仅供内部参考，请勿外传

策略专题研究

红利还值得关注吗？

核心观点

核心结论：①7月以来红利资产明显上涨，当前看仍有吸引力，历史上估值安全边际内买入长期收益仍较可观。②筹码结构看，今年险资对红利配置力度不及过去，公募、外资持仓仍在低位，ETF持续流出红利。③当前市场逐渐震荡上行，红利仍有望迎来增量资金，中期政策强化分化，叠加低利率环境下中长线资金入市，红利具备持续配置价值。

目前红利短期性价比不高，但中长期仍有吸引力。从绝对水平看，截至26/10/21，中证红利指数PE（TTM）处2010年以来71.3%分位/近5年99.6%分位，可见短期看红利资产绝对估值并不便宜。股息率方面，目前中证红利指数股息率（TTM）为4.6%、处近5年13.9%分位/2010年以来63.2%分位，股息吸引力相较近几年已处于偏低水平，但对比长期仍在中高位。从交易热度看，目前中证红利周成交额占全A处近5年64.7%分位/2010年以来21.3%分位，周换手率（年化）处近5年57.6%分位/2010年以来72.0%分位。整体看，近期市场对红利的关注度有所回升，但尚未达到极端拥挤水平。历史上高估值未削弱红利相对优势，且安全边际内买入长期收益仍较可观，例如，持有两年时，PE在8—9倍买入的平均年化收益率为12%，正收益胜率为92%，接近7倍以下买入的14%和100%。目前中证红利股息率与估值仍处于安全边际内。

筹码结构看，目前机构对红利的配置力度可能仍处低位。险资方面：过去两年险资增量资金主要流向红利，今年上半年险资对科技成长的配置力度明显提升，上半年险资净流入电子及通信板块超2000亿元。随着近期科技成长走弱，险资持有的电子及通信的占比较高点出清约2成，相较历史自左侧高点至谷底的平均出清程度仍有一定差距，具备防御属性的红利资产或成为险资后续调仓的方向。公募：26Q2主动偏股公募向电子及通信硬件抱团，同时，基金对红利板块的仓位进一步下降。近期公募基金对科技已有一定程度的出清，不过鉴于本次公募基金对于科技板块的抱团程度较为极致，出清的程度可能更高。对于追求相对收益的公募，红利配置性价比可能有所提升。外资：26Q2外资历史性回流A股，其中主要流入电子、电力设备等科技成长板块；而Q3外资持仓结构转向再平衡，整体增配红利，减配科技成长。持仓结构再平衡后，目前外资对于红利配置仍然处在历史低位。近期短线外资对于科技筹码的出清进程可能尚未结束，因此持仓再平衡可能会延续。ETF：22年至今ETF对红利板块的累计净买入已转负，26年前三季度ETF持续净流出红利。往后看，近期市场波动较大，稳定市场作用的ETF后续有望进一步流入。

配置价值：红利优势在于确定性。短期视角，市场逐渐企稳上行，但红利仍有望迎来增量资金。临近岁末年初，险资的开门红即将开启，险资或为次年投资目标提前布局，红利资产板块有望获得资金增持。结合市场环境看，短期调整可能已接近尾声，不过回升动能或尚需观察，在此背景下红利资产或仍表现稳健。中长期看，近年来政策持续强化分红，A股上市公司的分红积极性、持续性持续提高。同时，低利率环境下，资金对红利资产有较高的配置需求。此外，明年海外扰动或增多，在此背景下红利也值得重视。

风险提示：历史表现并不代表未来，政策变动影响市场表现。

策略研究·策略专题

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：刘颖
021-60933170
liuying25@guosen.com.cn
S0980526040001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	7334.58/-12.48
创业板/月涨跌幅(%)	2684.10/-20.58
AH股价差指数	133.03
A股总/流通市值（万亿元）	89.40/81.54

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略专题-国内主动ETF启幕 —— 主动ETF的海外路径与国内机遇》 ——2026-10-23
《策略专题-科技筹码出清，走到哪一步了？》 ——2026-10-17
《策略专题-外资卖了多少科技？——2026Q3股市外资季度动向跟踪》 ——2026-10-14
《策略专题-中美对比：中国科技为何跑输，何时补涨？》 ——2026-10-10
《策略周报-科技M顶第二波启动了吗？》 ——2026-09-26

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 性价比：短期不便宜，中长期仍有吸引力 4
2. 筹码结构：机构配置力度偏低 6
3. 配置价值：红利优势在于确定性 9
风险提示 11

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 目前红利绝对 PE 处在近 5 年高位 4
图2： 股息率与国债收益率之差处在近年来中位水平 4
图3： 红利资产在近 5 年所处价格及拥挤度位置 5
图4： 红利资产自 2010 年以来所处价格及拥挤度位置 5
图5： 当红利估值处近年来高位时，未来长期超额并未削弱 5
图6： 估值分位数处高位时，红利相对优势扩大 5
图7： 高估值一定程度压制红利的绝对收益 6
图8： PE 在 9 倍以内时，红利长期收益的胜率未明显下滑 6
图9： 股息率低于 4%时，平均年化收益率才明显下降 6
图10： 股息率低于 4%时，长期年化收益率胜率才明显下降 6
图11： 前十大股东口径下近年险资对红利配置比例近七成 7
图12： 今年险资对科技硬件的配置力度明显提升 7
图13： 基金对中证红利的超配比例处在历史低位 7
图14： 公募基金对不同红利行业的超配比例变化及所处分位 7
图15： 26Q3 外资主要流入红利 8
图16： 短线外资对科技出清进程可能未完 8
图17： 22 年至今 ETF 对中证红利板块累计净买入转负 8
图18： 历年年初往往是险资保费的开门红 9
图19： 9 月 PMI 重回扩张区间 9
图20： 当前科技板块资金面和情绪面的出清情况和回升空间 10
图21： 近年来上市公司分红积极性提升 11
图22： 市场预期 27 年还有两次加息 11

仅供内部参考，请勿外传

7 月以来随着科技行情退潮，红利资产开始崭露头角，26/07/01 至今中证红利全收益相对于万得全 A 的超额收益达 29.0 个百分点。站在当下时点，随着科技筹码逐渐出清，市场也有望走向企稳和反弹。叠加红利资产的估值已不便宜，市场对于红利资产当下的性价比讨论有所升温。本文将从估值性价比、筹码结构、以及市场环境等角度，讨论红利资产的投资机遇如何演绎。

1. 性价比：短期不便宜，中长期仍有吸引力

回顾今年红利资产的走势，一季度红利资产跟随大盘先上行、后因地缘政治扰动同步调整。二季度以来，受科技成长板块资金虹吸效应影响，红利资产与大盘的走势相关性明显减弱。7 月以来科技板块步入调整，红利资产则迎来明显上涨，26/07/01 至今中证红利全收益涨幅为 9.6%，相对万得全 A 超额收益扩大至 29.0 个百分点，在此背景下投资者较为关注当下红利的性价比。

目前红利资产较近 5 年的性价比不高，但长期视角仍有吸引力。从绝对水平看，截至 26/10/21，中证红利指数 PE（TTM）为 9.0 倍、分别处 2010 年以来 71.3%分位/近 5 年 99.6%分位；PB（LF）为 0.89 倍、处 36.3%/99.8%，可见短期看红利资产绝对估值并不便宜。股息率方面，目前中证红利指数股息率（TTM）为 4.6%、处近 5 年 13.9%分位/2010 年以来 63.2%分位，可见股息吸引力相较近几年已处于偏低水平，但对比长期仍在中高位。

从相对水平看，中证红利相较于万得全 A 的估值水平同样处近年来高位，截至 26/10/21，中证红利相对 PE 为 0.45 倍、分别处近 5 年 96.7%分位/2010 年以来 51.6%分位，相对 PB 为 0.52 倍、处 92.9%分位/40.1%分位。从股息率与长债的利差看，当前红利股息率与 10Y 国债收益率之差为 3.0 个百分点，分别处近 5 年 42.0%分位/2010 年以来 82.8%分位，长期来看相对长债的股息优势仍处于较高水平，但相较近几年已回落至中等水平。

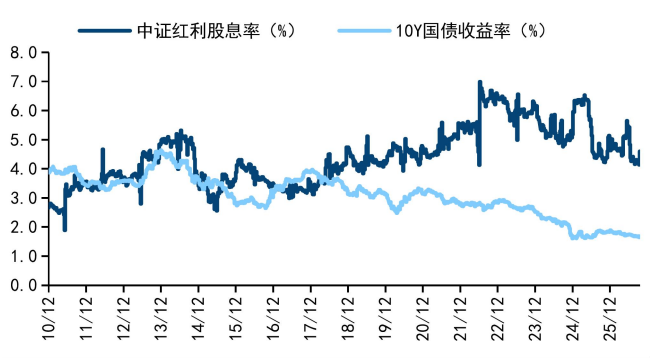
从交易热度看，目前中证红利周成交额占全 A 比重为 3.6%，较 7 月初的低点 1.7%明显回升，分别处近 5 年 64.7%分位/2010 年以来 21.3%分位。换手率方面，中证红利周换手率（年化）为 73.3%，处近 5 年 57.6%分位/2010 年以来 72.0%分位。整体看，近期市场对红利的关注度有所回升，但尚未达到极端拥挤水平。

图1： 目前红利绝对 PE 处在近 5 年高位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

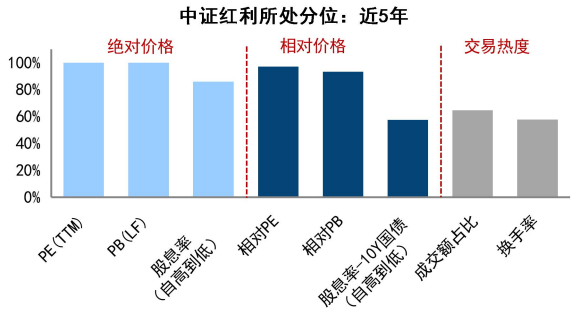
图2：股息率与国债收益率之差处在近年来中位水平



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

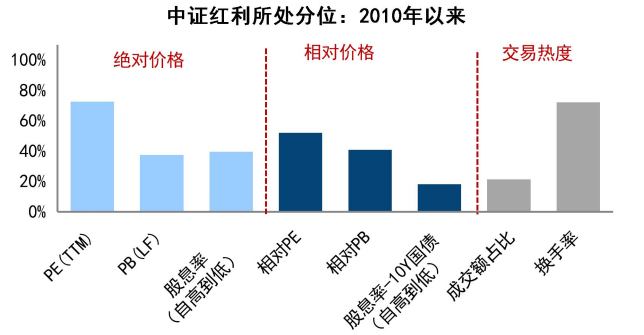
仅供内部参考，请勿外传

图3： 红利资产在近 5 年所处价格及拥挤度位置



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注，股息率及股息率风险溢价为自高到低分位数

图4：红利资产自 2010 年以来所处价格及拥挤度位置



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理，注：股息率及股息率风险溢价为自高到低分位数

历史上高估值未削弱红利相对优势，且安全边际内买入长期收益仍较可观。从超额收益看，我们按照中证红利 PE（TTM）过去五年的历史分位，将买入时点划分为低于 30%、30%-90%和高于 90%三组，考察 2013 年有数据以来持有 6 个月、1 年和 2 年的超额收益。结果显示，估值高位并未削弱红利的超额收益，在高估值分位买入时，未来 6 个月、1 年和 2 年超额收益为正的概率分别为 67%、83%和 88%，高于低估值组的 46%、59%和 69%；同时，持有 1 年和 2 年的平均超额收益分别达 3.1%和 9.3%，均高于低、中估值组。那么短期估值高位买入为何有超额？历史经验显示这一超额往往来自于红利的防御属性，红利估值处于高位时，市场往往正值牛熊切换，风险偏好回落反而凸显其相对优势。

从绝对收益看，在估值安全边际内买入，红利的中长期收益仍较为可观。我们进一步考察了不同绝对估值和股息率水平下的收益表现。①绝对估值方面，高估值虽压制收益，但在安全边际内，估值抬升对长期收益的影响有限。持有两年时，PE（TTM）在 8—9 倍买入的平均年化收益率为 12%，正收益胜率为 92%，接近 7 倍以下买入的 14%和 100%。②股息率方面，低于 4%时买入，平均年化收益率才明显下降，4%—5%区间买入的平均收益反而最高。随着买入时股息率降低，正收益胜率有所下降，但持有两年及以上，股息率不低于 4%时买入的胜率仍超过 98%，低于 4%时则降至 72%。目前中证红利股息率为 4.6%、PE（TTM）为 9.0 倍，仍处于上述安全边际内。

图5： 当红利估值处近年来高位时，未来长期超额并未削弱

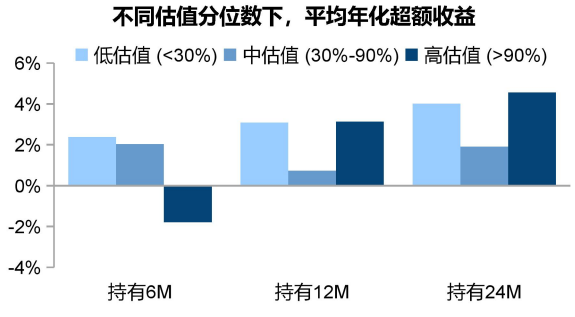
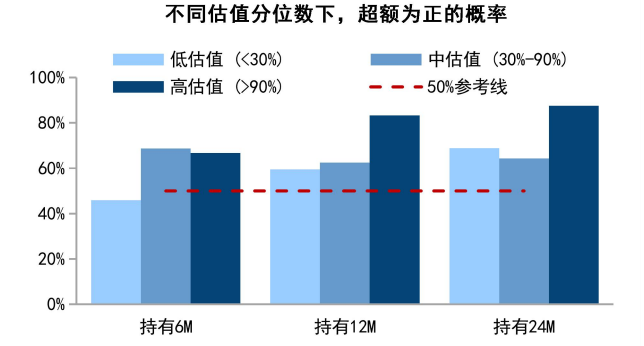


图6：估值分位数处高位时，红利相对优势扩大

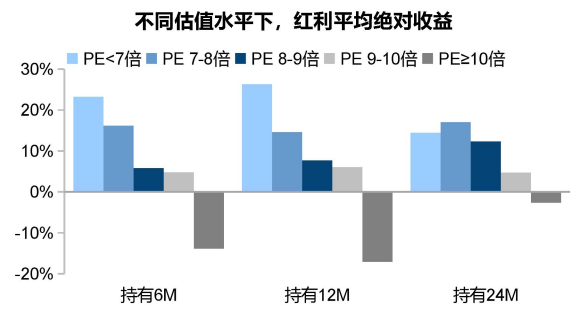


仅供内部参考，请勿外传

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

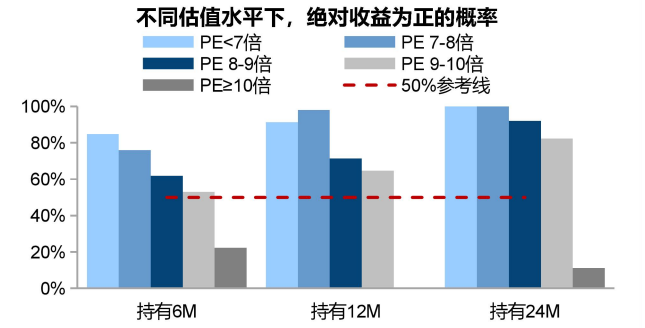
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7： 高估值一定程度压制红利的绝对收益



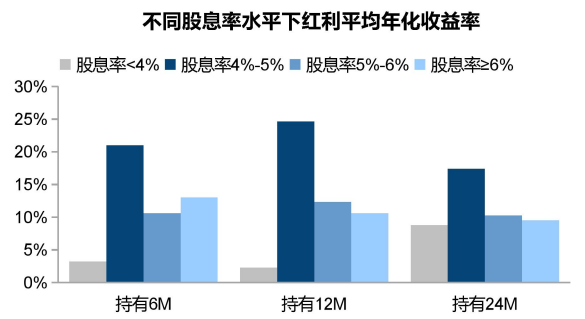
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：PE 在 9 倍以内时，红利长期收益的胜率未明显下滑



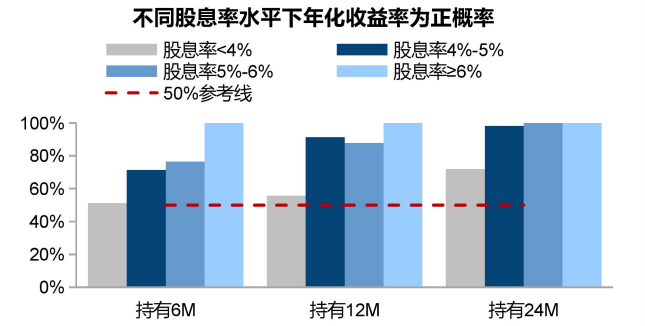
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9： 股息率低于 4%时，平均年化收益率才明显下降



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：股息率低于 4%时，长期年化收益率胜率才明显下降



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2. 筹码结构：机构配置力度偏低

前文提及，站在当前时点，红利资产较近几年的位置已不便宜，但依然具备中长期配置价值。下文我们将进一步从筹码视角出发，讨论红利资产目前筹码结构及增配空间。

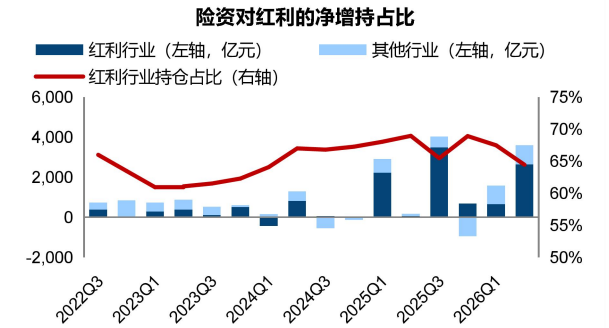
险资：今年对红利配置力度不及过去，后续或向红利调仓。过去两年险资增量资金主要流向红利，根据前十大股东口径测算，24-25 年险资增量资金中流向红利行业（包括银行、非银、公用、交运、煤炭、石化、建材等，下同）占比近七成。今年上半年险资对科技成长的配置力度明显提升，我们以行业指数涨幅与主动偏股类保险资管产品净值涨幅进行带约束的稳健回归，将电子+通信的系数之和当作仓位估算情况，由此得到今年上半年险资净流入电子及通信板块超 2000 亿元，占险资入市规模的比重超四成。

我们在《科技筹码出清，走到哪一步了？-20261020》中提到，随着近期科技成长走弱，险资持有的电子及通信的占比由 20%降至 16.3%，较高点出清约 2 成，相较

仅供内部参考，请勿外传

历史自左侧高点至谷底的平均出清程度仍有一定差距，具备防御属性的红利资产或成为险资后续调仓的方向。

图11：前十大股东口径下近年险资对红利配置比例近七成



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：今年险资对科技硬件的配置力度明显提升

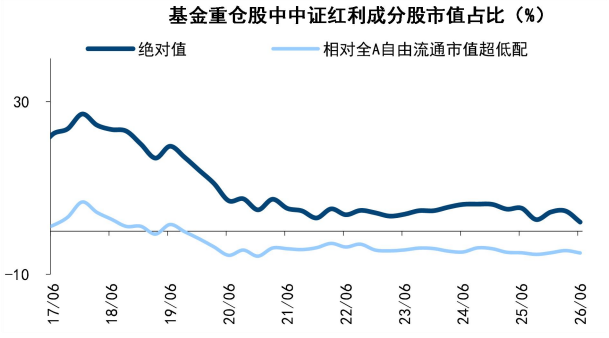


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

公募：目前公募基金对红利超配比例处在历史低位。2026Q2 基金季报显示，主动偏股公募向电子及通信硬件抱团，对科技硬件板块的持仓占比超 60%，配置结构的极致程度历史罕见；同时，基金对红利板块的仓位进一步下降，持有中证红利板块的市值占比由 25Q4 的 4.4%降至 2.1%，相对自由流通市值的超低配比例同期由-5.0 个百分点降至-5.1 个百分点，分别处近 5 年 10%分位/2010 年以来 25%分位。进一步拆分红利内部行业结构，基金对红利行业的配置也存在一定差异。从超配比例变化看，26Q2 基金对有色（超配比例下降 4.0pct 至-1.6%）、非银（下降 0.2pct 至-3.7%）、交运（下降 0.1pct 至 -1.0%）等红利行业的超配比例较 25Q4 进一步下降。

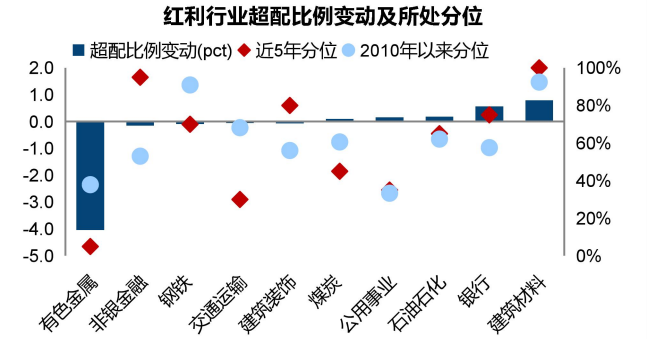
近期公募基金对科技已有一定程度的出清，重仓科技基金中疑似调仓的主动偏股公募基金规模占比或达 30%，较高点已出清 1-2 成，接近历史出清均值，不过鉴于本次公募基金对于科技板块的抱团程度较为极致，出清的程度可能更高。对于追求相对收益的公募而言，红利配置性价比可能有所提升。

图13：基金对中证红利的超配比例处在历史低位



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14：公募基金对不同红利行业的超配比例变化及所处分位



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

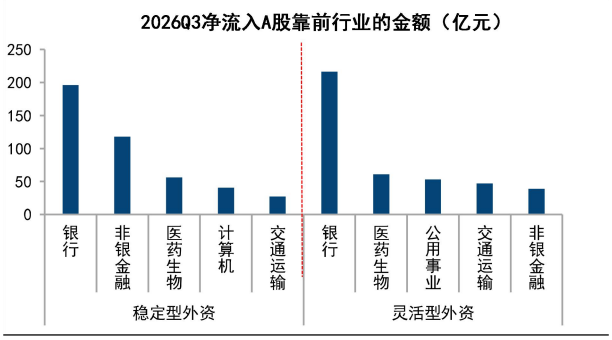
外资：26Q3 持仓向红利再平衡，其对红利的配置比例仍处历史低位。今年二季度外资历史性回流 A 股，其中主要流入电子、电力设备等科技成长板块、减配红利；

仅供内部参考，请勿外传

而三季度外资持仓结构转向再平衡，整体增配红利，减配科技成长。从行业资金流向看，26Q3 北向外资流入银行（413 亿元）、非银金融（157 亿元）、交通运输（74 亿元）等红利行业居前。其中稳定型外资主要流入银行（196 亿元）、非银金融（118 亿元）等红利行业，灵活型外资同样流入红利行业居多，主要流入银行（217 亿元）、公用（53 亿元）。

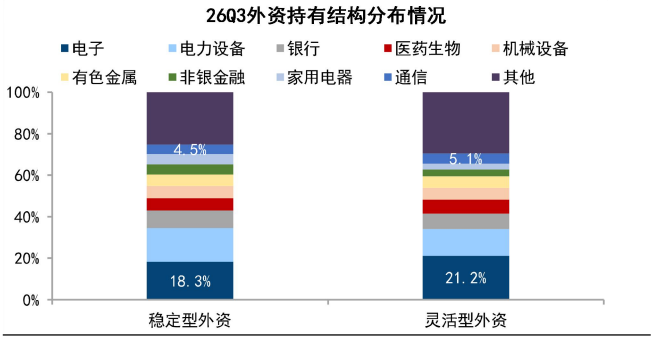
持仓结构再平衡后，目前外资对于红利配置仍然处在历史低位。从持仓看，26Q3 稳定型外资及灵活型外资持有红利行业的市值占比分别为 20.7%、18.4%，分别处于近 5 年 13%和 3%分位。从超配比例看，外资对煤炭、公用等红利行业相对自由流通市值的超低配比例仍处在历史低位。近期长线外资对于科技的筹码出清程度已经较高，但短线外资对于科技筹码的出清进程可能尚未结束，因此持仓再平衡可能会延续。

图15：26Q3 外资主要流入红利



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图16：短线外资对科技出清进程可能未完



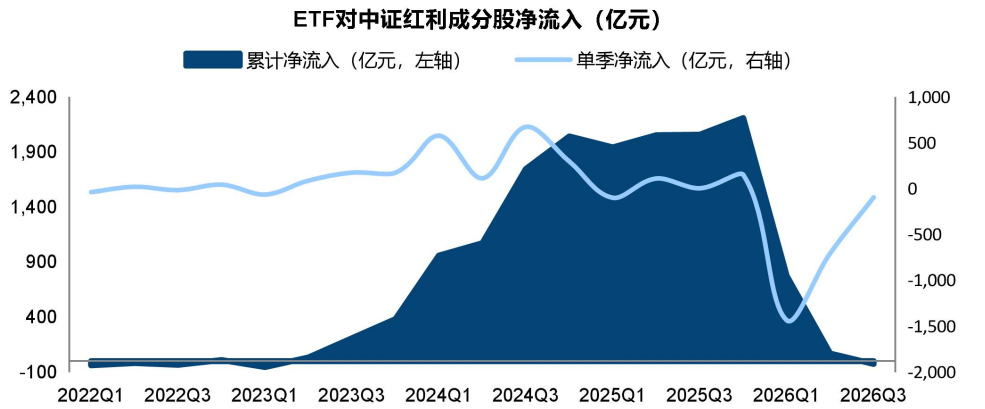
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

ETF：22 年至今 ETF 对红利板块的累计净买入已转负。从整体情况看，截至 26Q3（下同），22 年以来 ETF 累计净流入 4702 亿元，但对中证红利板块的累计净买入为-26.5 亿元。从年内流向看，26 年前三季度 ETF 净流出 A 股约 1.26 万亿元，Q3 已转为净买入，但 26Q3 中证红利板块 ETF 仍在流出，26Q1-Q3 分别净增加-1434 亿元、-704 亿元、-95 亿元。

具体到红利内部来看，22 年以来 ETF 对银行（22 年以来累计净买入为-144 亿元，下同）、公用（-38 亿元）、交运（-24 亿元）等行业流出居前。从年内流向看，银行（26 年前三季度累计净买入为-1496 亿元，下同）、非银金融（-1170 亿元）等红利行业净流出居前。往后看，ETF 流向与行情走势往往呈现负相关性，近期市场波动较大，稳定市场作用的 ETF 后续有望进一步流入。

图17：22 年至今 ETF 对中证红利板块累计净买入转负

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

3. 配置价值：红利优势在于确定性

近期市场持续调整，本周上证指数一度跌至 3574 点，随后探底回升。投资者对于后续市场走向及行业配置讨论较多，那么在当下环境而言，如何看待后续红利资产的表现？

短期视角，市场逐渐企稳上行，但红利仍有望迎来增量资金。首先，正如前文所述，目前红利资产仍具备一定中长期吸引力，且从筹码角度看，各类资金对红利的配置仍处在低位，当前科技筹码出清进程尚未结束，具备吸引力的红利或成为资金调仓的方向。此外，临近岁末年初，险资的开门红即将开启，险资或为次年投资目标提前布局，红利资产板块有望获得资金增持。

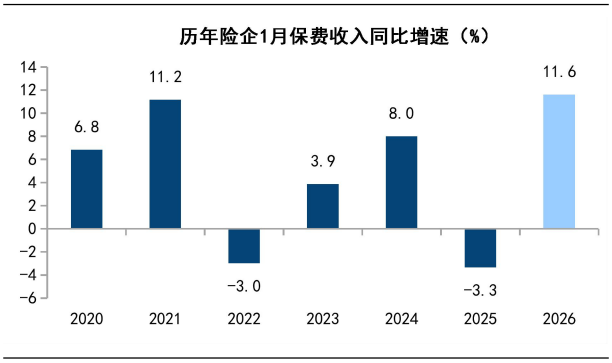
其次，结合市场环境看，短期调整可能已接近尾声，不过回升动能或尚需观察，在此背景下红利资产或仍表现稳健。对于红利资产后续行情的讨论，离不开对市场后续走向的判断。9 月下旬以来市场调整源于内外部扰动，本周市场探底回升。我们在《市场企稳需要三个契机-20261023》中指出，市场企稳向上需关注三个契机，分别是外部环境改善、科技筹码拥挤缓解、股市资金面改善和基本面担忧缓解形成合力。

目前积极的条件正在积累中：一是近期美联储官员密集释放鸽派信号，长债利率也自高位回落，高美债利率对 A 股估值与风险偏好的压制也有望逐步减弱；二是科技筹码出清进程可能已至后半程，目前多数资金的科技持仓已较前期高点有明显松动；三是 A 股基本面和资金面支撑力量正逐渐显现。基本面来看，近期稳增长政策逐渐落地，微观层面看，已披露的三季报显示全 A 净利累计增速为 26.0%。资金面看，稳市力量逐渐入场发挥作用，近期宽基 ETF 明显放量，截至 10/22，本周宽基净流入 997.7 亿元。综合来看，目前红利的估值及股息率在中长期视角下仍具备吸引力，在市场震荡向上的环境中，红利资产也有望占优。

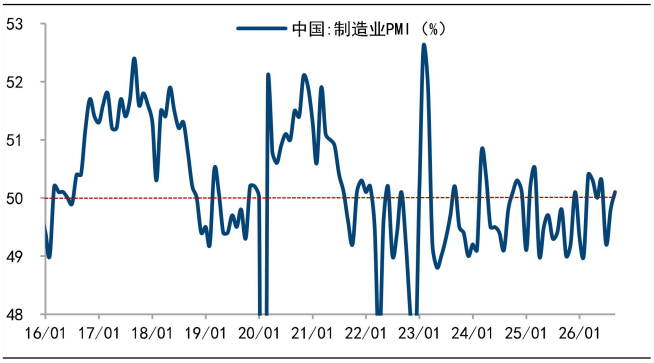
图18：历年年初往往是险资保费的开门红

图19：9 月 PMI 重回扩张区间

仅供内部参考，请勿外传

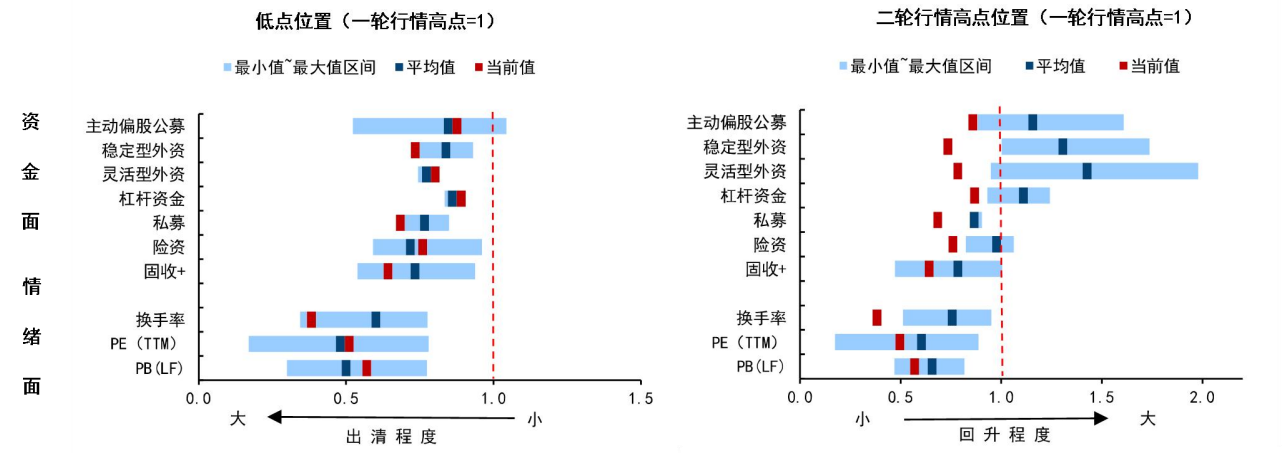


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图20：当前科技板块资金面和情绪面的出清情况和回升空间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

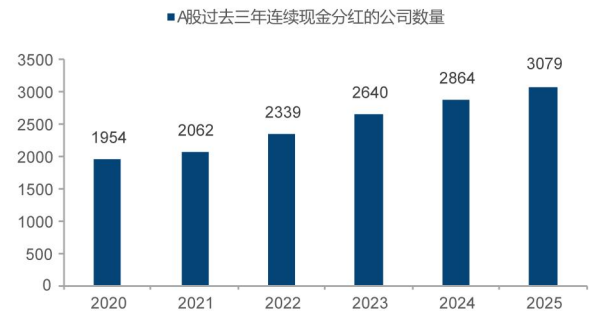
中长期看，政策强化分红，叠加低利率环境下长期资金入市，红利具备配置价值。近年来政策持续强化分红，2024 年 4 月“新国九条”要求加大对分红优质公司的激励力度，12 月国资委印发的《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》要求央企上市公司要增强现金分红稳定性、持续性和可预期性。2026 年 4 月上交所修订《规范运作指引》，继续鼓励符合条件的上市公司增加现金分红频次、稳定分红预期。随着政策的逐渐落实，近年来 A 股上市公司的分红积极性、持续性持续提高。

同时，低利率环境下，资金对红利资产有较高的配置需求。低利率环境下资金需要寻找基本面和长期收益稳健的资产进行配置，红利资产首当其冲。当前红利资产的股息率相较于国债利率仍具备优势，中证红利指数与十年期国债利率的利差为 3.1%。另外，近年来险资保费收入持续增长，更追求绝对收益的险资对于高股息类资产的配置需求有望提升，未来险资对红利资产的配置需求也将支撑其表现。

此外，明年海外扰动或增多，在此背景下红利也值得重视。目前海外云厂商和模型厂支出收入存在错配，市场预期 27 年美联储还有两次加息，海外流动性环境收紧会加速支出收入错配风险的暴露。若海外出现扰动，A 股也难免波动，红利资产或也是明年值得重视的方向。

仅供内部参考，请勿外传

图21：近年来上市公司分红积极性提升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图22：市场预期 27 年还有两次加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/10/28	0.0%	89.5%	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/12/9	0.0%	21.6%	70.4%	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	14.7%	54.7%	28.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	6.5%	32.3%	42.9%	16.8%	1.4%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	4.4%	24.0%	39.5%	25.2%	6.4%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	2.8%	16.8%	33.8%	30.5%	13.3%	2.6%	0.2%
2027/7/28	0.0%	2.5%	15.2%	31.9%	30.9%	15.2%	3.8%	0.4%
2027/9/15	0.0%	2.1%	13.6%	29.8%	31.0%	17.2%	5.3%	0.9%
2027/10/27	0.0%	2.1%	13.5%	29.6%	31.0%	17.4%	5.4%	0.9%
2027/12/8	0.1%	2.7%	14.3%	29.7%	30.3%	16.8%	5.2%	0.9%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

表1：海外 AI 核心公司面临信用风险

核心AI公司信用风险（截至10/16）	久期加权到期收益率（%，剔除可转债）				5年CDS（bp）			
	最新值	近1年均值	所处分位数	近1年走势	最新值	近1年均值	所处分位数	近1年走势
CoreWeave	15.33	10.46	100%		1128.0	655.6	100%	
甲骨文	8.09	6.70	100%		300.6	166.7	100%	
Meta	6.91	5.91	95%		105.3	70.7	99%	
亚马逊	6.14	5.44	94%		77.5	59.3	100%	
英伟达	6.09	5.25	94%		96.1	52.2	100%	
谷歌	6.09	5.42	94%		74.7	50.5	100%	
微软	6.01	5.47	94%		68.7	51.0	99%	

数据来源：Bloomberg，Factset

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示

历史表现并不代表未来，政策变动影响市场表现。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032