

国金证券 2012 年 QDII 基金投资策略报告

基金投资策略报告

因时而变，重配美股、商品基金

基本结论:

第一部分：2012 世界经济增长放缓

- 美国经济的扩张速度继续受到限制，我们预计 2012 年美国 GDP 不足 2%。欧洲区面临内部国与国经济的高度不平衡发展；与竞争力不相匹配的、不可持续的过高公共负债水平；以及财政整固压力。我们预计欧洲经济在 2012 年面临“零增长”
- 相比较欧洲面临内部各国的不平衡问题，美国则在有效应对危机方面拥有较强的货币政策执行力，以及世界货币地位。尽管美国国家负债高企，但其理论上其不存在支付危机。因此，未来美国风险市场的下行压力明显小于欧洲市场。
- 2012 年中国经济面临外需下滑、国内房地产调控等因素影响致使投资率下降的内外风险，经济增速下行趋势确立。市场普遍预期中国明年 GDP 增速在 9% 以内。新兴市场内需下降，则会导致“全球经济复苏丧失经济引擎”的风险。
- 联系到国内外综合因素，例如明年美联储和欧盟可能联合注入流动性“救助欧洲”，以及国内目前出现的调准等微调、预调措施，我们认为明年国内的市场整体流动性可能会好于今年。

第二部分：QDII 产品创新，丰富组合选择

- 2011 年，QDII 基金迅速扩容，创新不断。新成立的基金包括主题类，如抗通胀主题基金；行业类基金，如上游资源类、高端消费品、房地产信托（REITs）和农业行业指数基金；和大宗商品类基金，黄金、油气等，丰富了投资组合选择。REITs 投资基金具有分红型权益类品种的特征，与宏观经济周期相关度高，周期性较强，适宜在经济周期向上时长期配置。上半年，大宗商品 QDII，我们看好的顺序为：原油>农产品>贵金属（黄金）>工业用品等；而从 2012 全年来看，原油和黄金我们更为看好。

第三部分：QDII 策略：

- 总体上，明年上半年重点配置美股和大宗商品类 QDII 品种，而在下半年则可以适当关注新兴市场的投资机会。
- 如下为 2012 年 1 月的 QDII 投资组合建议，以后我们会在每月的 QDII 基金投资策略报告中逐月更新：

2012 年 1 月 QDII 组合	权重
大成标普 500	20%
鹏华美国房地产基金	20%
华宝石油天然气	20%
富国消费品股票	20%
广发标普全球农业	20%

张宇
张剑辉

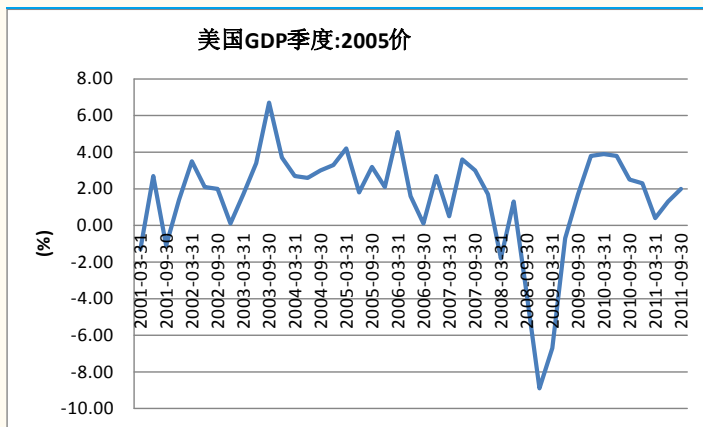
第一部分：2012 世界经济增长放缓

■ 展望 2012 年：

“去杠杆化”延续，美国经济反弹受限

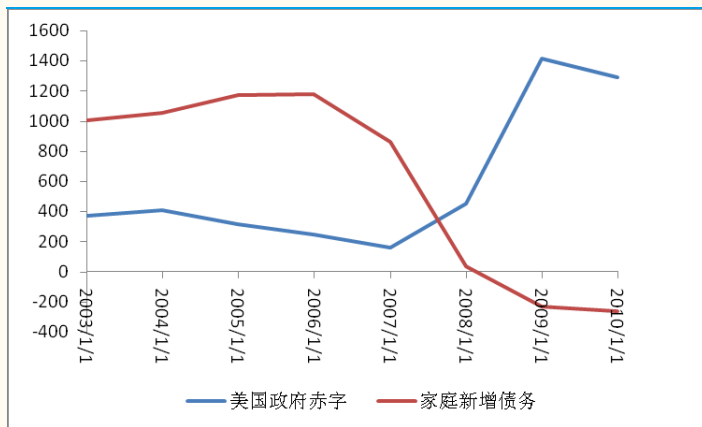
- 由于受到周期和结构性矛盾的制约，美国经济的扩张速度继续受到限制，我们预计 2012 年美国 GDP 不足 2%。
- 美国居民资产负债表的修复积重难返，特别是居民房地产负债过多，房地产信贷违约过多，压制了美国房价和居民对房地产需求，制约了居民耐用消费品消费的增长和美国居民消费的增长。同时，美国政府负债占 GDP 的比重超过了 90%，美国政府负债不可持续，影响美国经济的长期增长。
- 目前，美国仍处于国家资产负债表的再平衡过程，解决美国经济的方式并不是仅仅依靠流动性解决的问题。据统计，美国的金融业跟 2008 年比，手持的超额准备金达 2 万亿美元。只是因为增长前景不明，不知道新的增长方向，所以缺乏信贷投放。可见，在经过 QE1 和 QE2 之后，美国政府放松流动性的边际效益递减，经济增长点的长期问题函待解决。同时，美国财政赤字在 2008 年以后的快速增长，也限制其通过财政政策刺激经济复苏的弹性和空间。见图表 2。

图表1：美国 GDP 季度环比变化（2001 年以来）



来源：国金证券研究所宏观研究小组

图表2：次贷危机前后美国政府债务与私人债务演化

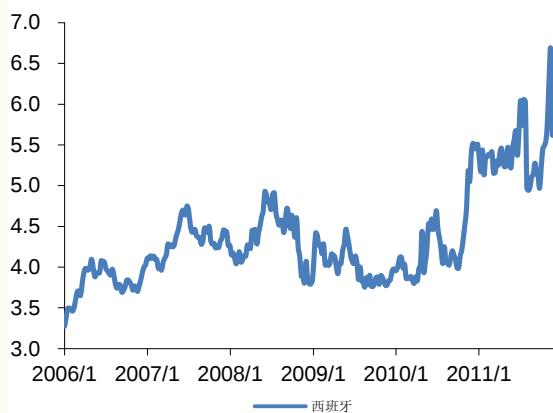


欧元区债务危机严峻，或为全球风险“引爆”点

- 面临“零增长”窘境。今年三季度，欧洲经济微弱增长，欧元区 16 国经济环比增长 0.2%。而西班牙、比利时经济增长停滞，而希腊经济则继续遭遇萎缩。我们预计欧元区在 2012 年 GDP 接近“零增长”。
- 通胀压力严峻。欧元区 10 月通胀率盘踞在三年高位，CPI 同比上涨 3%，为 2008 年以来的最大涨幅，同时连续第 11 个月超出欧洲央行设定的 2% 的通胀上限。欧洲的消费品价格指数 HICP 也接近危机前高点。
- 最近，欧盟央行连续使用利率工具拉低欧元利率，其利用宽松货币政策“挽救经济增长”的指向明显；未来欧央行甚至还可能学习美联储，走向央行直接买国债的这一步直接注入流动性，尽管法规目前对此有所限制，但是“绕路”行走并不难。
- 长期来看，欧洲区面临着国与国经济的高度不平衡发展，与竞争力不相匹配的、不可持续的过高公共负债水平，以及财政整固对于整体宏观经济运行的压力。其中，欧洲财政整固的压力主要来自竞争力较低的主权债务高风险国家，包括希腊、西班牙、意大利、葡萄牙、爱尔兰等，法国也常常成为市场的风险关注点。其中，西班牙、意大利等万亿级欧元债务的国家，明年将步入还债密集期。而目前利率成本的上升，对于偿债能力的冲击是非常大的。明年上半年是欧洲主权债务高风险国家的主权债务还本付

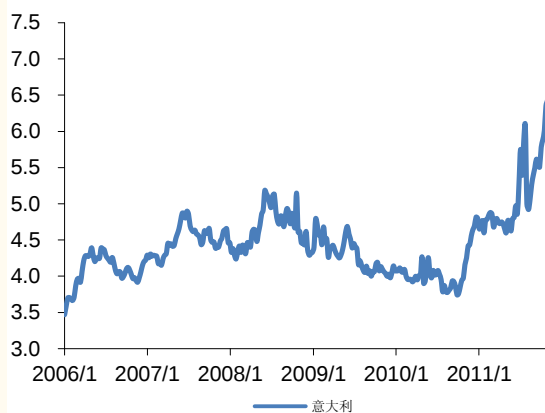
息的高峰期，例如意大利明年 2--4 月的国债到期规模达到平时水平的 2 倍。见图表 3-6。

图表 3：西班牙 10 年期国债

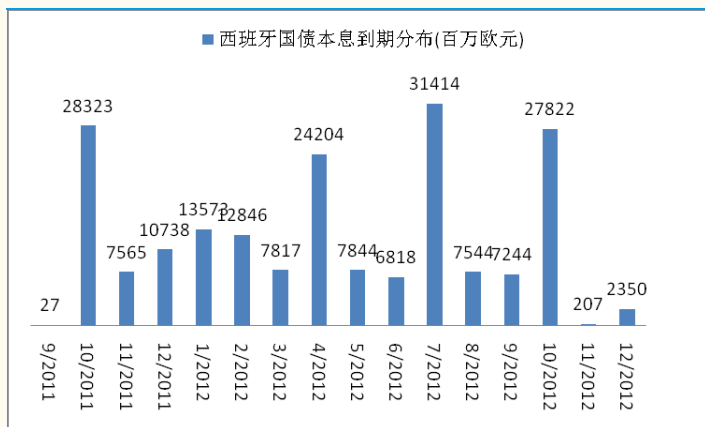


来源：国金证券研究所

图表 4：意大利 10 年期国债

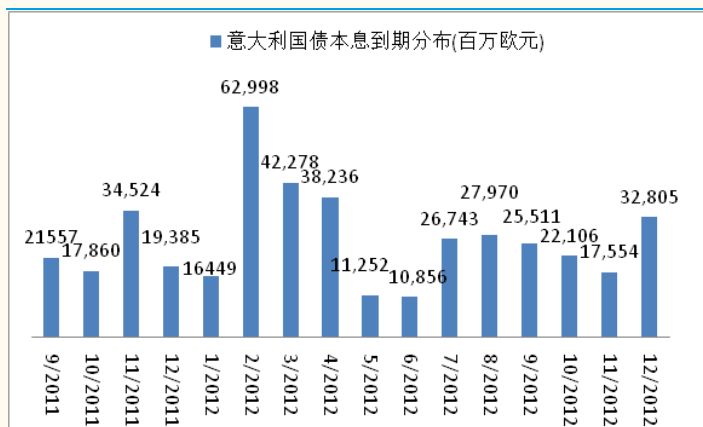


图表 5：西班牙国债到期本息分布



来源：国金证券研究所 宏观研究小组

图表 6：意大利国债到期本息分布



- 总体上，欧洲经济在 2012 年面临增长压力，并有可能成为引爆全球经济的“风险点”。明年 1、2 季度欧洲债务还债高峰如何度过，引人关注。相比较欧洲面临内部各国的不平衡问题，美国则在有效应对危机方面拥有较强的货币政策执行力，以及世界货币地位。尽管美国国家负债高企，但其理论上其不存在支付危机。因此，未来美国风险市场的下行压力明显小于欧洲市场。欧债危机以来的美欧市场表现，也印证了这一点。

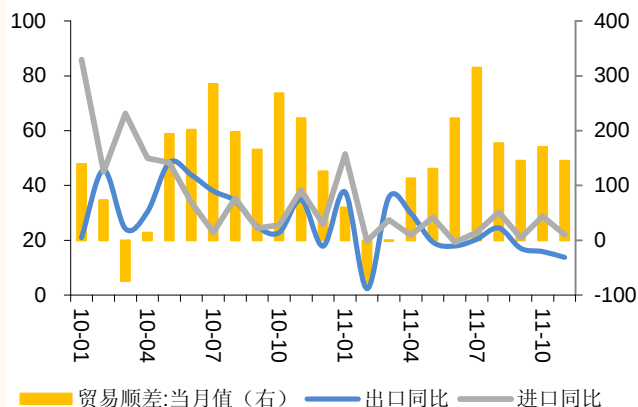
新兴经济体通胀和增长双回落

- 在全球贸易疲软、制造业缺乏动力的情况下，新兴市场经济增长出现放缓势头。调查结果显示：新兴市场持续实施的紧缩政策对缓和通胀压力已显现成效，今年第三季度新兴市场整体投入成本的涨幅回落至四个季度以来最低。“金砖四国”中唯有印度暂时维持稳健。
- 2011 年下半年出现新兴市场的债权溢价上升，资本流出、市场大跌和信心下滑，这有可能会导导致新兴市场国家的投资和消费下降。而新兴市场内需下降，则会导致“全球经济复苏丧失经济引擎”的风险。

中国方面：

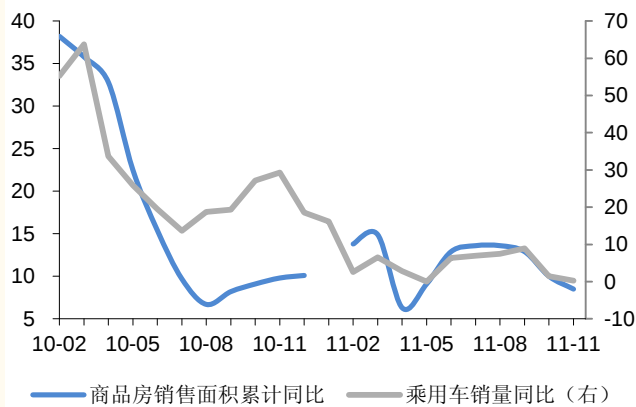
- 在全球贸易疲软、制造业缺乏动力的情况下，2012 年中国经济面临外需下滑，国内受房地产调控等因素影响致使投资率下降的内外风险，经济增速下行趋势确立。市场普遍预期中国明年 GDP 增速在 9% 以内。见图表 7、8。

图表 7：2011 年 11 月中国进出口增速双双下滑



来源：国金证券研究所

图表 8：11 月中国商品房和乘用车销量下滑



- 2012 年，中国宏观政策调控会以“稳增长、控物价、调结构”为主调，在保持经济平稳较快增长和控制通胀之间保持平衡。同时，以财政、货币等政策加快经济发展方式的转变。这意味着中国要在“稳增长”和“控物价”的平衡上，保持灵活性和针对性。我们预期政府在财政、货币政策方面，会继续倾向中小企业、三农建设和政策引导的战略性新兴产业等实体经济领域，并表现出结构性的货币放松；货币政策将回归正常化或常态水平（例如 M1、M1 增速），但不是类似 2008 年的转向。
- 联系到国内外综合因素，例如明年美联储和欧盟可能联合注入流动性“救助欧洲”，以及国内目前出现的调准等微调、预调措施，我们认为明年国内的市场整体流动性可能会好于今年。

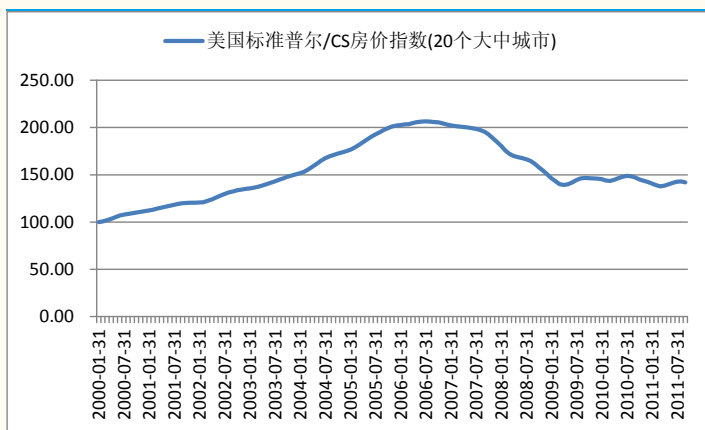
第二部分：QDII 产品创新，丰富组合选择

- 2011 年，QDII 基金迅速扩容，创新不断，并在产品创新上遵循了市场趋势和产品设计的差异化原则。新成立的基金包括主题类，如抗通胀主题基金；行业类基金，如上游资源类、高端消费品、房地产信托（REITs）和农业行业指数基金；和大宗商品类基金，黄金、油气等。
- 在区域投资上，QDII 从港股以及亚太地区为主，转向加大全球投资的范围权重。这些创新基本顺应了投资者日益细分的投资目标定位（细分行业、地区），以及今年以来的环球市场特点（全球通胀的蔓延、美国股市的表现强势）。
- QDII 品种的丰富也为投资者在组合搭配上，分散市场风险提供了手段。随着基金产品线高度大幅上升，不同国家区显著市场间的配置选择，商品与股票、债券市场之间的配置及选择，以及不同主题板块之间的选择，使得“自上而下”投资策略市场的适应性显著性提升，如果投资者能够较好驾驭，将显著改进组合的投资风险收益特征。
- 我们这里重点介绍一下 2012 年投资组合中可能涉及的品种，包括海外房地产信托凭证（REITs）基金，以及大宗商品类基金；并简要分析相关基础市场。

海外房地产信托凭证（REITs）基金：短期看好

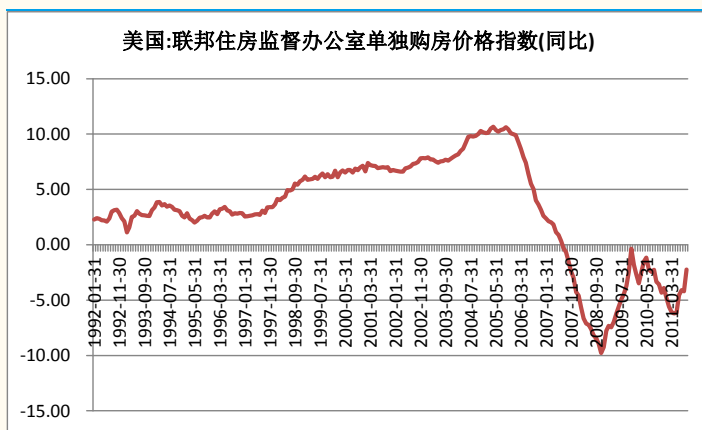
- 目前 QDII 中投资海外房地产信托凭证 (REITs) 的品种, 分别为诺安收益不动产基金及鹏华美国房地产证券投资基金。REITs 是一种以发行收益凭证的方式, 汇集特定多数投资者的资金, 由专门投资机构进行房地产投资经营管理, 并将投资综合收益的绝大部分 (通常为 90% 以上) 按比例分配给投资者的产品。其收益主要依赖两个方面: 一是其长期的资本增值收益, 二是租金收益, 即 REITs 的分红。
- 两只 QDII 投资的主要是权益型 REITs, 即拥有、投资、管理和开发房地产, 并以租金为主要收入来源的 REITs, 该品种具有流动性充足、风险分散和信息高度透明等优点。其中, 鹏华美国房地产基金还在投资中辅以上市交易的 REIT ETF 和美国房地产股票为补充, 主投美国房地产市场; 而诺安全球收益不动产基金则在全球配置。
- 我们以美国房地产市场为例分析海外房地产市场表现。从长期来看, 美国学者罗伯特·希勒曾构建了一个从 1890 年至今的美国住房价格指数, 以期通过引入一系列相关变量, 提供一个标准的长期住房价格估计值。他发现: 从 1890 年开始, 美国实际住房价格没有出现过连续的上涨趋势, 此间的上涨主要发生在两个时期: 一个是二战以后几年, 另一个是 1990 年代至本世纪初。在这两个时期以外, 实际住房价格基本上是平稳运行, 或下降的。¹

图表 9: 美国大中城市的房价指数 (2000 年以来)



来源: 国金证券研究所

图表 10: 美国购房价格指数月度同比变化 (1992 年以来)



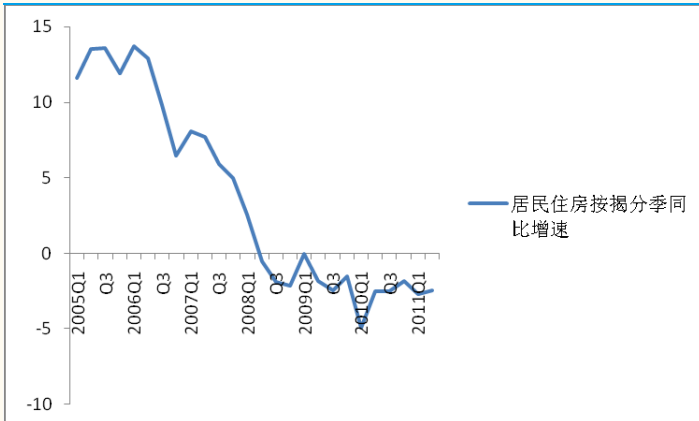
- 1990 年代以来, 美国房地产经历了繁荣发展, 并在 2006 年达到价格高点。见图表 9。分析其主要原因包括: 美股走高引发的财富效应 (始于 1998 年的美国房地产繁荣, 发生在 1995 年美股市场开始显著上升后的几年)、美国央行的低利率政策, 以及美金融机构对于住房抵押贷款实行标准的降低及评级机构的纵容等等。大家均知道, 后者引发了 2008 年的美国“次贷危机”。
- 根据国金宏观研究员的分析: 从 1977 年到 2007 年看, 美国联邦基金的利率变化和居民按揭贷款增量之间呈现完美的负相关的关系。这也深刻的说明了, 美国房地产的泡沫很大程度上是美国政府和央行政策推动的结果。
- 2008 年以后, 尽管美国的基准利率降到了 0.25 的历史最低的水平, 但是货币政策对于房地产按揭的刺激作用已经失效, 传统基准利率与美国房地产按揭增长之间的负相关关系不再存在。这也说明, 传统的靠降低利率, 以刺激房地产复苏来对冲经济下行的政策已经失去了存在的基础, 房地产对于美国经济增长的贡献越来越低。目前, 美国家庭资产负债率虽然较危

¹ 罗伯特·希勒著:《非理性繁荣 (第二版)》, 中国人民大学出版社 2008 年 1 月。

机最高峰的时候有所回落，但是仍然没有回归到历史的平均或者较低的水平。²见图表 12。

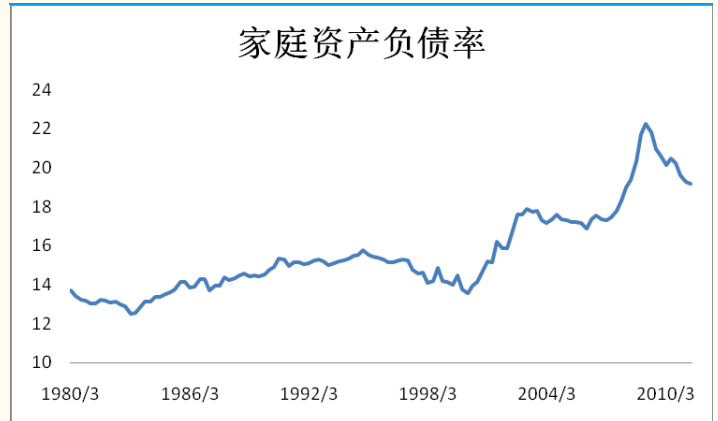
- 但是，从短期来看，美国联邦住房监督办公室购房价格指数显示，今年以来美国购房价格指数出现了一轮反弹。见图表 10。根据国金宏观研究员的分析：美国明年 QE3 可能向房地产方向创新。前期美公开市场委员会的会议公告中，提出对于到期的 4000 亿美元的 MBS 将滚动操作，继续用来购买 MBS。这意味着美联储在非传统货币政策的创新方面，将向房地产倾斜。原因在于美国房价能不能企稳，对于美国居民资产负债表的修复至关重要因此。因此，短期来看，美国房地产价格有企稳态势。

图表 11：美国居民住房按揭同比增速



来源：国金证券研究所 宏观研究小组

图表 12：美国家庭资产负债率攀升



- 此外，从 REITS 稳定分红收益（即租金收益）的特征看，其又具有分红型权益类品种的特征。与普通股票相比，其波动性会相对平稳。
- 综合来看，该类基金属于风险收益较高的品种，与宏观经济周期相关度高，周期性较强，适宜在经济周期向上时长期配置。目前世界经济长周期方向不确定，短期美国房地产市场有企稳趋势，且明年 QE3 可能利好房地产方向，我们明年对海外 REITS 投资基金相对看好，建议关注以美国市场为主的鹏华美国房地产基金。

大宗商品类基金：关注抗通胀品种（原油、农业和黄金）

- 目前 QDII 基金主要涉及的大宗商品投资主要为油气能源、贵金属（黄金、白银）、和农产品等投资标的。并且，此类品种以指数化或 FOF 投资为主，投资策略以复制指数或大宗商品价格的方式较多。因此，在不考虑基金操作方面的差异之下，我们依据大宗商品市场来判断该类 QDII 基金的业绩。
- 从近期（到明年一二季度）看，我们看好的顺序为：原油>农产品>贵金属（黄金）>工业用品等；而从 2012 全年来看，原油和黄金我们更为看好：

1、油气等一次性能源

- 首先，作为一次能源的油气具有不可再生性，消费量日益增大，供应日益减少，供需结构的变化长期对油气价格形成支撑。最近，国际能源机构（IEA）在 2011 年展望中提出，尽管短期经济增长前景存在不确定性，在新政策前景下的能源需求增长迅猛，预期从 2010 年到 2035 年会增加 1/3。在全球经济年均增长 3.5% 的假设之下，全球会带来对能源服务和流动性更高的需求。能源市场的格局日益由经合组合之外的国家（新兴市场）决定，从 2010 年到 2035 年，非经合组合国家将占世界人口增长的 90%，经济产出的 70%，能源需求增长的 90%。中国会巩固其作为世界

² 参见国金证券：《2012 年宏观海外年报：去杠杆及欧债因素主导欧美 2012 年经济》，2011 年 12 月。

最大能源消费国的地位，2035 年中国的能源消费将比第二大能源消费国美国的能源消费高 70%，但人均能源消费不足美国一半。印度、中东、巴西的能源消费增速甚至快于中国。

- 其次，开采成本和环境成本的内部化，以及能源成本的提高，也加速能源价格的长期上涨压力。国际能源机构近期上调全球能源未来投资需求总额，到 2035 年将达 38 万亿美元，大大高于过去预期。国际能源机构上调投资预测的原因是：全球能源需求越来越旺盛，但能源生产成本却在不断增加。如果能源投资不足，将造成能源生产和供应不足，结果是能源价将大幅上涨。这种情况很可能在今后五年就会开始显现。
- 同时，美元长期保持流动性宽松的政策，也成为推动能源价格上涨的推手。
- 此外，从短期看，在地缘政治方面，中东国家本身的不稳定，欧美针对某些国家的战争介入，也将从能源价格和国际贸易两个方面增加全球经济宏观的不稳定性，从而推高油气价格。国际能源机构近日发布月度石油市场报告：由于经济增长前景恶化，全球石油需求增长将低于原先预期，但欧盟将对伊朗采取经济制裁的消息导致国际油价居高不下。地区边缘政治的不确定性，再次增加了一次性能源的大幅波动性可能。最近，伊朗方面表示，有可能进行封锁霍尔木兹海峡的“军演”计划。霍尔木兹海峡是伊朗南部连接波斯湾和阿曼湾的航运要道，世界上近 40% 的石油以及数量可观的天然气由此输往全球各地，对全球石油供应具有战略影响。

图表 13：中东格局趋紧



来源：国金证券研究所

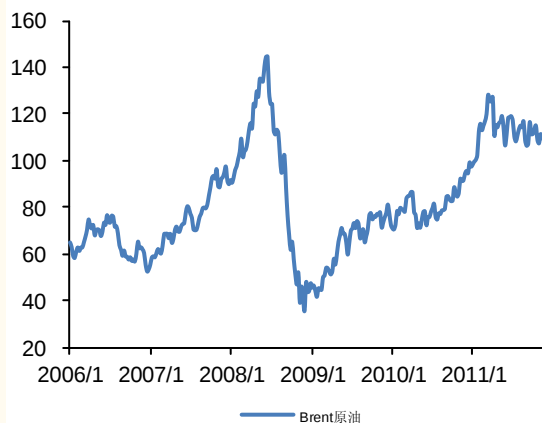
2、农产品

- 2012 年，在面临世界经济温和衰退或者低增长高通胀局面下，工业原材料类大宗商品需求仍然面临着宏观经济周期的限制，今年以来铜、铝等市场的大幅调整表明对此已有所反应，我们预期短期内工业品价格并不乐观。这需要观察欧洲问题的后续解决，以及新兴市场特别是中国是否重启地产、基建等投资拉动的大旗，不过短期还看不到。
- 相比而言，农产品拥有天然的抗通胀属性，而又和经济周期的共振不很显著，属于需求相对刚性的消费类品种。而从供给端来看，农产品的供给还受到天气因素的影响，一旦天气不利造成歉收，甚至将推动农产品震荡走高。因此，在未来世界性通胀中长期存在的预期下，农产品的抗通胀属性较强，现阶段具有一定投资价值。

3、贵金属（黄金）

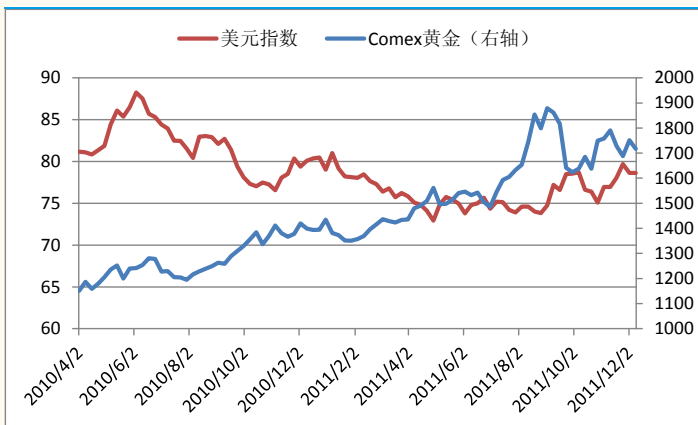
- 历史上，黄金的走势与美元指数基本上存在反向波动的规律。见图表 15。2012 年欧债危机的演化方向，以及美元的波动方式，将会影响黄金价格的走势。从目前来看，欧债危机的解决缺乏政治基础，更多可能会通过传统的利率手段或注入流动性的手段，这均会减弱欧元走势而使美元指数阶段性走强。因此，短期黄金维持震荡的可能性较大。
- 但是，从长期讲，黄金作为国际储蓄货币之一，新兴经济体中的国家央行未来基于国际结算考虑以及国际储备多元化目标等，存在大量投资黄金的市场需求；同样，美元长期保持流动性宽松的政策，也可能推动黄金价格长期上涨。

图表 14：原油价格走势处于高位（2006 年以来）



来源：国金证券研究所

图表 15：黄金价格和美元指数反向波动



第三部分：QDII 策略：因时而变，重点配置美股和大宗商品基金

- 鉴于以上分析，我们建议 2012 年投资者应因时而变，多增加“自上而下”配置资产的考察权重，在前瞻性分析全球宏观面及市场环境的影响之下积极进行布局，并预判宏观面一旦出现较大风险点时的防御策略。如下，我们试图在不同宏观面预期下，给出模拟投资路线图。在经历了 2011 年的世界经济动荡之后，2012 年国际市场更加风云变幻，如下仅为投资者参考的线索，抛砖引玉：

图表 16：2012QDII 基金模拟投资路线图



来源：国金证券研究所

上半年：重点配置美股和大宗商品基金

- 从风险收益的角度，2012 年全球流动性充沛、世界经济增长整体回落，但通胀预期仍强，低增长和高通胀格局形成。在平稳的市场情形预期下，从全年来看，投资者可以大体保持在成熟市场（美股）和新兴市场（港股）之间的均配，根据经济形势动态调整其比例。总体上，上半年重点配置美股和大宗商品类 QDII 品种，而在下半年则可以适当关注新兴市场的投资机会。
- 在掌握投资节奏上，投资者可以在明年一季度配置风险收益配比较高的美股、以及抗通胀的油气及农业投资品种。由于“欧债危机”的影响，避险资金短期继续流入美国的可能性大，从而使美股处于较稳定的表现；新兴市场则面临更多不确定性，例如通胀压力、货币贬值、热钱抽离等，可能继续震荡。
- 油气和农业等大宗商品主题基金的配置逻辑：在于中东地区边缘政治风险可能带来的大幅市场波动，以及持续的世界通胀压力。

下半年：关注新兴市场投资机会

- 明年二季度中国通胀见顶、政策见底的概率较大，加之世界流动性（美国 QE3 预期和欧洲采取救市措施）的高位，重点配置新兴市场的机会可能到来，可以期待包括港股在内的新兴市场反弹，博取成长性收益。
- 从资产风格表现上，我们预期明年上半年市场风格可能偏向消费、医药、公用事业等防御性品种；而一旦年中的时候，欧债引发世界经济风险扩大、世界不得不重拾定向宽松政策的情况下，下半年走势可能就偏向金融地产、能源等周期性行业。
- 从长期来看，包括港股在内的新兴市场国家成长性显著较高，而从估值角度目前成熟市场的平均市盈率甚至高于新兴市场（约 30%），见图表 17。在目前的国际资本流动格局下，新兴市场似被显著低估。但是，目前遭受做空的新兴市场，未来未必不是国际逐利资金重又流回的重点区域。因此，如果新兴市场在明年 1、2 季度出现较大波动时，会具有较高的建仓价值。

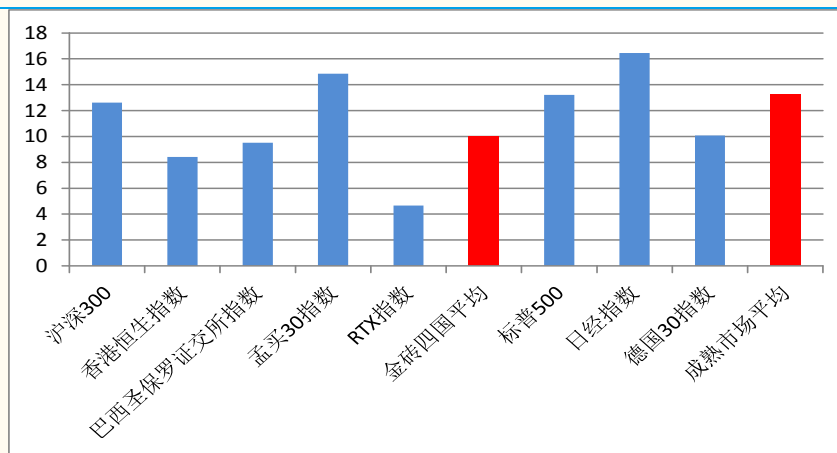
基金品种选择：

- 我们建议在区域投资上，美股可以指数型基金为主，毕竟在远离本土的区域投资方面，被动管理的基金可以避免中国基金管理人在信息交流和研究方面的劣势；而新兴市场 QDII 方面，目前主动管理型基金在风格和业绩上有相对趋同现象，选择新兴市场基金可以在主动型和指数基金之间配置。其中指数型品种可以选择恒生中国企业指数、金砖四国指数等。
- 具体的，在配置组合中，我们推荐关注的品种有：大成标普 500、国泰纳斯达克 100 指数、鹏华美国房地产基金、诺安油气能源股票、华宝兴业标普石油天然气上游股票指数、富国全球顶级消费品股票、广发标普全球农业指数等。
- 在欧债危机激化、金融市场动荡加剧的情况下，投资者则可以采取保守配置策略，偏重贵金属（黄金）、油气、和农产品等抗通胀意义上的大宗品种和消费类主题基金的布局，避开波动较大的新兴市场基金。并且，可将仓位控制在五至六成。

最后说明：

- 图表 18 展示了我们在 2012 年 1 月的 QDII 投资组合，以后我们会在每月的 QDII 基金投资策略报告中逐月更新，并和同业平均业绩基准（定义为 QDII 权益类可比品种同期业绩的算术平均值）进行对比，我们的组合目标是争取获取相对收益。

图表 17：成熟市场和新兴市场估 PE 值对比(截至 12 月 9 日)



来源：国金证券研究所策略研究

图表 18：2012 年 1 月 QDII 组合建议

	类型	权重	推荐理由
大成标普 500	指数型	20%	美股在欧债危机和新兴市场经济回落下，区域风险收益比较高；指数覆盖行业、个股面广，利于分散风险
鹏华美国房地产基金	股票型	20%	短期美国房地产市场有企稳趋势，且明年 QE3 可能利好房地产方向。
华宝兴业标普石油天然气上游股票指数	指数型	20%	投资标普石油天然气上游股票指数成份股、备选成份股，以及跟踪标普石油天然气上游股票指数的基金等。
富国全球顶级消费品股票	股票型	20%	首只奢侈品主题 QDII 基金，主要投资于全球顶级消费品相关公司。消费品在经济周期向下时具积极防御作用；新兴经济增长和消费力提升，对于奢侈品消费形成较好支撑。
广发标普全球农业指数	指数型	20%	跟踪标普全球农业指数为原则，投资全球农业相关上下游大型公司；农产品长期具有良好的抗通胀性。

来源：国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。