

--国企改革主题引领市场

2013 年 10 月 14 日

投资要点

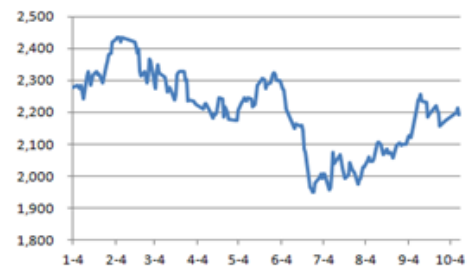
● 9 月底至今 A 股市场维持较高的活跃度，各种主题性机会轮番表现，土改、互联网等传统主题依然惹眼，自贸区概念略有退潮，取而代之的是国企改革大主题逐步发酵。海外市场受美国政府停摆与债务谈判等因素影响较为动荡，但对 A 股市场的影响相对较小。在三中全会召开前，市场将享受一段‘投资甜蜜期’：货币环境相对宽松，央行继续进行逆回购操作，银行间 7 天回购利率基本维持在 4% 左右水平；海外风险暴露时间点延后，美国 QE 退出的最早时间可能推迟至 12 月份；整体宏观数据保持良好的态势，等等。

● 三中全会改革的内容成为市场关注焦点，投资主线依旧是寻找改革、转型红利受益的标的。近期随着部分地区（上海）的国企激励措施陆续推出，国企治理改革成为市场正在酝酿的可以布局长远的大主题。新一轮改革到了深入攻坚期，深化国资国企改革是必然的选择。国资国企改革是一项复杂的多层次立体工程，竞争型国企有望先行，股权”多元化“将带来公司治理结构的改善，股权激励限制适度放开将大幅提升激励效果。从区域上看，上海是先锋区域，并有望扩展至珠海、环渤海、北京等区域，其中股权激励将成为重要手段，一系列金融创新也有望助理国企改革。

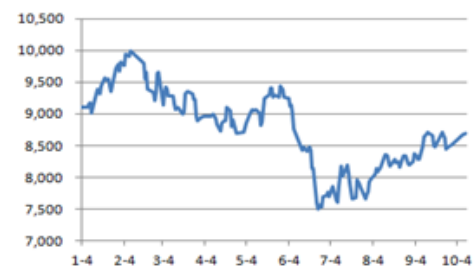
● 市场风格转向防御。伴随着三季报逐步公布，市场对于业绩的关注度也在逐步提升。根据中小板相关公司三季度业绩预告的数据，平均 7-10% 的业绩增速和目前中小板全年 30%-40% 的业绩增速预期有较大差距，三季报将是‘伪成长’绕不过去的坎；此外，IPO 重启预期较前期虽然有所减弱，但仍然是年底的最大不确定性因素。10 月份即将公布的地方债务审计结果，也可能给市场带来一定冲击。因此，4 季度市场转向低估值防御的概率偏大。

● 越接近 11 月份越要注意风险，后期更多转向确定性。去年四季度经济一路上行，从基数角度不利于宏观数据的持续改善；其次，尽管美联储本次暂时维持 QE，但今年年底之前开始削减 QE 规模可能性依然较高，而且越往后退出的概率越大；最后，伴随着十一月十八届三中全会的召开，前期此起彼伏的改革预期将逐步落地，市场风险偏好阶段性下降。三季报后市场有望将重新转回长期不确定性更小的、三季报业绩证实的医药、大众消费品和少量优质成长，完成此类品种的年度估值切换。

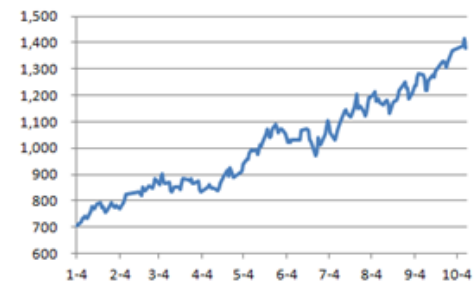
上证指数走势图



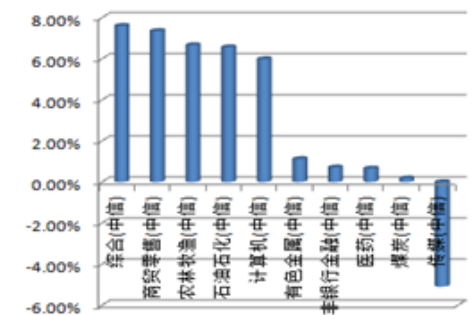
深圳成指走势图



创业板指数走势图



板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	沪深 300	IF1310
涨跌幅	2.46%	2.62%	2.21%	0.88%	2.47%	2.34%

上周上证指数和深成指分别上涨了 2.46% 和 2.62%，创业板上周初延续了 9 月 30 日的强势，连续 3 个交易日都刷新了历史新高，但是周四走出冲高回落的走势，创业板和传媒股同时出现了较大的回落。

一周走势回顾：周一长假后第一个交易日，长假期间受美国联邦政府关门事件影响，外围股市多数收跌，A 股受此影响低开，随后企稳回升，午后环保、软件等板块拉升，权重也有所响应，沪指收盘剑指 2200。周二受美股隔夜大跌影响，两市低开，随后在金融股带动下翻红站上 2200，午后厦门天津东亚自贸区概念股全面爆发，引领大盘尾盘拉升。创业板大涨 2% 再创历史新高。周三两市小幅高开后震荡下行，临近午盘受国际板传闻影响，两市大幅跳水，午后上交所澄清传闻后市场依旧低迷，传媒随创业板大幅回落。周五受隔夜美股大涨刺激，两市跳空高开，权重带领拉升，午后大盘延续强势，上海板块以及银行、券商等权重股发力上攻，沪指一路震荡上行收中阳线。

上周涨幅靠前的行业的是商贸零售、农林牧渔和计算机。商贸零售板块，央行针对上海自贸区的金融方案细则已于前期完成审批，将于近日公布，同时受到新一轮上海国资改革方案即将公布的消息刺激，上海自贸区个股周五再次大涨。农业板块，随着十八届三中全会临近，农村土地流转概念持续成为热点。四季度是养殖板块特别是猪肉消费的传统旺季，可能引来季节性的行情。计算机行业，工信部最新发布的 1-8 月软件行业运行状况数据显示收入同比增长 24%。近日中央政治局到中关村对 IT 产业进行现场学习，被市场解读为可能会有扶持政策出台。

上周表现较差的行业是传媒、煤炭和医药。传媒由于短期涨幅较大，周四出现明显的获利回吐，其中网游板块跌幅较大，天舟文化、华谊兄弟、光线传媒等多股跌停。煤炭行业，由于 3 季度环渤海动力煤指数环比继续下跌 8.4%，上市公司业绩仍然难有起色，中金公司预测 3 季度 A 股煤炭行业盈利同比下滑 42%。但是周五传出消息有关部门拟从明年 1 月 1 日起取消中国煤炭出口的税率，煤炭股出现反弹。医药板块由于其防御性特征前期走势较强，上周随着大盘的企稳板块反而出现了获利回吐。

二、市场分析

9 月底至今 A 股市场维持较高的活跃度，各种主题性机会轮番表现，土改、互联网等传统主题依然惹眼，自贸区概念略有退潮，取而代之的是国企改革大主题逐步发酵。海外市场受美国政府停摆与债务谈判等因素影响较为动荡，但对 A 股市场的影响相对较小。在三中全会召开前，市场将享受一段‘投资甜蜜期’：货币环境相对宽松，央行继续进行逆回购操作，银行间 7 天回购利率基本维持在 4% 左右水平；海外风险暴露时间点延后，美国 QE 退出的最早时间可能推迟至 12 月份；整体宏观数据保持良好的态势，等等。

三中全会改革的内容成为市场关注焦点，投资主线依旧是寻找改革、转型红利受益的标的。近期随着部分地区（上海）的国企激励措施陆续推出，国企治理改革成为市场正在酝酿的可以布局长远的大主题。新一轮改革到了深入攻坚期，深化国资国企改革是必然的选择。国资国企改革是一项复杂的多层次立体工程，竞争型国企有望先行，股权”多元化“将带来公司治理结构的改善，股权激励限制适度放开将大幅提升激励效果。从区域上看，上海是先锋区域，并有望扩展至珠海、环渤海、北京等区域，其中股权激励将成为重要手段，一系列金融创新也有望助理国企改革。

市场风格转向防御。伴随着三季报逐步公布，市场对于业绩的关注度也在逐步提升。根据中小板相关公司三季度业绩预告的数据，平均 7-10% 的业绩增速和目前中小板全年 30%-40% 的业绩增速预期有较大差距，三季报将是‘伪成长’绕不过去的坎；此外，IPO 重启预期较前期虽然有所减弱，但仍然是年底的最大不确定性因素。10 月份即将公布的地方债务审计结果，也可能给市场带来一定冲击。因此，4 季度市场转向低估值防御的概率偏大。

越接近 11 月份越要注意风险，后期更多转向确定性。去年四季度经济一路上行，从基数角度不利于宏观数据的持续改善；其次，尽管美联储本次暂时维持 QE，但今年年底之前开始削减 QE 规模可能性依然较高，而且越往后退出的概率越大；最后，伴随着十一月十八届三中全会的召开，前期此起彼伏的改革预期将逐步落地，市场风险偏好阶段性下降。三季报后市场有望将重新转回长期不确定性更小的、三季报业绩证实的医药、大众消费品和少量优质成长，完成此类品种的年度估值切换。

三、宏观政策跟踪

1、美政府债务上限引致政府停摆，料后期解决问题不大

本次政府关门所处的环境与历次有所不同：1) 后续有更为关键的债务上限问题；2) 本次政府停摆时值超级宽松货币政策接近转向的关键当口；3) 美国经济正处于“大病初愈”的复苏时期。

但本次‘关门’对美国经济的冲击料将小于前次。首先，10月17日是提高债务上限的最后期限，预计在此之前，两党将达成临时性拨款法案恢复政府运行，因此预计本次政府停摆时间更短；其次，由于市场已经意识到近期‘驴象之争’是明年国会选举的竞选策略，因而本次政府关门对于市场信心的冲击更小；再次，美联储料将根据财政冲击的大小调整货币政策、对冲经济下行风险；最后，美国国会大概率将通过法案对休假员工补发工资，从而减弱政府员工休假对消费需求的影响。预计在未来一段时间内，大概率上，两党将通过临时性法案，暂时恢复政府运行，并提高债务上限、避免美国发生违约。而新财年预算之争或将持续至年底，而且临时性支出法案到期后，政府有再度“关门”的风险。

美国的国债不可能因为这次政府关门而违约。美国国债只在国家成立之初国债违约过一次。美国也承受不起国债违约的损失。何况现在美国经济已经从次贷危机中走出，现在的经济并不是最困难的时候。反而限制美国政府支出，间接有利于增强美国国债支付能力。

2、耶伦被提名下届美联储主席，降低对政策连续性担忧

耶伦是主张用货币刺激政策缓解失业的‘鸽派’人物。2012年其提出控制基准利率以实现刺激经济的‘最优控制’理论：实现实际失业率和通胀率与目标值间偏离度最小化的方法是将联邦基准利率维持在市场预期以下。依据耶伦的理论，联邦基金利率在2016年底的最佳选择是维持在接近1%或以下的水平。

耶伦的另一主张为：美联储明确2%的长期通胀目标能有效地引导通胀预期。虽然持续量化宽松有导致通胀率高于2%的可能，但是耶伦认为这种偏离是短期的、可以接受的。她认为，2%的通胀目标不应该被看作是通胀的上限，而应是2.5%至1.5%区间的中值。这意味着，如果美国失业率回归正常水平，她更愿意容忍通胀上升的风险。

耶伦担任美联储主席意味着退出QE将是一个更为缓慢的过程。耶伦担任美联储主席增加了未来美联储延续现有货币政策方向的可能性，意味着放缓QE将是一个缓慢的过程。具体来看，耶伦任期内，美联储仍将通过前瞻指引加强对市场预期的引导；美联储双重使命中将更倾向于促进就业增长。

3、国务院公布《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》

近日，国务院公布《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，强调发挥市场机制作用，推动政府职能转变，把政府直接向社会公众提供的一部分公共服务事项，按照一定的方式和程序，交由具备条件的社会力量承担，并由政府根据服务数量和质量向其支付费用。

此次可以购买的主体主要有三类，具有行政管理职能的事业单位、从事公益服务的事业单位和群团组织。购买的服务类别主要包括：教育、就业、社保、医疗卫生、住房保障、文化体育及残疾人服务等基本公共服务领域。指导意见并没有列举购买服务的具体范围，而是作了原则性的规定，即为适合采取市场化方式提供、社会力量能够承担的公共服务，突出公共性和公益性。

我国当前的公共服务体系虽然不断完善，但是仍以政府主导的公共服务供给模式，社会参与和民办的力量还不是很大。通过政府向社会力量购买服务不仅促进服务业的进一步开放与发展，引导有效需求，推动政府承担公共服务新模式，更是政府转变职能、深化简政放权改革的重要创新。通过服务放权，可以有效推动社会力量建立多层次、多方式、多元化的公共服务供给体系，增强市场竞争机制，降低公共服务产品价格，从而提供更加方便、快捷、优质、高效的公共服务。

根据指导意见，在教育、就业、社保、医疗卫生、住房保障、文化体育及残疾人服务等基本公共服务领域上，要逐步加大政府向社会力量购买服务的力度。简政放权、转变职能是政府行政改革



的大方向，政府加大向社会力量购买公共服务，将促使这些领域受益。

研究创造价值

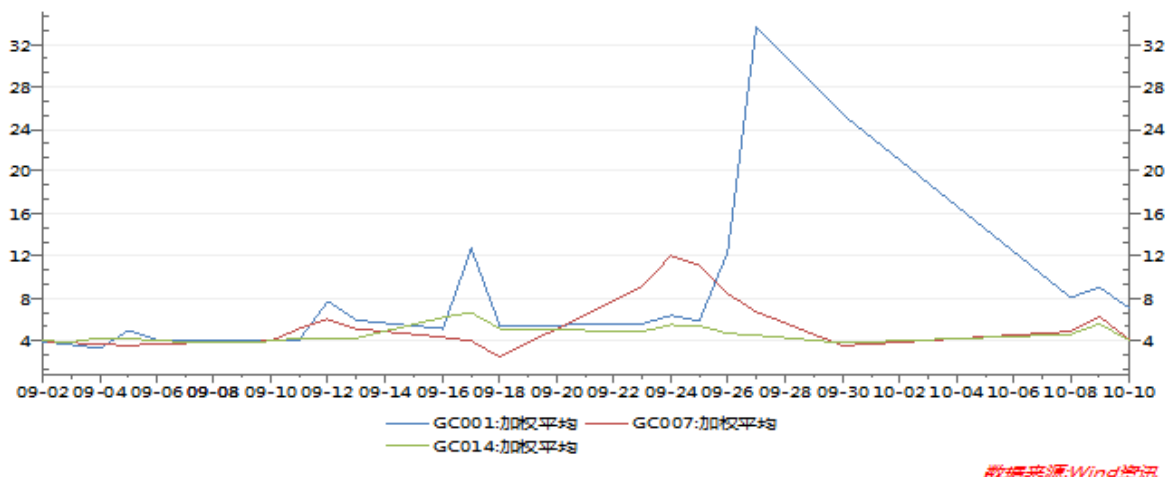
四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况：央行连续进行大量逆回购，确保资金面稳定

上周二，央行实施了 650 亿元 7 天期逆回购，周四再度进行 480 亿元 14 天操作，累计投放 1130 亿元流动性。不过，由于节前一笔 800 亿元逆回购恰在周三到期，两者轧差后实现上述 330 亿元净投放。在央行的连续逆回购操作下，银行间资金面在经历了周二的紧张后保持稳定，资金价格有所回落。交易所国债质押式回购利率回落尤其明显。不考虑逆回购，本月到期的公开市场操作对货币属于正回笼，回笼量在 1930 亿。预测央行未来几周将持续进行 1000 亿以下的逆回购操作。

资金利率下行为主。上周上半段的资金利率上行为主，主要是受法定准备金补缴和逆回购到期的影响，下半段资金利率出现回落。

图 1：一周上交所质押式回购加权利率走势



2、一周债券市场：短端收益率下行

上周新发行债券的总计划发行规模为 1784 亿元，较上周增加约 1 倍。其中发行国债 550 亿元；地方政府债 153 亿元；发行政策性金融债 620 亿元；发行企业债 75 亿元。其中，国债方面，上周五发行 150 亿元 91 天期限的 13 贴现国债 07，中标利率 3.79%，认购倍数 2.02。认购不积极。

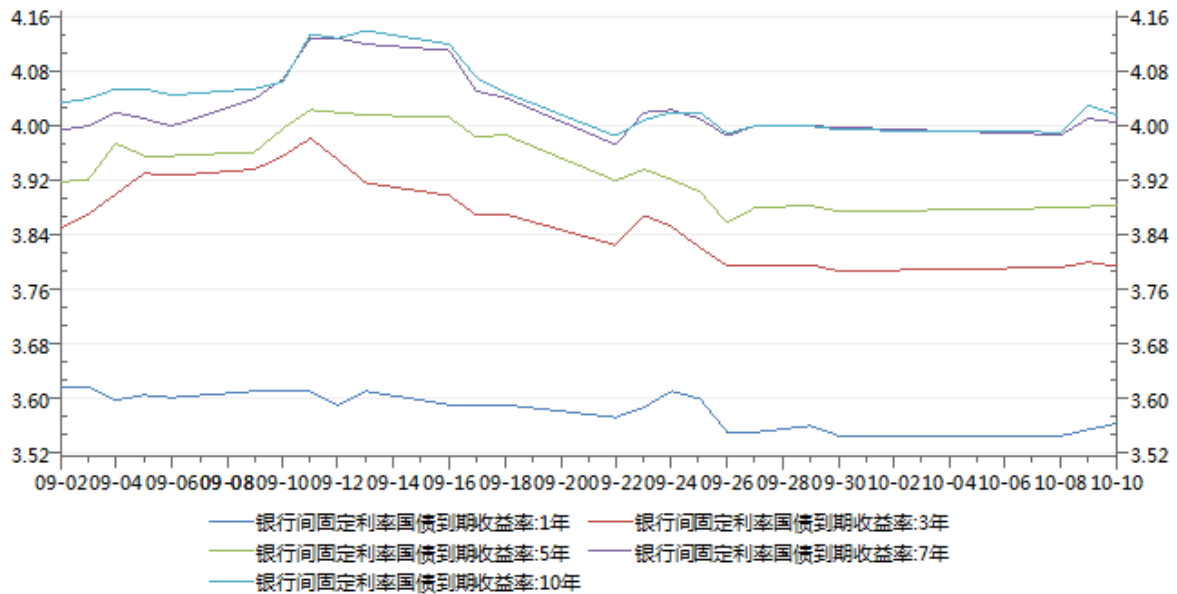
上周银行间现券交易量 2,873 亿元。回购总金额 30,324 亿元。其中国债成交 223 亿元；金融债成交 1,168 亿元；企业债成交 531 亿元；中票成交 610 亿元。

上周关键期限国债收益率短端下行较为明显，中长端变化不大。

上周关键期限政策性金融债（国开行）收益率短端有所下行，5-10 年期国开债出现不同程度上行。

上周关键期限企业债（AA+无担保）收益率维持稳定。

图 2：国债收益率走势



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

3、国债预发行在上交所启动，象征意义大于实际意义

上周四在上交所对本月 16 日招标的 7 年国债进行预发行交易，预发行交易证券简称为 WI132007，证券代码为 751800。交易参与度较为清淡，全天成交量仅为 1.62 亿元。基准收益率为 3.992%，开盘收益率报 3.99%，最终收在 4.00%。当前我国国债的市场分割下，交易所的非银行机构对国债最终需求弱，国债需求主体是在银行间，与预发行交易市场需求主体并不对应匹配。从买方进行考虑，基金、保险等机构在目前弱市环境下，对国债需求会更低，而上市银行作为承销团成员则不必通过该方式认购国债；从卖方进行考虑，如果预发行的成交利率高于最后发行利率，承销商将直接承受损失，因此还不如选择接在投标时博取边际利率以赚取价差，因此卖方在预发行阶段可能会报出偏低收益率（贵卖），使得预发行市场缺乏买方力量，最终无法达成成交。承销商预发行中的主要卖出动机可能只是分担集中承销压力、而不是主动卖空博弈。加之国债期货可以对预发行交易起到一定替代作用，而近期国债期货市场极其清淡，也说明投资者对于该类远期交易缺乏热情。另一方面，由于新发国债将成为新的 CTD，而国债期货市场刚刚起步，有预发行交易这一段缓冲期有助于该国债定价更加理性，使得国债期货套利策略更加稳定。

五、行业信息跟踪

1、银监会推动农村中小金融机构改革

中国银监会公布了《农村中小金融机构行政许可事项实施办法》，向社会公开征求意见，征求意见稿对农村金融机构包括农村商业银行、农村信用联社、村镇银行、贷款公司、农民资金互助合作社的设立条件进行规范。与 2008 年旧版《办法》相比，不再对农村合作银行的设立进行规定，而加入了农村信用合作联社。

实施办法当中有以下几点值得注意：

A) 农村商业银行设立的条件中，不再对不良贷款率以及资本充足率做具体要求，只要求“主要监管指标符合审慎监管要求”。对于境外银行机构作为农村商业银行发起人或战略投资者，征求意见稿对条件进行了收紧。增加了“最近 1 年年末总资产原则上不少于 100 亿美元”、“商业银行资本充足率应达到其注册地银行业资本充足率平均水平且不低于 10.5%”两项条件；

B) 在村镇银行设立上，征求意见稿对股东条件小幅放开，旧版《办法》要求“村镇银行最大股东或惟一股东必须是银行业金融机构。最大股东持股比例不得低于村镇银行股本总额的 20%”。征求意见稿则改为“村镇银行最大股东持股比例不得低于村镇银行股本总额的 15%”以及“且发起人中应至少有 1 家银行业金融机构”。不过征求意见稿也补充规定，发起人作为村镇银行最大股东的，“必须是银行业金融机构”；

C) 农村资金互助社设立上，征求意见稿降低了实缴资本的要求，从旧版《办法》规定的“注册资本为实缴资本，最低限额为 300 万元人民币”，调整为“注册资本为实缴资本，在乡（镇）设立的，最低限额为 30 万元人民币；在行政村设立的，最低限额为 10 万元人民币”。

新征求意见稿相较旧版的办法在农村中小金融机构的设立的条件上有所放松，目的是更好地推动业务发展：1) 为了鼓励农村中小金融机构的设立，使得金融服务继续下沉；2) 利率市场化后，农村中小金融机构的经营风险提高，对下股权比例的放宽，也会为经营管理能力较强的银行兼并做铺垫；3) 新征求意见稿也将有利于推动民间资本进入金融体系，来提升金融体系效率。

2、《卫星导航产业中长期发展规划》正式出台

规划从市场空间、安全/行业/大众市场不同的要求、产业链支持措施等各个方面筹划北斗导航产业的中长期发展思路，具体来说：

A) 2020 年，我国卫星导航产业创新发展格局基本形成，产业应用规模和国际化水平大幅提升，产业规模超过 4000 亿元，北斗卫星导航系统及其兼容产品在国民经济重要行业和关键领域得到广泛应用，在大众消费市场逐步推广普及，对国内卫星导航应用市场的贡献率达到 60%，重要应用领域达到 80%以上；

B) 在能源（电力）、通信、金融、公安等行业及领域推行北斗卫星导航系统及其兼容导航授时技术与产品的应用，在其他领域鼓励北斗卫星导航系统及其兼容产品的应用；

C) 在公共安全、交通运输、防灾减灾、农林水利、气象、国土资源、环境保护、公安警务、测绘勘探、应急救援等重要行业及领域，实现卫星导航产品和服务规模化应用；

D) 重点推动北斗兼容卫星导航功能成为车载导航和智能手机终端的标准配置，促进其在社会服务、旅游出行、弱势群体关爱、智慧城市等方面的多元化应用，推动大众应用规模化发展。

规划确保北斗融入安全、行业、大众市场。从规划来看，北斗导航在安全和行业用户的规模化应用得到保障，确保产业内公司分享行业发展；在大众市场，规划表示要推动北斗导航在车载、手机的应用，同时促进智慧城市中北斗的应用。同时《规划》表示将通过政策、法规、示范项目等方式确保北斗应用。

示范项目将批量展开。目前交通运输部、中国气象局、广东省等示范项目正在展开，湖南省和林业示范项目正在办理报批手续，公安、民政减灾、国土资源、旅游、成渝地区、贵州省、陕西省和北京市等示范项目正在抓紧组织论证。未来将建立批量推广机制，大规模开展北斗示范应用。从资金投入来看，2003 年到 2012 年示范项目合计投入了 15 个亿做行业和区域示范，未来 3 年（到 2015

年)还将投入 50 个亿。示范项目在总结前期示范的基础上,呈现全面展开的态势。

3、国务院通过《畜禽规模养殖污染防治条例(草案)》

国务院总理李克强 10 月 8 日主持召开国务院常务会议,会议审议通过《畜禽规模养殖污染防治条例(草案)》。

养殖污染、疫病多发等矛盾突出是《条例》出台的背景。随着人民收入提高、消费升级,我国畜禽养殖量不断扩大,而由于处理不当,在养殖过程中产生的如粪便、污水等有机物质,已成为农业农村环境污染的主要来源。这也直接影响来自农业源的污染占国内污染物的重要部分。根据第一次全国污染源普查报告,2007 年全国农业源的化学需氧量排放超过 1320 万吨,占全国排放总量的 43.7%,农业源中总氮和总磷排放分别超过 270 万吨和 28 万吨,占全国排放总量的 57.2%和 67.4%。因此,解决禽流感等疫情的多发、养殖量与环境之间矛盾突出等问题,预防公共卫生事件发生,是国家出台《畜禽规模养殖污染防治条例(草案)》的重要原因。

落实防治责任,有利于促进养殖规模化。会议指出,将运用法律手段,促进养殖污染防治;要强化激励措施,鼓励规模化、标准化养殖,统筹养殖生产布局与农村环境保护,严格落实养殖者污染防治责任。以法律手段落实污染责任,将迫使养殖者增加污染物处理的成本,那么规模化养殖降低单位成本的规模效应将进一步体现;中长期有利于促进中小养殖企业(户)退出,行业集中的提高,及畜牧养殖模式的转型升级。

具有废弃物综合处理能力的养殖企业将受益。畜禽粪便可以加工成肥料,或者用于发电等,如果处理得当,畜禽养殖废弃物绝大多数可以通过综合利用的形式变废为宝,最终实现污染物的零排放。此次会议指出,将扶持养殖废弃物综合利用和无害化处理,可能会相应配套补贴或者项目资金的支持。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Jan	13-Feb	13-Mar	13-Apr	13-May	13-Jun	13-Jul	13-Aug
GDP	同比%			7.7			7.5		
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	50.3	51
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	8.9	9.7	10.4
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	13.3	13.2	13.4
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.1	20.1	20.3
出口	同比%	25	21.8	10	14.7	1	-3.1	5.1	7.2
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	10.9	7.0
贸易盈余	亿美元	288	152	-9	182	204	271	178	285
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7	2.6
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	14	14.5	14.7
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3	9.1	9.7	9.9
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8605	6999	7113
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856	10,375	8088	15,700
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669	-412	-245	273
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2	12.1	11.0	9.2
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12	3	-1.8	6.5
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483	-727	2,494	-1,019

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 125 个直报旅游城市和景区游客同比增 6.8%，门票收入同比增 10.33%。
2. 地王频出刺激涨价预期 金九银十楼市频现日光盘。
3. 发改委加快推进移动互联网及 4G 产业化。
4. 李克强：启动中国东盟自贸区升级。
5. 有关部门拟从明年 1 月 1 日起取消中国煤炭出口的税率。

利空：

1. 9 月汇丰制造业 PMI 终值为 50.2 不及前值及预期。
2. IMF 下调今年全球经济前景 警告美国债务违约。
3. 发改委通知上网电价下调，火电企业年减 500 亿利润。

免责声明

此研究报告系华宸未来基金管理有限公司（“本公司”）准备，本公司的基金经理可能在为其客户管理投资组合中使用此报告。华宸未来基金管理有限公司将此报告选择性地派发给其客户（包括潜在客户）仅为提供参考信息之目的，而并不应被视为对买入或卖出此报告中提及的任何证券的建议。此报告非针对任何特定接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求而作出。报告中提及的证券或市场可能不对所有类型的投资者开放。

此报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道，但本公司不对其准确性或完整性提供任何直接或隐含的声明或保证。此报告非作为对相关证券或市场的完整表述或概括。任何所表达的意见可能会更改且不另外通知。此报告不应被接收者作为对其独立判断的替代。本公司或本公司的相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此报告的全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。

负责准备此报告的分析师、策略师及研究助理确认其对此报告中提及的证券的观点已得到清晰表述，并且在其知情的范围内，他们/她们及其财产上的利害关系人与这些证券不存在利害关系。他们/她们的薪酬取决于多种因素，包括研究质量、内部和外部客户反馈、华宸未来基金管理有限公司的整体收入等，但不以在此报告中表达某一特定的投资建议为交换条件。

本报告的著作权及其相关知识产权归本公司所有，本公司对此保留一切权利。未经华宸未来基金管理有限公司事先书面许可，任何人不得将此报告或其任何部分以任何形式进行派发、复制或发布，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节或修改。