

行业研究

大病保险管理再规范，REITs 发售资本市场扩容

——非银金融行业周报 20210523

要点

行情回顾:本周(5月17日至5月21日)上证综指下跌0.1%，深证成指上涨1.5%，非银行金融指数下跌1.6%，其中保险指数下跌1.6%，券商指数下跌1.6%，多元金融指数下跌1.7%，恒生金融行业指数下跌0.2%。2021年年初至今，上证综指累计上涨0.4%，深证成指累计下跌0.4%，非银行金融指数累计下跌14.8%，落后上证指数15.1pts，落后深证成指14.4pts。

本周日均股基交易额为9118亿元，环比增长1.99%。截至2021年5月21日，融资融券余额16934亿元，环比增加1.31%，占A股流通市值比例为2.55%。

行业观点:

大病保险管理系统化，长期利好保险板块发展

5月21日，银保监会印发《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》（下称《办法》），对保险公司承办大病保险业务行为进行规范，构建起更加完整的大病保险承办监管体系，对规范保险市场有积极意义。根据《办法》内容，大病保险业务准入要求提高。对比2013、2016年旧规专业健康险公司与其他保险公司综合偿付能力形成统一标准，新增风险综合评级类别和健康保险事业部的要求。

《办法》明确规定了退出机制，画出7条红线，违反直接除名。此外，《办法》要求保险公司要有长期经营大病保险业务的安排，引导保险公司将大病保险做成长期业务，避免短期经营行为，未来银保监会将持续指导大病保险的承办工作。我们认为，此次系统化的规范大病保险业务有利于规范企业业务能力，营造良好市场环境，利好大病保险业务成熟、偿付核算能力强的龙头企业长期发展。本周保险板块小幅回撤，长期来看保险板块低估值加业绩改善将推动板块上涨，持续看好偿付能力充足率高、经营能力稳健的龙头险企以及低估值且业绩有望超预期的中国平安、中国太保和新华保险。

券商投资性价比凸显，关注长期价值

21年年初以来券商行业回调为主，跑输主要指数，目前估值已经调整到合理位置。下周REITs进入发售询价阶段，资本市场深化改革不断推进。受益于资本市场改革红利，券商行业业绩持续向好趋势不变。站在当前低估值、高业绩增速的行业背景下，我们认为中长期来看资本市场深化改革，券商行业财富管理、投资业务和机构业务等仍然有较大发展空间，券商板块有较高的配置性价比。从公司层面来看“分化”是21年行业演绎的关键词，在“分化”过程中龙头券商和部分有差异化竞争力的区域券商将有望获得超额收益。投资的角度我们建议关注两条主线：1) 券商板块中综合实力突出及合规风控体系健全的低估值龙头券商的补涨机会；2) 财富管理大时代下，继续看好赛道独特的互联网财富管理龙头。

投资建议:

保险：推荐中国平安（A+H），中国太保（A+H），新华保险（A+H），中国人寿；

券商：中信证券（A+H），华泰证券（A+H）

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

非银金融

增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebsecn.com

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

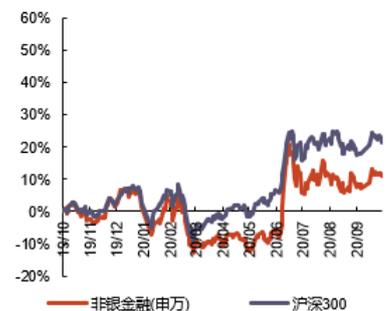
wangsm@ebsecn.com

联系人：郑君怡

010-57378023

zhengjiy@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

估值修复叠加业绩可期促进非银板块上涨——非银行金融行业周报（20210516）

短期健康险发展进一步规范，券商板块业绩向好推动上涨——非银行金融行业周报（20210425）

3月保费收入小幅承压，政策利好券商板块长期估值——非银行金融行业周报（20210418）

人身险产品整治与定调并进，海南金融业发展利好券商板块——非银行金融行业周报（20210411）

互联网人身险财险分化，券商板块关注度逐渐提升——非银行金融行业周报（20210404）

新版外资险企管理细则发布，证监会修订《证券公司股权管理》规定——非银行金融行业周报（20210321）

2月保费收入延续正增长，外资涌入谋求控股券商——非银行金融行业周报（20210304）

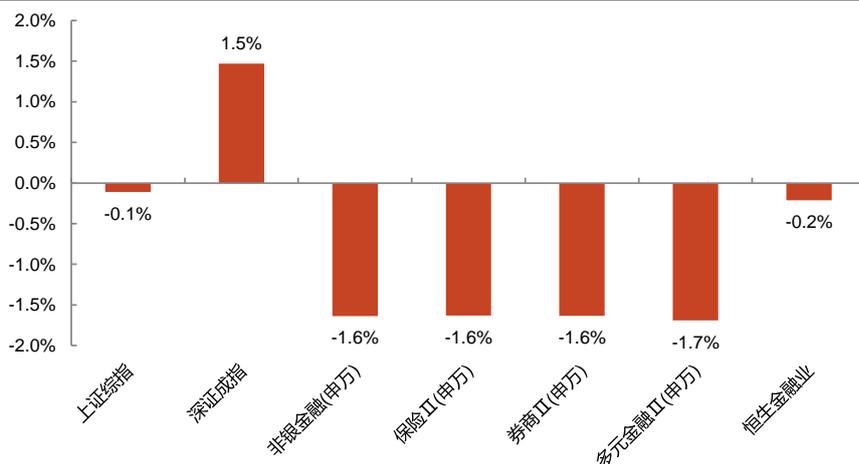
1、行情回顾

1.1、本周行情概览

本周(5月17日至5月21日)上证综指下跌0.1%，深证成指上涨1.5%，非银行金融指数下跌1.6%，其中保险指数下跌1.6%，券商指数下跌1.6%，多元金融指数下跌1.7%，恒生金融行业指数下跌0.2%。

2021年年初至今，上证综指累计上涨0.4%，深证成指累计下跌0.4%，非银行金融指数累计下跌14.8%，落后上证指数15.1pts，落后深证成指14.4pts。

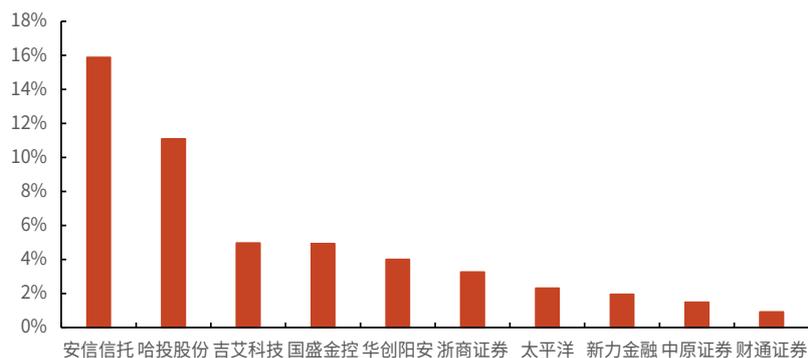
图1：指数表现（2021年5月17日-5月21日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

本周板块涨幅排名前十个股：安信信托（15.89%）、哈投股份（11.09%）、吉艾科技（4.96%）、国盛金控（4.93%）、华创阳安（4.01%）、浙商证券（3.26%）、太平洋（2.31%）、新力金融（1.96%）、中原证券（1.49%）、财通证券（0.92%）。

图2：本周涨幅前十个股（2021年5月17日-5月21日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、沪港深通资金流向更新

本周（5月17日至5月21日），北向资金累计流入4.75亿，年初至今（截至5月21日）累计流入1562.51亿。本周，南向资金累计流入港币202.6亿，年初至今（截至5月21日）累计流入4329.54亿。

沪港深通资金非银持股变化情况请参见表1、表2。

表 1: 沪港深通资金 A 股非银持股每周变化更新 (2021 年 5 月 17 日-5 月 21 日)

序号	沪港深通资金每周买入/卖出额前十大非银股				沪港深通资金持仓比例前十大非银股	
	股票简称	净买入额 (万元)	股票简称	净卖出额 (万元)	股票简称	持全部 A 股比例
1	华创阳安	15,824	中信证券	-53,799	方正证券	18%
2	兴业证券	15,282	中国太保	-35,037	中国平安	4%
3	光大证券	3,793	新华保险	-28,029	兴业证券	3%
4	西南证券	2,518	国泰君安	-19,529	华泰证券	3%
5	天风证券	2,003	中国平安	-12,644	中信证券	2%
6	国盛金控	1,739	中国人寿	-8,771	中国太保	2%
7	华西证券	1,557	国投资本	-7,016	爱建集团	2%
8	浙商证券	1,025	国金证券	-6,216	国金证券	2%
9	长城证券	705	招商证券	-6,017	渤海租赁	2%
10	中油资本	699	海通证券	-4,857	东方证券	2%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 2: 沪港深通资金 H 股非银持股每周变化更新 (2021 年 5 月 17 日-5 月 21 日)

序号	沪港深通资金每周买入/卖出额前十大非银股				沪港深通资金持仓比例前十大非银股	
	股票简称	净买入额 (万元)	股票简称	净卖出额 (万元)	股票简称	持全部 A 股比例
1	香港交易所	65,489	中国平安	-32,515	民众金融科技	33%
2	中国太保	25,761	中信证券	-19,001	中国光大控股	13%
3	中国银河	19,527	中国人民保险集团	-15,199	中国太平	10%
4	HTSC	8,998	中金公司	-13,723	新华保险	10%
5	中国人寿	7,713	中国太平	-13,013	中州证券	9%
6	中信建投证券	3,718	中国财险	-11,221	中国银河	9%
7	众安在线	2,924	友邦保险	-10,285	中金公司	8%
8	国泰君安	2,225	新华保险	-9,377	中国太保	8%
9	中国信达	1,910	海通证券	-2,665	香港交易所	8%
10	联想控股	1,890	中国光大控股	-1,821	民银资本	8%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、行业观点

2.1、保险

本周(5月17日-5月21日)保险板块指数下跌 1.6%，其中板块涨幅前三个股: 中国太保 (-0.85%) /*ST 西水 (-1.36%) /中国平安 (-1.59%)。

5月21日，中国银保监会印发了《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》(下称《办法》)，对保险公司承办大病保险业务行为进行规范，相比 2013、2016 年旧规，构建起一个更加完整的大病保险承办监管体系。大病保险是党中央、国务院高度重视的一项民生工程，自 2012 年推出试点以来，银保监会对其业务开展高要求，严标准。如今再次将监管细化并系统化，对规范保险市场有积极意义。今年年初银保监会主席郭树清曾透露，大病保险已覆盖 11.3 亿城乡居民。

准入要求提高，开展大病保险业务要符合新条件。对比 2013、2016 年旧规，专业健康险公司与其他保险公司综合偿付能力统一了标准，上年末和最近季度末不得低于 150%。新增保险公司上一年度及提交申请前连续两个季度风险综合评级类别均不低于 B 类。此外，除专业健康险公司，要求险企建立健康保险事业部，对大病保险业务实行单独核算，符合《健康保险管理办法》的要求。

表 3: 《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》新规与旧规比较

	2013 旧规	2021 新规
偿付能力要求	专业健康保险公司上一年度末和最近季度末的偿付能力不低于 100%，其他保险公司上一年度末和最近季度末的偿付能力不低于 150%	所有保险公司上一年度末和最近季度末的综合偿付能力不低于 150%，且上一年度及提交申请前连续两个季度风险综合评级类别均不低于 B 类
核算要求		除专业健康保险公司外，需建立健康保险事业部，对大病保险业务实行单独核算

资料来源: 银保监会, 光大证券研究所

表 4：上市人身险公司偿付能力情况

	综合偿付能力充足率 (截至 2021Q1)	核心偿付能力充足率 (截至 2021Q1)	最新一期风险综合 评价 (2020Q4)
中国人寿	275.16%	266.35%	A
平安寿险	239.18%	234.30%	A
太保寿险	240.00%	240.00%	A
新华保险	274.28%	264.94%	A
人保寿险	258.76%	230.93%	B
太平人寿	213.00%	210.00%	A
友邦保险	436.27%	436.27%	A
平安养老	218.26%	218.26%	B
平安健康	227.83%	227.83%	A
人保健康	195.00%	153.00%	A
太平养老	238.17%	238.17%	A

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

表 5：上市财险公司偿付能力情况

	综合偿付能力充足率 (截至 2021Q1)	核心偿付能力充足率 (截至 2021Q1)	最新一期风险综合 评价 (2020Q4)
人保财险	303.53%	264.45%	B
平安财险	263.78%	234.53%	B
太保财险	285.00%	234.00%	B
太平财险	231.00%	159.00%	B

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

《办法》明确规定了退出机制，画出 7 条红线，违反直接除名。保险公司有下列情形之一的，银保监会将其从大病保险名单中移除，且 3 年内不再将其列入大病保险资质名单，期间该保险公司不得开展大病保险业务。

表 6：大病保险业务 7 条红线

编号	内容
1	一年内有 3 家及以上省级机构（含计划单列市机构、总公司直管的机构）被移除出大病保险名单；
2	在大病保险投标过程中弄虚作假，相互串通投标报价，恶意压价竞争，妨碍其他投标人的公平竞争，损害招标人或者其他投标人的合法权益，以向招标人、评标委员会成员行贿或者其他不正当竞争手段谋取中标等；
3	除标书购买费、政府采购或指定代理机构招标费用除外，以任何形式向任何单位或个人支付手续费或佣金、中标服务费、咨询费、公证费等给予或者承诺给予保险合同约定以外的回扣或者其他利益，或者指使、同意其分支机构的上述行为；
4	发生服务能力严重不足、理赔服务质量低下或其他严重影响大病保险业务正常经营的重大情况；
5	承办大病保险过程中，出现挪用、截留、侵占大病保险资金违法违规案件，严重损害被保险人合法利益的；
6	未经监管部门同意，单方中途退出大病保险项目；
7	其它严重影响大病保险业务稳定运行的行为。

资料来源：银保监会，光大证券研究所

此外，《办法》要求保险公司要有长期经营大病保险业务的安排，引导保险公司将大病保险做成长期业务，避免短期经营行为，未来银保监会将持续指导大病保险的承办工作。我们认为，此次系统化的规范大病保险业务有利于规范企业业务能力，营造良好市场环境，利好大病保险业务成熟、偿付核算能力强的龙头企业长期发展。本周保险板块小幅回撤，长期来看保险板块低估值加业绩改善将推动板块上涨，持续看好偿付能力充足率高、经营能力稳健的龙头险企以及低估值且业绩有望超预期的中国平安、中国太保和新华保险。

2.2、券商

本周(5月17日至5月21日)券商板块下跌 1.6%，涨幅前三的券商为：华创阳安（4.01%）、浙商证券（3.26%）、中原证券（1.49%）。

2.2.1、基本面：业绩保持高增，龙头表现更优

从上市公司业绩来看，A股40家上市券商20年/21年一季度营业收入同比增速+20.9%/+28.2%，归母净利润同比增速+29.7%/+27.3%，21年一季度的年化ROE较20年全年提升0.6pct至9.0%。证券公司营收和净利维持双位数增速，业绩保持高增。展望21年全年资本市场改革红利持续发酵，券商的零售业务的财富端和机构业务的投行端和产品端发展空间较大，业绩有望保持高速增长。从上市公司内部来看，21年1季度头部券商净利同比增速+40%左右，优于行业平均水平，龙头公司在监管指标、资本金和客户品牌等方面构建了较宽的护城河，整体业绩表现好于非龙头公司。

2.2.2、估值：处于中枢偏下位置，存在修复需求

分析2012年以来近十年的券商估值，A股上市券商PB(LF)算术平均估值在1.9X左右。截止到5月22日行业1.7XPB的估值位于历史分位数17%左右，处于中枢偏下位置。20年四季度开始证券板块连续调整，目前已经从最高点的2.1XPB估值调整了大约20%，估值已经反映了部分市场悲观预期，估值存在一定修复需求。从上市公司层面看，部分头部券商的PB估值回落到1倍左右，有更大的估值修复空间。

2.2.3、政策面：促进直接融资，资本市场改革的利好与催化

21年是资本市场深化改革的大年，券商将直接受益于注册制改革、多层次资本市场建设、主体融资渠道拓宽等方面，政策利好有利于行业健康持续发展，利于ROE的持续上行。监管对于行业资本金要求、业务功能管理及IPO审核趋严，资本实力更强的上市公司将更加受益。资本市场的政策红利一方面将催化板块估值修复，另一方面利于行业健康发展尤其是龙头公司市场份额的提升。

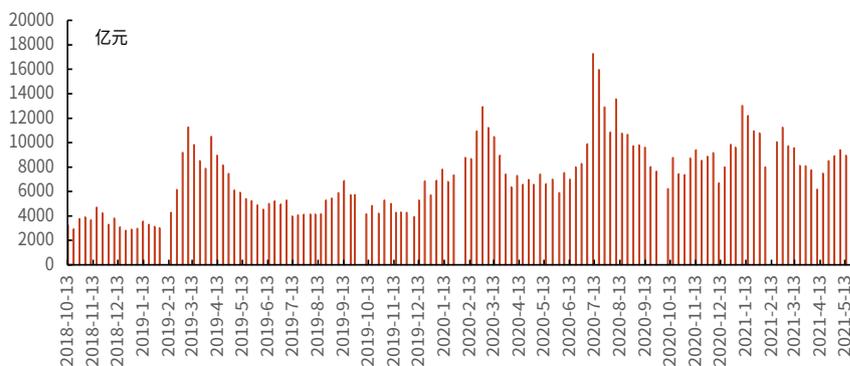
3、重点关注公司

保险：中国平安(A+H)，中国太保(A+H)，新华保险(A+H)，中国人寿；

券商：中信证券(A+H)，华泰证券(A+H)；

4、行业重要数据

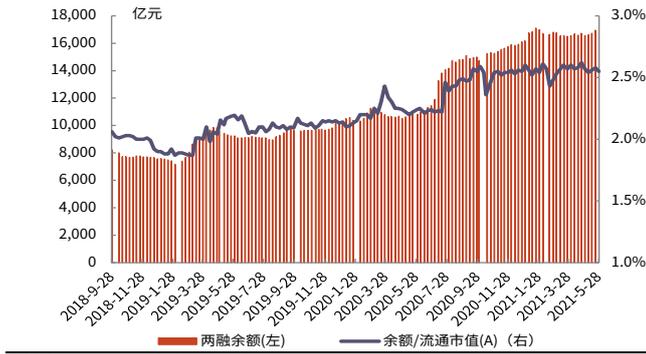
图3：股基周日均交易额(亿元) (截至2021年5月21日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

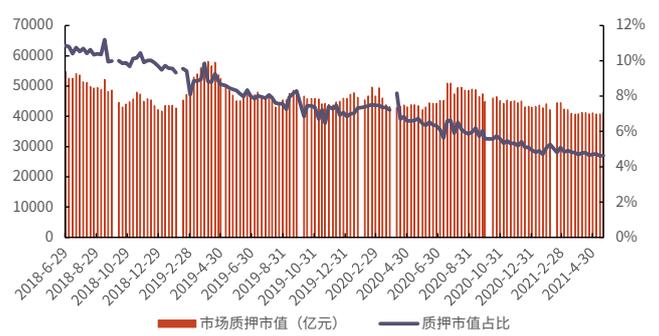
本周日均股基交易额为9118亿元，环比增长1.99%。

图 4：两融余额及占 A 股流通市值比例（截至 2021 年 5 月 21 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

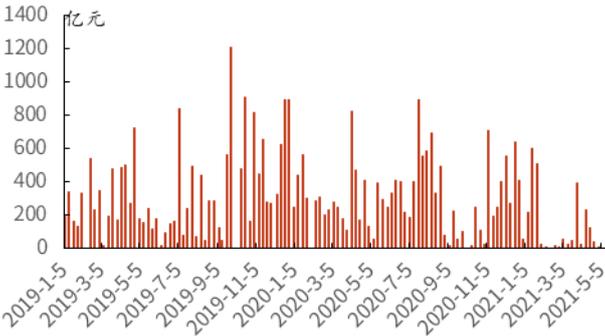
图 5：股票质押参考市值及占比（截至 2021 年 5 月 21 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

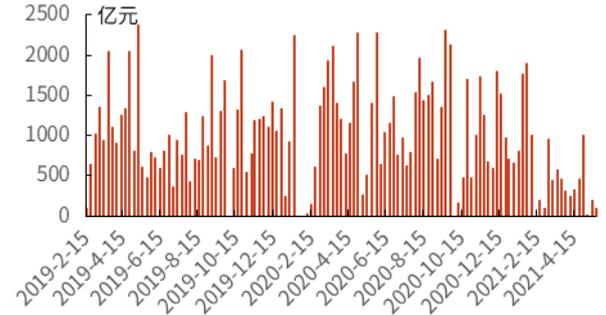
截至 2021 年 5 月 21 日，融资融券余额 16934 亿元，环比增加 1.31%，占 A 股流通市值比例为 2.55%。两融交易额占 A 股成交额比例 9.73%，环比上周上升 0.6pts。截至 5 月 21 日股票质押参考市值为 41162 亿元，质押市值占比 4.64%，环比上升 0.02pts。

图 6：股票承销金额（截至 2021 年 5 月 21 日）



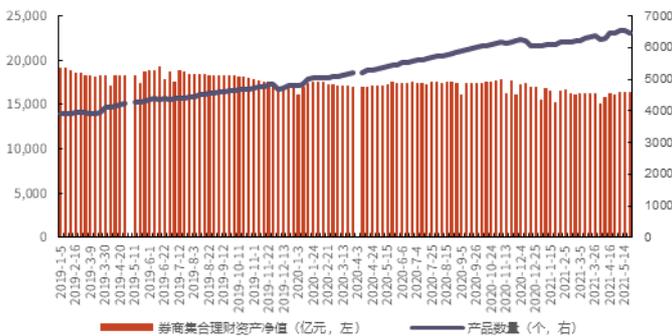
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：债券承销金额（截至 2021 年 5 月 21 日）



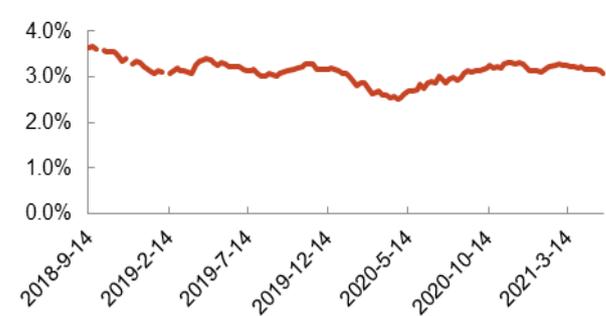
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：续存期集合理财产品个数及净值（截至 2021 年 5 月 21 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

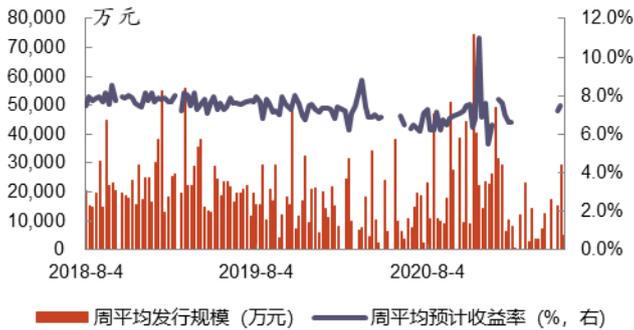
图 9：中债 10 年期国债到期收益率（截至 2021 年 5 月 21 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

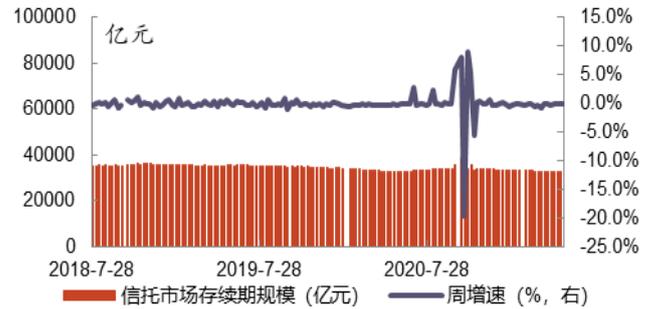
截至本周，市场续存期集合理财产品合计共 6439 个，资产净值 16320 亿元。其中，中信证券以 1590 亿元资产净值居集合理财类行业规模第一。截至 5 月 21 日，中债 10 年期国债到期收益率为 3.09%，相比上周下跌 5.2pts。

图 10: 信托市场周平均发行规模及预计收益率 (截至 2021 年 5 月 21 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: 信托市场存续期规模 (亿元) (截至 2021 年 5 月 21 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、行业动态

(1) 银保监会: 保险公司要有长期经营大病保险业务的安排

5 月 21 日, 中国银保监会发布《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》(以下简称《办法》): 要求保险公司要有长期经营大病保险业务的安排。保险公司承办大病保险业务, 应当按照长期健康保险的经营标准, 完善组织架构, 健全规章制度, 加强人员配备, 提升专业经营和服务水平。保险公司不得将大病保险服务整体外包给其他单位。(消息来源: 和讯保险)

(2) 五道口金融论坛: 有序推动 REITs 试点平稳落地 合力促进 REITs 市场行稳致远

5 月 22 日消息, 深圳证券交易所党委委员、副总经理李辉 22 日在 2021 清华五道口全球金融论坛上表示, 基础设施公募 REITs 试点具有更全局和更长远的重大意义, 相当于新一轮在特定领域的股份制改革。在当前国内法律和金融监管环境现实条件基础上, 试点推出融合各方诉求的基础设施公募 REITs, 本身是一项重要的改革创新之举, 同时有可能在更高层面、更大范围产生良好的外部效应, 有利于立足新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局。(消息来源: 搜狐网)

(3) 证券业协会券业发展多点开花 实现高质量要做实做硬主营业务

5 月 23 日消息, 证券行业高质量发展取得了良好的进展, 在中国证券业协会第七次会员大会上, 中国证监会主席易会满表示, 过去四年, 证券行业服务能力和水平进一步增强, 行业规模和资本实力稳步增长, 市场竞争力和行业形象逐步改善, 为高质量发展打牢了扎实基础, 下一步将推动改善发展环境, 持续积淀和涵养高质量发展的良性生态。一组数据显示, 截至 3 月末, 证券行业共有 138 家证券公司, 总资产达到超 9 万亿元, 我国直接融资占比达 12.45%。2017 年以来, 证券公司为超 5 万亿元股票及 15 万亿元交易所债券融资提供承销保荐服务, 为逾 3 万亿元上市公司并购重组交易提供财务顾问服务。(消息来源: 证券时报网)

6、公司公告

(1) 海通证券 (600837): 5 月 19 日, 海通证券股份有限公司 (于 2021 年 5 月 17 日作为担保人签署《贷款协议》), 为境外全资附属公司海通银行 3.75

亿欧元（含 3.75 亿欧元或等值其他货币）银团贷款提供连带责任保证担保（以下简称“本次担保”）。本次银团贷款资金用于海通银行一般公司用途。

(2) 方正证券（601901）：5 月 21 日，方正证券发布关于股东所持股份将被司法拍卖的提示性公告：本次司法拍卖标的为公司股东北京政泉控股有限公司（简称“政泉控股”）持有的被司法冻结的 1,089,704,789 股公司股份，占公司总股本的 13.24%。

(3) 浙商证券（601878）：5 月 22 日，浙商证券发布非公开发行 A 股股票发行情况报告书：发行人已向 18 名特定对象发行人民币普通股（A 股）264,124,281 股，发行价格 10.62 元/股，募集资金总额为人民币 2,804,999,864.22 元，扣除各项发行费用人民币 3,890,683.28 元，实际募集资金净额为人民币 2,801,109,180.94 元。

(4) 中国太保（601601）：5 月 22 日，中国太保发布关于英国金融行为监管局授予全球存托凭证公众持股比例临时豁免的提示性公告：经与 FCA 沟通，FCA 已于近日正式授予本公司关于 GDR 公众持股比例的临时豁免，同意自 2021 年 5 月 18 日起 12 个月内（以下简称“临时豁免期”），将本公司 GDR 公众持股比例的最低要求调整至 10%。

(5) 中银证券（601696）：5 月 22 日，中银证券发布关于持股 5% 以上股东减持股份比例达到 1% 的提示性公告：公司权益变动为中银国际证券股份有限公司（以下简称“公司”）持股 5% 以上的股东上海金融发展投资基金（有限合伙）（以下简称“金融发展基金”）减持，不触及要约收购，不会使公司控制权发生变化，不会对公司经营活动产生影响。本次权益变动后，金融发展基金持有公司股份比例将从 9.47% 减少至 8.47%。

7、风险提示

经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE