

非银金融

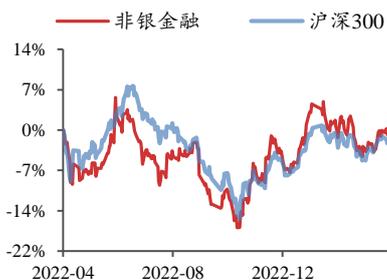
2023年04月16日

一季报有望超预期，居民储蓄迁移开启，增配非银

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《股债双击驱动自营高增，居民储蓄迁移有望开启——行业深度报告》

-2023.4.11

《居民投资意愿回升，财富迁移开启，增配非银正当时——行业周报》

-2023.4.9

《年报整体符合预期，一季报改善可期——行业周报》-2023.4.2

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

● 周观点：一季报有望超预期，居民储蓄迁移开启，增配非银

根据央行2023Q1储户调查，一季度居民防御性储蓄明显减弱，58%倾向于“更多储蓄”，环比下降3.8个百分点，而居民投资意愿快速抬升，一季度18.8%选择“更多投资”，环比提升3.3个百分点。叠加3月偏股基金新发和储蓄型保单较好的增长趋势，我们认为居民储蓄向理财投资迁移趋势开启。虽然短期反弹解套或带来基金小幅净赎回、保障类保险产品改善仍不强，但拐点已逐渐明朗，目前非银估值和配置仍在低位，一季报超预期或带来催化，增配非银正当时。

● 券商：社融超预期利好权益资产，一季报有望超预期，受益于居民储蓄迁移

(1) 本周日均股基成交额12567亿，环比-6.1%，截止4月14日本年日均股基成交额10291亿，同比-4.6%；本周新发偏股/非货币基金20/83亿，环比-15%/+124%，同比-13%/-28%。2月和3月偏股基金新发规模同比增速转正，目前4月新发数据同环比均偏弱，一方面，从历史数据看，4-5月为基金新发淡季，环比下降较为常见，关注后续同比数据；另一方面，4月市场反弹下，基金或出现小幅净赎回。

(2) 2023Q1股市和债市表现同比明显改善（2022年同期股债双杀），驱动券商盈利同比高增，我们预计40家上市券商2023Q1归母净利润433亿，同比+89%，高于市场预期。(3) 3月社融总量和结构数据均超预期，全球流动性有望向好，权益资产受益，居民储蓄向投资迁移趋势或已开启，交易量和基金销量2季度有望持续改善，券商一季报超预期或带来催化，重申看好券商板块机会。盈利高弹性、大财富管理和金融科技类标的有望领跑，受益标的：东方财富，东方证券，兴业证券，财通证券，同花顺，指南针，广发证券，中信证券。

● 保险：负债端改善有望持续，资产端关注经济复苏

(1) 考虑到疫后供需改善及2022年同期低基数，我们预计上市险企Q1 NBV同比将明显改善：中国太保+18.6%、新华保险+13.1%、中国平安+8.0%、中国人寿+6.1%；2023Q1权益市场表现优于2022年同期，我们预计上市险企净利润同比有望高增。

(2) 市场对一季度NBV转正已有预期，我们认为储蓄型产品供需改善趋势有望在2季度延续，叠加高定价产品销售阶段性走高，看好保险负债端超预期；经济复苏超预期或驱动保险资产端改善，首推估值空间仍较大且NBV预期边际改善明显的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，港股推荐友邦保险和众安在线。

● 受益标的组合

券商&多元金融：东方财富，东方证券，兴业证券，财通证券，同花顺，指南针，广发证券，中信证券，国金证券；江苏金租，中航产融，中粮资本。

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，友邦保险，众安在线。

● 风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目 录

| | |
|--|---|
| 1、周观点：一季报有望超预期，居民储蓄迁移开启，增配非银..... | 3 |
| 2、市场回顾：A股整体下跌，非银板块跑赢指数..... | 4 |
| 3、数据追踪：成交额环比下降..... | 5 |
| 4、行业及公司要闻：中证金融下调证券公司保证金比例，3月社融数据超预期..... | 7 |
| 5、风险提示..... | 9 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：本周 A 股下跌，非银板块跑赢指数..... | 4 |
| 图 2：东方证券/中国太保分别+4.07%/+3.18%..... | 4 |
| 图 3：2023 年 3 月日均股基成交额同比-6%..... | 5 |
| 图 4：2023 年 3 月 IPO 承销规模累计同比-64%..... | 5 |
| 图 5：2023 年 3 月再融资承销规模累计同比+72%..... | 5 |
| 图 6：2023 年 3 月债券承销规模累计同比+1%..... | 5 |
| 图 7：2023 年 3 月两市日均两融余额同比-6.22%..... | 6 |
| 图 8：2023 年 2 月上市险企寿险保费同比改善..... | 6 |
| 图 9：2023 年 2 月财险保费同比增速改善..... | 6 |
| 表 1：受益标的估值表..... | 4 |

1、周观点：一季报有望超预期，居民储蓄迁移开启，增配非银

(1) 根据央行 2023Q1 储户调查，一季度居民防御性储蓄明显减弱，58%倾向于“更多储蓄”，环比下降 3.8 个百分点，而居民投资意愿快速抬升，一季度 18.8%选择“更多投资”，环比提升 3.3 个百分点。叠加 3 月偏股基金新发和储蓄型保单较好的增长趋势，我们认为居民储蓄向理财投资迁移趋势开启。虽然短期反弹解套或带来基金小幅净赎回、保障类保险产品改善仍不强，但拐点已逐渐明朗，目前非银估值和配置仍在低位，一季报超预期或带来催化，增配非银正当时。

券商：社融超预期利好权益资产，一季报有望超预期，受益于居民储蓄迁移

(1) 本周日均股基成交额 12567 亿，环比-6.1%，截止 4 月 14 日本年日均股基成交额 10291 亿，同比-4.6%；本周新发偏股/非货币基金 20/83 亿，环比-15%/+124%，同比-13%/-28%。2 月和 3 月偏股基金新发规模同比增速转正，目前 4 月新发数据同环比均偏弱，一方面，从历史数据看，4-5 月为基金新发淡季，环比下降较为常见，关注后续同比数据；另一方面，4 月市场反弹下，基金或出现小幅净赎回。(2) 2023Q1 股市和债市表现同比明显改善（2022 年同期股债双杀），驱动券商盈利同比高增，我们预计 40 家上市券商 2023Q1 归母净利润 433 亿，同比+89%，高于市场预期。(3) 3 月社融总量和结构数据均超预期，全球流动性有望向好，权益资产受益，居民储蓄向投资迁移趋势或已开启，交易量和基金销量 2 季度有望持续改善，券商一季报超预期或带来催化，重申看好券商板块机会。盈利高弹性、大财富管理和金融科技类标的有望领跑，受益标的：东方财富，东方证券，兴业证券，财通证券，同花顺，指南针，广发证券，中信证券。

保险：负债端改善有望持续，资产端关注经济复苏

(1) 考虑到疫后供需改善及 2022 年同期低基数，我们预计上市险企 Q1 NBV 同比将明显改善：中国太保+18.6%、新华保险+13.1%、中国平安+8.0%、中国人寿+6.1%；2023Q1 权益市场表现优于 2022 年同期，我们预计上市险企净利润同比有望高增。

(2) 市场对一季度 NBV 转正已有预期，我们认为储蓄型产品供需改善趋势有望在 2 季度延续，叠加高定价产品销售阶段性走高，看好保险负债端超预期；经济复苏超预期或驱动保险资产端改善，首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，港股推荐友邦保险和众安在线。

受益标的组合

券商&多元金融：东方财富，东方证券，兴业证券，财通证券，同花顺，指南针，广发证券，中信证券，国金证券；江苏金租，中航产融，中粮资本。

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，友邦保险，众安在线。

表1: 受益标的估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 股票价格 | EPS | | | P/E | | 评级 |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | 2022/4/14 | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | |
| 600901.SH | 江苏租赁 | 6.15 | 0.79 | 0.95 | 1.1 | 7.78 | 5.59 | 买入 |
| 601318.SH | 中国平安 | 45.49 | 4.80 | 8.74 | 10.19 | 9.48 | 4.46 | 买入 |
| 601601.SH | 中国太保 | 27.57 | 2.56 | 2.90 | 3.20 | 10.77 | 8.62 | 买入 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 21.59 | 0.65 | 0.75 | 0.94 | 33.22 | 22.97 | 买入 |
| 000776.SZ | 广发证券 | 16.39 | 1.02 | 1.29 | 1.69 | 16.07 | 9.70 | 买入 |
| 600958.SH | 东方证券 | 11.25 | 0.35 | 0.60 | 0.77 | 32.14 | 14.61 | 买入 |
| 1299.HK | 友邦保险 | 84.55 | 6.20 | 4.00 | 4.10 | 13.64 | 20.62 | 增持 |
| 2328.HK | 中国财险 | 8.60 | 1.20 | 1.30 | 1.60 | 7.16 | 5.38 | 买入 |
| 600030.SH | 中信证券 | 20.95 | 1.42 | 1.72 | 1.97 | 14.75 | 10.64 | 买入 |
| 601456.SH | 国联证券 | 11.01 | 0.27 | 0.36 | 0.52 | 40.78 | 21.17 | 买入 |
| 300803.SZ | 指南针 | 57.09 | 0.86 | 1.27 | 1.77 | 66.38 | 32.20 | 买入 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 33.72 | 1.14 | 1.90 | 2.10 | 29.58 | 16.06 | 买入 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 195.80 | 3.15 | 3.86 | 4.70 | 62.16 | 41.66 | 买入 |
| 3908.HK | 中金公司 | 16.02 | 1.46 | 1.97 | 2.30 | 10.97 | 6.98 | 未评级 |
| 601066.SH | 中信建投 | 26.30 | 0.86 | 1.43 | 1.70 | 30.58 | 15.51 | 未评级 |
| 600901.SH | 江苏租赁 | 6.15 | 0.79 | 0.95 | 1.1 | 7.78 | 5.59 | 买入 |

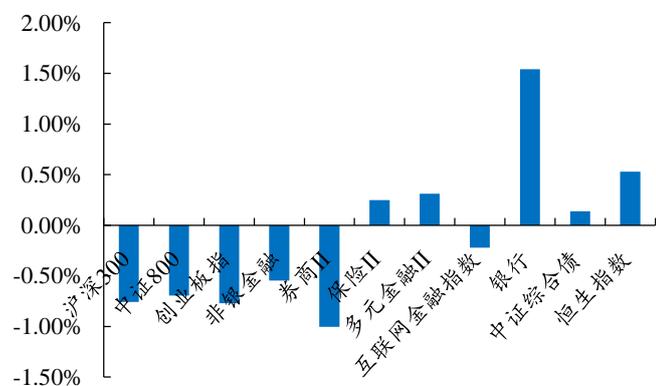
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述中金公司、中粮资本 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

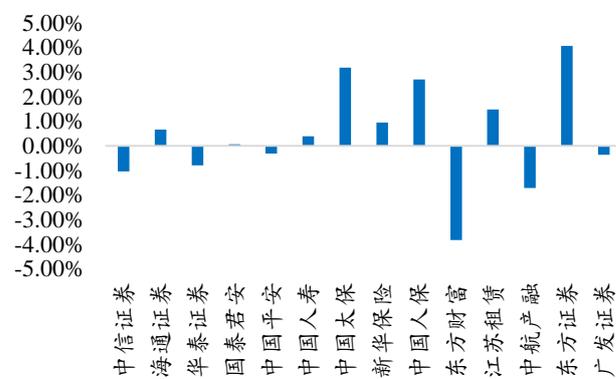
友邦保险、中国财险与中金公司相关数据单位为港元。

2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑赢指数

本周 A 股整体下跌, 沪深 300 指数-0.76%, 创业板指数-0.77%, 中证综合债指数+0.137%。本周非银板块-0.55%, 跑赢指数, 券商和保险分别-1.00%/+0.25%。从主要个股表现看, 东方证券/中国太保分别+4.07%/+3.18%, 表现较好。

图1: 本周 A 股下跌, 非银板块跑赢指数


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 东方证券/中国太保分别+4.07%/+3.18%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：成交额环比下降

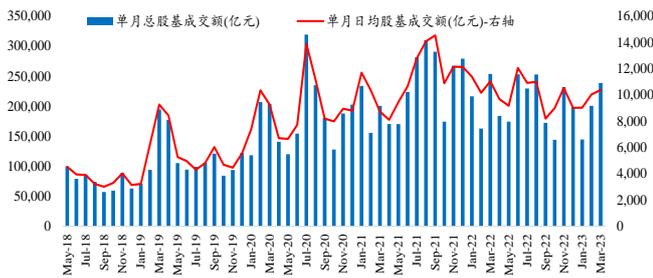
基金发行情况：本周（4月10日至4月14日）新发股票+混合型基金14只，发行份额20亿份，环比-15%，同比-13。截至4月15日，2023年累计新发股票+混合型基金191只，发行份额976亿份，同比-40%。本周待审批偏股型基金增加2只。

券商经纪业务：本周（4月10日至4月14日）日均股基成交额12567亿元，环比-6.1%，同比+26.9%；截至4月15日，两市年初至今累计日均股基成交额为10291亿元，同比-4.6%。

券商投行业务：截至4月14日，2023年全市场IPO/再融资/债券承销规模970/2463/32111亿，同比-51%/-7%/+14%，IPO和再融资同比下降，债券承销同比提升。

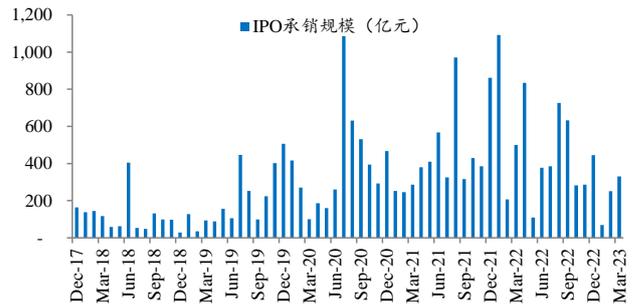
券商信用业务：截至4月13日，全市场两融余额达到16353亿元，较2023年1月初+5.90%，两融余额占流通市值比重为2.25%；融券余额960亿元，占两融比重达到5.87%，占比环比下降。

图3：2023年3月日均股基成交额同比-6%



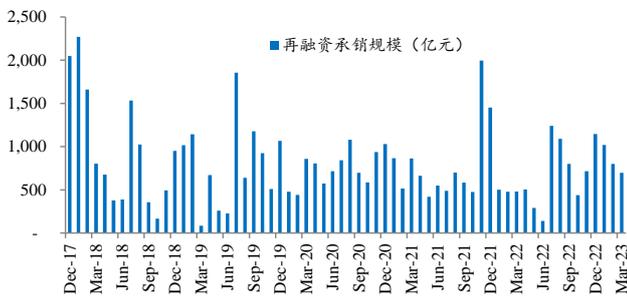
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023年3月IPO承销规模累计同比-64%



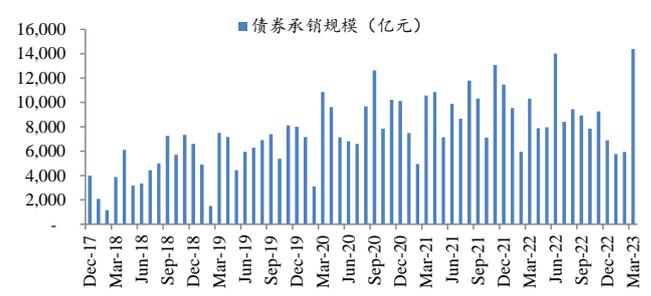
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023年3月再融资承销规模累计同比+72%



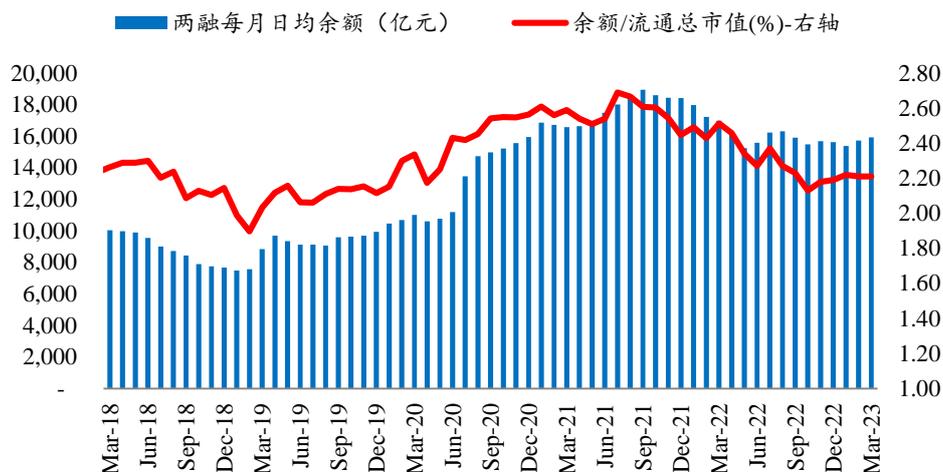
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023年3月债券承销规模累计同比+1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023年3月两市日均两融余额同比-6.22%

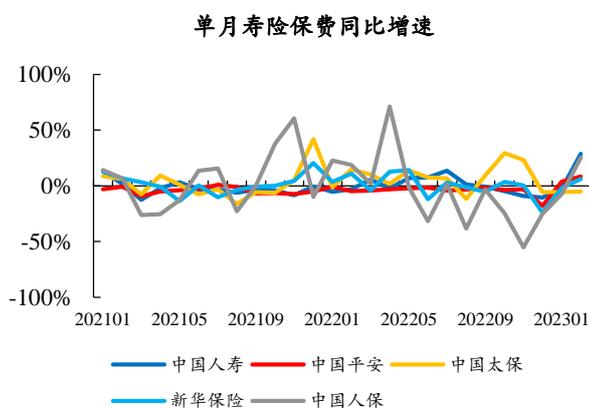


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据:2023年2月5家上市险企寿险总保费累计5708亿元、同比+1.1%，较1月同比改善3.1pct，其中：中国平安+4.9%、中国人寿+1.9%、新华保险-0.1%、中国人保-1.4%、中国太保-5.6%，中国平安、中国人寿2月寿险累计总保费收入实现同比正增长，受春节所在月份不同影响，2月险企寿险总保费同比均较1月有所改善，同比分别为：中国人寿+28.8%、中国人保+25.2%、中国平安+8.4%、新华保险+6.2%、中国太保-5.1%。

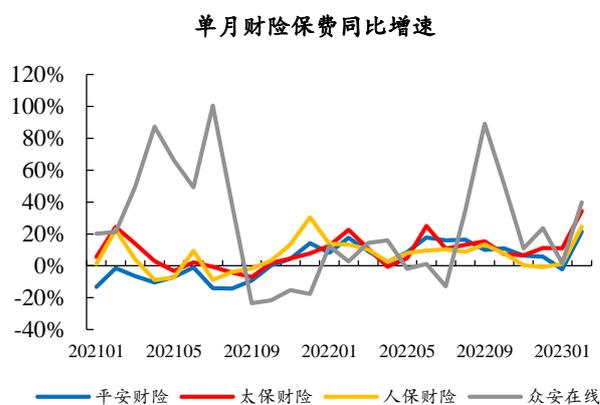
财险保费月度数据:2023年2月4家上市险企财险保费收入722亿元、同比为+25.8%，较1月的+2.0%明显改善23.8pct，各家险企2月财险保费同比分别为：众安在线+39.8%（1月+1.5%）、太保财险+34.5%（1月+10.9%）、人保财险+24.6%（1月+1.2%）、平安财险21.3%（1月-2.1%）。

图8：2023年2月上市险企寿险保费同比改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2023年2月财险保费同比增速改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：中证金融下调证券公司保证金比例，3月社融数据超预期

● 行业要闻：

【国资委：指导推进央企控股上市公司董事会建设，加强对国有控股上市公司独立董事选聘管理的监督】财联社4月14日电，国资委表示，着力优化国有控股上市公司治理机制，健全中国特色现代企业制度，充分发挥党委(党组)把方向、管大局、保落实的领导作用，支持董事会和独立董事依法行使职权。指导国有控股股东依法履行好职责，推动上市公司独立董事更好发挥作用。指导推进央企控股上市公司董事会建设，优化董事会及专门委员会的组成结构，健全运行机制，加强对国有控股上市公司独立董事选聘管理的监督，强化对独立董事履职情况的跟踪指导，提升董事会运作水平。（财联社）

【银保监会：优化乡村消费金融产品和服务，满足进城农民及农村居民对住房、汽车等方面消费需求】财联社4月14日电，银保监会办公厅日前发布关于银行业保险业做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的通知。通知提出，持续改善新市民金融服务。丰富农民工等新市民群体的专属金融产品，优化金融服务手续流程，依法依规对新市民信用信息进行归集利用，适当降低服务准入门槛，重点为新市民就业创业、住房消费、教育培训、健康养老等提供金融支持。优化乡村消费金融产品和服务，满足进城农民及农村居民对住房、汽车、家电、文旅等方面的消费需求。扎实做好国家助学贷款工作，加强政策宣传解读，提高信贷服务质效，确保对家庭经济困难大学生“应助尽助”。（财联社）

【券商反洗钱与恐怖融资重要性再提升，自评估示范实践办法出台，中证协提醒，五类业务最高危】财联社4月11日讯对于金融机构而言，反洗钱是必须开展的重点工作之一。财联社记者获悉，为引导券商优化洗钱和恐怖融资风险管理资源配置，提升反洗钱工作有效性，近期，中证协起草了《券商洗钱和恐怖融资风险自评估示范实践（征求意见稿）》，并已向行业完成了征求意见反馈。本次起草的文件与以往不同，旨在指导行业开展洗钱和恐怖融资风险自评估工作，其突出了“通过示范实践的方式”。中证协表示，这为行业洗钱风险自评估方法、流程、指标提供指导，为行业共性风险或问题的识别和管控提供参考，以提高各券商洗钱风险自评估工作质量和效率。（财联社）

【银保监会发布2022年度保险公司偿付能力风险管理评估结果】财联社4月12日电，据银保监会网站，2022年，银保监会对70家保险公司开展了SARMRA现场评估，其中产险公司27家，寿险公司31家，再保险公司8家，集团公司4家。整体看，70家公司平均得分77.44分，较之前评估上升1.41分。人保集团、太保集团、平安保险集团和中华联合集团4家集团公司是首次评估，其余66家公司中评分上升的40家，占比60.6%；评分下降的26家，占比39.4%。从得分看，80分以上的公司29家，占比41.4%；70分到80分的公司34家，占比48.6%；70分以下的公司7家，占比10%。（财联社）

【中证金融下调证券公司保证金比例】中证金融相关负责人表示，结合多年转融通业务实践经验，根据证券公司风险管理能力、持续合规及业务发展状况，中证金融将转融通保证金比例档次由两档调整为三档。其中，资信优质的公司，保证金比例

由20%下调至5%；资信良好的公司，由20%下调至10%；其余公司，由25%下调至15%。同时，为进一步降低做市借券业务成本，促进做市业务发展，中证金融对科创板做市借券保证金比例同步下调，资信优质的公司由10%下调至5%，资信良好的公司由15%下调至10%。值得一提的是，中证金融对科创板做市借券保证金比例同步下调，资信优质的公司由10%下调至5%，资信良好的公司由15%下调至10%，以降低做市借券业务成本。（财联社）

【央行：进一步疏通货币政策传导机制，保持信贷合理增长、节奏平稳】财联社4月14日电，央行货币政策委员会召开2023年第一季度例会，会议指出，当前国际经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧。国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。（财联社）

【央行：3月末M2同比+12.7%，社融存量同比+10%，信贷增长强劲】央行初步统计，3月末，广义货币(M2)余额281.46万亿元，同比增长12.7%，预估为12.7%，前值为12.9%；3月社会融资规模增量为5.38万亿元，预估为4.5万亿元，前值为3.156万亿元；3月新增人民币贷款3.89万亿元，同比多增0.75万亿元；3月人民币存款增加5.71万亿元，同比多增1.22万亿元。（财联社）

● 公司公告：

中国太平：2023年4月14日披露一季度数据，太平人寿2023年1-3月累计保费收入566.1亿元，同比+0.8%；3月单月保费收入161.6亿元，同比+9.7%。

中国平安：2023年4月13日披露一季度数据，（1）平安寿险2023年1-3月累计保费收入1832.0亿元，同比+5.6%；3月单月保费收入409.2亿元，同比+8.1%。（2）平安寿险个人业务新单2023年1-3月累计保费收入474.8亿元，同比+10.0%。（3）平安产险2023年1-3月累计保费收入769.6亿元，同比+5.4%；3月单月保费收入269.8亿元，同比+5.9%。

新华保险：2023年4月13日披露一季度数据，（1）公司2023年1-3月累计保费收入647.7亿元，同比-0.2%；3月单月保费收入184.2亿元，同比-0.5%。（2）公司董事长李全、总裁张泓的任职获银保监会核准。

众安在线：2023年4月13日披露一季度数据，公司2023年1-3月累计保费收入60.0亿元，同比+21.0%；3月单月保费收入20.8亿元，同比+29.5%。

中国人保：2023年4月12日披露一季度数据，（1）人保财险2023年1-3月累计保费收入1676.4亿元，同比+10.2%；3月单月保费收入674.5亿元，同比+11.7%。（2）人保寿险2023年1-3月累计保费收入594.1亿元，同比-0.6%；3月单月保费收入98.1亿元，同比+54.2%。2023年1-3月实现长险期交首年130.5亿元，同比+9.4%；3月单月实现长险

期交首年 32.2 亿元，同比+109.0%。（3）人保健康险 2023 年 1-3 月累计保费收入 226.8 亿元，同比+10.7%；3 月单月保费收入 57.7 亿元，同比-9.7%。2023 年 1-3 月实现长险期交首年 15.3 亿元，同比+47.9%；3 月单月实现长险期交首年 5.3 亿元，同比+53.6%。

中国人寿：2023 年 4 月 11 日披露一季度数据，中国人寿 2023 年 1-3 月累计保费收入 3272 亿元，同比+3.9%；3 月单月保费收入 813 亿元，同比+10.2%。

东方财富：2023 年 4 月 11 日披露公司 2022 年年度权益分派：每 10 股资本公积转增 2 股，公司总股本由 132 亿股增至 159 亿股；每 10 股派 0.70 元。

5、风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn