SK 海力士占 KOSPI 市值的比例由 2025 年 12 月 30 日的 34% 升至 2026 年 7 月 15 日 52%；据韩国金融委员会，16 只相关单股杠杆产品市值则由 2026 年 5 月 27 日 4.4 万亿韩元增至 2026 年 7 月 15 日 11.9 万亿韩元。虽然产品规模不能直接等同于正股买盘，但两者同步上升，意味着指数对少数半导体股票更加敏感。

图 5：三星电子和 SK 海力士占 KOSPI 市值比重



资料来源：Wind、国海证券研究所

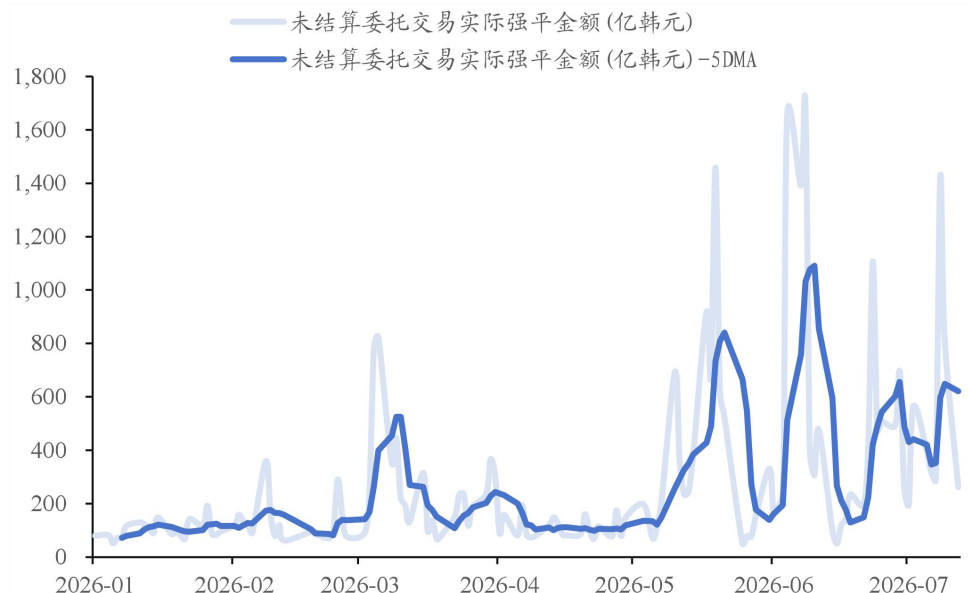


1.3、被动卖出出现了，但出清还不能确认

未结算交易强平已经由个别日期冲击转为持续高位。2026 年以来，以 5 月首个交易日 5 月 4 日为起点，至 2026 年 7 月 13 日，实际强平金额累计 2.28 万亿韩元，占 2026 年 1 月 2 日以来累计金额的 64.5%；日均 475.5 亿韩元，是 2026 年 1-4 月日均 155.4 亿韩元的 3.06 倍。

绝对卖压已从 2026 年 6 月峰值回落，但仍未回到年初常态。单日强平金额 2026 年 6 月 9 日达到 1698 亿韩元，2026 年 7 月 13 日降至 262 亿韩元，较峰值回落 84.5%；5 日均值由 2026 年 6 月 11 日的 1091 亿韩元降至 621 亿韩元，回落 43.0%，但仍是 2026 年 1-4 月 5 日均值 158 亿韩元的 3.9 倍。去杠杆正在推进，但尚不能确认出清。

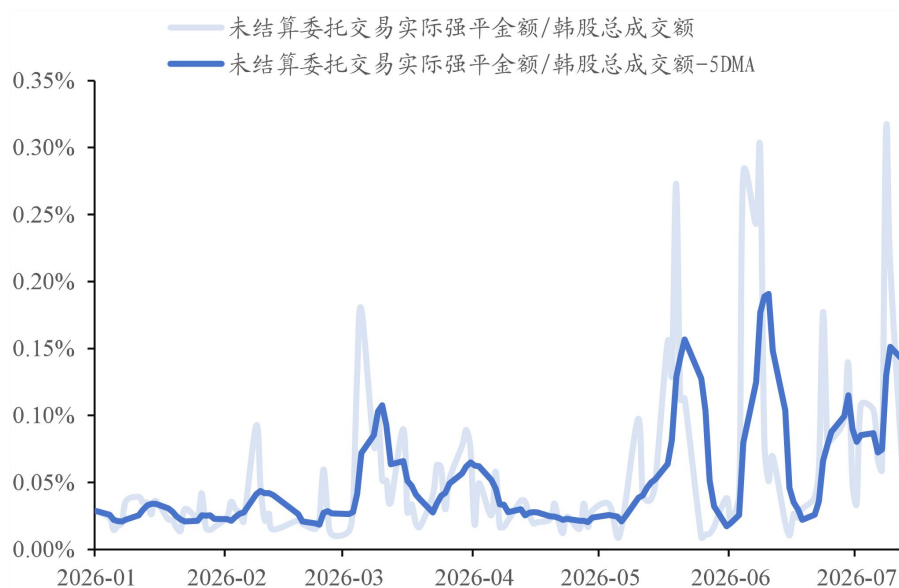
图 6：韩股未结算委托交易实际强平金额（亿韩元）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

从全市场成交承接看，当前仍是局部卖压，而非流动性的主导因素。2026 年 5 月 4 日至 7 月 13 日累计强平金额仅占同期成交额的 0.079%，同期 5 日均值仅为 0.076%。从 2026 年年初截至 7 月 13 日，单日占比 7 月 9 日最高为 0.313%，5 日均值 6 月 11 日最高为 0.191%。这一规模不足以单独主导韩国市场成交，但可能在集中卖出时段和个股层面放大价格波动。

相对压力下降慢于绝对金额，说明风险尚未充分消退。2026 年 7 月 13 日强平金额占市场成交额的 5 日均值仍为 0.141%，较峰值仅下降 25.9%，且约为 1-4 月均值 0.034% 的 4.11 倍。后续若强平金额及其成交额占比同时向年初水平回落并持续，才能把指数修复理解为去杠杆接近完成。

图 7：韩股未结算委托交易实际强平金额占韩股总成交额比重

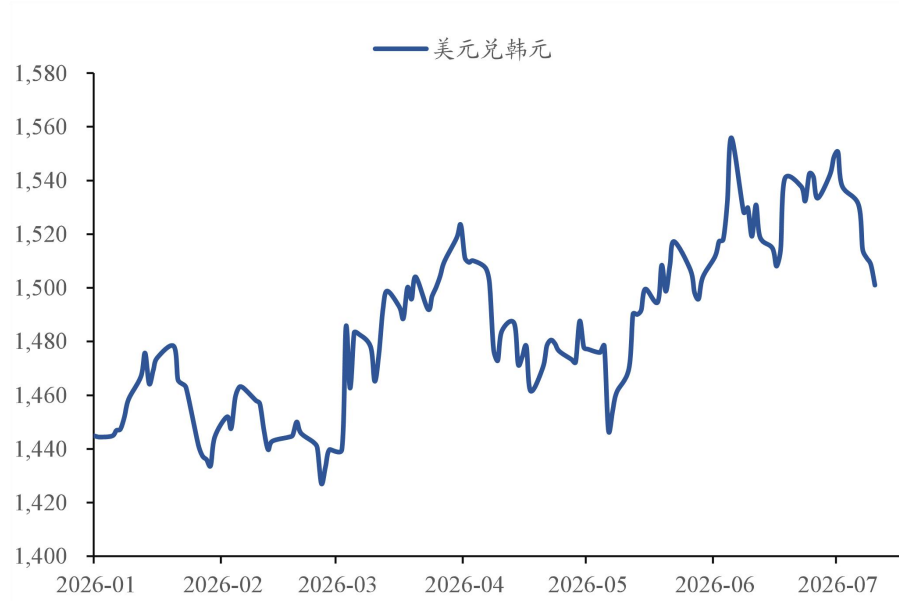
资料来源：Bloomberg、Wind、国海证券研究所

1.4、权益风险确实偏高，但系统性风险证据不足

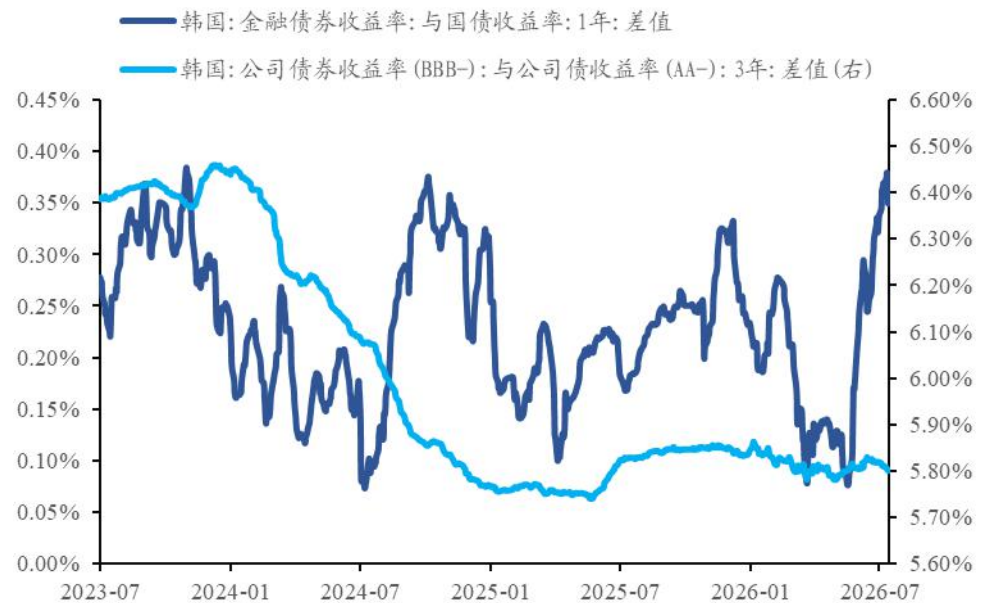
当前可以确认的是权益市场结构风险偏高。相对杠杆率在融资余额下降后继续上升，2026 年 7 月 13 日 KOSPI 已承载 78.90% 的信用融资，单股杠杆产品市值又从 2026 年 5 月 27 日的 4.4 万亿韩元增至 7 月 15 日的 11.9 万亿韩元。相对杠杆率上升、杠杆向 KOSPI 集中以及单股杠杆产品规模迅速扩大共同指向存量杠杆高、权重股集中、交易结构脆弱，而不是单纯的指数正常回调。

但现有证据尚不足以认定为系统性风险。外资大规模净卖出与美元走强共同加大韩元贬值压力，2026 年以来美元兑韩元一度升至 1556，表明韩股调整已与跨境资金流出和汇率波动形成联动。后续可重点观察韩元汇率、1 年金融债相对 1 年国债利差，以及信用溢价。若韩元逐步企稳，且金融机构融资利差和信用溢价未持续走阔，风险或仍主要停留在股票市场和汇率层面；若两项利差同步走阔，则说明冲击可能开始向金融机构融资和信用市场扩散。

投资判断不能只看指数反弹，还要区分去杠杆进度与风险扩散程度。去杠杆是否接近完成，应重点观察相对杠杆率、实际强制平仓金额 5 日均值和单股杠杆 ETF 份额是否持续回落；韩元汇率和信用利差则用于判断风险是否继续扩散。若指数反弹但杠杆指标仍处高位，更多可能是阶段性修复；如果杠杆持续下降、韩元企稳且信用利差未走阔，市场修复才更可信。信号确认前，仍应控制韩国指数及高杠杆产品暴露。

图 8：2026 年以来韩元持续面临贬值压力

资料来源：Wind、国海证券研究所（注：统计时间截至 2026/7/10）

图 9：韩国金融债利差明显走阔，但企业信用风险尚未扩散

资料来源：Wind、国海证券研究所

2、去杠杆是否结束：看杠杆规模和实际卖压

2.1、AUM 下降不等于资金退出

首先要把产品市值、AUM 和资金流分开。韩国金融委员会披露，2026 年 5 月 27 日上市的 16 只单股杠杆 ETF，市值由 4.4 万亿韩元升至 7 月 15 日的 11.9 万亿韩元，增长 170.5%；当日成交额由 10.4 万亿韩元升至 13.0 万亿韩元，增长 25.0%。这说明相关产品已达到较大规模，但市值变化本身难以证明资金是否退出。

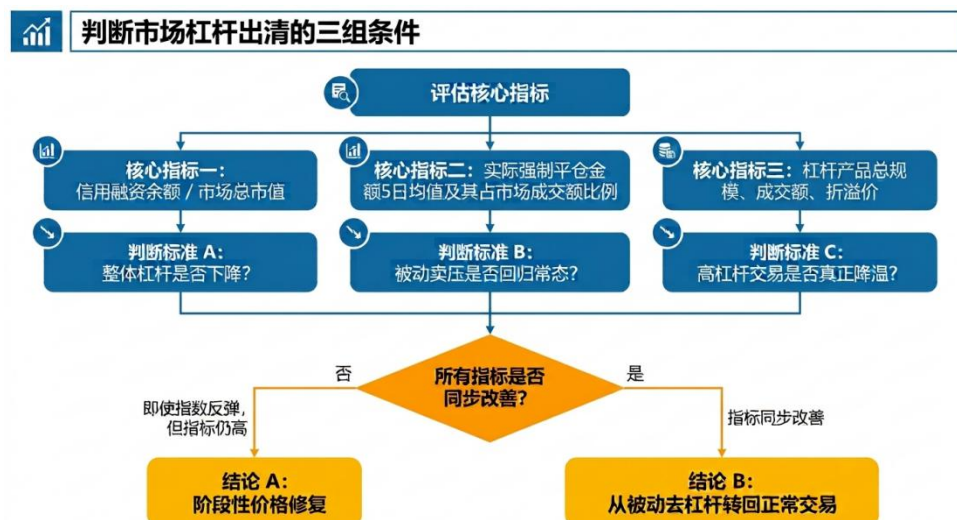
判断 ETF 是否出清，要把净值效应和份额效应分开。设 ETF 份额为 S、单位净值为 NAV，则 $AUM = NAV \times S$ ；AUM 日变化可以精确拆成“上日份额 $\times$ NAV 变化”和“当日 NAV $\times$ 份额变化”。前者主要反映价格涨跌，后者反映申购赎回。如果 AUM 下降但份额不降，主要是投资者亏损，不是主动退出，份额连续净赎回才能说明存量杠杆真正收缩。

2.2、出清要满足三组条件

第一组是信用融资余额与市场总市值之比，判断整体杠杆是否下降；第二组是实际强制平仓金额 5 日均值及其占市场成交额的比例，判断被动卖压是否回归常态；第三组是杠杆产品总规模、成交额和折溢价，判断高杠杆交易是否真正降温。

如果指数反弹，但相对杠杆率仍高、强制平仓金额仍处于高位、杠杆产品成交继续活跃，则只能视为阶段性价格修复。三组指标同步改善可能才能判断市场正在从被动去杠杆转回正常交易。

图 10：判断市场杠杆出清的三组条件



资料来源：国海证券研究所

2.3、政策能够限制新增杠杆，但不能立即消化存量

据华尔街见闻及同花顺，2026 年 7 月 16 日 FSC 宣布暂停新的单股杠杆产品上市，并禁止相关广告和促销，将折溢价管理标准由 3% 收紧至 2%，投资者教育由 2 小时增加至 3 小时，最低资金门槛由 1000 万提高至 3000 万韩元并分阶段改为现金；11 月计划将最小交易单位由 1 份提高至 20 份。

暂停上市和广告主要限制产品供给和新增需求，提高现金门槛及交易单位则直接限制小额散户参与。但这些措施不会强制现有投资者赎回，因此“监管收紧”不能直接等同于“存量杠杆出清”。

2.4、风险有所收缩，但去杠杆尚未结束

韩国杠杆 ETF 总规模已经较峰值回落，2026 年 6 月 22 日达到峰值后已经开始降低，实际强制平仓金额 5 日均值也较 6 月高点下降，但信用融资仍高度集中于 KOSPI，杠杆产品规模仍明显高于年初。现有证据说明风险正在收缩，但尚不足以确认存量杠杆已经充分消化。

图 11：韩国杠杆 ETF 规模已经较峰值回落



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

在相对杠杆率、强制平仓 5 日均值和杠杆产品交易热度同步下降前，不宜仅凭指数反弹提高韩国指数及杠杆产品仓位。下一章进一步判断，这些风险是否已经由韩国股票市场扩散至汇率、信用和全球半导体资产。

3、风险是否外溢：看外资、波动率和 ADR

3.1、韩元和金融债已承压，企业信用尚未跟随

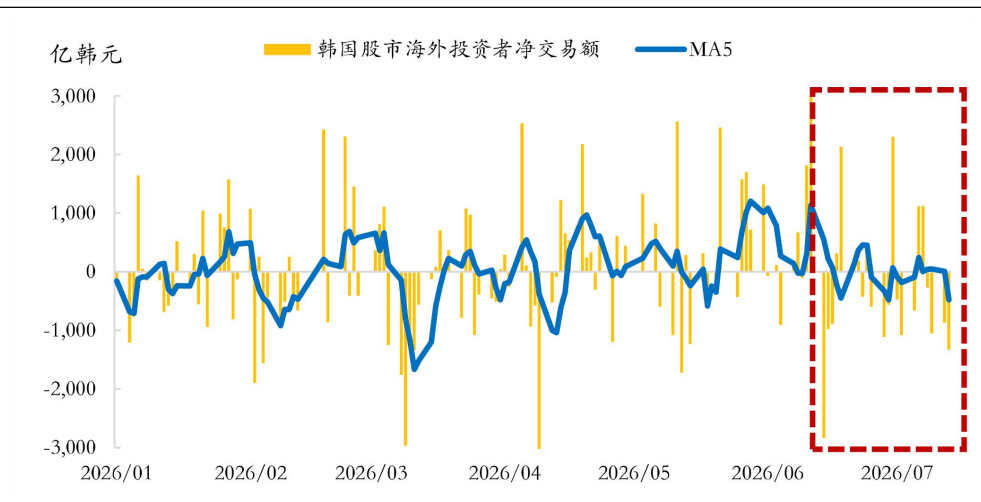
三类指标并未同步恶化。美元兑韩元一度升至 1556，2026 年 7 月 16 日，1 年金融债相对 1 年国债利差升至约 0.35 个百分点，而 BBB-与 AA-公司债 3 年期评级利差仍在 5.80 个百分点附近。这说明压力已经进入汇率和金融机构融资定价，但尚未扩散至更广泛的企业信用市场。

企业信用是否跟随，是风险升级的关键分界。如果韩元企稳，金融债利差和企业评级利差不再走阔，风险或仍主要停留在股票、汇率和金融机构融资层面；如果韩元重新贬值，同时两项利差同步上升，可能才意味着风险开始由权益市场去杠杆转向金融条件收紧。

3.2、外资流向决定汇率压力能否缓和

外资持续净卖出韩股，不仅直接压低指数，也会增加韩元兑换需求，从而形成“股市下跌—外资流出一韩元贬值”的反馈。相反，如果外资累计净卖出曲线趋平，同时美元兑韩元回落，说明跨境资金压力可能开始缓和。

图 12：韩国股市海外投资者持续净卖出韩股



资料来源：韩国交易所、国海证券研究所

外资净流量和韩元汇率应结合观察。仅有韩股反弹，而外资仍在净卖出、韩元仍在贬值，市场修复的可靠性较低；外资流出停止、韩元同步企稳可能才说明风险传导正在收敛。

3.3、要区分全球半导体共振和韩国自身去杠杆

高波动是全球存储板块的共同特征。据韩国金融委员会，2026年5月26日至7月10日，闪迪、美光、铠侠、SK海力士和三星电子的年化波动率分别为131%、123%、118%、113%和96%。这说明韩国半导体股的高波动同时包含全球行业重新定价，不能全部归因于韩国自身去杠杆。

区分全球共振和韩国额外卖压，是判断外溢风险的关键。如果美国、日本和韩国存储股同步下跌，主要反映全球AI和存储产业预期调整；如果海外同业已经企稳，而三星电子和SK海力士仍维持更高波动，则说明韩国资金面或仍在制造额外压力，不能把韩国市场的每次下跌都直接外推为全球风险。

4、后续怎么走：三种情景对应三种策略

图 13：三种市场情景及策略应对



资料来源：国海证券研究所

4.1、基准情景：杠杆缓慢下降，市场反复修复

判断条件：

信用融资余额和相对杠杆率缓慢下降，但仍明显高于年初。

强制平仓5日均值较峰值回落，但尚未回到5月前水平。

杠杆ETF规模低于峰值，但成交额仍高。

外资仍有流出，韩元没有突破前期高点。

金融债利差偏高，BBB—AA-评级利差保持稳定。

市场判断:

风险较难快速升级为系统性冲击，但融资盘减仓和杠杆产品交易仍会放大短期波动，指数反弹容易反复。

对应策略:

控制韩国指数和杠杆 ETF 暴露。如需参与半导体修复，优先选择无杠杆产品及资产负债表较稳健的龙头。

4.2、改善情景：卖压回落，外资和韩元同步企稳**确认信号:**

信用融资余额与相对杠杆率 5 日均值持续下降。

强制平仓 5 日均值及其占成交额比例回落至 5 月前区间。

杠杆 ETF 规模和成交额同步降温，KRX 折溢价保持稳定。

外资累计净卖出曲线趋平，美元兑韩元停止上行。

金融债—国债利差停止走阔，BBB—AA-评级利差保持稳定。

SKHY 与首尔本股之间的价格偏离明显收敛。

市场判断:

被动卖压可能逐步结束，市场定价开始由资金面重新转向行业景气和公司基本面。

策略建议:

可以分步提高 KOSPI 及半导体龙头配置，但仍不建议通过单股杠杆 ETF 追涨。加仓顺序应是无杠杆宽基指数、半导体龙头，最后才考虑高波动产品。

4.3、压力情景：股票、汇率和融资利差同步恶化**触发信号:**

信用融资余额与相对杠杆率重新上升。

强制平仓 5 日均值及其占成交额比例再次抬头。

标的股下跌时，杠杆产品成交额和异常折溢价同步放大。

外资净流出扩大，美元兑韩元重新接近或突破 1556。

金融债—国债利差与 BBB—AA-评级利差同时走阔。

SKHY、韩国本股和海外存储芯片公司同步转弱。

市场判断:

风险或将由股票交易结构进一步扩散至汇率和信用定价，韩国市场对亚洲高波动科技资产的拖累可能上升。

策略建议:

降低韩国及亚洲高贝塔半导体资产暴露，并通过宽基指数或汇率工具降低组合波动。在强制平仓和信用利差重新企稳后，再评估是否恢复仓位。

5、风险提示

历史比较法的局限性: 历史环境与当前环境存在差异，过往经验对比可能存在局限性风险，历史情形仅供研究参考，不能代表未来；

部分数据发布更新频率较慢难以反映最新现状: 历史数据仅供参考，部分数据更新频率较低，早期历史数据存在个别缺失值等，可能较难反映最新现状；

AI 产业进展不及预期: 若后续 AI 应用侧无法实现可持续的商业闭环，将导致资本开支意愿减弱，AI 产业链景气度存在回落风险；

全球宏观不确定性加剧: 地缘政治波动风险、政策不及预期风险、宏观经济波动风险；

韩国汇率波动加大: 韩国汇率波动可能会进一步影响国际资本流动和韩国贸易状况，加剧海外投资者资金流出；

韩股企业盈利不及预期: 若韩国上市公司盈利增速不及市场预期，则有可能加大股市调整压力；

韩国杠杆融资大幅波动: 杠杆资金去化可能放大市场下跌幅度，引发金融市场流动性紧张，市场波动进一步加大。

【策略研究小组介绍】

赵阳，国海证券研究所策略组首席分析师，9年策略研究经验，伯明翰大学货币银行金融硕士，南开大学金融学与管理双学士，2023-2024年新财富最佳分析师第1名、2022年新财富最佳分析师第3名、2021年新财富最佳分析师第2名团队核心成员。先后在广发证券、天风证券研究所从事策略研究。擅长行业轮动与市场情绪研究，在大势研判、风格和行业比较、组合构建等方面有独创研究。

李畅，策略分析师，华东师范大学世界经济硕士，侧重A股策略、大类风格、行业比较等研究。

袁野，策略分析师，香港大学硕士，侧重美股、美债、港股等海外市场研究。

周佳慧，策略研究助理，上海财经大学硕士，侧重海外宏观、产业链映射研究。

【分析师承诺】

赵阳，袁野，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。