

## 非银金融

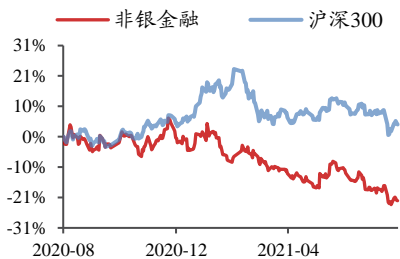
2021年08月08日

# 最大边际变化是机构关注财富管理赛道

——行业周报

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《北京普惠健康保分析报告-城市惠民保定位逐渐清晰，商业医疗险或受益》-2021.8.7

《行业周报-券商和三方基金保有延续升势，紧抓主线龙头》-2021.8.1

《2021Q2 销售机构公募基金保有数据点评-券商和三方抢占银行份额，天天基金偏股增速领先》-2021.8.1

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（联系人）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790120100011

龚思匀（联系人）

gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790120110033

### ● 周观点：最大边际变化是机构关注财富管理赛道，紧抓新主线龙头

本轮券商板块行情的最大边际变化是机构对财富管理赛道关注度提升。顶层设计上，居民资产向权益理财迁移开启财富管理大时代，驱动行业 AUM 未来 5 年 25% CAGR，而渗透率持续提升的头部公司具有更强盈利想象空间。海外资管和财富管理龙头均以 PE 或 P/AUM 估值，较传统券商 PB 估值有明显估值溢价。我们认为基于 AUM 管理费或渠道费收入可享高估值，公募扩容带来券商大财富管理线条（公募资管+零售财管）利润贡献大幅提升（30%至 60%），重估时刻来临。大财富管理利润贡献高且可持续的标的成长性更突出，重估动能更强，继续看好大财富管理主线龙头标的。

### ● 券商：市场活跃度持续超预期，中报、AUM 数据有望持续催化大财管主线

（1）中国基金报报道，针对近期证券公司场外衍生品规模持续迅速上升，监管发文提醒，一是加强投资者准入及适当性管理，二是强化全面风险管理，此外，证券公司发行内嵌期权结构的收益凭证，按照场外期权计算相关风控指标。预计后续监管对券商雪球产品的销售和风险管理要求提升。（2）6月份以来市场成交活跃度持续超预期，本周日均股基成交额维持1.4万亿以上，日均换手率达到1.97%，全年日均成交额假设上修概率较大，悲观假设下（沪指3300点），预计全年日均股票成交额+8%。（3）货币政策趋势利于券商板块，市场活跃度持续超预期，券商盈利超预期下估值和机构配置仍在底部。机构投资者对财富管理赛道关注度持续提升，中报、AUM高频数据等均为主线带来持续催化，盈利有望超预期。继续推荐大财富管理主线标的，首推主线龙头东方财富和东方证券，受益标的广发证券和兴业证券。

### ● 保险：负债和资产端悲观因素逐步定价充分

（1）据证券时报2021年8月3日报道，北京银保监局于近日下发了《关于规范销售人员自保件和互保件管理的通知》征求意见稿。文件要求，禁止以购买保险产品作为销售人员转正或入司的条件，禁止强迫或者诱使销售人员为达成业务考核指标而购买保险。保险机构不得允许自保件和互保件参与任何形式的业绩考核和业务竞赛。若文件正式实施，或在短期对保费和人力增长带来负面压力，长期看，政策有利于行业长远健康发展，利于高质量代理人的发展与留存。后续如何区分主动自保件与恶性自保件将成为政策关键。（2）在疫情对可选消费的递延压制、普惠性保险产品快速普造成的替代以及保险代理人转型等多方面影响下，保险负债端改善趋势仍待观察；利率下行对保险资产端带来一定压制，近期保险股明显回调或已对负债和资产端的悲观预期充分定价，板块估值有望见底，推荐转型领先且综合竞争优势突出的中国平安和中国太保。

### ● 受益标的组合：

券商：东方财富，东方证券，广发证券，兴业证券，香港交易所；

保险：中国平安，中国太保。

● 风险提示：股市波动对券商和保险带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；中概股海外上市监管政策影响具有不确定性。

## 目 录

1、一周观点：最大边际变化是机构关注财富管理赛道，紧抓新主线龙头 .....	3
2、市场回顾：A 股整体上涨，非银板块跑输指数 .....	4
3、数据追踪：成交额持续上行 .....	4
4、行业及公司要闻：证监会开展健全证券期货基金经营机构专项治理工作 .....	6
5、风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1：本周 A 股上涨，非银板块跑输指数 .....	4
图 2：东方财富和国金证券分别+6.05%/+5.32% .....	4
图 3：2021 年 7 月日均股基成交额同比-8% .....	5
图 4：2021 年 7 月 IPO 承销规模累计同比+4% .....	5
图 5：2021 年 7 月再融资累计承销规模同比-5% .....	5
图 6：2021 年 7 月券商债券承销规模累计同比+18% .....	5
图 7：7 月两市日均两融余额同比+33.71% .....	5
图 8：6 月上市险企单月寿险保费同比表现分化 .....	6
图 9：6 月单月财险保费同比增速有所改善 .....	6
表 1：受益标的估值表 .....	4

## 1、一周观点：最大边际变化是机构关注财富管理赛道，紧抓

### 新主线龙头

本轮券商板块行情的最大边际变化是机构对财富管理赛道关注度提升。顶层设计下，居民资产向权益理财迁移开启财富管理大时代，驱动行业 AUM 未来 5 年 25% CAGR，而渗透率持续提升的头部公司具有更强盈利想象空间。海外资管和财富管理龙头均以 PE 或 P/AUM 估值，较传统券商 PB 估值有明显估值溢价。我们认为基于 AUM 管理费或渠道费收入可享高估值，公募扩容带来券商大财富管理线条(公募资管+零售财管)利润贡献大幅提升(30%至 60%)，重估时刻来临。大财富管理利润贡献高且可持续的标的成长性更突出，重估动能更强，继续看好大财富管理主线龙头标的。

### 券商：市场活跃度持续超预期，中报、AUM 数据有望持续催化大财管主线

(1) 中国基金报报道，针对近期证券公司场外衍生品规模持续迅速上升，监管发文提醒，一是加强投资者准入及适当性管理，二是强化全面风险管理，此外，证券公司发行内嵌期权结构的收益凭证，按照场外期权计算相关风控指标。预计后续监管对券商雪球产品的销售和风险管理要求提升。(2) 6 月份以来市场成交活跃度持续超预期，本周日均股基成交额维持 1.4 万亿以上，日均换手率达到 1.97%，全年日均成交额假设上修概率较大，悲观假设下(沪指 3300 点)，预计全年日均股票成交额+8%。(3) 货币政策趋势利于券商板块，市场活跃度持续超预期，券商盈利超预期下估值和机构配置仍在底部。机构投资者对财富管理赛道关注度持续提升，中报、AUM 高频数据等均为主线带来持续催化，盈利有望超预期。继续推荐大财富管理主线标的，首推主线龙头东方财富和东方证券，受益标的广发证券和兴业证券。

### 保险：负债和资产端悲观因素逐步定价充分

(1) 据证券时报 2021 年 8 月 3 日报道，北京银保监局于近日下发了《关于规范销售人员自保件和互保件管理的通知》征求意见稿。文件要求，禁止以购买保险产品作为销售人员转正或入司的条件，禁止强迫或者诱使销售人员为达成业务考核指标而购买保险。保险机构不得允许自保件和互保件参与任何形式的业绩考核和业务竞赛。若文件正式实施，或在短期对保费和人力增长带来负面压力，长期看，政策有利于行业长远健康发展，利于高质量代理人的发展与留存。后续如何区分主动自保件与恶性自保件将成为政策关键。(2) 在疫情对可选消费的递延压制、普惠性保险产品快速普造成的替代以及保险代理人转型等多方面影响下，保险负债端改善趋势仍待观察；利率下行对保险资产端带来一定压制，近期保险股明显回调或已对负债和资产端的悲观预期充分定价，板块估值有望见底，推荐转型领先且综合竞争优势突出的中国平安和中国太保。

### 受益标的组合：

券商：东方财富，东方证券，广发证券，兴业证券，香港交易所；

保险：中国平安，中国太保。

**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
		2021/8/6	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E		
300059.SZ	东方财富	32.93	0.58	0.70	0.92	56.89	37.85	买入	
601318.SH	中国平安	53.67	8.10	6.06	8.68	6.63	8.86	买入	
600958.SH	东方证券	12.32	0.38	0.73	0.92	32.42	16.88	买入	
601601.SH	中国太保	26.40	2.63	4.52	3.52	10.04	5.84	买入	
000776.SZ	广发证券	16.61	1.32	1.55	1.78	12.58	10.69	未评级	
601377.SH	兴业证券	9.54	0.60	0.71	0.84	15.96	13.35	未评级	
0388.HK	香港交易所	529.50	9.09	11.54	13.21	58.25	45.89	未评级	

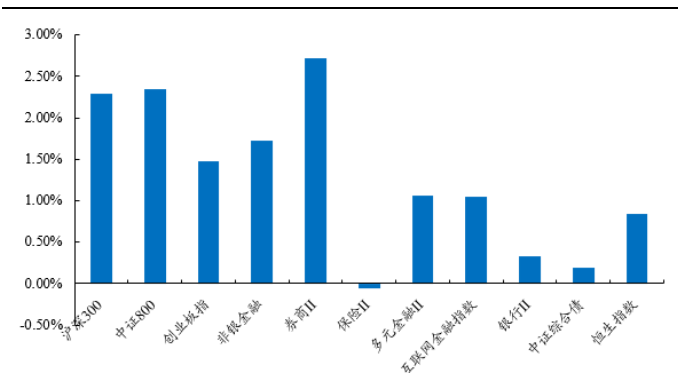
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 除东方财富、中国平安、东方证券、中国太保外, 上述公司 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期;

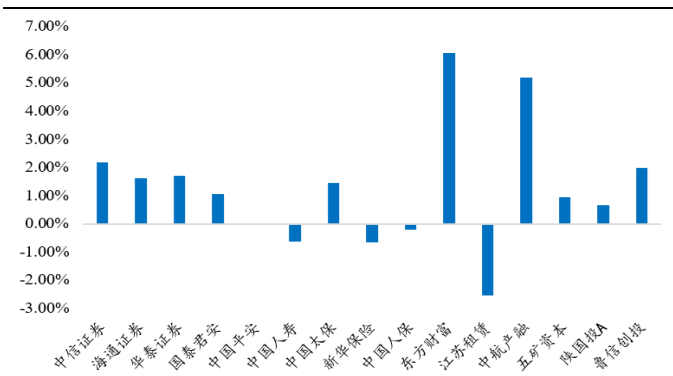
(2) 香港交易所价格为港币, 2021 年 8 月 6 日汇率 (1 港币=0.83 人民币)。

## 2、市场回顾: A 股整体上涨, 非银板块跑输指数

本周 (8 月 2 日至 8 月 6 日) A 股整体上涨, 沪深 300 指数+2.29%, 创业板指数+1.47%, 中证综合债指数+0.19%。本周非银板块+1.73%, 跑输指数, 券商和保险分别+2.73% /-0.05%。从主要个股表现看, 东方财富和国金证券分别+6.05%/+5.32%, 涨幅居前。

**图1: 本周 A 股上涨, 非银板块跑输指数**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图2: 东方财富和国金证券分别+6.05%/+5.32%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 3、数据追踪: 成交额持续上行

**基金发行情况:** 本周 (8 月 2 日至 8 月 6 日) 新发股票+混合型基金 34 只, 发行份额 290 亿份, 环比-49%, 同比-48%。截至 7 月 30 日, 本年累计新发股票+混合型基金 848 只, 发行份额 1.5 万亿份, 同比+39%, 待审批偏股型基金减少 11 只。

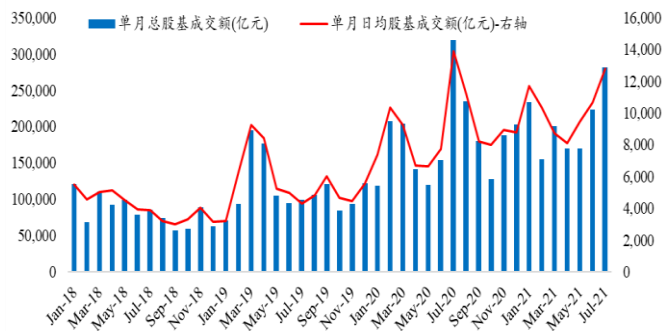
**券商经纪业务:** 本周 (8 月 2 日至 8 月 6 日) 日均股基成交额为 14257 亿元, 环比-3%, 同比+32%; 截至 8 月 6 日, 两市年初至今累计日均股基成交额为 10389 亿元, 同比+13.0%。

**券商投行业务:** 截至 8 月 6 日, 2021 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 2549 亿元

/4520 亿元/60708 亿元, 同比+4.1%/-14.2%/+17.5%, IPO 和债券承销规模同比扩张, 再融资承销规模同比下降。

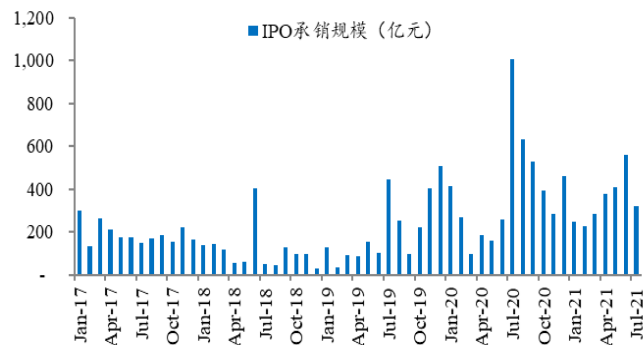
**券商信用业务:** 截至 8 月 5 日, 全市场两融余额达到 18318 亿元, 较 8 月初+1.02%, 两融余额占流通市值比重为 2.66%; 融券余额 1617 亿元, 占两融比重达到 8.83%, 占比环比下降。

图3: 2021 年 7 月日均股基成交额同比-8%



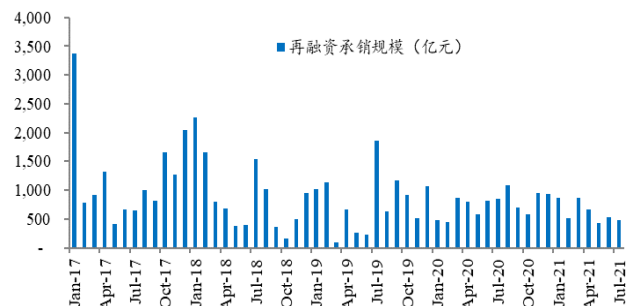
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2021 年 7 月 IPO 承销规模累计同比+4%



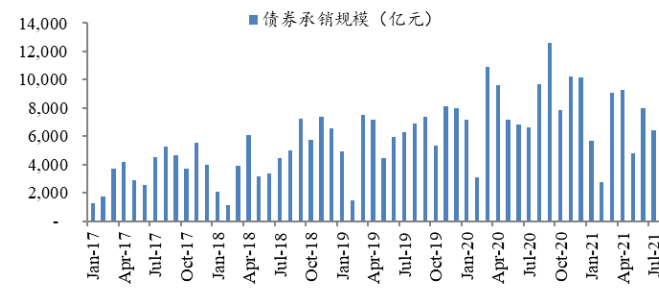
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021 年 7 月再融资累计承销规模同比-5%



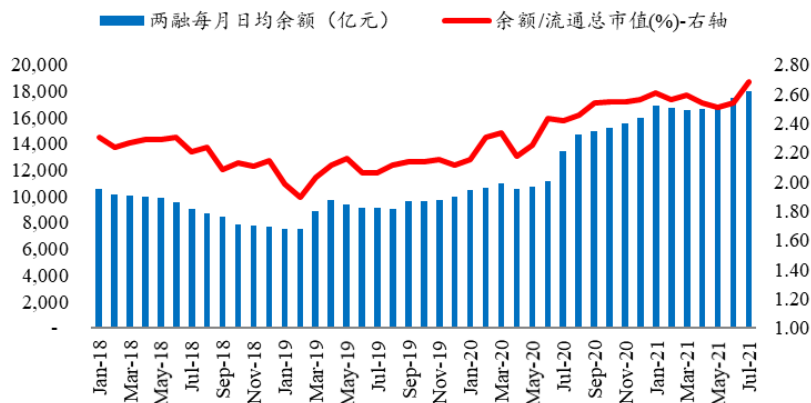
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2021 年 7 月券商债券承销规模累计同比+18%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 7 月两市日均两融余额同比+33.71%

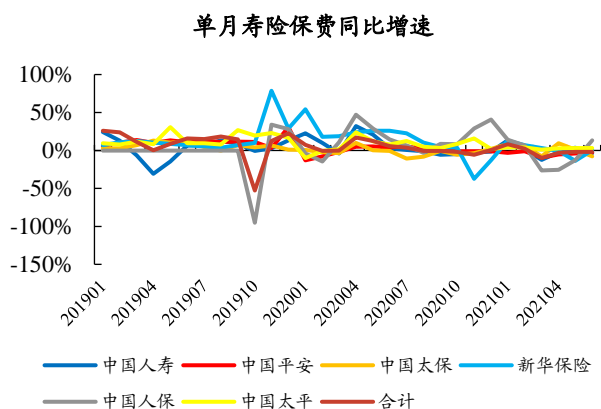


数据来源: Wind、开源证券研究所

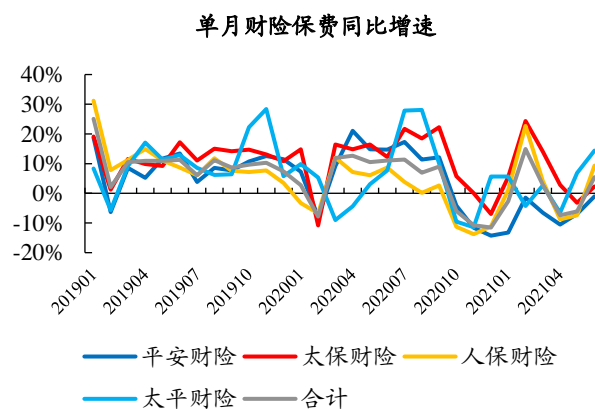


**寿险保费月度数据:** 1-6月6家上市险企年累计寿险保费同比+1.1%(1-5月+1.6%), 其中: 新华保险+3.9%、中国人寿+3.4%、中国太平+3.1%、中国太保+2.2%、中国人保+0.3%、中国平安-4.1%。6月寿险保费同比为-1.9%(5月-2.0%), 其中: 中国人保+13.5%、中国太平+3.0%、新华保险+0.4%、中国平安-2.9%、中国人寿-3.4%、中国太保-7.6%。

**财险保费月度数据:** 6月4家上市险企财险保费收入同比为+5.4%, 较5月的-6.1%明显改善 11.5pct, 主要原因为意外及健康险、责任险等非车险改善带动。其中: 太平财险+14.4%、人保财险+9.3%、太保财险+2.3%、平安财险-1.1%。

**图8: 6月上市险企单月寿险保费同比表现分化**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图9: 6月单月财险保费同比增速有所改善**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

## 4、行业及公司要闻: 证监会开展健全证券期货基金经营机构专项治理工作

### ● 行业要闻:

**【证监会开展健全证券期货基金经营机构专项治理工作】**财联社8月6日讯, 证监会决定自即日起开展健全证券期货基金经营机构专项治理工作。本次专项治理针对当前行业机构公司治理方面的薄弱环节, 重点从以下四个方面开展工作: 一是健全制度规则体系。以《证券法》《证券投资基金法》为基础, 修订或制定股权管理规定、内控办法、公募基金管理人办法、高管办法等规则制度, 构建机构监管的“四梁八柱”。二是持续完善行政监管体系。坚持放管结合, 围绕提升机构监管有效性的核心问题, 坚持科学监管、分类监管、专业监管、持续监管。三是构建有效的现代公司治理体系。督促行业机构进一步加强党的领导与公司治理的有机结合, 强化股东穿透管理; 督促行业机构确保“三会一层”归位尽责; 督促行业机构严格落实全面风险管理和全员合规要求, 切实提高内控合规水平。四是逐步健全市场约束体系。健全信息披露制度, 督促行业机构确保信息披露真实、准确、完整; 探索建立执业质量评价体系, 提高执业透明度。(财联社)

**【证监会就修改《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》部分条款公开征求意见】**财联社8月6日讯, 证监会拟对《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规

定》个别条款进行修改。现向社会公开征求意见。针对实践中出现的部分网下投资者重策略轻研究，为博入围“抱团报价”，干扰发行秩序等新情况新问题，证监会将在加强发行承销监管的同时，按照市场化、法治化的原则，拟对《特别规定》进行适当优化，取消新股发行定价与申购安排、投资者风险特别公告次数挂钩的要求，平衡好发行人、承销机构、报价机构和投资者之间的利益关系，促进博弈均衡，提高发行效率。证监会将指导沪深证券交易所、中国证券业协会同步完善科创板、创业板新股发行定价相关业务规则及监管制度，持续优化市场化发行承销机制。（财联社）

**【摩根大通证券将成中国首家外资全资控股证券公司】**财联社8月7日讯，证监会已对摩根大通证券（中国）有限公司控股股东——摩根大通国际金融有限公司受让5家内资股东所持股权，成为摩根大通证券（中国）唯一股东的事项准予备案。摩根大通证券（中国）将成为中国首家外资全资控股的证券公司。（财联社）

**【财政货币政策“组合拳”显效 上半年28个省份财政收入实现两位数增长】**财联社8月7日讯，经梳理，随着2021年以来积极财政政策、稳健货币政策共同发力，经济持续稳定恢复，各地财政收入稳步增长。上半年，28个省区市财政收入实现两位数增长。其中，湖北、海南等13地财政收入同比增长都超过了20%。数据显示，上半年财政收入增速排在前三位的是湖北、海南、福建，分别增长65.4%、45.8%、30.3%。从财政收入规模看，上半年，22个省区市的财政收入都超过1000亿元，其中，广东、江苏、浙江、上海、山东5地的财政收入都超过4000亿元。广东以7599.57亿元的财政收入位居首位，江苏、浙江分别以5647亿元、5313.96亿元的财政收入位列第二位、第三位。（财联社）

**【近一个月基金密集调研305家上市公司】**财联社8月7日讯，近期基金调研节奏有所放缓。数据显示，截至8月6日，近一个月内共有305家上市公司被基金公司调研，调研家数环比下滑19%。但是基金调研的集中度有所提高，其中，光伏异质结（HJT）太阳能电池片设备龙头迈为股份最受关注，被96家基金公司组团调研。安防龙头企业海康威视受关注度仅次于迈为股份，7月24日接待了90家基金公司的调研。多位业内人士表示，进入下半年，在近期市场震荡波动下，资金愈发涌向半导体、新能源等符合国家发展战略，且具备高景气度、高成长空间的赛道，这些板块将会是基金未来一段时间持续关注的主线。（财联社）

**【认监委警示公告4家非法从事认证活动机构】**财联社8月6日讯，近日，认监委发布2021年第13号公告，UKAS赛宝体系认证（中国）有限公司、艾瑟标准管理体系认证有限公司、中元兴国际认证（中国）有限公司、长江国际标准检测认证中心4家机构违反《中华人民共和国认证认可条例》相关规定，未经批准擅自非法开展认证活动，并向部分企业颁发认证证书。认监委同时提醒社会各界，上述4家机构颁发的认证证书无效。（财联社）

**【港交所：三年来共有14家中概股公司选择来香港第二上市】**财联社8月6日讯，港交所与中基协于8月4日在上海共同举办了一场私享会。港交所董事总经理、销售及市场推广部联席主管鲍海洁表示，截至7月31日，港交所自上市新规推出以来已迎来73家医疗健康和生物科技公司在香港上市，融资额达2270亿港元。同时，三年来，共有14家中概股公司选择来香港第二上市。中基协副会长高天红在开场致辞中表示，中基协将进一步加强与港交所合作，为内地私募基金赴港投资搭建合作平台。（财联

社)

**【上海银保监局：高度警惕金融领域名实不符、“无照驾驶”、伪创新等乱象】**财联社8月6日讯，从上海银保监局获悉，该局于8月3日召开2021年年中工作座谈会暨纪检工作座谈会，会议要求，要聚焦关键领域，牢牢守住风险底线。妥善应对不良资产反弹。稳步推进重点机构风险处置。抓好公司治理“牛鼻子”，防止资本无序扩张。遏制房地产金融化泡沫化，结合上海实际，精准施策，促进房地产市场平稳健康发展。高度警惕金融领域名实不符、“无照驾驶”、伪创新和各类市场乱象，确保上海银行业保险业健康有序发展。（财联社）

**【上交所：本周针对13起上市公司重大事项等进行专项核查】**财联社8月6日讯，上交所公告，本周（8月2日至6日），沪市共发生拉抬打压、虚假申报等59起证券异常交易行为，上交所对此采取了书面警示等自律监管措施；对严重异常波动股票实施重点监控，对影响市场正常交易秩序、误导投资者交易决策的异常交易行为依规及时实施自律监管措施。针对13起上市公司重大事项等进行专项核查，向证监会上报1起涉嫌违法违规案件线索。（财联社）

**【深交所：本周共对79起证券异常交易行为采取了自律监管措施】**财联社8月6日讯，深交所称，本周共对79起证券异常交易行为采取了自律监管措施，涉及盘中拉抬打压、虚假申报等异常交易情形；共对22起上市公司重大事项进行核查。（财联社）

**【央行：加强对信用评级行业的监督管理】**财联社8月6日讯，为促进我国债券市场信用评级行业规范发展，近日，人民银行会同国家发改委、财政部、银保监会、证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》。下一步，人民银行将继续会同有关部门加强对信用评级行业的监督管理，推动信用评级机构切实发挥债券市场“看门人”作用，助力债券市场持续健康发展。（财联社）

#### ● 公司公告集锦：

**华林证券：**公司高管温雪斌先生由于个人原因申请辞去公司首席风险官、执行委员会委员职务。高管李华强先生由于个人原因申请辞去公司执行委员会委员职务。公司于2021年8月6日召开董事会，聘任王健瑛先生出任公司执行委员会委员；聘任雷杰先生为公司首席风险官。

**国信证券：**国信证券股份有限公司2021年度第九期短期融资券已于2021年8月5日发行完毕，票面利率为2.36%，实际发行金额40亿元人民币。

**财达证券：**公司发布2020年年度权益分派实施公告。本次利润分配以方案实施前的公司总股本32.45亿股为基数，每股派发现金红利0.08元（含税），共计派发现金红利2.6亿元。

**光大证券：**光大证券股份有限公司2021年度第八期短期融资券（债券通）已于2021年8月5日发行完毕，票面利率为2.1%，实际发行金额20亿元人民币。

**浙商证券：**浙商证券股份有限公司2021年度第六期短期融资券已于2021年8月4日发行完毕，票面利率为2.37%，实际发行金额15亿元人民币。



**国信证券：**公司发布关于当年累计新增借款超过2020年末净资产的百分之四十的公告。截至2020年12月31日，公司经审计的净资产为809.24亿元，借款余额为1,502.03亿元。截至2021年7月31日，公司借款余额为1,929.89亿元，累计新增借款金额427.86亿元，累计新增借款占2020年末净资产比例为53%，超过40%。

## 5、风险提示

- 股市波动对券商和保险带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期；
- 中概股海外上市监管政策影响具有不确定性。

## 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的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	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	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，属于机密材料，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16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