

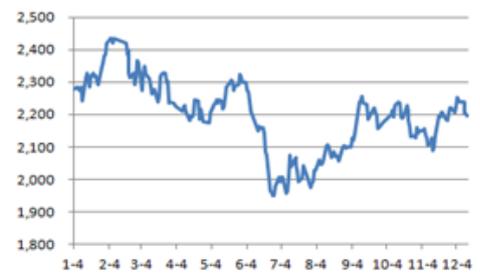
--控制地方债务成为明年经济工作重点

2013 年 12 月 17 日

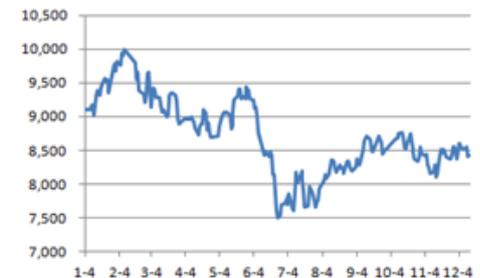
投资要点

- 尽管从总体基调上来看与之前的三中全会、政治局会议一脉相承，继续强调‘稳中求进’、突出改革创新，以改革促发展、转方式调结构、民生改善等，本次中央经济工作会议也出现了一些明显的变化：对债务风险的重视。此次会议明确提出“要把控制和化解地方政府性债务风险作为经济工作的重要任务”，将控债务风险提升到了前所未有的高度，明显比十八届三中全会传递出来的信号更紧。考虑到传统产业产能去化在 2014 年大概率会加快（在此次会议中决策者专门提到要抓好“化解产能过剩中出现的下岗再就业工作”，似乎意味着去产能会进入实质推进的阶段），因此明年的地方投资冲动将继续受到抑制，整体投资力度将维持偏弱格局，短期内传统投资周期类板块继续承压。
- 从海外的情况来看，美国两党日前达成预算协议，允许未来两年美国政府支出增加 630 亿美元，同时要求长期减少 230 亿美元赤字，成为过去 2 年内两党合作的一个重大成果，降低了财政问题上的政治风险。同时，美国 11 月零售销售环比增 0.7%，反映了消费者信心的增强，让市场对美国四季度 GDP 保持乐观，可能促使美联储于近期开始缩减 QE。
- 从国内经济的角度来看，11 月出口增 12.7%超预期，与美欧经济改善一致，反映外需回升；而 11 月进口增速仅为 5.3%，显示内需仍较为疲软。11 月社零售名义增 13.7%、实际增 11.8%，好于预期；必需消费增长平稳，家电、电子、建材装潢等可选商品零售明显加速。未来内需分化将持续：一方面，利率市场化增加企业融资成本，控债务约束投资扩张；另一方面，利率上升增加居民储蓄收入，有利消费成长，未来更看好国内的消费与产业升级推进。
- 新一轮国资国企改革渐成燎原之势：继珠海、南宁、新疆出台国企改革措施后，近期上海、广东（广州、深圳）、安徽、山东等地国企改革政策也有望陆续出台。企业改革步伐明显加快：青岛海尔、兰生集团、百事通、江淮汽车等均通过不同举措推进落实国企改革，且在改革方案与激励力度上较前期均有较大突破，从中期看，国企改革主题将贯穿明年投资的整个始末。

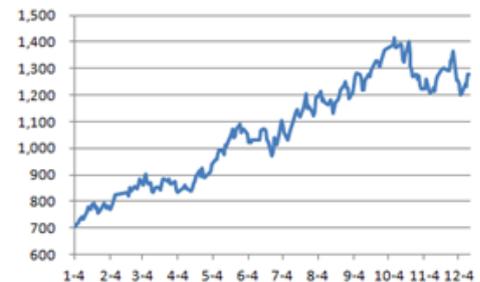
上证指数走势图



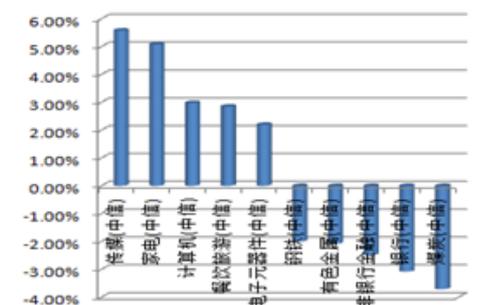
深圳成指走势图



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	IF1312
涨跌幅	-1.83%	-1.14%	1.16%	5.91%	-1.86%	-2.14%

上周上证综指下跌 1.83%，深成指下跌 1.14%，中央经济工作会议 10 日在北京召开，市场分析会议可能在明年的宏观政策上淡化增长，同时把改革作为重点。因此在蓝筹股上涨乏力的同时，资金再次追捧以创业板为代表的成长股，上周创业板涨幅达 5.91%。

行情走势回顾：周一沪指高开后受银行地产煤炭等权重板块的拖累走低，但以互联网为代表的创业板股票似乎消化了 IPO 利空带来的影响，全天强势反弹涨近 3%，创业板权重华谊兄弟更是强势涨停。周二两市小幅高开，沪指在上海本地股的带动下一度快速冲高至 2250，但是受创业板高开低走的拖累，沪指回落翻绿，午后维持弱势震荡的格局连收四根小阴线。周三受欧美股市走势拖累，两市低开后持续走低，金融股成为砸盘的主力，创业板早盘逆势上涨一度涨幅近 2%，午后沪指持续低迷一路下挫跌破 2200，在抄底资金的支撑下尾盘小幅回升守住 2200。周四两市低开后在石油板块带动下迅速冲高，但是沪指在金融股萎靡的拖累下回落跌至 2200 下方，午后两桶油忽然发力带领大盘急速冲高，但其他板块并未跟进，两市再度回落。周五两市低开后小幅盘整，临近午盘石油等权重板块忽然快速拉升，午后沪深两市均出现回落，银行板块全天低迷。

上周涨幅靠前的行业是传媒、家电和计算机。传媒行业，临近年末电影贺岁档大幕开启，多部影片将迎吸金潮。光线传媒的四大名捕、华谊兄弟的私人定制票房都值得期待。家电股上周大涨，上周青岛海尔与阿里巴巴集团达成战略投资合作协议，青岛海尔复牌后一字涨停；近日首届中国智能家电趋势高峰论坛上，中国家电商业协会预计智能家电产值将由现在 50 亿元飙升至 1 万亿元。计算机行业上周的下跌释放了行业的风险，市场开始重新评估近期 4G 牌照发放、高铁信息化等利好事件对行业的积极影响。

上周跌幅靠前的行业是煤炭、银行和非银行金融。券商跌幅靠前，11 月市场股票交易额环比有所下降，导致券商的 11 月净利润出现同比下滑，其中太平洋（-257%）、国海证券（-112%）、海通证券（-81.4%）降幅较大，上周主板市场的下跌也让券商行业将首当其冲地面临系统性风险。煤炭行业，近日财政部建议明后年尽快普及环境税资源税，市场预期随着各地治理空气污染工作的开展，煤炭消费量将进一步被抑制，同时随着经济转型，国家将加大对煤炭过剩产能的淘汰力度。银行业，中组部上周公布对地方领导政绩考核新规，提出不以 GDP 论英雄，地方干部考核不搞 GDP 排名，借债留下烂账可追责。银行业明年可能会面临政策预期、利率市场化和资产质量等多重风险。

二、市场分析

尽管从总体基调上来看与之前的三中全会、政治局会议一脉相承，继续强调‘稳中求进’、突出改革创新，以改革促发展、转方式调结构、民生改善等，本次中央经济工作会议也出现了一些明显的变化：对债务风险的重视。此次会议明确提出“要把控制和化解地方政府性债务风险作为经济工作的重要任务”，将控债务风险提升到了前所未有的高度，明显比十八届三中全会传递出来的信号更紧。考虑到传统产业产能去化在 2014 年大概率会加快（在此次会议中决策者专门提到要抓好“化解产能过剩中出现的下岗再就业工作”，似乎意味着去产能会进入实质推进的阶段），因此明年的地方投资冲动将继续受到抑制，整体投资力度将维持偏弱格局，短期内传统投资周期类板块继续承压。

从海外的情况来看，美国两党日前达成预算协议，允许未来两年美国政府支出增加 630 亿美元，同时要求长期减少 230 亿美元赤字，成为过去 2 年内两党合作的一个重大成果，降低了财政问题上的政治风险。同时，美国 11 月零售销售环比增 0.7%，反映了消费者信心的增强，让市场对美国四季度 GDP 保持乐观，可能促使美联储于近期开始缩减 QE。

从国内经济的角度来看，11 月出口增 12.7%超预期，与美欧经济改善一致，反映外需回升；而 11 月进口增速仅为 5.3%，显示内需仍较为疲软。11 月社零售名义增 13.7%、实际增 11.8%，好于预期；必需消费增长平稳，家电、电子、建材装潢等可选商品零售明显加速。未来内需分化将持续：一方面，利率市场化增加企业融资成本，控债务约束投资扩张；另一方面，利率上升增加居民储蓄收入，有利消费成长，未来更看好国内的消费与产业升级推进。

新一轮国资国企改革渐成燎原之势：继珠海、南宁、新疆出台国企改革措施后，近期上海、广东（广州、深圳）、安徽、山东等地国企改革政策也有望陆续出台。企业改革步伐明显加快：青岛海尔、兰生集团、百事通、江淮汽车等均通过不同举措推进落实国企改革，且在改革方案与激励力度上较前期均有较大突破，从中期看，国企改革主题将贯穿明年投资的整个始末。

三、宏观政策跟踪

1、中央经济工作会议确定明年整体工作步调

12月10日至13日，中央经济工作会议在北京举行，会议布置了2014年经济重点工作，确定了保障国家粮食安全、大力调整产业结构、防控债务风险等六大任务。此次会议除了讨论明年宏观经济政策之外，还专门于12及13日两天讨论了城镇化的问题。

本次会议确定了2014年经济“稳中求进”的总基调：‘宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底’和‘积极的财政政策和稳健的货币政策’基本符合之前中央政治局会议的定调。对于改革，会议强调‘要把握大局、扎实推进，坚持胆子要大、步子要稳’，并对地方、部委和中央层面的改革推进原则进行了系统表述，有利于稳定甚至抬升市场对改革落地的预期。

由于明年中央“两会”才会具体确定2014年GDP、CPI和新增就业等数量目标，本次会议主要突出了工作要点。其中最明显的变化是对债务风险的重视。此次会议明确提出“要把控制和化解地方政府性债务风险作为经济工作的重要任务”，将控债务风险提升到了前所未有的高度，明显比十八届三中全会传递出来的信号更紧。考虑到传统产业产能去化在2014年大概率会加快（在此次会议中决策者专门提到要抓好“化解产能过剩中出现的下岗再就业工作”，似乎意味着去产能会进入实质推进的阶段），因此控制地方政府性债务与金融风险积聚属于未雨绸缪之举。

从此次经济工作会议传递出来的信号来看，明年并不会出现改革措施的“大爆炸”式推出，而是在维持经济社会稳定的前提下，逐步推进。按照经济工作会议的安排，明年地方和行业层面的改革可能会推出不少，但全国层面的改革则可能仍停留在制定计划的阶段。

关注结构调整发力和风险防控加强背景下，重点工作推行中的结构性机会和改革主线。一方面，会议对2014年重点工作的直接安排会带来一些结构性机会，粮食安全概念的市场热度会提升，保障房建设推进可能会加速，而环境治理与生态保护的政策力度加大更明确。另一方面，会议提高了改革推进期的政策执行可信度，短期的看点可能在于地方改革试点、以及已有明确表述的中央部委推进改革，如国企改革、新型城镇化与对外开放等。另外，还可以关注结构调整发力的情况下传统产业因产能去化和技术升级带来的机会。

2、中央城镇化会议在京召开，推动农民工市民化

中央城镇化工作会议在京召开，会议要求：推进以人为核心的城镇化、以有序实现市民化为首要任务，坚持绿色循环低碳发展。会议共提出六大任务：一、推进农业转移人口市民化；二、提高城镇建设用地使用效率；三、建立多元资金保障体制；四、优化城镇化布局和形态；五、提高城镇建设水平；六、加强对城镇化的管理。

决议中将农民工市民化问题放在城镇化任务的首位，表明‘以人为本、有序实现市民化’是未来新型城镇化进程的首要任务。而农民工市民化的关键是，户籍制度及其背后的公共服务保障制度。会议提出‘全面放开建制镇和小城市落户限制，有序开放中等城市落户限制，合理确定大城市落户条件，严格控制特大城市人口规模。推进农业转移人口市民化要坚持自愿、分类、有序’，总体上延续了十八届三中全会《决定》中关于户籍制度的提法，预计相关改革细则将较快落地，而且新型城镇化将在基本公共服务均等化方面实现实质性突破。

关于新型城镇化建设的资金来源问题，会议提出了多元化的融资渠道：政府层面，‘逐步建立地方主体税种’、‘同农业转移人口市民化机制挂钩’的‘财政转移支付’以及‘地方债发行’；社会层面，‘鼓励社会资本参与城市公用设施投资运营’，配套的城市基础设施建设以及公共服务领域将成为民资可进入的领域。

会议后三项任务体现出城市规划和布局方面的新意，通过优化布局、提升建设水平、强化管理水平增强中国城市群的“硬实力”（轨道交通、环境保护、基础设施）和“软实力”（政府管理水平、吸引人才的优惠政策、承接产业转移的优惠政策）。同时，新型城镇化将极力避免过去“千城一面”的城市规划问题、注重因地制宜、特色化的城市建设。

3、中组部印发领导考核相关新规：考核方向发生较大调整

中央组织部近日印发《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》，规定今后对地方党政领导班子和领导干部的各类考核考察，不能仅仅把地区生产总值及增长率作为政绩评价的主要指标，不能搞地区生产总值及增长率排名，中央有关部门不能单纯依此衡量各省（自治区、直辖市）的发展成效，地方各级党委政府不能简单地依此评定下一级领导班子和领导干部的政绩和考核等次，对限制开发区域和生态脆弱的国家扶贫开发工作重点县取消地区生产总值考核。

通知要求：加强对政府债务状况的考核，把政府负债作为政绩考核的重要指标，强化任期内举债情况的考核、审计和责任追究，防止急于求成，以盲目举债搞“政绩工程”；注重考核发展思路、发展规划的连续性，把积极化解历史遗留问题，是否存在“新官不理旧账”“吃子孙饭”等问题，作为考核评价领导班子和领导干部履职尽责的重要内容。

此次考核新规主要有两大看点：一是淡化 GDP 增速考核，增加质量效益和可持续指标；二是，加强政府债务的考核，强化任期审计和离任追责。此举昭示新政府改革转型决心，将有效降低地方举债投资的冲动。

4、国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》：新三板扩容箭在弦上

本次新三板方案的主要变化在于：1) 提升新三板地位，将其与沪市、深市交易所并列，成为全国性的股票交易所；2) 区域拓展至全国，上市公司不再局限于中关村、天津滨海、武汉东湖、上海张江，全国范围内企业只要符合条件均可申报；3) 淡化盈利要求，明确不盈利公司亦可挂牌，只要“股权结构清晰、经营合法规范、公司治理健全、业务明确并履行信息披露义务的股份公司”均可以申请在新三板上市；4) 行业限制取消，不再局限于高科技企业；5) 转板、审核简化，转板路径更为顺畅，申请登录新三板公司的审核依股东人数（是否超过 200 人），新三板上市企业亦根据定增后股东人数是否超 200 人（定增后），决定是否需要审核。

自去年 8 月国务院批准“新三板”市场相关建设方案，已有总共 351 家企业登录新三板，累计总市值达 410 亿元，平均每家公司 1.2 亿元。此次决定发布后，新三板将不仅针对北京、上海、武汉及天津高新园区企业，而是全国所有符合条件企业，不受高新园区、所有制以及高新技术企业限制。考虑到高新园区企业数已超 60000 家，倘若有 20% 企业最终挂牌，则新三板市场将成为一个万亿级别的场外市场。

政策当局鼓励新三板意图非常明显，即构建多层次资本市场体系，以市场化的方式来鼓励一批型企业，激发市场主体创新精神，改变过去创新回报低、回收慢的格局。可以预见，全国各类商业模式和创新将由此被激发，长期来看无疑有助于推动经济结构转型升级。

短期新三板对股市资金面影响较小：1) 新三板公司规模很小，融资非常少，过去 14 个月新三板总共 56 次定增才融资不到 11 亿，平均融资不到 2000 万；2) 新三板定位于以机构投资者市场为主，短期对主板、中小板、创业板以中小投资者为主体的资金面影响不大。但是其对创业板的长期定价的影响不可忽视。1) 虽然没有直接分流现有股票市场资金，但是新三板的推出相当于提供了更高风险、收益的投资选择，无形之中分流了部分资金，中小投资者的资金也可以逐步通过基金、理财等进入该领域；2) 创业板公司股指整体 50 倍以上，新三板平均不到 20 倍（含部分不交易公司），二者相较后者估值更具吸引力，新三板扩容对投资者投资高估值创业板股票风险偏好将有所削弱。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况：资金利率走势平稳

上周二和周四分别有 180 亿元 7 天逆回购到期和 190 亿元 14 天逆回购到期。财政部三个月国库现金定存中标利率 6.3%(上次 6.0%)，创历史新高。上周实现货币净投放 570 亿元。

总体来看，上周资金相对宽松、走势平稳。交易所 7 天回购利率在 4.39%-4.52%。

图 1: Shibor 一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2013/12/9	3.62	4.49	4.88	5.45	-8	-6	-18	-15
2013/12/10	3.56	4.44	4.72	5.30	-6	-4	-16	-15
2013/12/11	3.51	4.33	4.55	5.24	-5	-12	-17	-6
2013/12/12	3.46	4.31	4.51	5.42	-5	-2	-4	18
2013/12/13	3.43	4.30	4.41	5.42	-3	0	-10	1

图 2: 银行间质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2013/12/9	3.60	4.49	4.86	5.57	-6	-6	-21	-12
2013/12/10	3.54	4.43	4.69	5.36	-6	-6	-16	-21
2013/12/11	3.50	4.34	4.56	5.57	-4	-9	-14	20
2013/12/12	3.46	4.31	4.52	5.89	-4	-3	-4	32
2013/12/13	3.44	4.31	4.42	5.72	-2	0	-10	-17

图 3: 交易所质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	GC001	GC007	GC014	GC028	GC001	GC007	GC014	GC028
2013/12/9	3.80	4.52	4.81	5.31	-6	15	19	-8
2013/12/10	3.76	4.39	4.76	5.38	-4	-13	-5	8
2013/12/11	3.56	4.51	4.76	5.50	-20	12	0	11
2013/12/12	2.02	4.46	4.78	5.52	-154	-6	2	3
2013/12/13	4.35	4.49	4.83	5.44	233	4	5	-8

2、一周债券市场：债券利率小幅上行

上周的债券计划发行规模为 1774 亿元。

利率债方面，周二发行的国开行五期增发债中标收益率均高于市场预期。国开行一年期固息增发债中标收益率 5.3159%，预期 5.25%；三年期固息增发债中标收益率 5.4899%，预期 5.45%；五年期固息增发债中标收益率 5.5445%，预期 5.47%；七年期固息增发债中标收益率 5.6740%，预期 5.55%；10 年期固息增发债中标收益率 5.7592%，预期 5.57%。周三进行了 7 年期国债的招标，中标利率为 4.6176%，与前一日二级市场估值接近。

信用债方面，上周发行 9 支企业债，计划发行规模 63 亿元；发行 12 支中票，计划发行规模 95 亿元；发行 15 支一般短期融资券，计划发行规模 100 亿元。9 支企业债均为城投债，主体评级多数为 AA，票面利率分布在 7.97-8.30 之间。

上周银行间现券交易量 4,264 亿元；回购总金额 30,977 亿元。其中国债成交 1,037 亿元，较上

周成交量有所放大；金融债成交 1,588 亿元；企业债成交 465 亿元；中票成交 812 亿元。

上周利率债收益率各期限品种仍以上行为主。信用债仍然延续近期的低迷，各期限产品收益率以继续上行为主。

五、行业信息跟踪

1、住建部着力推进保障房建设

住建部、财政部和发改委发布《关于公共租赁住房 and 廉租住房并轨运行的通知》，决定从 2014 年起，各地公共租赁住房和廉租住房并轨运行，将从统筹建设、统一受理、统一轮候原则和完善租金定价机制等四个方面推进。

公租房并轨是指公租房与廉租房并轨运行，然后通过财政发放房租补贴的方式，区别对城市低保人群和城市低收入人群等进行住房保障的手段，对于低保人群提供大比例租金补贴，并逐级根据保障对象收入水平，制定与之对等的租金补贴政策，从而完成对应人群的住房保障。

共有产权房是保障房的补充形式，其显著特点在于价格形成机制。购房人与政府或投资人共享产权，形成产权主体多元化，以后出售房屋所得按比例分成，减小购房者的压力。目前，这种方式在上海、安徽、四川等地已经开始试点。主要方法是政府让渡部分土地出让收益，有的还给予适当财政补助、税费减免，以降低住房的建设成本，然后以低于市场价格配售给符合条件的购房家庭。在配售时，在合同中明确共有双方的产权份额及将来上市交易的条件和增值所得的分配比例。

保障房种类与体系的不断完善，是推进城镇化建设的重要配套手段。

2、交通部发布老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新实施方案通知

通知内容主要包括：1) 补贴基准：鼓励具有远洋和沿海经营资格的中国籍老旧运输船舶和单壳油轮提前报废更新，根据不同船型类型、提前报废年限，中央财政安排专项资金按 1500 元/总吨的基准对报废更新船舶给予补助；2) 补贴方式：补助资金按各 50%的比例分别在完成拆船和造船后分两次发放；3) 补贴范围：2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日期间拆解完毕的老旧运输船舶和单壳油轮，以及拆解后更新的船舶，报废船舶需 2012 年 12 月 31 日前已取得船舶所有权并持有有效船舶登记证书和检验证书，且为中国籍。新建船舶类型由企业自主选择。

短期而言，老旧运输船舶及单壳油轮提前报废更新政策有利于改善航运企业现金流。按最新的补贴基准测算，行业补贴金额有望达到 100 亿元。鼓励老旧船及单壳油轮提前报废更新，相当于将航运企业资产负债表的账面净资产及残值转变货币资金，对于现金流非常稀缺的航运行业来说是正面因素。

中长期而言，船价较低以及航运企业面临船舶更新升级换代需求，此次鼓励提前报废将有助于航运企业改善中长期的船舶资产结构，对于航运与造船企业形成利好。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Apr	13-May	13-Jun	13-Jul	13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov
GDP	同比%			7.5			7.8		
PMI	指数	50.6	50.8	50.1	50.3	51	51.1	51.4	51.4
工业增加值	同比%	9.3	9.2	8.9	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0
社会消费品零售	同比%	12.8	12.9	13.3	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7
固定资产投资	累计同比%	20.6	20.4	20.1	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9
出口	同比%	14.7	1	-3.1	5.1	7.2	-0.3	5.6	12.7
进口	同比%	16.8	-0.3	-0.7	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3
贸易盈余	亿美元	182	204	271	178	285	152	311	338
CPI	同比%	2.4	2.1	2.7	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0
PPI	同比%	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4
M2	同比%	16.1	15.8	14	14.5	14.7	14.2	14.3	14.2
M1	同比%	11.9	11.3	9.1	9.7	9.9	8.9	8.9	9.4
新增贷款	亿元	7923	6674	8605	6999	7113	7870	5061	6246
社会融资总量	亿元	17,619	11,856	10,375	8088	15,700	14,049	8564	12300
外汇占款变动	亿元	2,944	669	-412	-245	273	1,264	4416	
财政收入	同比%	6.1	6.2	12.1	11.0	9.2	13.4	16.2	15.9
财政支出	同比%	18	12	3	-1.8	6.5	10.1	22.0	4.9
财政收支差额	亿元	2,123	2,483	-727	2,494	-1,019	-3,494	1628	-3532

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 中央经济工作会议、全国城镇化工作会议、中央农村工作会议将接踵而至。
2. 安邦财险单日投 136 亿溢价 10%增持招行。
3. 贺岁档大幕开启 多部影片将迎吸金潮。

利空：

1. 副主席阎庆民：银监会酝酿加快推出银行破产条例。
2. 上周共有 25 家上市公司解禁市值 267.4 亿元。
3. 财政部建议明后年尽快普及环境税资源税，会加重传统行业的运营成本。

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。