

殊途还是同归？

——中美ETF市场发展差异的思考

证券分析师：邓虎 A0230520070003
2021.6.21



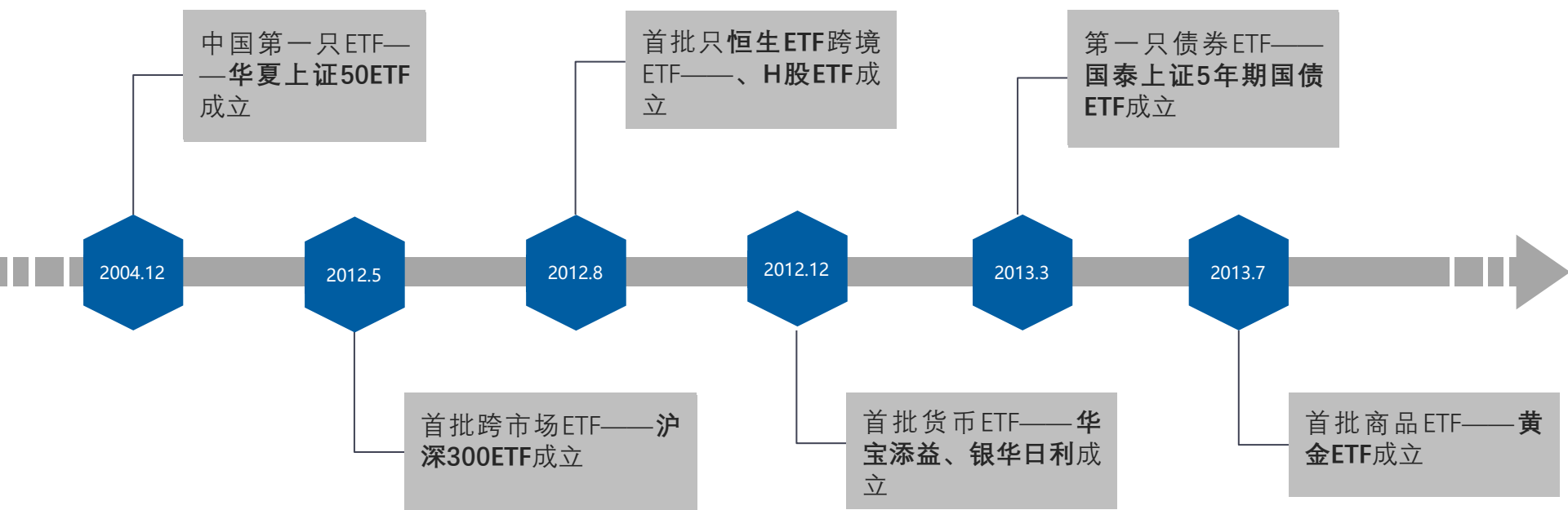
放眼十四五 共话新征程
Eyeing the 14th Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

主要内容

1. 过去的ETF市场：国内ETF发展历程
2. 与美国ETF发展方向的差异
3. 未来的ETF市场：逐步向成熟市场靠拢

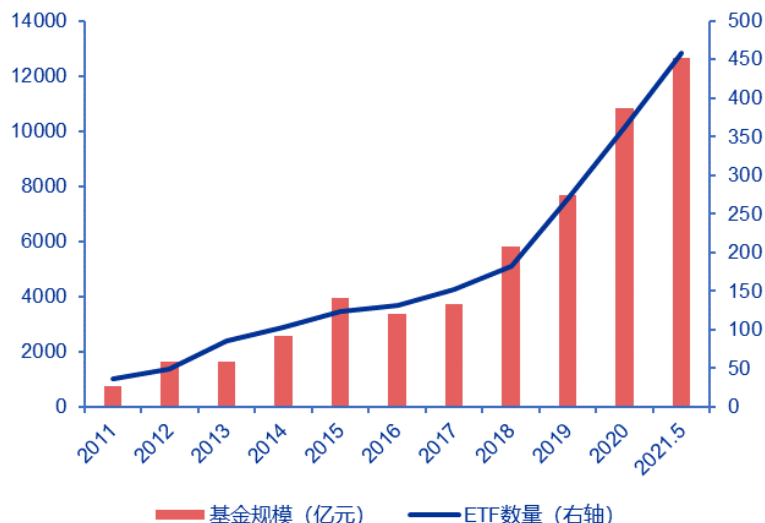
1.1 ETF发展历史关键点时间轴



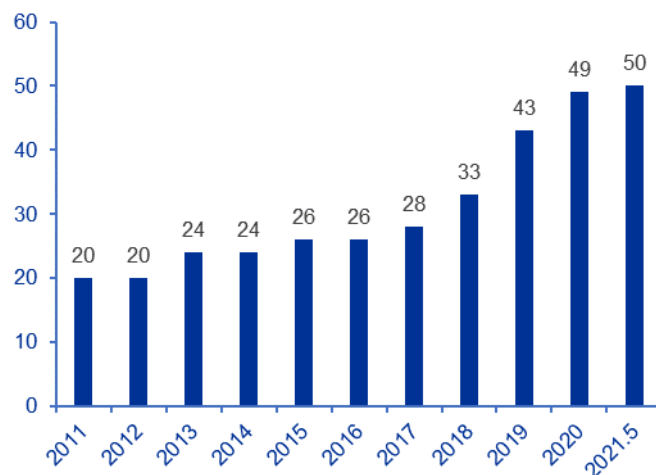
1.2 中国ETF市场近十年取得高速发展

- 中国ETF市场在近十年取得了显著的发展，产品数量、产品规模和管理人数量都有较为明显的提升。
 - 2011年中国市场上仅有37只ETF产品，规模770.69亿元；而截止2021年5月底，市场上已有459只ETF产品，规模达到**12675.21亿元**，规模增加了超过15倍。
 - 2011年，中国仅20家公司参与ETF业务。截至2021年5月底，中国已有50家ETF管理公司。

中国ETF产品数量及规模年度统计



中国ETF管理公司数量年度统计



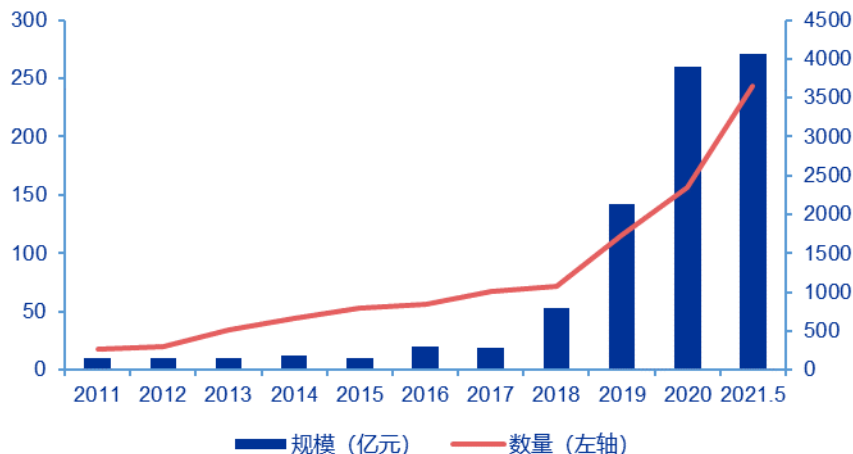
资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.2 行业主题型ETF发展迅速，已占半壁江山

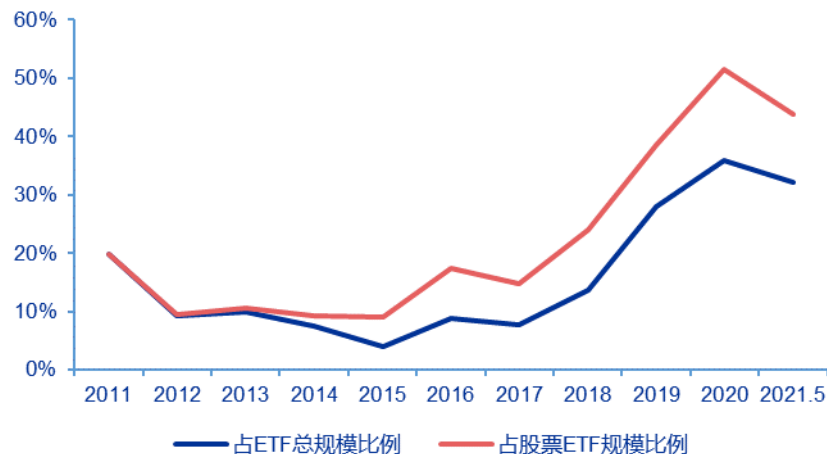
■ 行业主题型ETF是近几年发展最为迅速的ETF产品种类。

- 2011年中国市场上仅有18只行业主题型ETF，规模合计153.25亿元。截至2021年5月底，已有243只行业主题型ETF，规模合计达到4070.39亿元。
- 行业主题型ETF占总ETF的比例以及占股票型ETF的比例逐年上升。2015年行业主题型ETF占股票型ETF比例仅为9.11%，但截至2020年底，占比已超过了50%。

行业主题型ETF产品规模与数量年度统计



行业主题型ETF产品占ETF规模比例统计



资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.3 中国ETF市场资产种类丰富，提供了资产配置工具

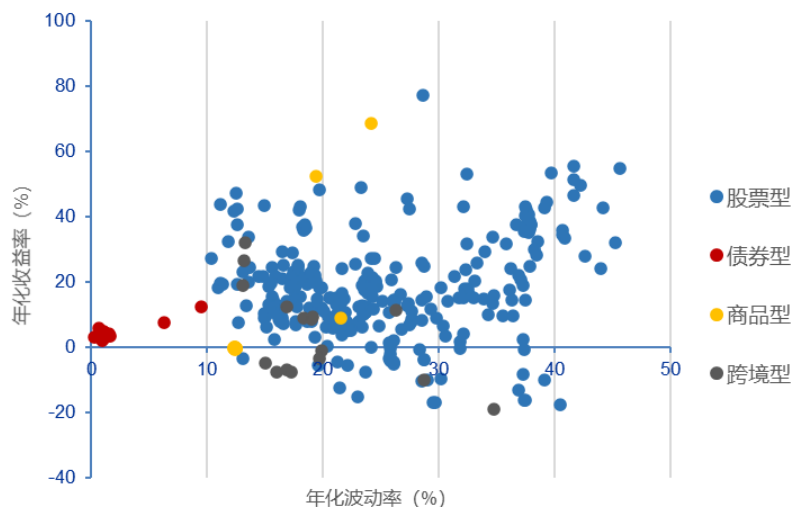
- 我国ETF产品已发展出众多不同类型的产品，包含股票、跨境、商品、债券等。
- 各类型ETF产品在收益性、波动率、回撤控制等指标上各有特点，底层资产类型也各有不同，能够满足不同投资者的配置需求。

各类型ETF产品近一年表现

证券简称	ETF上市日期	年化波动率	年化收益率	最大回撤
华夏上证50ETF	2005-02-23	20.30%	34.92%	-15.53%
华泰柏瑞沪深300ETF	2012-05-28	21.54%	43.01%	-15.17%
南方中证500ETF	2013-03-15	20.67%	29.15%	-11.17%
华安上证180ETF	2006-05-18	19.82%	37.30%	-13.02%
国泰中证全指证券公司ETF	2016-08-08	33.09%	33.15%	-26.68%
华夏国证半导体芯片ETF	2020-02-10	38.80%	31.15%	-29.22%
华夏中证5G通信主题ETF	2019-10-16	30.57%	7.08%	-35.18%
华泰柏瑞红利ETF	2007-01-18	15.03%	25.74%	-12.28%
华夏中证新能源汽车ETF	2020-03-04	36.37%	121.82%	-24.66%
鹏华中证酒ETF	2019-05-06	35.94%	137.45%	-30.42%
华夏恒生ETF	2012-10-22	17.28%	17.52%	-14.55%
易方达中证海外互联ETF	2017-01-18	29.18%	23.74%	-29.58%
博时黄金ETF	2014-09-01	14.72%	-0.29%	-20.51%
大成有色金属期货ETF	2019-12-24	15.01%	53.29%	-7.13%
建信易盛郑商所能源化工期货ETF	2020-01-17	18.28%	50.27%	-12.10%
海富通上证城投债ETF	2014-12-16	1.43%	2.53%	-1.40%
博时中证可转债及可交换债券ETF	2020-04-07	9.80%	11.33%	-5.36%

资料来源：Wind，申万宏源研究，数据截至2021/5/31

中国ETF产品今年以来表现散点图

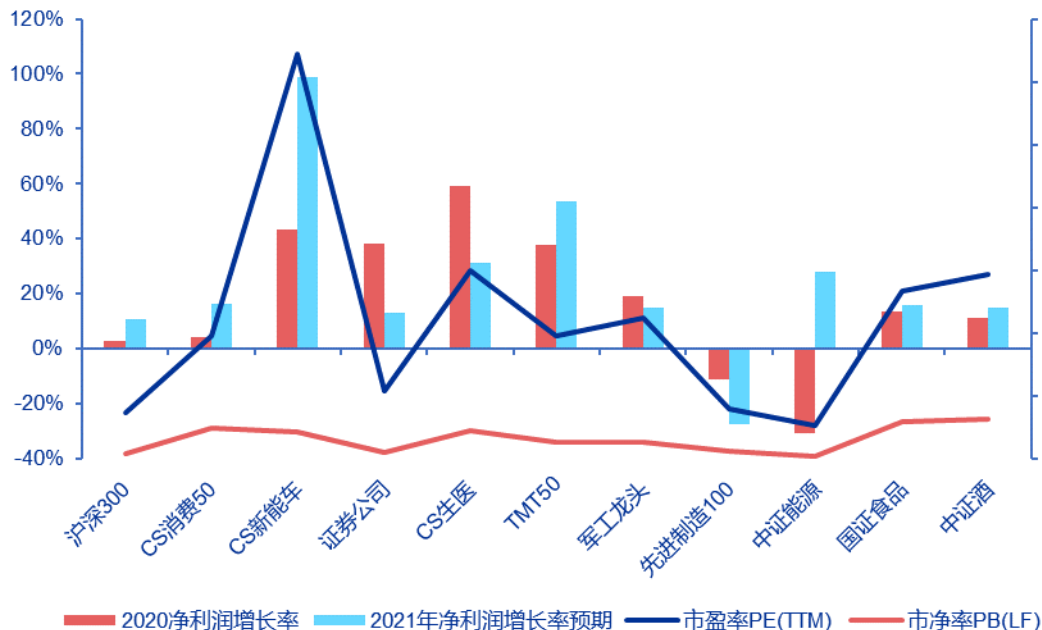


资料来源：Wind，申万宏源研究，数据截至2021/5/31
注：剔除2020年底后成立的产品

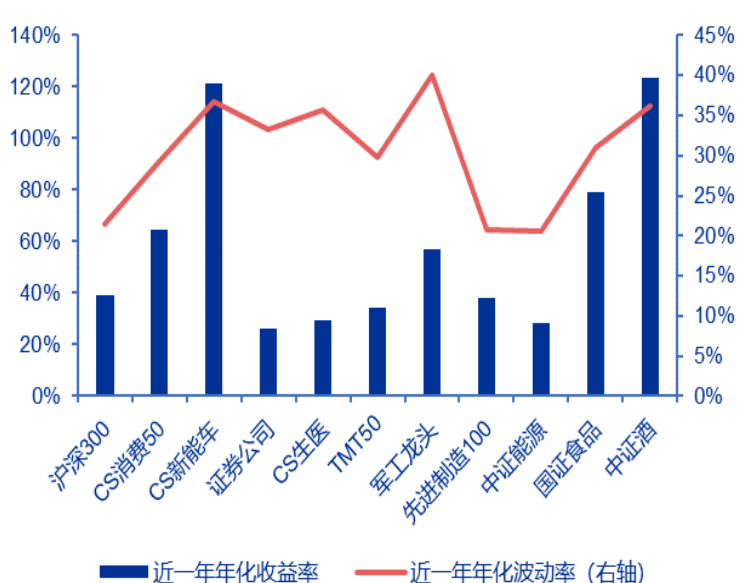
1.4 行业主题ETF提供了结构性行情的参与工具

- 除了不同大类ETF产品之间的差异外，各类别内ETF产品也存在差异性，而行业主题型ETF之间的差异性尤其明显。
 - 各行业主题ETF的标的指数的盈利情况、盈利预期及估值情况因行业和主题的特征不同而各不相同，行业主题ETF的配置价值和收益情况也因此各不相同。

市场上ETF标的行业主题指数盈利与估值统计



市场上ETF标的行业主题指数收益与风险对比



资料来源: Wind, 申万宏源研究, 数据截至2021/5/31

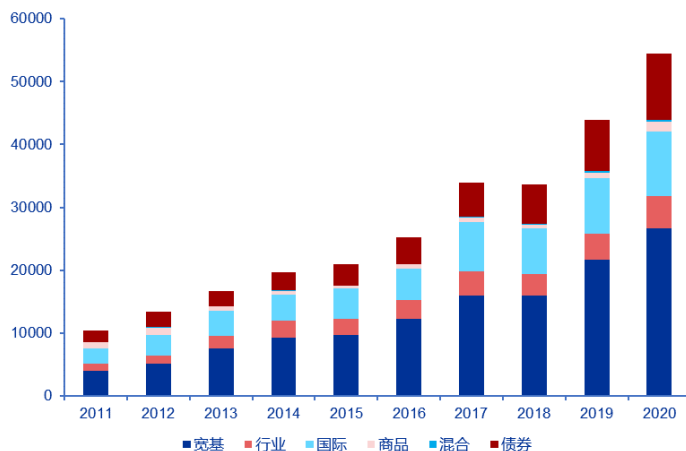
主要内容

1. 过去的ETF市场：国内ETF发展历程
2. 与美国ETF发展方向的差异
3. 未来的ETF市场：逐步向成熟市场靠拢

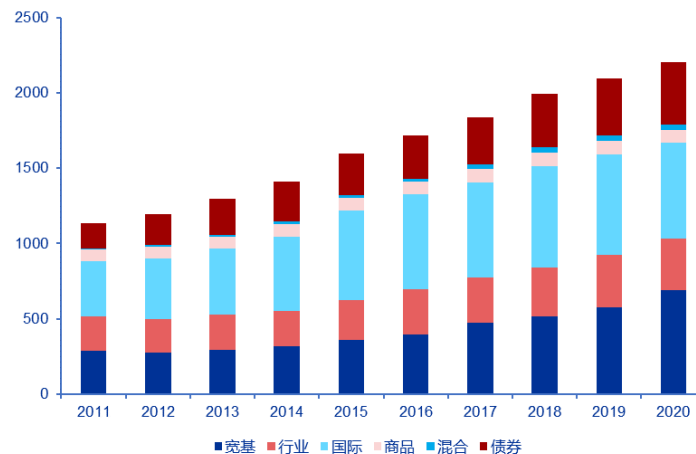
2.1 差异之一：宽基ETF vs 行业主题ETF

- 美国拥有全球最大的ETF市场，其ETF产品可分为国内股票型、国际股票型、商品型、债券型和混合型，国内股票型ETF又可大致分为宽基ETF和行业（主题）ETF。
- 美国ETF市场的产品由宽基ETF产品占据主导地位：
 - 截至2020年，宽基ETF规模达2.66万亿美元，占有所有美国ETF产品规模的**48.83%**。
 - 行业（主题）ETF仅占比**9.57%**。

美国ETF产品规模结构（单位：亿美元）



美国ETF产品数量结构



资料来源: ICI, 申万宏源研究

2.1 差异之一：宽基ETF vs 行业主题ETF

- 美国头部ETF多为宽基ETF，规模前十产品中除固收产品外均为宽基ETF。
 - 规模最大的行业ETF规模仅排在所有ETF产品中第19位，且规模差距巨大。

美国排名靠前的ETF产品多为宽基ETF产品

排名	代码	名称	管理人	规模	投资类型
1	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	State Street Global Advisors	\$361.20B	大盘
2	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	Blackrock	\$279.87B	大盘
3	VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	Vanguard	\$244.23B	总市场
4	VOO	Vanguard S&P 500 ETF	Vanguard	\$225.54B	大盘
5	QQQ	Invesco QQQ Trust	Invesco	\$160.56B	大盘
6	AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	Blackrock	\$87.89B	固收
7	VTV	Vanguard Value ETF	Vanguard	\$82.20B	大盘价值
8	BND	Vanguard Total Bond Market ETF	Vanguard	\$75.31B	固收
9	VUG	Vanguard Growth ETF	Vanguard	\$73.80B	大盘成长
10	IJR	iShares Core S&P Small-Cap ETF	Blackrock	\$72.24B	小盘
19	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	State Street Global Advisors	\$45.21B	金融板块

资料来源：ETF.com，申万宏源研究，数据截至2021/5/28

- 相比之下，我国非货币ETF中，规模排名第四的ETF即为行业主题型ETF，且规模与前几位的ETF差距较小。排名前10的产品中有3只属于行业主题型。

中国规模排名前十的非货币型ETF产品（部分）

排名	证券代码	证券简称	管理人	规模（亿元）	投资类型
1	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	华泰柏瑞	563.89	规模
4	512880.OF	国泰中证全指证券公司ETF	国泰	317.95	行业主题
8	512000.OF	华宝中证全指证券ETF	华宝	227.97	行业主题
9	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	华夏	201.02	行业主题

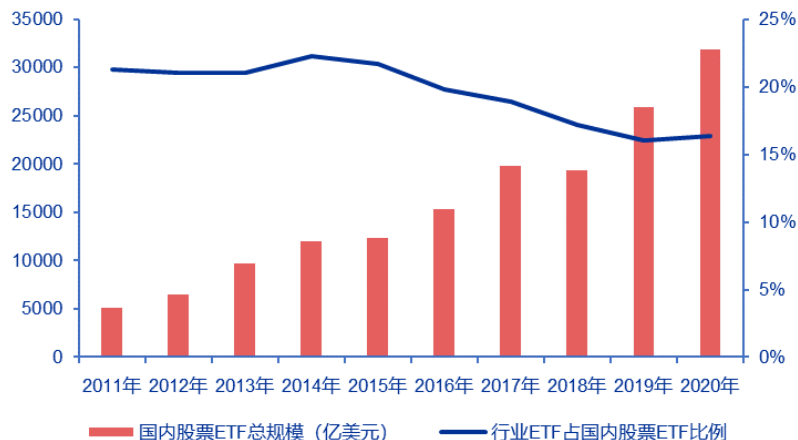
资料来源：Wind，申万宏源研究，数据截至2021/5/31

2.1 差异之一：宽基ETF vs 行业主题ETF

■ 美国行业主题ETF在近年发展缓慢。

- **市场份额逐渐下滑：**行业ETF在美国国内股票型ETF的占比有逐年下降的趋势。国内行业主题ETF的占比则有明显上升。
- **头部产品普遍陈旧：**美国头部行业主题型ETF产品大多成立于十余年前。国内头部产品中则不乏近年新成立的产品。

美国行业主题ETF占比逐年下降



资料来源: ICI, 申万宏源研究

美国头部行业主题ETF多为成立时间较长的旧产品

代码	名称	规模	成立日
XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	\$45.21B	1998-12-16
VGT	Vanguard Information Technology ETF	\$43.54B	2004-01-26
VNQ	Vanguard Real Estate ETF	\$40.84B	2004-09-23
XLK	Technology Select Sector SPDR Fund	\$39.16B	1998-12-16
XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund	\$27.19B	1998-12-16
XLE	Energy Select Sector SPDR Fund	\$25.55B	1998-12-16
XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund	\$21.13B	1998-12-16
ARKK	ARK Innovation ETF	\$21.07B	2014-10-31
XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	\$19.54B	1998-12-16
GDX	VanEck Vectors Gold Miners ETF	\$16.32B	2006-05-16

资料来源: ETF.com, 申万宏源研究, 数据截至2021/5/28

中国头部行业主题ETF中不乏近年成立的产品

证券代码	证券简称	基金规模 (亿元)	基金成立日
512880.SH	国泰中证全指证券公司ETF	317.95	2016-07-26
512000.SH	华宝中证全指证券ETF	227.97	2016-08-30
159995.SZ	华夏国证半导体芯片ETF	201.02	2020-01-20
515050.SH	华夏中证5G通信主题ETF	184.01	2019-09-17
510880.SH	华泰柏瑞红利ETF	162.37	2006-11-17
512660.SH	国泰中证军工ETF	128.20	2016-07-26
512760.SH	国泰CES半导体芯片ETF	116.26	2019-05-16
512480.SH	国联安中证全指半导体ETF	95.69	2019-05-08
515790.SH	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	91.62	2020-12-07
515290.SH	天弘中证银行ETF	88.41	2020-12-11

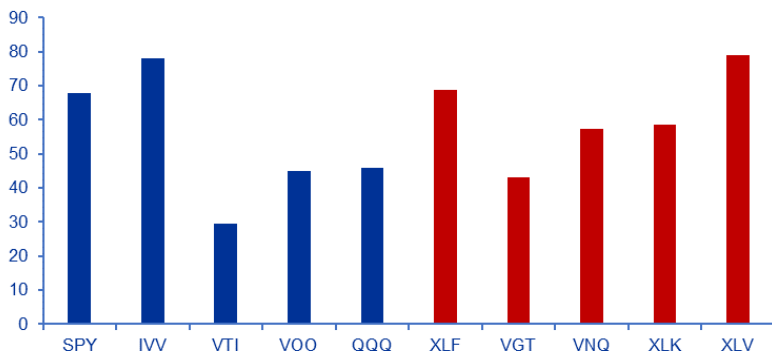
资料来源: Wind, 申万宏源研究, 数据截至2021/5/31

2.1 差异之一：宽基ETF vs 行业主题ETF

■ 中美市场宽基ETF与行业主题ETF发展趋势不同，主要原因有三：

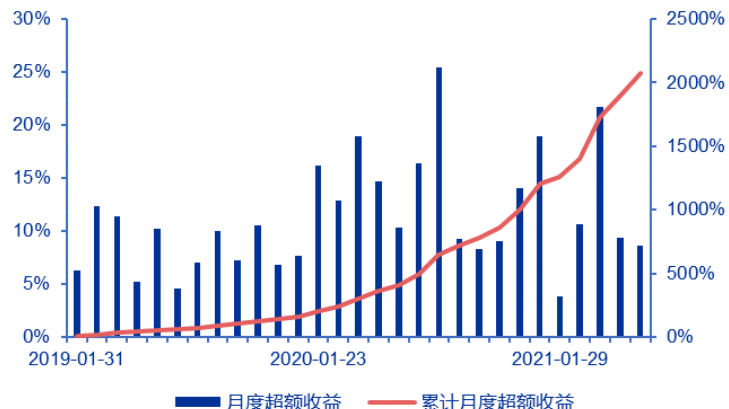
- **美国市场的全球配置特征：**资金在不同地区之间进行配置，也在不同大类资产之间进行配置。
- **中国的结构性行情较强：**几乎任何行情都有超额收益非常明显的行业。投资者对行业投资的热情更高。
- **投资者结构差异：**美国的机构投资者居多，偏向配置持有；中国个人投资者使用行业主题ETF较多，偏向交易，进一步加剧结构性行情。

美国头部宽基ETF与行业ETF机构持有占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究, 数据截至2021/5/31

月度表现最佳的申万一级行业相较沪深300超额收益率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

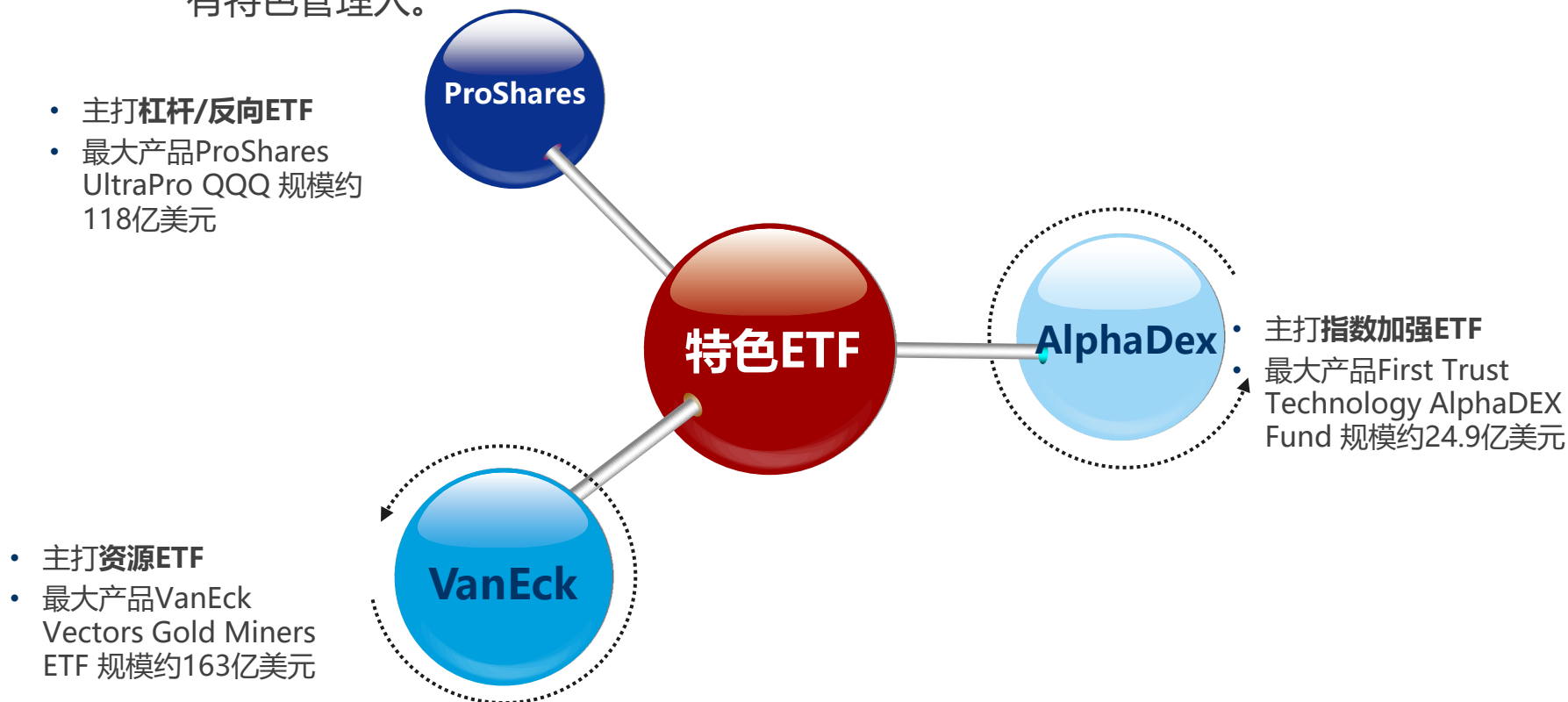
中国头部ETF持有人结构

证券代码	证券简称	基金规模 (亿元)	个人投资者持有比例 (%)
510050.OF	华夏上证50ETF	565.74	19.78
510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	457.48	27.96
512880.OF	国泰中证全指证券公司ETF	389.05	78.87
510500.OF	南方中证500ETF	382.37	25.22
510330.OF	华夏沪深300ETF	305.88	3.08
159919.OF	嘉实沪深300ETF	250.93	8.65
510180.OF	华安上证180ETF	239.04	3.33
159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	238.72	77.84
512000.OF	华宝中证全指证券ETF	229.58	74.62
515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	209.66	54.67

资料来源: Wind, 申万宏源研究, 数据来自2020年年报

2.2 差异之二：海外特色管理人 vs 国内全能管理人

- 美国有众多特色ETF管理人，相比之下国内少有此类ETF管理人。
 - 美国有公司专门做如杠杆、指数加强、资源等特色ETF产品，且其能够通过此类产品的管理使其在ETF市场上具有一席之地。
 - 中国ETF管理人则偏向于全面发展。头部公司对大部分类型ETF产品均有涉猎，鲜有特色管理人。



2.3 差异之三：同一标的多产品竞争

■ 中美在标的的同一标的的产品数量也存在明显差异：

- 美国ETF产品相同标的的产品少：以标普500为例，除去指数增强及杠杆ETF，**仅有3只**跟踪标普500指数的ETF产品。跟踪纳斯达克100的ETF也**仅有2只**。

美国市场上跟踪标普500指数的ETF产品

代码	名称	管理人
SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	State Street Global Advisors
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	Blackrock
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	Vanguard

资料来源：ETF.com，申万宏源研究

- 中国ETF产品相同标的的产品多：中国市场上主要的ETF标的指数几乎都有多个产品跟踪，其中沪深300、中证500和创业板指分别有**19只**、**19只**和**14只**ETF产品。

中国主要ETF标的的产品规模及数量情况

标的名称	规模合计(亿元)	基金个数	标的名称	规模合计(亿元)	基金个数
沪深300	1470.62	19	创业板指	254.77	14
证券公司	647.49	11	上证180	241.97	1
中证500	583.16	19	5G通信	224.21	2
上证50	543.11	8	国证芯片	219.32	3
科创50	387.37	4	中证银行	208.99	8

资料来源：Wind，申万宏源研究，数据截止2021/5/31

2.4 差异之四：经纪商、做市商制度差异

- 美国有部分ETF管理人本身具有经纪商资格，能够搭建自有平台供客户交易。
 - 如富达、Vanguard、Schwab等ETF管理人已具有交易平台。平台之间的竞争主要依靠佣金价格战来进行。2019年起已有数家美国ETF交易平台宣布部分ETF产品免佣金。
 - 而中国ETF管理人的交易平台依附于券商，竞争主要体现在管理费的价格上。
- ETF做市商业上，中美之间也存在较大差异。
 - 由于美国市场普通投资者不参与申购赎回的过程，做市商实际扮演了报价和套利的角色，可通过买卖报价差额来补偿服务成本费用，并实现一定利润。
 - 相比之下，国内做市商仅仅是流动性提供商，并不进行报价，也不能参与套利，与基金公司合作依靠佣金形式。而对做市商的监管也趋于严格，管理趋于细致化。

上海证券交易所上市基金流动性服务业务指引2015年版与2019年版主要变化

2015年版		2019年版
做市商分级制度	无	主做市商可以申请为基金产品提供主流流动性服务或者一般流动性服务；一般做市商可以申请为基金产品提供一般流动性服务。
做市商审核制度	无	专业机构申请成为做市商，应当向上交所提交申请书、营业执照复印件、总体性方案、风险控制制度等书面材料、人员配置说明以及其他相关文件。上交所自受理15个交易日内作出决定。
最小申报金额要求	不低于1万份	股票型、债券型、商品型不低于20万元，货币型不低于100万元。
最大买卖价差要求	不超过1%	股票型不超过1%，债券型、商品型不超过0.5%，货币型不超过0.01%。

资料来源：上海证券交易所，申万宏源研究

主要内容

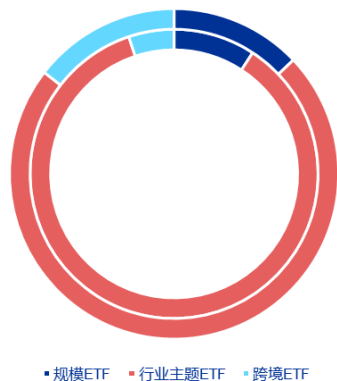
1. 过去的ETF市场：国内ETF发展历程
2. 与美国ETF发展方向的差异
3. 未来的ETF市场：逐步向成熟市场靠拢

3.1 短期中国ETF市场环境或将保持现状

■ 短期来看中国ETF的市场环境或将保持不变，与海外市场的发展方向差异仍将存在。

- **短期来看，行业主题ETF仍然有独特的意义。**虽然行业主题ETF在经历了快速扩张的三年后速度放缓，但股票ETF的总体发展方向在近期出现剧变可能性较小。
- **中国ETF管理人依然倾向于全面发展。**由于ETF品种和投资方式有限，以及ETF的运作方式少有技术及法律壁垒，加之品牌效应作用，特色ETF管理人或将难以占据市场份额。
- **同一指数多产品竞争的现象可能长期存在。**ETF市场竞争进入白热化，管理人为了抢占市场份额，往往会集中申报相同标的。

2021年新发ETF类型
(内圈：数量，外圈：募集份额)



资料来源: Wind, 申万宏源研究
数据截至2021/5/31, 份额单位亿份

同一ETF产品的申报存在扎堆现象

申报产品	申报公司数量	产品类型	申报产品	申报公司数量	产品类型
中证科创创业50	14	主题ETF	中证创新药产业	6	主题ETF
中证光伏产业	9	主题ETF	中证港股通消费主题	6	主题ETF
上证科创板50	8	规模ETF	中证沪港深500	6	跨境ETF
中证港股通科技	8	跨境ETF	中证航空航天	5	主题ETF
中证新材料主题	7	主题ETF	中证沪港深科技龙头	5	跨境ETF

资料来源: Wind, 申万宏源研究, 数据区间2020/6/1-2021/5/31

3.2.1 走向成熟市场条件之一：金融市场开放

- 金融市场的开放是我国ETF市场走向成熟的重要条件之一。A股将来作为全球资金配置的重要组成部分，有望促使ETF市场向美国等海外成熟市场靠拢。
 - 随着沪伦通正式起航，中日ETF互通成功落地，国际投资者将持续看好A股的市场前景。此外，股市、债券等标的物也在不断被纳入MSCI、富士罗素、标普道琼斯等国际指数，以人民币计价的资产也逐渐成为境外投资者资产配置的重要标的物。
 - QFII/RQFII总额度大幅提升，境外机构投资者持续增加对A股的配置。同时，随着相关机构监管的开放措施逐步落地，我国资本市场对外开放将进一步加大，随之而来的外资流入可以给A股带来稳定的增量资金。

2008年以来我国金融对外开放发展历程

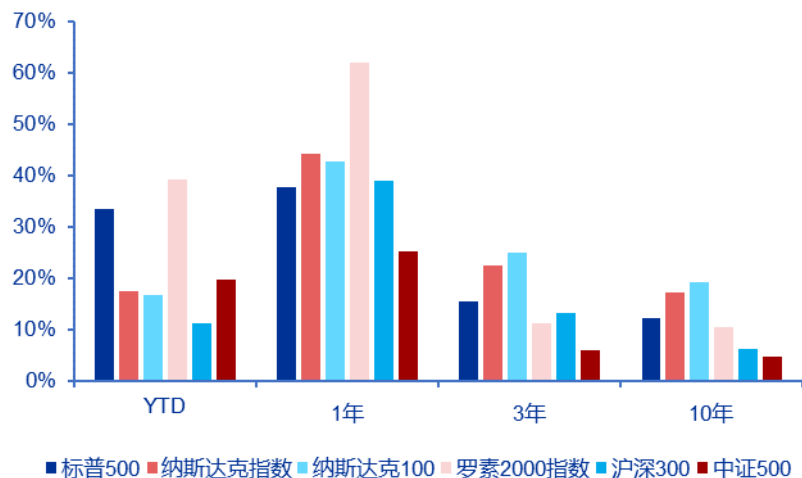
时间	主要事件
2008-2009	央行陆续与19个国家和地区的货币当局签署货币互换协议，倡导在贸易结算中直接使用本币
2010	四大国有商业银行全部实现上市，增设多家股份制银行、城市商业银行等
2011-2014	推出RQFII、RQDII
2015-2016	开始组建亚洲基础设施投资银行，启动沪港通、深港通
2017	中国香港与内地“债券通”上线
2018	A股正式纳入MSCI新兴市场指数，取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，沪伦通开通
2019	放宽外资保险公司准入条件，允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司，支持外资全资设立或参股货币经纪公司
2020	取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制，整合QFII、RQFII资质，取消额度限制并推行本外币一体化管理

资料来源：申万宏源研究

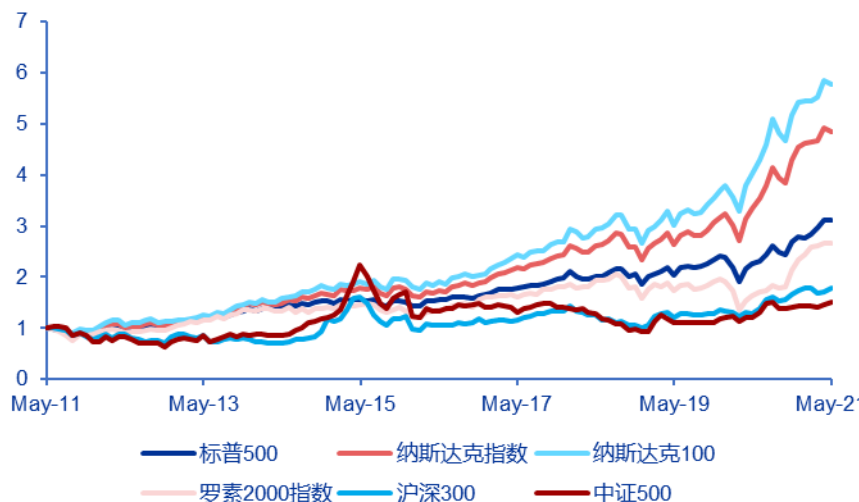
3.2.2 走向成熟市场条件之二：宽基指数优化

- 美国宽基指数的长期收益稳定是美国宽基ETF市场份额巨大的重要原因之一。中国的宽基指数若在结构优化和成分筛选上更加优化，使其长期配置价值提升，将有望削弱结构性行情，使ETF市场走向成熟。
 - 以美国市场上最主要的宽基指数——标普500指数为例，该指数在近十年年化收益率达12.10%，大幅领先沪深300指数的6.26%。
 - 其他美国常见的宽基指数也均具有较好的长期稳定收益能力，相比我国的沪深300指数和中证500指数等具有明显的优势。我国宽基指数的优化还具有一定的空间。

中美主要宽基指数各时间跨度内年化收益对比



中美主要宽基指数十年内走势对比



资料来源: Wind, 申万宏源研究, 数据截至2021/5/31

资料来源: Wind, 申万宏源研究, 数据区间2011/5/31-2021/5/31

3.2.3 走向成熟市场条件之三：投资工具扩充

- 投资工具和产品类型的扩充也有望促进我国ETF市场向海外成熟市场靠拢。丰富的投资工具能进一步完善我国投资市场，专业化的产品类型也能提升我国机构投资者占比、培养专业的特色ETF管理人。
 - 美国、日本等成熟ETF的市场均具有多种投资于各类金融工具的ETF产品，中国ETF产品的底层投资资产及投资方式均相对较少。
 - 衍生品的开发和使用将会较大程度上丰富ETF的投资方式，而中国金融市场的开放也将对ETF投资标的的丰富起到促进作用。而投资策略上，也有较大的可挖掘空间。未来ETF产品的创新方向众多，近期各管理人也在逐渐探索可能的ETF产品发展方向。

中国未来可参考海外市场进行开发的ETF创新方向

创新内容						
衍生品应用	杠杆	底层资产	REIT	投资策略	主动管理	
	反向		外汇			SmartBeta
	外汇对冲		地区市场			混合ETF
	绝对收益		全球资产			目标回报

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

邓虎
denghu@swsresearch.com