

# 百年未有之大变局下的机遇与挑战（四）

## 贸易前景与科技浪潮：海外不确定性对 A 股影响有限

### ◆ 策略研究 · 策略快评

证券分析师：王开 021-60933132 wangkai8@guosen.com.cn 执证编码：S0980521030001  
联系人：郭兰滨 010-88005497 guolanbin@guosen.com.cn

### 事项：

据央视新闻消息，当地时间 1 月 28 日，美国多名官员回应 DeepSeek 对美国的影响，表示 DeepSeek 是“偷窃”，正对其影响开展国家安全调查。就在前一天，美国总统特朗普还称 DeepSeek 是很积极的技术成果。美国近年来所谓的各项“清单”和“法案”实质为主打碎片化和单边化格局的贸易武器。在国内人工智能和机器人技术跃升和弯道超车的语境下，我们对 A 股前景与科技主线依然乐观，配置上建议“以我为主、灵活应对”。

### 评论：

#### ◆ 美国的罪证：海外所谓“清单”的科普和列举

近年来，美国不断以各类名目提出所谓“清单”，以限制非美经济体企业在关键领域的发展。本文梳理了覆盖面最广、影响最深的三大所谓的“清单”，均为美国以限制为名行单边主义之实、违背市场自由化和效率化原则的贸易武器：1. 所谓的“CMC 清单（军事企业清单）”，由美国国防部发布，禁止国防部与“清单”企业或其控制企业签订、续签或延长商品、服务或技术合同，其他合作关系也将被限制；2. 所谓的“NS-CMIC 清单（军工融合企业清单）”，由美国财政部海外资产管理办公室（OFAC）发布，禁止美国主体购买或出售其任何公开交易的证券、衍生产品、或任何相关的证券投资机会；3. 所谓的“实体清单”，由美国商务部工业与安全局发布，位于“实体清单”上的实体在出口、再出口或转让《美国出口管制条例》管制物项时，需根据“清单”中的具体要求申请许可证。且大多数情况下，许可证申请将面临推定拒绝的审查政策。本文对这三大“清单”涉及行业和影响范围进行梳理，并探寻其对相关企业和投资的影响，发现对 A 股市场而言，美国主打单边主义无法阻挡 A 股相关板块的韧性。

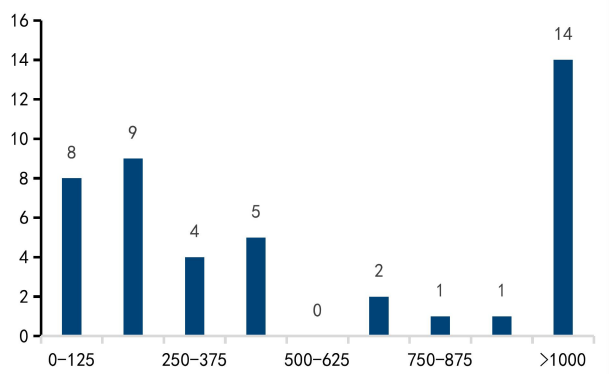
图1：美国所谓的三类“清单”辨析

| 维度   | “CMC 清单”        | “NS-CMIC 清单”  | “实体清单”            |
|------|-----------------|---------------|-------------------|
| 制裁措施 | 国防部采购禁令         | 证券投资禁令        | 出口管制              |
| 主要影响 | 供应链与合同受限        | 资本市场融资受限      | 技术获取与供应链中断        |
| 法律依据 | NDAA 2021 及后续修订 | 第 14032 号行政令  | EAR 第 744.21/22 条 |
| 移除难度 | 需诉讼或国防部主动调整     | 需财政部 OFAC 审查  | 需商务部 BIS 审查       |
| 政策意图 | 限制军民融合技术发展      | 限制资本市场对军工企业支持 | 限制关键技术转移流通        |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

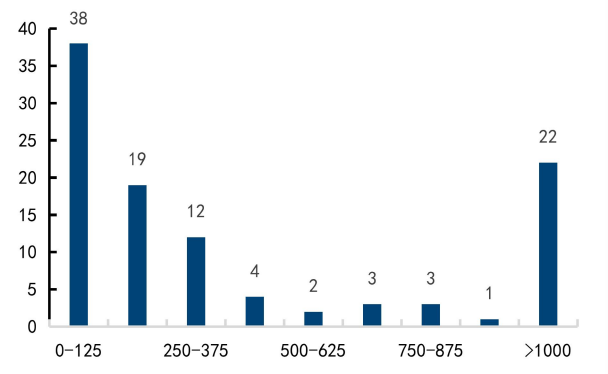
从市值方面看，由国防部发布的两大“清单”（CMC、NS-CMIC）覆盖上市公司的市值较大，而“实体清单”主要针对于小市值公司。这与“清单”性质密切相关：美国国防部关注的全球合作企业往往综合实力较强，市值权重较高，而“实体清单”涉及的出口管制主要集中在价值链下游的加工制造企业，整体市值较小。

图2: “CMC 清单” 公司市值分布



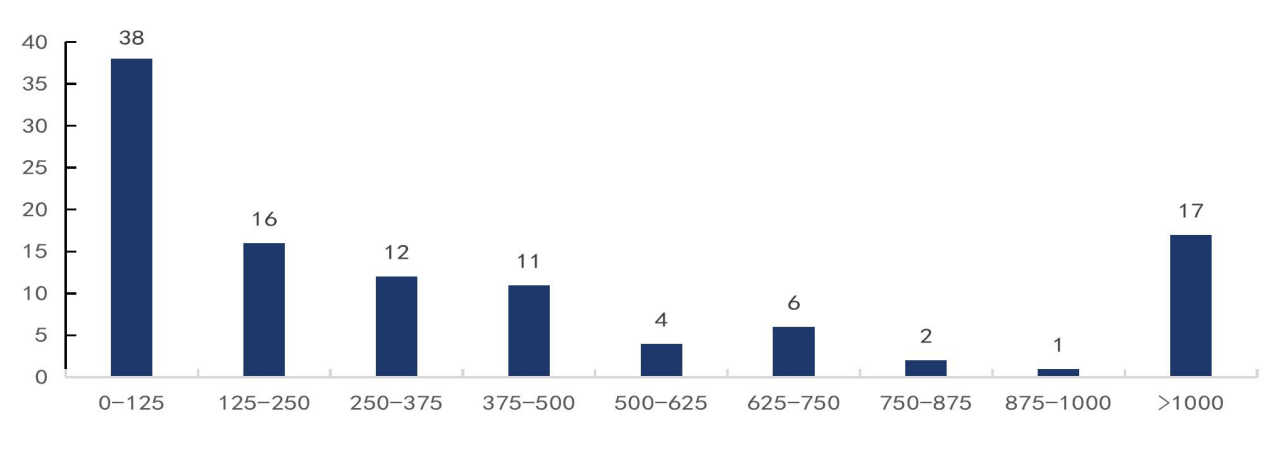
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: “NS-CMIC 清单” 公司市值分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

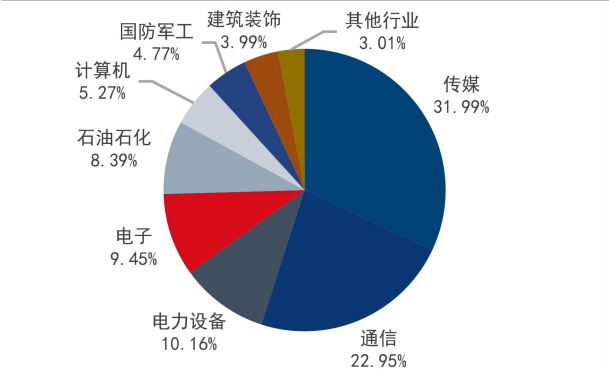
图4: “实体清单” 公司市值分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 单位: 家

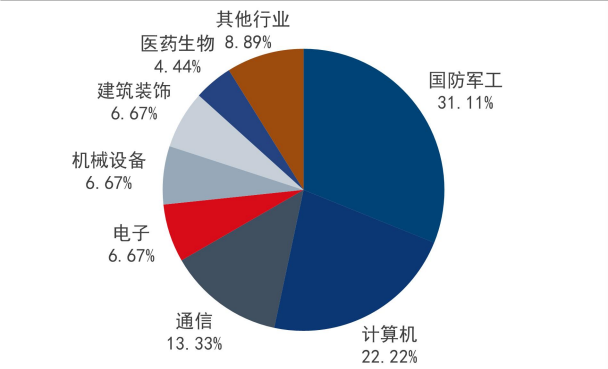
分行业看, 国防军工、电子、通信、计算机板块的公司最容易被所谓“清单”盯上, 体现出美国试图在全球科技领域独裁。一方面, 这与美国频频以“国家安全”为由展开无理“制裁”的动机相符; 另一方面, 这也明确了当下全球竞争最为激烈的方向在战略新兴产业。对国内而言, 在相关行业遭受美国单边主义行为时, 能够通过合法手段据理力争, 同时大力发展核心技术以突破相关壁垒, 在百年未有之大变局下探寻一条中国特色与自主可控相结合的道路。

图5: “CMC 清单” 行业分布-基于市值



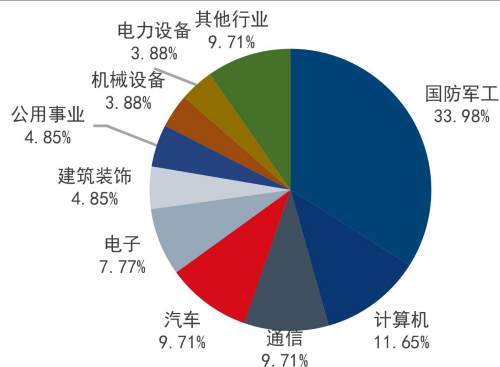
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: “CMC 清单” 行业分布-基于数量



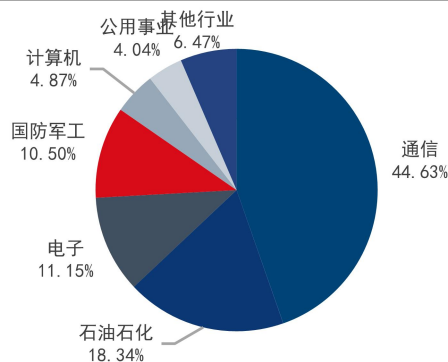
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：“NS-CMIC 清单”行业分布-基于市值



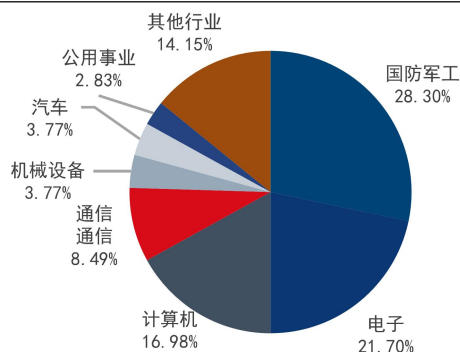
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：“NS-CMIC 清单”行业分布-基于数量



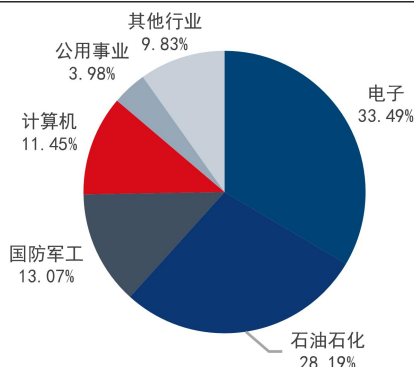
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：“实体清单”行业分布-基于市值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：“实体清单”行业分布-基于数量



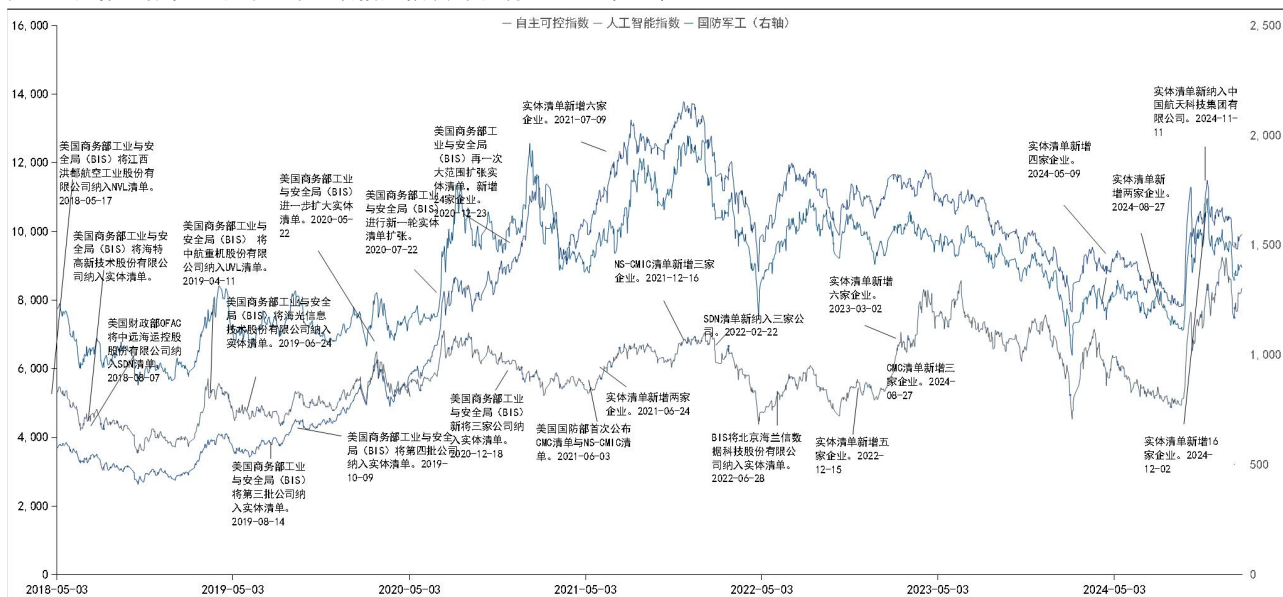
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

作为经济的中流砥柱，国央企频频出现在美国的所谓“清单”之中。以市值为基准，全量口径下国防军工、通信、家用电器、纺织服饰等行业几乎全部由国央企构成。对于重点行业（国防军工、通信、电子、计算机）而言，计算机行业的国央企占比相对较低（62%），但也超过了50%（详见附录图表）。

从专精特新角度出发，所谓“实体清单”中覆盖了较多的“专精特新小巨人”企业。专精特新是国家为引导中小企业走专业化、精细化、特色化、新颖化发展之路，增强自主创新能力和核心竞争力，不断提高中小企业发展质量和水平而实施的重大工程，由国家工业和信息化部负责认定并授牌。对于美国国防部公布的所谓“清单”而言，公司市值较大，难以符合“专精特新小巨人”标准，而所谓“实体清单”中小市值企业较多，关键行业中多为“专精特新小巨人”企业。

所谓“清单”对我国资本市场的影响较弱。2018年至今，美国公布所谓“清单”后，我国资本市场多数表现为上行趋势，并未受到显著影响。一方面，随着时间的发展，中国资本市场逐渐适应了这种外部压力，并且投资者也开始认识到单方面的制裁并不能决定企业的长期价值；另一方面，我国内需市场的潜力巨大，消费升级趋势明显，加上新兴产业如互联网科技的快速发展、政府的一系列政策扶持，都为我国资本市场提供了强大的内在支撑力。

图11：所谓“清单”冲击下的A股相关板块的表现（2018年至今）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国公布所谓“清单”后，我国自主可控板块表现稳健，体现出强大的内生增长动能。通过梳理涉及上市公司的所谓“清单”，本文发现美国的单边注意反而加速了中国产业链的垂直整合与技术攻坚。从历史数据看，每一次“清单”发布后，板块均经历“震荡—修复—成长”的三阶段演变，且修复所耗周期逐渐缩短。国际芯片行业组织 SEMI 称，中国的半导体产业自主率逐年攀升，从 2012 年的 14% 增长到 2022 年的 18%，预计 2027 年达到 26.6%。未来，随着半导体设备国产化率向 30% 目标迈进，以及 AI、量子计算等新质生产力崛起，自主可控板块将逐步从“政策呵护”转向“盈利驱动”，成为科技长周期投资的核心赛道。

图12: 所谓“清单”冲击下的自主可控板块表现（2018 年至今）

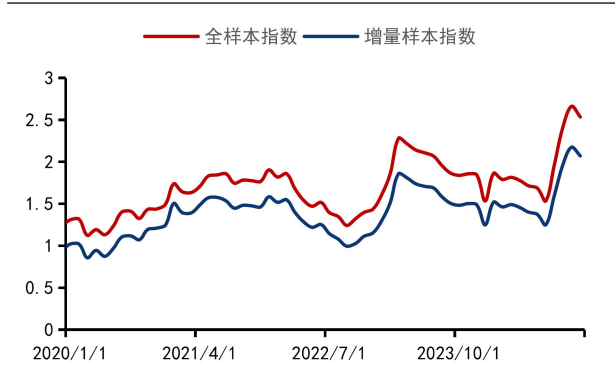
| 涨跌幅（%）     |       |       |       | 自主可控指数     |       |       |       | 涨跌幅（%）     |       |       |       | 自主可控指数     |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|
| 时间         | 未来一周  | 未来半月  | 未来一月  | 时间         | 未来一周  | 未来半月  | 未来一月  | 时间         | 未来一周  | 未来半月  | 未来一月  | 时间         | 未来一周  | 未来半月  | 未来一月  |
| 2025/1/7   | 3.18  | 2.74  | 2.25  | 2021/6/25  | -0.76 | 3.24  | 6.98  | 2021/6/25  | -0.76 | 3.24  | 6.98  | 2021/6/25  | -0.76 | 3.24  | 6.98  |
| 2025/1/6   | -1.00 | 3.24  | 1.80  | 2021/6/4   | 3.22  | 4.48  | 6.52  | 2021/6/4   | 3.22  | 4.48  | 6.52  | 2021/6/4   | 3.22  | 4.48  | 6.52  |
| 2024/12/3  | -0.14 | -2.71 | -7.86 | 2021/1/15  | 5.96  | -2.05 | 4.28  | 2021/1/15  | 5.96  | -2.05 | 4.28  | 2021/1/15  | 5.96  | -2.05 | 4.28  |
| 2024/11/12 | -7.30 | -8.82 | -6.88 | 2020/12/24 | 4.08  | 11.78 | 18.12 | 2020/12/24 | 4.08  | 11.78 | 18.12 | 2020/12/24 | 4.08  | 11.78 | 18.12 |
| 2024/8/28  | 2.03  | 0.58  | 16.49 | 2020/12/21 | 4.89  | 14.48 | 18.93 | 2020/12/21 | 4.89  | 14.48 | 18.93 | 2020/12/21 | 4.89  | 14.48 | 18.93 |
| 2024/5/15  | -1.02 | -3.34 | -3.03 | 2020/8/28  | 0.83  | -4.62 | -2.55 | 2020/8/28  | 0.83  | -4.62 | -2.55 | 2020/8/28  | 0.83  | -4.62 | -2.55 |
| 2024/5/10  | -2.37 | -5.19 | -4.94 | 2020/7/23  | 1.66  | 6.43  | 1.64  | 2020/7/23  | 1.66  | 6.43  | 1.64  | 2020/7/23  | 1.66  | 6.43  | 1.64  |
| 2024/2/1   | 7.58  | 7.58  | 17.62 | 2020/5/25  | 5.11  | 7.46  | 15.66 | 2020/5/25  | 5.11  | 7.46  | 15.66 | 2020/5/25  | 5.11  | 7.46  | 15.66 |
| 2023/3/3   | -1.54 | -2.83 | 0.26  | 2019/10/10 | 1.41  | 1.36  | 5.47  | 2019/10/10 | 1.41  | 1.36  | 5.47  | 2019/10/10 | 1.41  | 1.36  | 5.47  |
| 2022/12/14 | -3.78 | -1.93 | 1.41  | 2019/8/15  | 5.93  | 8.09  | 15.78 | 2019/8/15  | 5.93  | 8.09  | 15.78 | 2019/8/15  | 5.93  | 8.09  | 15.78 |
| 2022/6/29  | -0.68 | -2.46 | -4.68 | 2019/6/25  | 5.88  | 2.96  | 6.64  | 2019/6/25  | 5.88  | 2.96  | 6.64  | 2019/6/25  | 5.88  | 2.96  | 6.64  |
| 2022/2/23  | 3.49  | -3.95 | -5.33 | 2019/4/12  | 2.44  | -3.51 | -8.09 | 2019/4/12  | 2.44  | -3.51 | -8.09 | 2019/4/12  | 2.44  | -3.51 | -8.09 |
| 2021/12/17 | -3.54 | -1.74 | -7.99 | 2018/8/8   | 0.27  | 0.32  | -0.82 | 2018/8/8   | 0.27  | 0.32  | -0.82 | 2018/8/8   | 0.27  | 0.32  | -0.82 |
| 2021/11/29 | -0.56 | 1.61  | -2.32 | 2018/8/2   | -3.19 | -7.24 | -4.43 | 2018/8/2   | -3.19 | -7.24 | -4.43 | 2018/8/2   | -3.19 | -7.24 | -4.43 |
| 2021/7/12  | 0.83  | -0.11 | 7.95  | 2018/5/18  | -0.04 | -5.01 | -8.29 | 2018/5/18  | -0.04 | -5.01 | -8.29 | 2018/5/18  | -0.04 | -5.01 | -8.29 |
| 整体平均       |       |       |       | 1.09       | 0.70  | 2.69  |       |            |       |       |       |            |       |       |       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## ◆ 在贸易冲击之下行业和标的走势如何

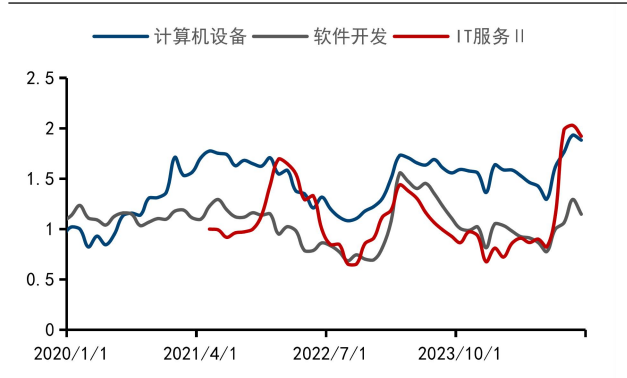
针对于美国所谓“清单”中数量较多的计算机、电子、国防军工等行业，其对外部风险的抵御能力较强。在外部风险集聚的背景之下，强大的内需市场配合政策扶持维护了相关行业的平稳健康发展。以所谓“清单”涉及的上市公司为例，本文筛选出计算机、电子和国防军工所属的公司，并以全样本指数（最新口径的所有公司为基准，以市值加权方法构建指数）和增量样本指数（不同时间点的涉及公司为准备，随着时间推移增加样本公司，以市值加权方法构建指数）两个口径跟踪相关行业的发展。结论表明，上述三个行业都表现出对外部风险的强大抵御能力，但二级行业指数表现各异，近期以人工智能为代表的 IT 服务板块、以科技硬件为代表的半导体板块、军工电子板块表现较好。

图13: 计算机相关企业走势



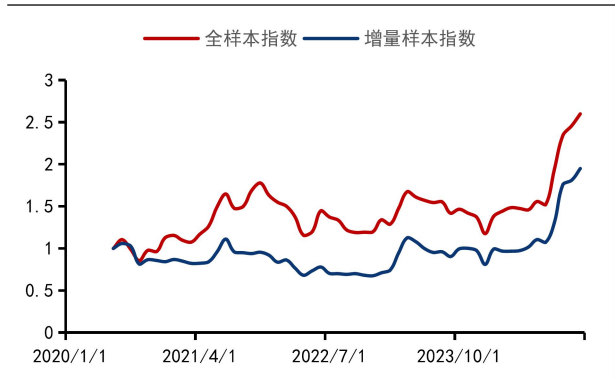
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 计算机相关二级行业的企业走势



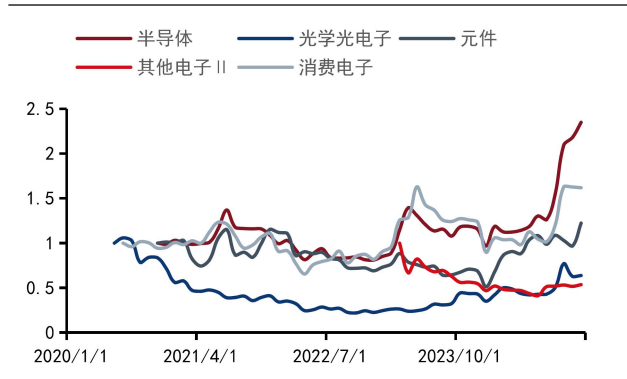
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 电子相关企业走势



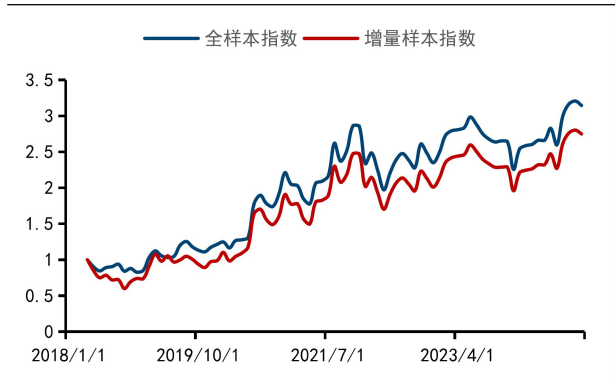
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 电子相关二级行业的企业走势



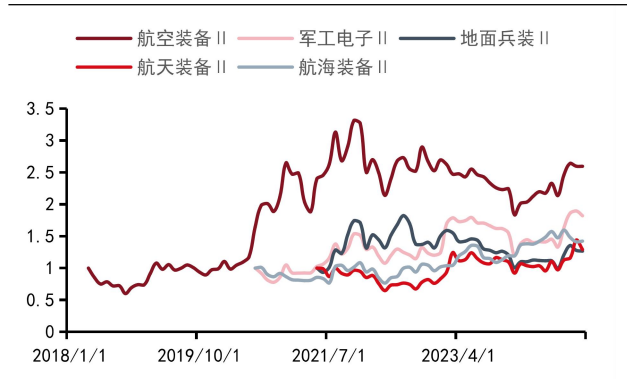
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 国防军工相关企业走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 国防军工相关二级行业的企业走势

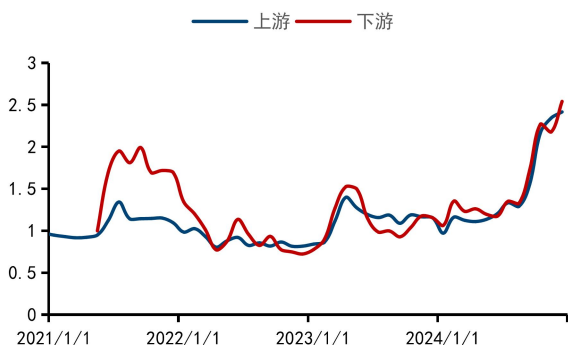


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从产业链上下游回顾半导体和军工电子板块，上游股价表现往往优于下游。半导体板块的上游覆盖芯片检测、制造领域，拥有更高的技术壁垒和更强的议价能力，在政策呵护下能够有效对冲外部风险，下游覆盖芯片设计、IDM等领域，面临更激烈的市场竞争和技术快速迭代的压力。同样地，在军工电子领域，上游涉及关键原材料供应及元器件制造，这类企业受益于国家政策的支持和严格的资质认证要求，拥有较高的

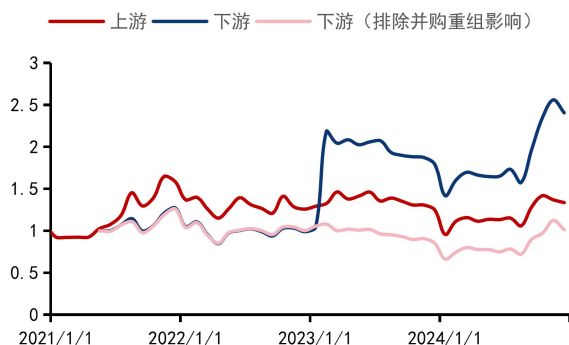
进入门槛和稳定的订单流。而下游包括系统集成与成品装配，这类活动不仅需要复杂的项目管理和供应链协调，还受限于合同的长周期和资金回收速度慢的问题。因此，无论是半导体还是军工电子，上游企业在技术专长、政策支持及市场稳定性方面占据优势，使其表现通常优于下游企业。

图19：半导体上下游相关企业走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：军工电子上下游相关企业走势

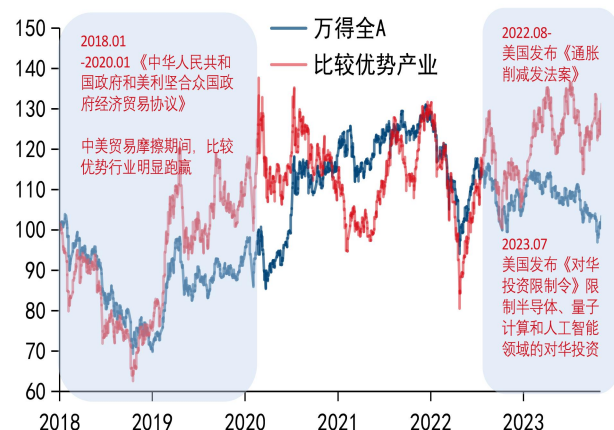


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当下，全球在人工智能领域的竞争已经进入到白热化阶段，需警惕美国对所谓“清单”的进一步扩容和加码。针对于新兴市场人工智能领域技术的“弯道超车”，美国相关部门/议员已有多项无耻提案在途，包括以国家安全为名的无理调查审查、在部分市场采取禁入措施、提议所谓“人工智能脱钩”法案等等试图维护美国在该领域的垄断霸权角色，新兴市场在硬件受阻环境下的技术突破已成为影响美国政治、经济和金融市场的关注焦点。

回顾第一轮贸易摩擦期间，A股市场中具有国际比较优势的产业，符合反向“卡脖子”的领域具有相对回报优势。在美国试图建立不公正的市场竞争环境时，我国战略新兴产业以强大的自主研发和创新能力取得关键突破。如先进材料和制造领域中的纳米材料与制造、计算和通信领域中的先进的射频通信（包括5G和6G）、人工智能等领域。产业的兴盛发展同样带来了投资机会，在贸易面临不确定时，我国比较优势产业在资本市场的表现更具韧性，在上一轮贸易摩擦加码时走出了逆跌行情。

图21：A股国际比较优势产业韧性较强，贸易摩擦期间跑赢



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：比较优势行业指数选取射频及天线、5G、6G、氢能、蓄电池及其他电池指数

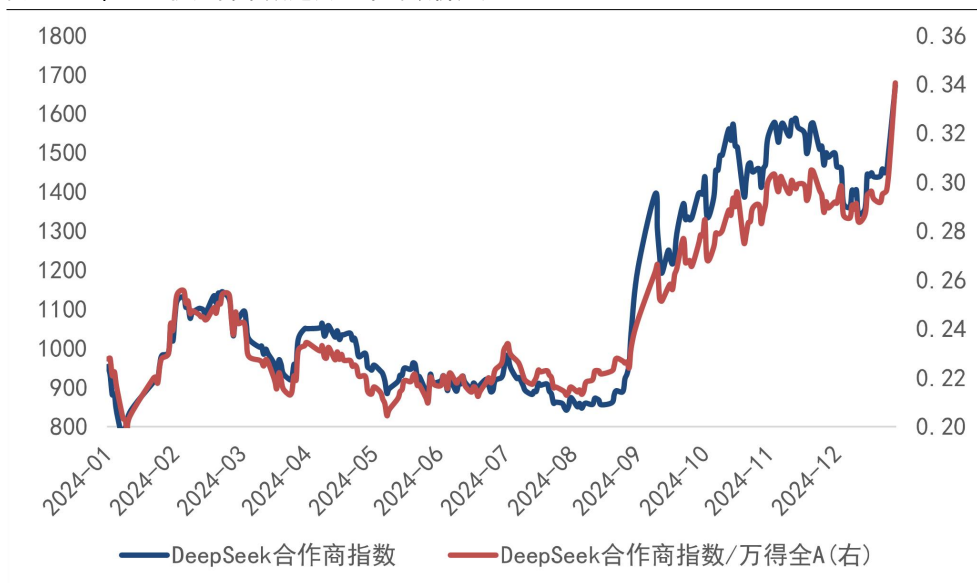
图22：全球新兴产业比较优势分布

| 技术                       | 领先国家 | 技术革新风险 | 技术                       | 领先国家 | 技术革新风险 |
|--------------------------|------|--------|--------------------------|------|--------|
| 先进材料和制造                  | 中国   | 高      | 23. 动力用氢和氨               | 中国   | 高      |
| 1. 纳米材料与制造               | 中国   | 高      | 24. 超级电容器                | 中国   | 高      |
| 2. 涂层                    | 中国   | 中      | 25. 蓄电池                  | 中国   | 中      |
| 3. 智能材料                  | 中国   | 中      | 26. 光伏                   | 中国   | 中      |
| 4. 先进复合材料                | 中国   | 中      | 27. 核废料管理和回收             | 中国   | 中      |
| 5. 新型超材料                 | 中国   | 中      | 28. 定向能技术                | 中国   | 中      |
| 6. 大规模加工工艺               | 中国   | 中      | 29. 生物燃料                 | 中国   | 低      |
| 7. 先进炸药和高能材料             | 中国   | 低      | 30. 核能                   | 中国   | 低      |
| 8. 关键矿物提取和加工             | 中国   | 低      | 31. 量子计算                 | 美国   | 中      |
| 9. 先进的磁体和超导体             | 中国   | 低      | 32. 量子密码学                | 中国   | 低      |
| 10. 高级保护                 | 中国   | 低      | 33. 量子通信(包括量子密钥分发)       | 中国   | 低      |
| 11. 连续流动化学合成             | 中国   | 低      | 34. 量子传感器                | 中国   | 低      |
| 12. 增材制造(包括3D打印)         | 中国   | 低      | 35. 合成生物学                | 中国   | 高      |
| 13. 先进的射频通信(包括5G和6G)     | 中国   | 高      | 36. 生物制造                 | 中国   | 中      |
| 14. 先进的光通信               | 中国   | 中      | 37. 疫苗和医疗对策              | 美国   | 中      |
| 15. 人工智能算法和硬件加速器         | 中国   | 中      | 38. 传感、定时和导航             | 中国   | 高      |
| 16. 分布式版本                | 中国   | 中      | 39. 国防、太空、机器人和运输         | 中国   | 中      |
| 17. 高级数据分析               | 中国   | 低      | 40. 先进的航空发动机(包括高超音速飞行技术) | 中国   | 低      |
| 18. 机器学习(包括神经网络和深度学习)    | 中国   | 低      | 41. 小型卫星                 | 美国   | 低      |
| 19. 保护性网络安全技术            | 美国   | 低      | 42. 自主系统操作技术             | 中国   | 低      |
| 20. 高性能计算                | 美国   | 低      | 43. 先进的机器人技术             | 中国   | 低      |
| 21. 先进的集成电路设计和制造         | 美国   | 低      | 44. 空间发射系统               | 美国   | 低      |
| 22. 自然语言处理(包括语音和文本识别与分析) | 美国   | 低      |                          |      |        |

资料来源：ASPI，国信证券经济研究所整理

展望来看，即使未来美国对新兴市场发起新一轮的所谓“清单”，在有赖于完备的工业体系和自主可控的软硬件设施基础上，其对相关公司和资本市场整体影响有限。具体而言，（1）在政策引导之下，国内资本持续投向硬科技领域，2024 年科创板研发投入占比达 10.8%，显著高于主板（1.7%）和创业板（4.8%）；（2）产业链国产化突破可以期待，根据 SEMI 统计，2023 年国内半导体销售额占全球 34.4%，稳居第一，我国在半导体设备（如刻蚀机、薄膜沉积设备）、材料（CMP 抛光垫）、EDA 工具等关键环节逐步实现国产替代；（3）国内需求爆发式增长，AI 服务器、智能汽车等新兴领域推动算力需求爆发。根据 IDC 估算，2023 年中国 AI 服务器市场规模达 91 亿美元，同比增长 82.5%，预计 2027 年达 134 亿美元，2023—2027 年复合增长率为 21.8%。DeepSeek 供应商指数和宇树机器人指数的上涨证明，国内人工智能和人形机器人的弯道超车拓展了未来市场边界，有望迎来新一轮技术驱动的成长行情。在贸易摩擦和科技跃升两条主线的权衡下，我们依然推荐“以我为主、灵活应对”的思路，围绕国内科技主线进行 A 股布局，海外不确定因素无碍国内市场乐观前景。

图23: DeepSeek 供应商指数过去一年间股价走势



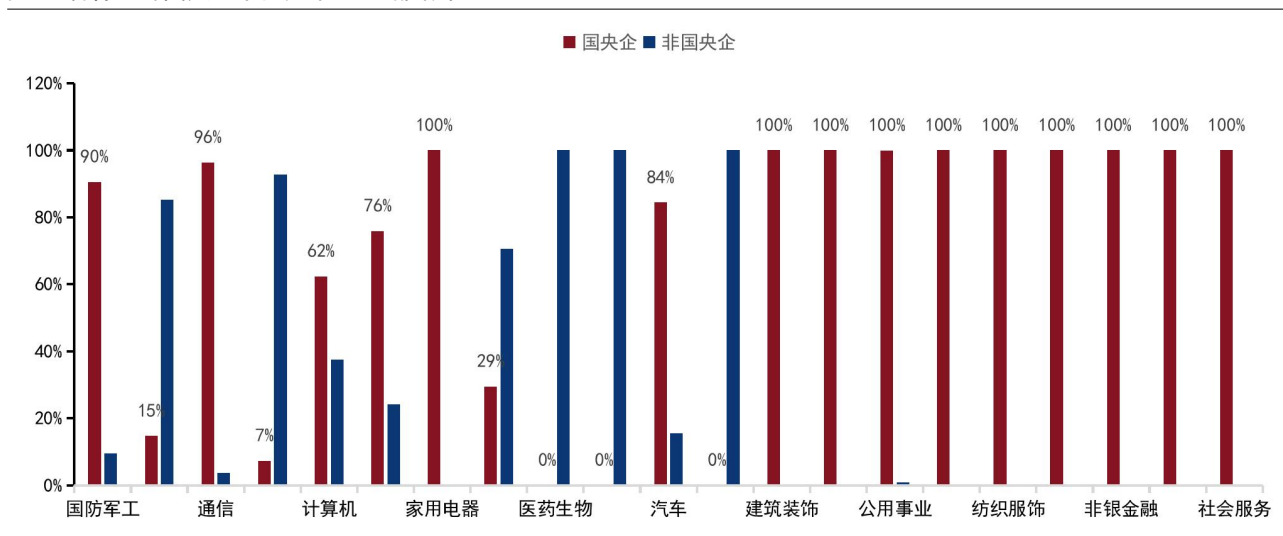
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

- （1）美国新一轮内外政策调整的不确定性；
- （2）全球一致性降息的逻辑面临逆潮；
- （3）国内产业升级和消费复苏的节奏不确定性。

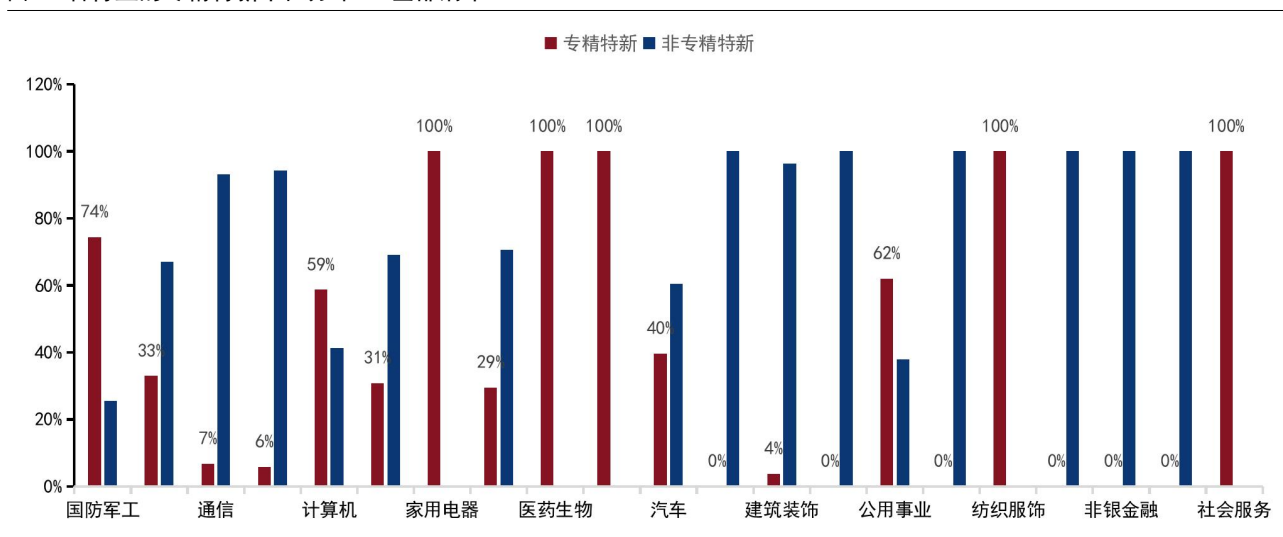
◆ 附录：不同清单中的上市公司分布（按照国央企、专精特新和市值分布）

图24：各行业的国央企市值分布-“全部清单”



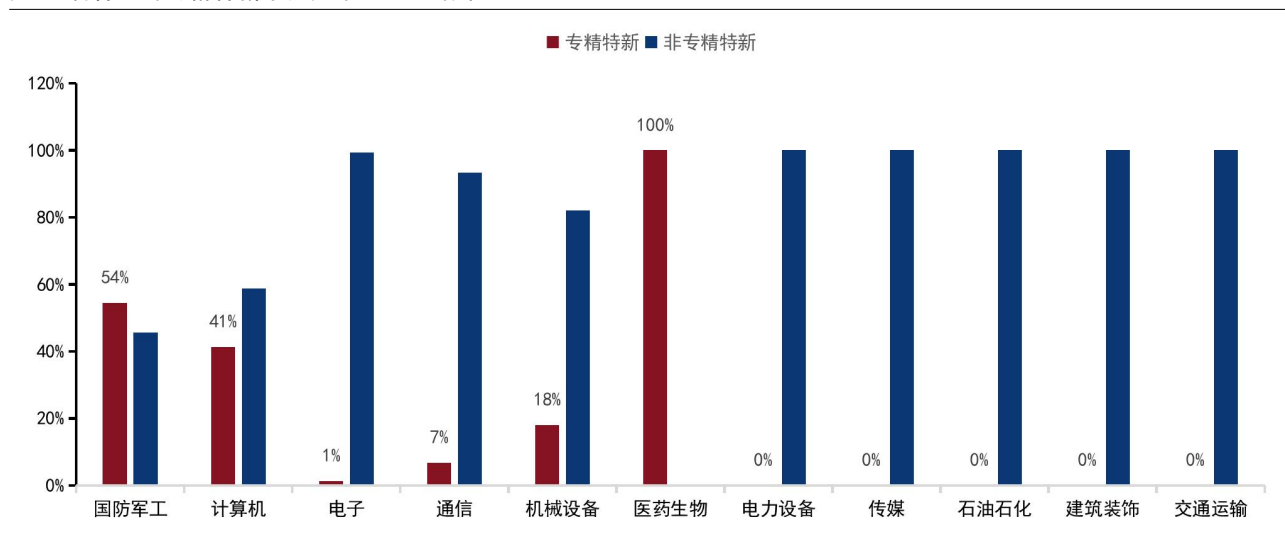
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：各行业的专精特新市值分布-“全部清单”



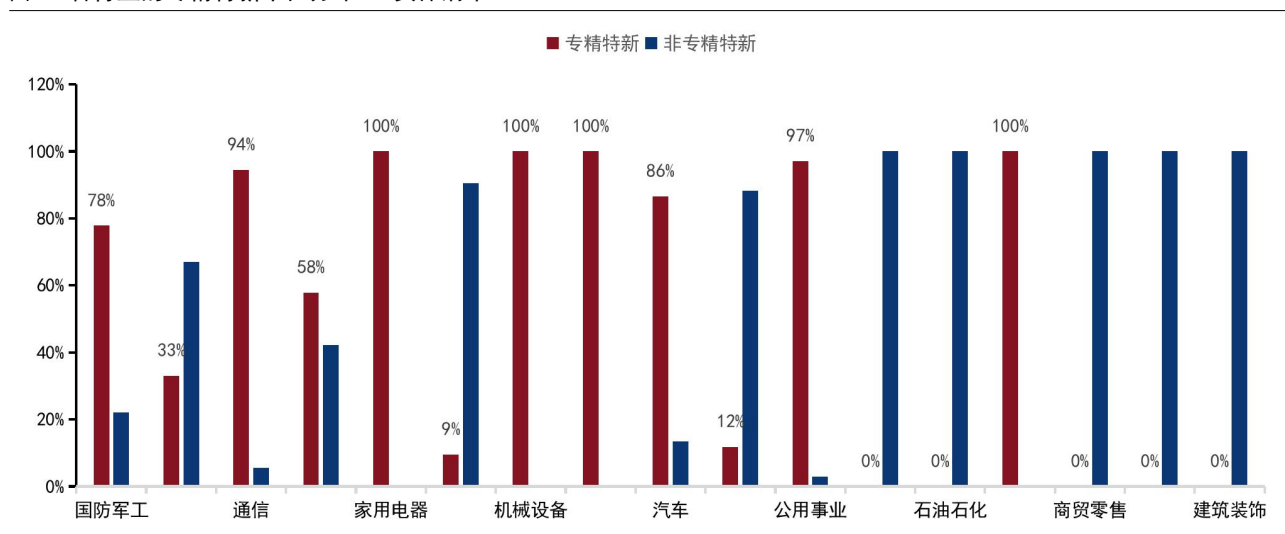
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26: 各行业的专精特新市值分布-“CMC 清单”



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 各行业的专精特新市值分布-“实体清单”



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**相关研究报告：**

《策略快评-2025 年 2 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-01-25  
《《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》及新闻发布会内容解读——中长期资金入市，稳定市场信心》 ——2025-01-23  
《策略快评-市场短期调整后的投资线索》 ——2025-01-05  
《百年未有之大变局下的机遇与挑战（二）-探寻美国单边主义对行业影响的线索》 ——2025-01-02  
《策略快评-2025 年 1 月各行业金股推荐汇总》 ——2024-12-29

## 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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。

## 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