

证券研究报告

2018年5月28日

2018年中期策略研讨会

资管新规的影响与机遇

--非银金融行业2018年中期策略报告

行业评级：增持

姓名：刘欣琦（分析师）

邮箱：liuxinqi@gtjas.com

电话：021-38676647

证书编号：S0880515050001

姓名：齐瑞娟（分析师）

邮箱：qiruijuan@gtjas.com

电话：010-59312859

证书编号：S0880517060001

姓名：高超（分析师）

邮箱：gaochao019722@gtjas.com

电话：010-59312763

证书编号：S0880517040001

姓名：严哲铭（研究助理）

邮箱：yanzheming@gtjas.com

电话：021-38674624

证书编号：S0880117100120

姓名：曾广荣（研究助理）

邮箱：zengguangrong@gtjas.com

电话：021-38674875

证书编号：S0880118040020



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

投资要点（行业评级：增持）

01

资管新规的投资机会：资产端看好不良资产行业，资金端推荐第三方财富管理公司

资管新规下非标类资产压力剧增：资管新规下，通过理财资金对接非标资产的规模预计将大幅下降。相关缺乏资金回流能力的行业预计将受到一定负面影响；同时原有理财资金也有寻找新理财方式的需要。

资金端，第三方财富管理公司、保险公司预计将受益：与银行相比，大型第三方财富管理公司对于PE等产品提供能力更强，第三方财富管理公司迎来发展机遇；同时作为具有“法定刚性回报”的保险产品也有望受益。

资产端，不良资产行业有望迎来发展机遇：理财增量资金尤其是投向非标类资产的减少有望带来不良资产机会。推荐吉艾科技。

02

保险行业：负债端边际改善，估值处于低位

新单增速有望迎来改善：由于低基数效应及二季度费用投入的增加，二季度上市公司新单增速预计将出现一定幅度的改善，费用投入越大、基数越低的保险公司，有望改善更为明显。

估值底部，建议增持新华保险和中国平安：目前板块估值处于历史底部区域，费用投入增加的新华保险及基数较低的中国平安有望迎来负债端相对同业更为明显的改善，建议增持新华保险和中国平安。

03

券商行业：强者愈强，看好龙头券商资产端的创新

强者愈强，集中度提升趋势更加明显：由于业务结构和监管原因，龙头券商收入和利润市场份额集中度大幅提升，预计提升趋势更将延续，后续集中趋势更为显著。

国际化背景下，龙头券商有望迎来资产端发展机遇：金融国际化初期，预计对国内券商冲击较小；但长远来看，国内券商有提升产品创设能力的需要，预计监管也将对龙头券商资产端有所松绑，提升券商服务能力。推荐中信证券、海通证券和广发证券。

目录 / CONTENTS

- 01 **资管新规的机遇：AMC及第三方财富管理公司迎来机会**
- 02 **保险：负债端边际改善，估值底部，收益风险比高**
- 03 **券商：向龙头集中优势更加明显**

01

资管新规出台背景：规范资产投向与无风险利率

现有银行理财模式弊端：

- 资金端：资金池模式，借用银行信用背书，使风险资产未被正确定价，干扰了无风险利率。
- 资产端：投入银行表内限制投向的基建及房地产等领域；资金池模式无法反映资产真实风险。

图1：银行理财的资产端和资金端

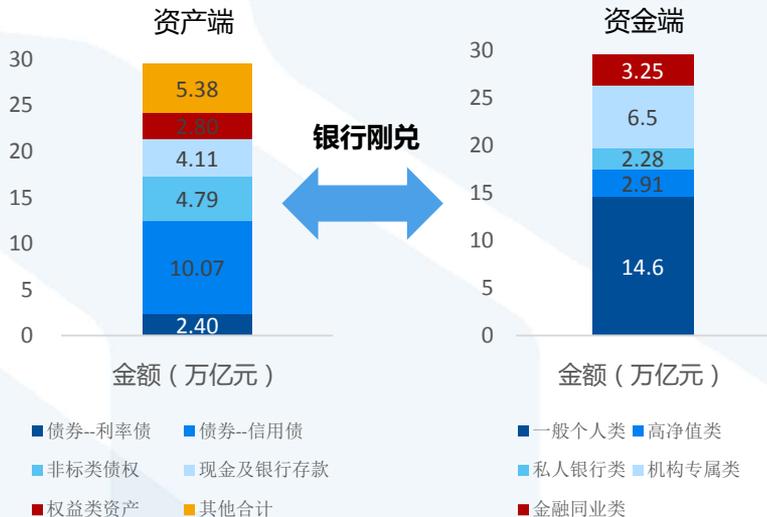


图2：理财刚兑属性拉高了无风险利率



资料来源：wind，《中国银行业理财市场报告》，国泰君安证券研究

01 资管新规的主要变化：规范资金运用与来源

资管新规的主要变化：

- 资金端：通过投资者适当性管理、统一产品分类和监管标准、打破刚兑、产品净值化等手段，使得风险能被正确定价。
- 资产端：通过杠杆率限制、禁止多层嵌套，限制理财资金投向高风险领域，非标债权和非上市股权投资受限。

图3：新规下的资产端与资金端监管变化

资产端监管变化		资管 新规	资金端监管变化	
1、资产端投向更为严格	非标债权和非上市股权投资受限		1、投资者适当性管理加强	1) 产品区分公募及私募, 2) 合格投资人门槛抬升
2、禁止多层嵌套	不能超过1层嵌套		2、统一产品分类和监管标准	消除套利空间
3、明确杠杆率, 限制权益类杠杆率	1) 固收杠杆率不超3:1; 2) 混合类杠杆率不超2:1; 3) 权益类杠杆率不超1:1		3、打破刚兑、产品净值化	产品净值化管理, 金融资产公允价值计量

资料来源：人民银行网站，国泰君安证券研究

01

资管新规的主要影响：理财规模受压，非标资产尤甚

资管新规的主要影响：

- **理财规模受压，短期新增量大幅萎缩**：对于大部分银行理财客户而言，风险偏好较低，净值化且不刚兑后的产品吸引力有所下滑，尤其在过渡期内，由于预期收益率与净值化产品同时发售，更会影响新增量。



资料来源：wind，国泰君安证券研究

01

资管新规的主要影响：理财规模受压，非标资产尤甚

资管新规的主要影响：

- **非标资产受资管新规负面影响尤甚**：由于新增非标资产资产需要发行净值化且不刚兑产品，同时合格投资者门槛将遵循私募产品规定，非标类资产需求将大幅减弱，在所有资产中受资管新规影响最大。

图5：银行理财非标类债权资产结构（2015）

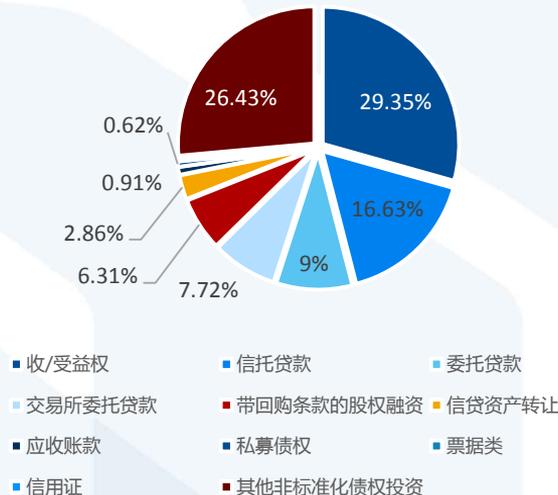


图6：预计资管新规下非标类业务大幅下滑因素

资金端：私募化、净值化、不保本保息

- 私募化：合格投资者，非社会公众
- 净值化：非预期收益率产品，吸引力下降
- 不保本保息：即使是优先级也不能保本保息

资产端：限杠杆

- 权益类非标资产受制于不超1:1杠杆的规定

资料来源：《中国银行业理财市场报告》，国泰君安证券研究

01

资管新规对金融行业影响：信托行业的影响主要在资金端

信托产品的资金端受到一定影响：

- 通道类信托产品将大幅萎缩，但对行业营收影响较低：2017年底通道类业务占信托比近60%，预计将大幅压缩，但对信托行业整体营收影响较低。
- 主动类信托产品的资金端受到一定负面影响：未来信托公司的融资能力成为关键

图7：通道类信托业务受资管新规影响的敏感性分析

敏感性分析: 银信通道规模收缩造成行业收入减少 (亿元)		银信通道业务每年缩减比例假设		
		2.5年	3年	3.5年
		40%	33%	29%
信托通道业务报酬率假设	0.110%	-63.5	-52.9	-45.4
	0.140%	-80.8	-67.4	-57.7
	0.170%	-98.2	-81.8	-70.1

敏感性分析: 银信通道规模收缩造成的行业每年收入减少比例 (%)		银信通道业务每年缩减比例假设		
		2.5年	3年	3.5年
		40%	33%	29%
信托通道业务报酬率假设	0.110%	-5.0%	-4.2%	-3.6%
	0.140%	-6.3%	-5.3%	-4.5%
	0.170%	-7.7%	-6.4%	-5.5%

资料来源：wind，国泰君安证券研究

01 资管新规对金融行业影响：券商影响较低

资管新规对券商资管的影响主要在资金池业务，影响有限：

- 自2017年5月以来，券商资管资金池业务监管加剧，目前预计存量业务占比较低，对于券商基本面的影响有限。

图8：资金池业务对券商业绩影响有限

项目	发售规模/占比
券商集合资管计划规模（万亿）	2.11
初步判断大集规模（亿）	8000亿左右
预计涉及资金池业务规模（亿）	2000亿
资金池业务平均费率	0.50%
大集合业务预计收入（亿）	40亿
资金池业务预计收入（亿）	10亿
券商资管业务收入（亿）	301.21
证券公司营业收入合计（亿）	3113.28
大集合业务占券商资管收入比例	13.28%
资金池业务占券商资管收入比例	3.32%
资金池业务占券商整体收入比例	0.32%

资料来源：wind，证券业协会，国泰君安证券研究

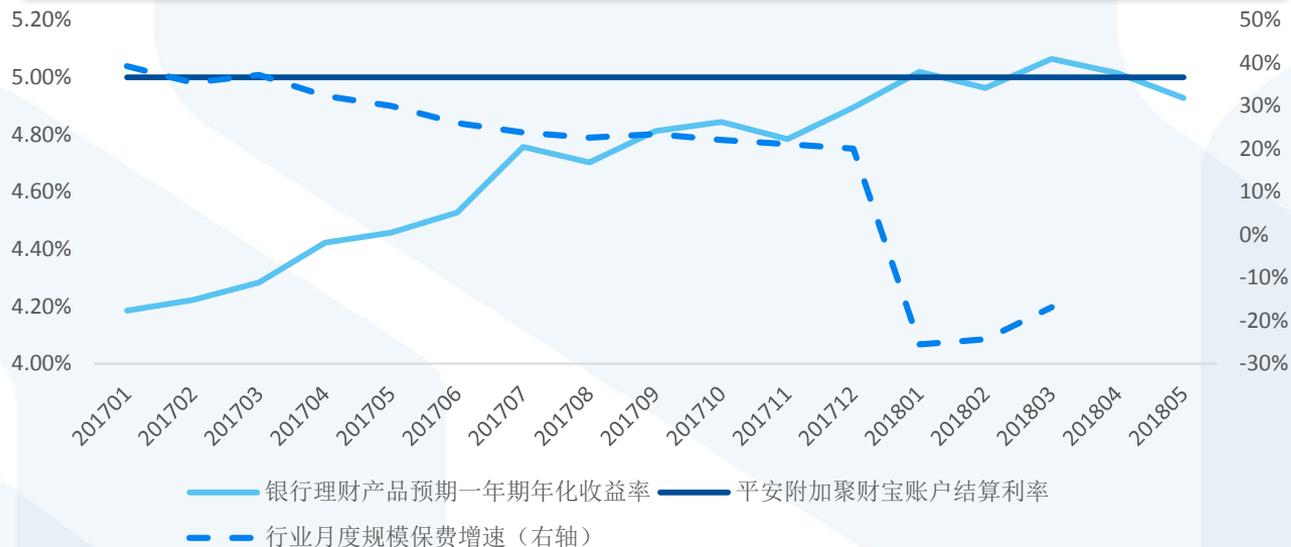
01

资管新规对金融行业影响：利好长期保险产品的销售

资管新规下，具有预定利率的保险产品将更受青睐：

- 银行理财收益率高企，影响了2018年1季度保险行业的保费增速。
- 长期来看，无风险利率下降、打破刚兑后，除存款外具有“法定刚性回报”的保险产品竞争力有望凸

图9：18年一季度理财型保险产品受制于银行理财收益率高企销量受到负面影响



资料来源：wind，公司官网，银保监会官网，国泰君安证券研究

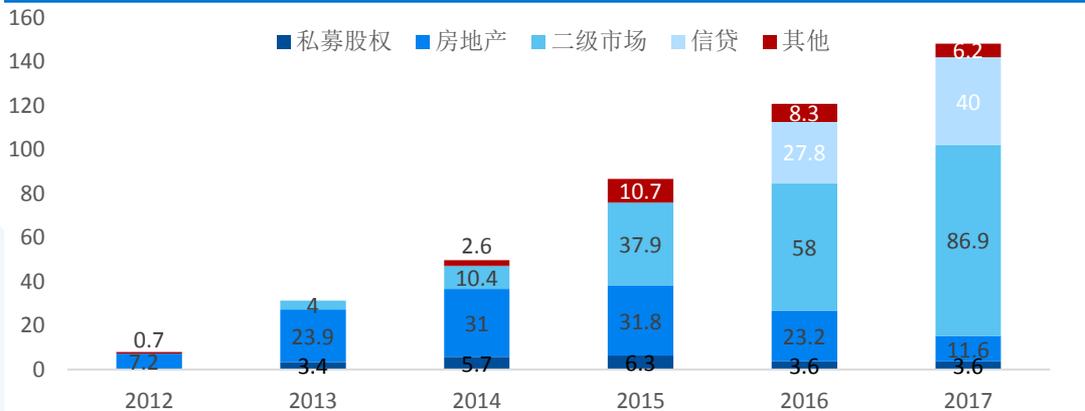
01

资管新规对金融行业影响：第三方财富管理公司将受益

资管新规下，具有产品优势的第三方财富管理公司更为受益：

- 尽管银行具有资金端优势，但缺乏产品优势，大型第三方财富管理公司如诺亚财富、钜派投资更有优势。

图10：诺亚财富旗下歌斐资产资产配置比例（2012-2017年）



占比%	2012	2013	2014	2015	2016	2017
私募股权	0%	11%	11%	7%	3%	2%
房地产	91%	76%	62%	37%	19%	8%
二级市场	0%	13%	21%	44%	48%	59%
信贷	0%	0%	0%	0%	23%	27%
其他	9%	0%	5%	12%	7%	4%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

01

资管新规对金融行业影响：不良资产行业有望迎来发展期

非标萎缩带来不良资产行业的发展机遇：

- 资管新规下，非标需求大幅萎缩，暂时缺乏流动性的非标类资产有望为不良资产行业贡献业务来源。
- **具有处置能力、融资能力的上市公司更具优势，推荐吉艾科技：**资产端具有风险识别能力、资金端具有融资能力的AMC更有优势。

图11：资管新规下信用风险爆发事件预计加速

违约债券	日期	违约主体	企业性质
16富贵01	2018.5.9	富贵鸟股份有限公司	民营
11凯迪MTN1	2018.5.7	凯迪生态环境科技股份有限公司	民营
15中安消	2018.5.7	中安消股份有限公司	民营
12春和债	2018.4.24	春和集团有限公司	民营
14富贵鸟	2018.4.23	富贵鸟股份有限公司	民营
16亿阳04	2018.4.17	亿阳集团股份有限公司	民营
16环保债	2018.3.14	神雾环保技术股份有限公司	民营
13丹东港MTN1	2018.3.13	丹东港集团有限公司	中外合资企业
15丹东港MTN001	2018.3.12	丹东港集团有限公司	中外合资企业
16中城建MTN001	2018.3.1	中国城市建设控股集团有限公司	国企
16亿阳03	2018.2.28	亿阳集团股份有限公司	民营
15机床PPN001	2018.2.7	大连机床集团有限责任公司	民营
16丹港01	2018.1.29	丹东港集团有限公司	中外合资企业
16亿阳01	2018.1.27	亿阳集团股份有限公司	民营
15丹东港PPN001	2018.1.15	丹东港集团有限公司	中外合资企业
16大机床MTN001	2018.1.15	大连机床集团有限责任公司	民营
15川煤炭PPN001	2018.1.9	四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国企

资料来源：wind，国泰君安证券研究

目录 / CONTENTS

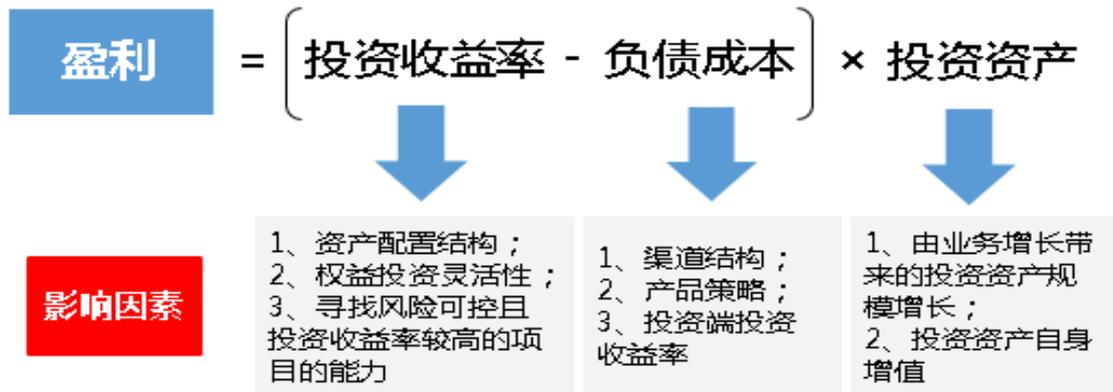
- 01 **资管新规的机遇：AMC及第三方财富管理公司迎来机会**
- 02 **保险：负债端边际改善，估值底部，收益风险比高**
- 03 **券商：向龙头集中优势更加明显**

02 保险公司：CRIA模型，投融资两端看商业模式

寿险行业研究框架：两大环节，一个公式

- 寿险公司经营两大环节：负债端，通过吸收保费形成负债端，吸收保费过程本质上是一个负债过程；投资端，通过负债形成资产，再做投资获取投资收益。
- 寿险公司商业模式的公式表征：CRIA模型，寿险公司的盈利=(投资收益率-负债成本)×投资资产规模。

图12：寿险公司盈利CRIA模型

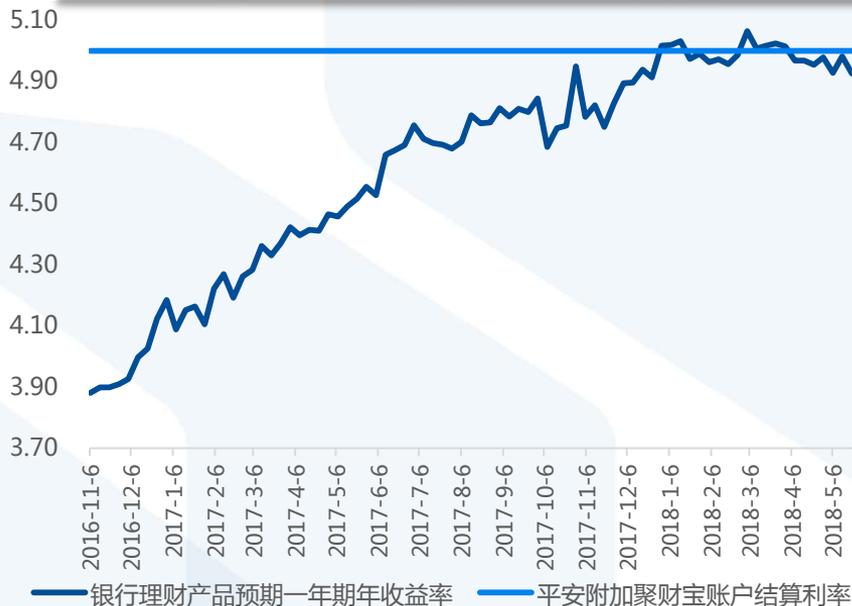


02

负债端：理财收益率高企影响开门红销售

开门红不佳主要由于其他理财产品收益率上行导致理财型险种竞争力下降。一季度之后各月的新单基数有所回落，4月开始已经出现回暖，直到9月前基数均相对较低。

图13：银行理财相对理财型保单吸引力增强



资料来源：wind，公司官网，公司公告，国泰君安证券研究

图14：寿险公司年初新单受到理财收益率高企的影响



02

负债端：保障型产品需求旺盛，后续新单改善仍可持续

保障型产品需求旺盛，后续新单增长有望超预期。

- 以健康险为代表的保障型产品需求依旧旺盛，随着开门红结束健康险保费增速将回升（年初理财销售较差影响了健康险销售）；
- 从销售节奏上来看，保障型产品占比将会逐季提升，新单后续有望超预期，预计二季度有望新单整体增速复苏。

图15：健康险需求强劲保费将恢复高增长



备注：健康险保费收入剔除了主要销售理财型健康险的公司数据。

资料来源：保监会官网，公司公告，国泰君安证券研究

图16：后续保障型产品新单占比预将提升

单位：百万		2017H	2017
中国平安	保障型新单保费	29,518	53,588
	个险新单保费	84,596	121,798
	保障型新单保费占比	34.89%	44.00%
新华保险	健康险新单保费	6,951	11,175
	个险新单保费	13,711	23,404
	健康险新单保费占比	50.70%	47.75%
中国人寿	健康险新单保费	23,542	40,845
	个险新单保费	67,814	90,629
	健康险新单保费占比	34.72%	45.07%

02

投资端：中美贸易战缓和、美国加息预期高涨，投资端预期企稳

市场利率企稳回升利好投资端预期企稳

- 中美贸易战趋于缓和，经济增长悲观预期释放，经济有望企稳；
- 当前市场对美国的加息预期高涨，有望提振无风险利率预期。

图17：市场利率自4月中旬开始企稳回升



资料来源：wind，国泰君安证券研究

02

国内保险股：立足NBV的角度仍被低估

如关注负债端成长性，则国内保险公司仍有估值修复空间

- 目前上市保险公司寿险业务P/NBV较潜在NBV增速而言仍较低。
- 如新华保险、中国太保等P/NBV显著较低，潜在NBV增速高的公司后续有望迎来估值提升机会；中国平安如科技板块估值提升也有望迎来估值提升机会。

图18：上市保险公司估值和NBV增速情况

公司	市值 (亿元)	集团估值 折价	非寿险业务板块估值 (亿元)	寿险业务估值 (亿元)	2018新业务价值 (亿元)	P/NBV	2012-2017年复合 NBV增速
中国平安	11,248	20%	3,319	10,741	759.19	14.15	33%
中国太保	3,012	0%	747	2,265	272.20	8.32	31%
新华保险	1,407	0%	0	1,407	120.82	11.64	24%
中国人寿	7,044	0%	0	7,044	535.91	13.14	24%

注：股价为2018年05月25日收盘价

资料来源：wind，公司公告，国泰君安证券研究

02

投资建议：增持评级

- 保障型需求旺盛将带来后续新单和新业务价值超预期，板块估值同样处于历史估值底部。
- 板块维持增持评级，推荐新华保险、中国平安、中国太保和中国人寿。
- 风险在于宏观经济增速下滑，利率下滑带来投资端预期恶化。

图19：A股保险公司估值数据

公司	代码	股价（元）	EVPS（元）			P/EV			投资评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
中国人寿	601628	24.92	30.06	34.66	39.93	0.83	0.72	0.62	增持
中国平安	601318	61.53	55.13	66.62	80.45	1.12	0.92	0.76	增持
中国太保	601601	33.24	37.17	43.45	50.60	0.89	0.77	0.66	增持
新华保险	601336	43.96	58.20	69.10	82.56	0.76	0.64	0.53	增持

注：股价为2018年05月25日收盘价

资料来源：wind，国泰君安证券研究

目录 / CONTENTS

- 01 **资管新规的机遇：AMC及第三方财富管理公司迎来机会**
- 02 **保险：负债端边际改善，估值底部，收益风险比高**
- 03 **券商：向龙头集中优势更加明显**

03

盈利依赖资本市场，Beta属性仍较高

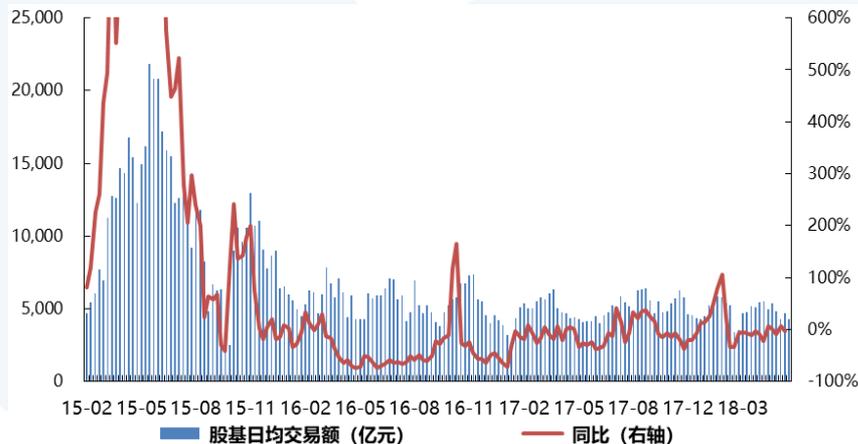
- 中国券商利差类收入占比低于银行和保险机构，高于基金和信托。究其原因在于缺乏稳定获取息差的产品，因而，相对银行和保险，杠杆仍偏低；
- 2012年行业创新大会以来，行业业务结构从单纯交易通道向资本中介转型，但目前与资本市场及其活跃度相关的业务占比仍超过65%，Beta属性较高。

图20：证券行业收入结构仍以交易驱动为主

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 H1	2017
经纪业务	38.93%	47.68%	40.32%	46.79%	32.10%	27.04%	26.37%
自营业务	22.41%	19.19%	27.29%	24.58%	17.33%	25.46%	27.66%
两融及股权质押	4.06%	11.59%	17.14%	10.28%	11.64%	13.77%	11.18%
小计	65.41%	78.46%	84.75%	81.64%	61.07%	66.28%	65.21%
资管业务	2.07%	4.41%	4.78%	4.78%	9.04%	9.74%	9.96%
投行业务	16.45%	10.89%	11.89%	9.24%	20.86%	15.39%	16.37%
其他	16.00%	6.00%	0.00%	4.00%	9.03%	8.60%	8.46%
合计	100%	100%	101%	100%	100%	100%	100%

资料来源：wind，证券业协会，国泰君安证券研究

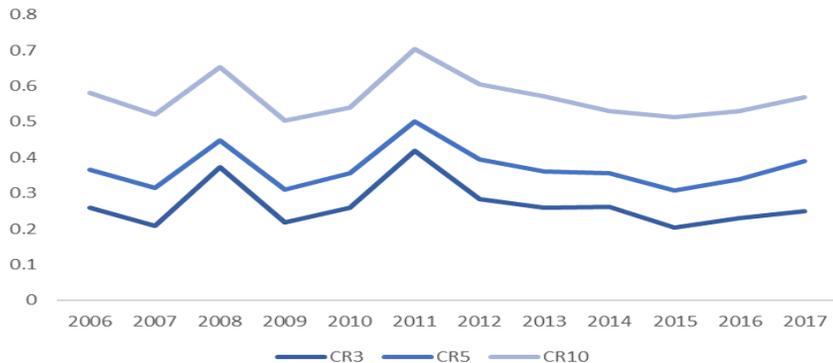
图21：股市场交易量成为券商业绩核心驱动因素



03 大券商竞争优势凸显，市场集中度出现上扬

- 行业集中度以及大券商市场份额在2008年和2011年两次极端行情下达到阶段最高点，大券商收入均衡、业绩稳定性更高是核心原因；2016年以来行业集中度再次上扬，除了大券商收入均衡、业绩稳健性更高的原因之外，亦有监管支持的原因在其中，新监管环境带来本轮行业集中度上扬的可持续性和加速性；
- 2017年大券商业绩显著领跑中小券商，且大幅跑赢行业，市场份额和集中度提升更加明显。2018Q1中信证券(+16.91%)等龙头券商业绩大幅跑赢上市券商平均水平(-10.88%)。

图22：行业净利润集中度经历两个阶段性高点后于2015年后再次上扬



资料来源：wind，国泰君安证券研究

图23：2017年大券商业绩大幅领跑行业



03

金融业对外开放加速，龙头券商更为获益

- 券商行业对外开放加速推进。17年11月财政部、证监会明确放宽证券期货业准入限制，标志我国在放宽金融服务业准入方面迈出实质性步伐；
- 18年以来部分大券商创新业务持续松绑，华泰、国君、广发、招商、中金等新获开展跨境业务资格试点。
- 在金融业对外开放的过程中，行业中有竞争力的大券商有望获得监管的重点支持。我们认为，大券商先行先试、控制创新风险有望成为主流；从目前跟踪的政策方向来看，证券行业的创新模式有望有从自上而下的“标准化创新”过度到自下而上的“自主创新”。

时间	文件	主要内容
2012	《外资参股证券公司设立规则》	外资股东持股证券公司比例由不超过1/3到不超过49%
2013	《关于建立更密切经贸关系的安排》(CEPA) 补充协议十	放开对港资、澳资参股证券公司比例至不超过51%，CEPA协议下成立的券商业务范围拓宽
2017.8	《关于促进外资增长若干措施的通知》	从五个方面提出促进外资增长政策措施，明确证券、保险等行业对外开放时间表、路线图
2017.11	国务院新闻办公室中美元首北京会晤经济成果吹风会	中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券公司持股比例限制放宽至51%，上述措施实施三年后，持股比例不受限制
2018.4	《外商投资证券公司管理办法》	兑现中美元首会晤我国关于证券业对外开放的承诺
2018.5		瑞银证券、野村证券、摩根大通、法兴银行等外资行，谋求已设立的合资券商控股权或申请设立控股券商

资料来源：证监会，证券业协会，国泰君安证券研究

03

金融业对外开放加速，龙头券商更为获益

- 从亚洲主要国家和地区情况来看，证券行业开放后仍是本土券商唱主角。从日本、韩国、台湾证券业对外开放历程可以看出，开放后本土券商仍然占据绝对主导地位，无论是市场份额还是综合竞争力均遥遥领先于外资行，外资券商或在高端并购、跨境业务方面有比较优势。
- 我国券商与外资投行商业模式的不同决定了对外开放不会对国内券商现有商业模式带来冲击，证券业对外开放将丰富国内券商商业模式，驱动龙头券商强者更强。

图24：以金融危机为分水岭，日本外资券商净利润占比逐渐缩小

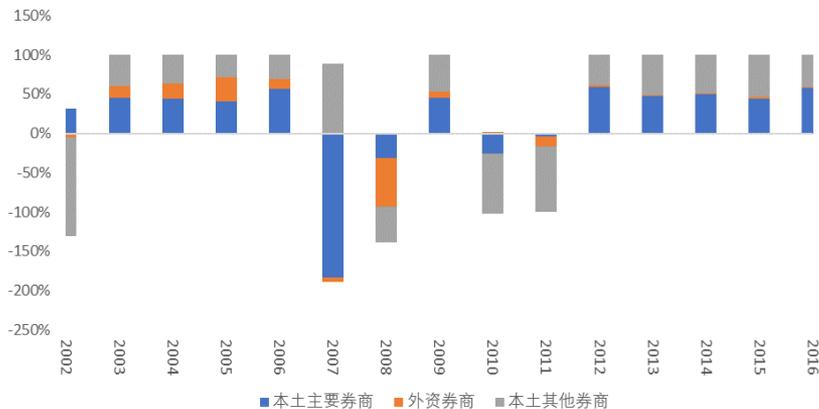
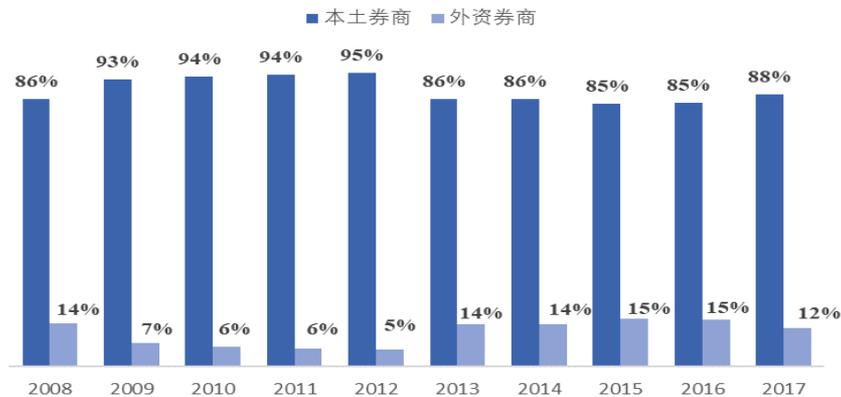


图25：台湾地区外资券商收入份额整体不高



资料来源：日本证券业协会，台湾证券商业同业公会，国泰君安证券研究

03 国际化同时有望带来龙头券商资产端的松绑

- 在发展与监管并行的背景下，行业创新的推出对于大券商未来基本面将有较大边际改善，更有望在目前大券商低估状况下成为板块估值修复行情的重要驱动；
- 券商行业未来的创新方向仍然来自于资产端。中国券商净资产水平和美国同行在同一量级，但总资产规模仍和美国有较大距离；
- 中美投行的差异，根本上来自于资产端的扩张能力，中国券商缺乏具备定价权的基础资产和产品化能力导致杠杆扩张能力有限。

单位：亿 人民币	中国		美国		中国/美国	
	净资产	总资产	净资产	总资产	净资产比	总资产比
2011	6,303	15,728	14,084	311,240	45%	5%
2012	6,943	17,200	15,253	326,113	46%	5%
2013	7,539	20,800	15,871	305,179	47%	7%
2014	9,205	40,900	16,080	295,803	57%	14%
2015	14,515	64,200	15,434	255,231	94%	25%
2016	16,400	57,900			106%	23%
2017	18,500	61,400			120%	24%

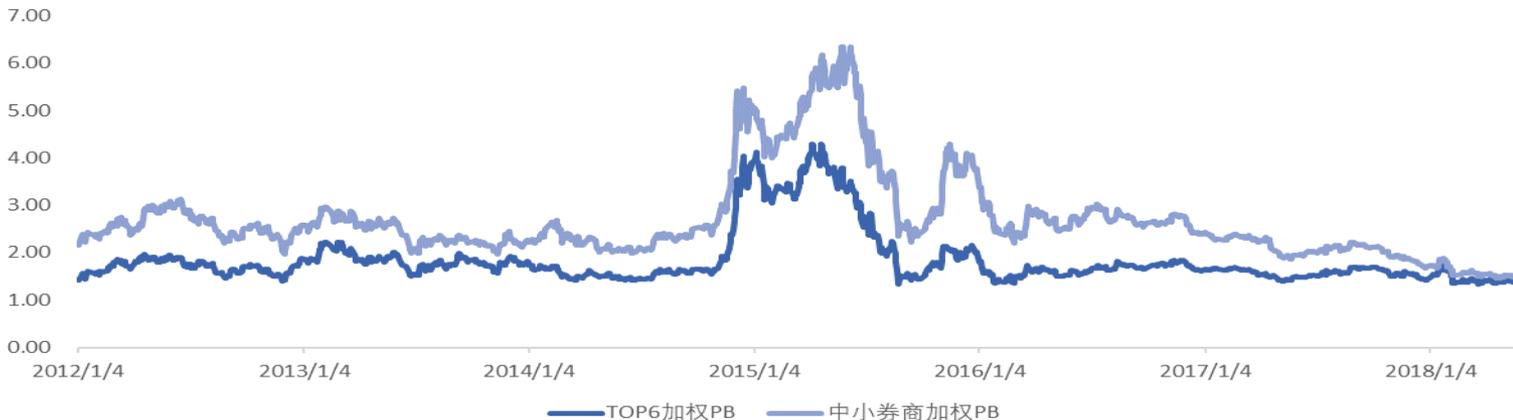
资料来源：SEC，证券业协会，国泰君安证券研究 注：2016/2017年净资产/总资产比的美国基数采用2015年数据

03

估值安全，性价比凸显，维持增持评级

- 券商板块PB处于历史中枢以下，性价比已进入增持区间；龙头券商2018年PB在1.1-1.4X底部区间，性价比凸显；
- 基于行业集中度提升、多层次资本市场建设和金融业对外开放带来的创新业务和创新品种的政策超预期，龙头券商强者更强的趋势将延续。建议增持中信证券(600030)、海通证券(600837)、广发证券(000776)，受益标的中金公司(3908.HK)

图26：大券商和中小券商估值分化逐渐收敛，大券商性价比凸显



资料来源：wind，国泰君安证券研究

重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	股价(元) 20180525	EVPS/EPS			PEV/PB/PE			投资 评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
601336	新华保险	43.96	58.2	69.1	82.56	0.76	0.64	0.53	增持
601318	中国平安	61.53	55.13	66.62	80.45	1.12	0.92	0.76	增持
601601	中国太保	33.24	37.17	43.45	50.6	0.89	0.77	0.66	增持
601628	中国人寿	24.92	30.06	34.66	39.93	0.83	0.72	0.62	增持
600030	中信证券	19.06	1.08	1.28	1.58	1.44	1.34	1.22	增持
600837	海通证券	11.04	0.84	0.96	1.13	1.08	1.03	0.97	增持
000776	广发证券	15.03	1.24	1.38	1.62	1.27	1.18	1.08	增持
600705	中航资本	5.34	0.4	0.47	0.55	13.35	11.33	9.69	增持
300309	吉艾科技	22.95	0.85	1.34	1.99	27.06	17.13	11.51	增持

资料来源：wind，国泰君安证券研究

风险提示

- 保险板块：保费增长不及预期；投资端回报率存在不确定性。
- 券商板块：金融监管持续加强；市场大幅下跌及交易活跃度下降带来证券公司经纪业务、两融业务、自营业务业绩下滑；金融市场波动造成业绩不达预期。
- 多元金融板块：房地产价格大幅下跌拖累AMC行业盈利能力。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安非银金融团队

Thank you for listening

