

## 行业研究

## 银保监会调研养老社区模式，信用债市场面临进一步规范

——非银金融行业周报 20210822

## 要点

**行情回顾：**本周上证综指下降 2.5%，深证成指下跌 3.7%，非银金融指数上涨 2.2%，其中保险指数下跌 1.8%，券商指数上涨 4.1%，多元金融指数上涨 3.3%，恒生金融行业指数下跌 1.6%。年初至今，上证综指累计下跌 1.3%，深证成指累计下跌 1.5%，非银金融指数累计下跌 19.3%，落后上证综指 18.0pts，落后深证成指 17.8pts。本周板块涨幅排名前五个股：长城证券（34.06%）、ST 安信（25.68%）、东吴证券（18.67%）、东方证券（17.63%）、西南证券（16.02%）。本周日均股基交易额 13174 亿元，环比下降 3.62%，截至 8 月 20 日，融资融券余额 18457 亿元，环比下降 0.65%，占 A 股流通市值比例为 2.68%。两融交易额占 A 股成交额比例 8.69%。市场续存期集合理财产品合计共 6940 个，资产净值 16046 亿元；中债 10 年期国债到期收益率 2.85%，比上周下降 2.7bps。

**保险行业：银保监会开展“保险+养老社区”业务模式调研**

近日，银保监会人身险部会同资金部拟联合开展“保险+养老社区”业务模式调研。我们认为，（1）人口老龄化程度加深，养老社区发展空间广阔。随着我国人口老龄化程度持续加深以及家庭养老负担不断加重，多层次养老服务需求逐渐增加，“保险+养老社区”业务模式未来发展更为规范，目前养老社区供给短缺与需求缺口较大，未来发展空间广阔；（2）各险企陆续布局养老社区，商业养老保险市场未来一片蓝海。各大险企将保险产品与养老社区入住资格相结合，通过“产品+服务”的养老产业链模式吸引消费者，满足市场对多层次养老服务的需求，进一步促进商业养老保险的发展。长期来看，保险板块相关个股估值仍有上升空间，持续看好低估值且业绩有望超预期的中国平安（A+H）、中国太保（A+H）。

**证券行业：多部委联合发布信用债市场高质量发展指导意见**

为建立透明开放的多层次债券市场体系，人民银行会同多部委联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性等 10 个方面对公司信用类债券市场改革开放和高质量发展提出了指导意见与发展原则。我们认为，信用债高质量发展聚焦于：一是完善定价体系，丰富债券品种；二是压实各方责任，加强中介机构监管；三是完善基础设施，推动不同债券市场规则的逐步统一。

当前，在资本市场大发展的背景下，A 股市场成交活跃，券商行业财富管理、投资业务和机构业务市场空间广阔，低估值的券商板块有高的配置性价比。从公司层面看龙头券商和部分有差异化竞争力的券商将有望获得超额收益。建议关注两条主线：1) 券商板块中综合实力突出、护城河优势明显和风控合规稳健的龙头券商，推荐中信证券（A+H）；2) 财富管理大时代下具有差异化竞争力的券商，推荐东方财富，关注广发证券。

**投资建议：**保险：推荐中国财险，中国平安（A+H），中国太保（A+H）；

券商：推荐中信证券（A+H），东方财富，建议关注广发证券。

**风险提示：**经济复苏不及预期；政策改革推进滞后；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

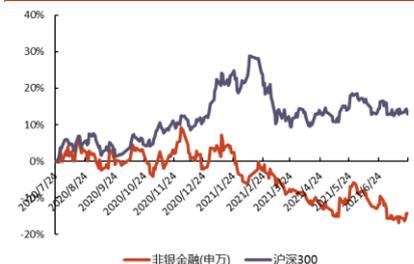
wangsm@ebsecn.com

联系人：郑君怡

010-57378023

zhengji@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

非寿险业务准备金管理征求意见，A 股市场交易持续活跃——非银金融行业周报(20210815)

新能源车专属车险将至，上半年券商 ROE 提升——非银金融行业周报 (20210808)

保险资管产品整体正收益，券商分类评级公布——非银金融行业周报 (20210801)

养老保险市场供给增加，基金券商配置环比企稳——非银金融行业周报 (20210725)

6 月保费小幅承压，证券配置性价比凸出——非银金融行业周报 (20210718)

全面降准叠加中报行情，持续看好券商板块——非银金融行业周报 (20210711)

基金投顾资格扩容，非银中报业绩向好——非银金融行业周报 (20210704)

重组审核新规发布，市场活跃度提升——非银金融行业周报 (20210627)

机构大股东行为监管征求意见，证券行业盈利能力增强——非银金融行业周报 (20210620)

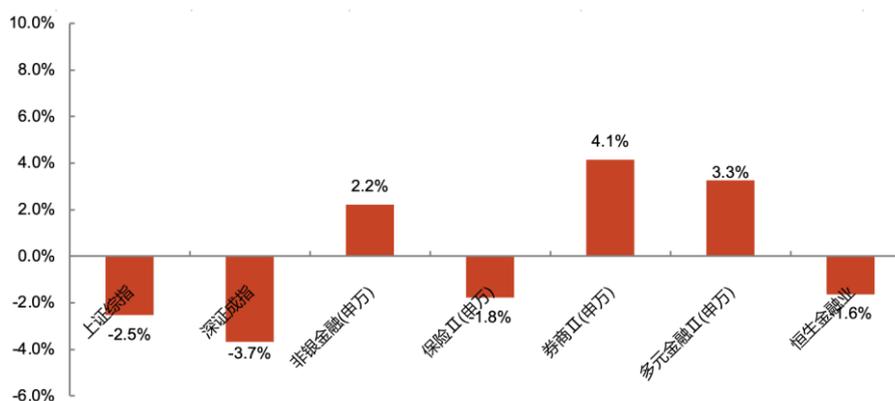
# 1、行情回顾

## 1.1、本周行情概览

本周上证综指下降 2.5%，深证成指下跌 3.7%，非银金融指数上涨 2.2%，其中保险指数下跌 1.8%，券商指数上涨 4.1%，多元金融指数上涨 3.3%，恒生金融行业指数下跌 1.6%。

年初至今，上证综指累计下跌 1.3%，深证成指累计下跌 1.5%，非银金融指数累计下跌 19.3%，落后上证综指 18.0pts，落后深证成指 17.8pts。

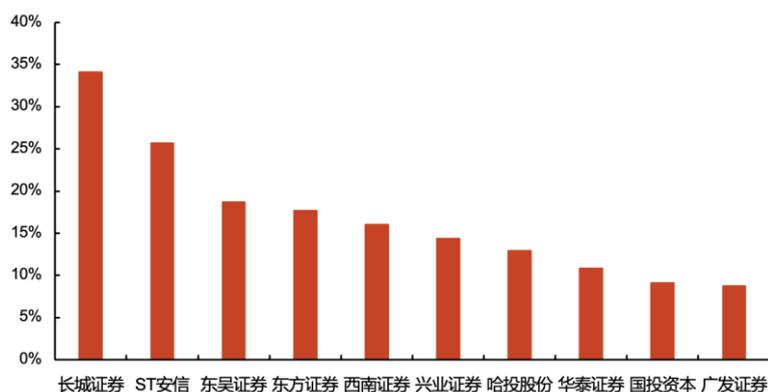
图 1：指数表现（2021 年 8 月 16 日-8 月 20 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

本周板块涨幅排名前五个股：长城证券（34.06%）、ST 安信（25.68%）、东吴证券（18.67%）、东方证券（17.63%）、西南证券（16.02%）。

图 2：本周涨幅前十个股（2021 年 8 月 16 日-8 月 20 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（2021 年 8 月 16 日-8 月 20 日），北向资金累计流入 104.91 亿，年初至今（截至 8 月 20 日）累计流入 2352.97 亿。南向资金累计流入港币 180.65 亿，年初至今（截至 8 月 20 日）累计流入港币 3970.97 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 8 月 16 日-8 月 20 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	东方证券	54,671	中国平安	-198,520	方正证券	17%
2	兴业证券	49,045	中国太保	-29,152	中国平安	5%
3	东吴证券	48,441	新华保险	-5,387	兴业证券	4%
4	广发证券	29,952	招商证券	-5,136	东吴证券	3%
5	中信证券	19,987	中国人寿	-4,465	中信证券	3%
6	海通证券	11,342	浙商证券	-3,657	国金证券	2%
7	长城证券	7,724	渤海租赁	-2,223	中国太保	2%
8	国金证券	7,678	华西证券	-1,990	华泰证券	2%
9	国泰君安	7,624	长江证券	-1,790	爱建集团	2%
10	中航资本	5,516	中国人保	-1,320	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 8 月 16 日-8 月 20 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	持已发行普通股比例
1	东方证券	38,837	香港交易所	-160,711	民众金融科技	33%
2	广发证券	16,625	友邦保险	-19,942	中国光大控股	12%
3	远东宏信	8,095	HTSC	-16,672	中州证券	10%
4	国泰君安	6,318	中国太保	-8,834	新华保险	10%
5	招商证券	3,598	中国财险	-8,679	中国太平	9%
6	众安在线	1,205	中国平安	-7,471	华兴资本控股	9%
7	中金公司	1,181	中国银河	-6,472	中国银河	8%
8	华兴资本控股	968	海通证券	-6,191	广发证券	8%
9	中国人寿	838	中信建投证券	-3,938	东方证券	8%
10	联想控股	639	中国太平	-2,114	民银资本	7%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 2、行业观点

### 2.1、银保监会开展“保险+养老社区”调研，商业养老保险市场未来一片蓝海

近日，银保监会人身险部会同资金部拟联合开展“保险+养老社区”业务模式调研。

#### 1、银保监会调研“保险+养老社区”业务模式

为进一步摸清相关业务底数，规范业务经营，做到持续健康发展，银保监会人身险部门、资金部门拟联合开展书面调研，近日已向人身险公司下发书面调研通知函。根据要求，各人身险公司需认真分析研究相关问题并撰写调研报告、填报附表，报告内容要实事求是、思路明确、观点突出。此次调研的内容主要有四个方面：

(1) 各人身险公司开展“保险+养老社区”模式业务的基本情况。包括开展业务的背景、战略定位和发展规划、主要运作模式、相关业务流程等。

(2) 调研相关保险业务开展情况。包括保险产品与养老社区服务的对接情况，相关的产品形态、对接条件、销售情况及规模预测、承诺服务的人员数量等；销售渠道、人员、营销模式等方面的标准要求；业务开展过程中发现的问题及应对举措；公司对养老社区服务承诺兑现风险的研判等。

(3) 关注养老社区的投资运营情况。包括投资主体和管理模式，投资金额、资金来源，对社区可持续性经营的测算；社区床位供给情况、费用收支测算，社区服务的专业化、标准化建设情况，社区对接医养服务情况等。

(4) 对“保险+养老社区”模式业务健康规范发展、防控风险方面的意见建议。

## 2、人口老龄化程度加深，养老社区需求空间广阔

老龄化程度加深，多层次养老服务需求增加。近年来，随着我国人口老龄化程度持续加深以及家庭养老负担不断加重，多层次养老服务需求逐渐增加，在此背景下，人身险公司陆续开展了以“保险+养老社区”为基本运作模式的业务。

表 3：“保险+养老社区”业务调研背景

“保险+养老社区”调研背景	
从需求端来看	从供给端来看
<p>(1) 中国老龄化程度不断加深，逐渐接近老龄社会标准。</p> <p>(2) 随着居民收入水平及退休待遇提升，预计未来居家养老比例下降，社区养老以及机构养老的比例将逐步上升。</p> <p>(3) 居家养老是中国目前主要养老模式，但家庭负担较重。少子化加剧家庭养老负担，空巢老人增多，居家养老转为自我照护。家庭养老已经不足以满足老年人养护需求，上门看病服务、上门家政服务、康复护理服务需求将增大。</p>	<p>(1) 养老服务显著供不应求，医疗资源稀缺。</p> <p>(2) 养老机构良莠不齐。国内养老水平存在明显短板，养老服务人数与专业技能远远落后于现实需求，专业化服务人才稀缺。</p> <p>(3) 私立养老机构质量两极分化严重，低端质量堪忧，高端负担较重。</p>

资料来源：中国银保监会，光大证券研究所整理

养老社区供给短缺且需求巨大，未来发展空间广阔。“保险+养老社区”调研的发布将有利于进一步规范养老社区业务经营，推进社区养老服务，促进社会养老服务体系建设和完善，叠加目前养老社区供给短缺与需求缺口较大的现状，未来发展空间广阔。

## 3、各险企陆续布局养老社区，商业养老保险市场未来一片蓝海

各险企陆续布局养老社区。我国龙头险企如泰康、太平、平安、国寿、太保、新华等公司均陆续布局了养老社区。其中：(1) 泰康在 2010 年成立中国保险行业首个养老社区投资实体，结合活力养老、高端医疗、卓越理财、终极关怀的“四位一体”战略，以及中国医养模式，设立管家制度，鼓励居民自治。(2) 中国太保意在打造突出人文特色的高品质养老社区，目前已落地成都、大理、杭州等 8 个养老社区项目，既可旅居养老，又可入住颐养社区。

商业养老保险未来一片蓝海。各大险企将保险产品与养老社区入住资格相结合，极大拓展了保险行业的广度，通过“产品+服务”的养老产业链模式吸引消费者，满足市场对多层次养老服务的需求，进一步促进商业养老保险的发展。

## 2.2、 证券：发布债市高质量发展指导意见，促进制度规则逐步统一

为完善债券市场制度建设、建立竞争有序、透明开放的多层次债券市场体系，2021 年 8 月 18 日，人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会、证监会和外汇局联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》（以下简称《意见》）。《意见》从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性等 10 个方面对公司信用类债券市场改革开放和高质量发展提出了指导意见与发展原则，我们认为，对资本市场及证券行业有以下影响：

表 4：《意见》主要原则和内容

序号	具体内容
1	推动完善债券市场法制，着力夯实法律基础
2	推动发行交易管理分类趋同，防范监管套利

3	提升信息披露有效性，强化市场化约束机制
4	强化信用评级机构监管，提升信用评级质量
5	加强投资者适当性管理，健全投资者保护机制
6	健全定价机制，促进形成充分反映信用分层的风险定价体系
7	加强债券市场监管和统一执法，压实各方责任
8	统筹债券市场宏观管理，有效防范化解风险
9	统筹推进多层次市场建设，进一步拓展市场深度广度和包容性
10	推动债券市场高水平开放，支持构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局

资料来源：中国人民银行官网；光大证券研究所

### 1、完善定价体系，丰富债券品种，推动债券市场高质量发展

《意见》对信用债市场发行定价提出了具体要求。明确提出要“健全定价机制，促进形成充分反映信用分层的风险定价体系”，未来反映供求关系的国债收益率曲线定价基准的作用将得到更好发挥。同时还提出，“探索规范发展资产证券化、高收益债券品种”、“丰富和发展多层次交易服务体系，便于不同类型投资者根据自身风险偏好和投资需求，自主选择交易服务和交易方式，提升债券市场的包容性”。交易、结算等相关基础设施的统一等有利于降低交易成本，提高相关环节的便利性，提高投资效率。

另外，《意见》还首次提出“在权责清晰、风险可控的基础上，探索在符合条件且依法合规获得批准的区域交易平台以试点方式发展面向本地发行人和合格机构投资者的区域债券市场”，丰富投资渠道。可以预见，随着政策的逐步落地，未来公司信用类债券交易品种会更加丰富，市场将进入统一、规范的高质量发展阶段。

### 2、压实各方责任，加强中介机构监管

近年来，监管部门陆续出台了多项政策制度，对各类市场参与主体的行为进行规范。《意见》再次强调了信息披露、评级机构监管、压实中介责任和统一执法等要求。

**(1) 统一相关标准，压实各方责任。**在信息披露方面，要求“按照公开发行、非公开发行分类趋同的原则，统一公司信用类债券发行和存续期间的信息披露要求，包括披露要件、披露频率、披露时点及重大事项等方面。在评级标准方面，要求“在银行间债券市场、交易所债券市场等同时开展信用评级业务的信用评级机构应当统一评级标准”、“构建以违约率为核心的评级质量验证方法体系，推动形成有区分度的评级标准体系”等。进一步重申了发行人及其董监高的信息披露主体责任。

**(2) 加强中介机构监管。**《通知》强调了严禁券商等承销机构以各种方式变相压低发行利率、扭曲市场化利率形成机制，压实相关中介机构责任，对中介机构存在的各种不尽职及违法行为，依法严肃问责或采取自律措施，违法违规情节严重的，可采取限制业务资格、移送司法机关等措施，强化市场监管和违规处罚。进一步从政策制度上对券商内部风控合规制度体系提出更高的要求，内控体系更加完善的券商在信用债的发行过程中更不容易触碰监管红线，从而可能获得更大的市场份额。

### 3、完善基础设施，推动不同债券市场规则逐步统一

**(1) 基础设施进一步完善。**《意见》明确提出要推动完善债券市场法制，巩固公司信用类债券的上位法基础。明确了“《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》是公司信用类债券市场的基础法律”，表示“推动民商事审判工作对企业债券、非金融企业债务融资工具、公司债券适用相同的法律标准”，为交易所和银行间市场各方面的统一规范奠定坚实的法律基础。

(2) 推动不同市场的债券规则逐步统一。同时，本次《意见》还进一步明确了债券相关制度和监管要求的统一性。事实上，在此次意见出台之前，相关部门各项政策推动债券市场制度规则的逐步统一，具体如下：

表 5：相关制度政策一览

日期	发布机构	政策/公告名称	相关内容
2018.11	人民银行、证监会、发改委	《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》	提出建立统一的债券市场执法机制
2019.11	中国人民银行、发改委、财政部、证监会	《信用评级行业管理暂行办法》	明确建立评级行业统一监管的制度框架
2020.03	人民银行、发改委、财政部、银保监会、证监会、外汇局	《统筹监管金融基础设施工作方案》	提出加强债券市场基础设施互联互通
2020.07	人民银行、证监会	公告〔2020〕第 7 号	同意银行间债券市场与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作

资料来源：各政府机构官网，光大证券研究所

在此前各项已出台政策的基础上，《意见》进一步明确了债券相关制度和监管要求的统一性，提出“按照分类趋同原则，促进公司信用类债券市场发行、交易、信息披露、投资者保护等各项规则标准逐步统一”，从完善债券市场顶层设计的角度进一步解决债市的多头监管、市场分割等问题，从而推动债市的规则统一性。

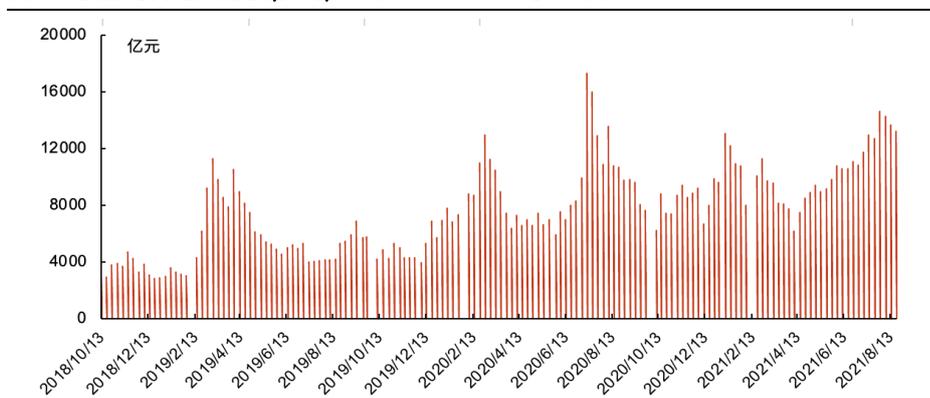
### 3、重点推荐公司

保险：推荐中国财险，中国平安（A+H），中国太保（A+H）；

券商：推荐中信证券（A+H），东方财富，关注广发证券。

### 4、行业重要数据

图 4：股基周日均交易额(亿元) (截至 2021 年 8 月 20 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

本周日均股基交易额为 13174 亿元，环比下降 3.62%。

图 3: 两融余额及占 A 股流通市值比例 (截至 2021 年 8 月 20 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

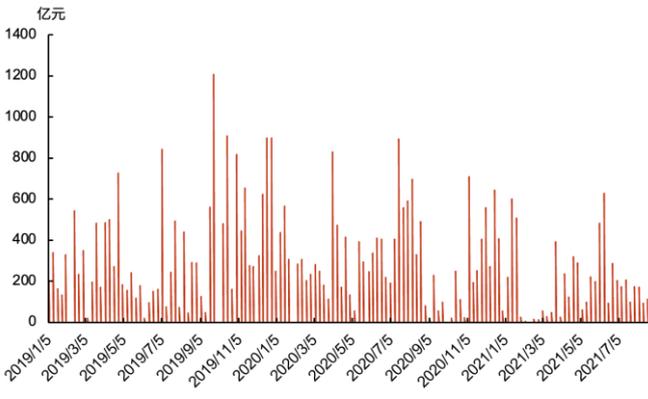
图 4: 股票质押参考市值及占比 (截至 2021 年 8 月 20 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

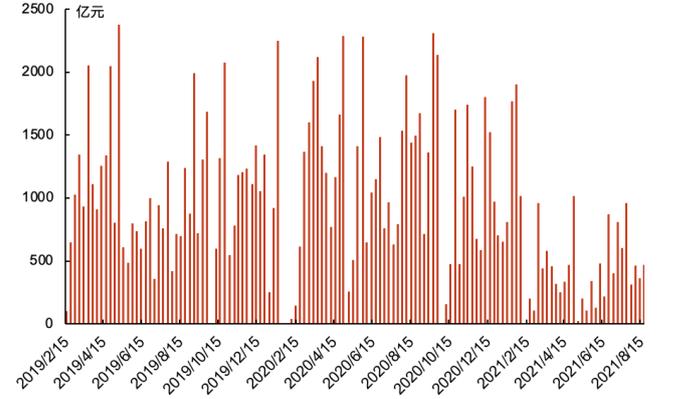
截至 2021 年 8 月 20 日, 融资融券余额 18457 亿元, 环比下降 0.65%, 占 A 股流通市值比例为 2.68%。两融交易额占 A 股成交额比例 8.69%。

图 5: 股票承销金额 (截至 2021 年 8 月 20 日)



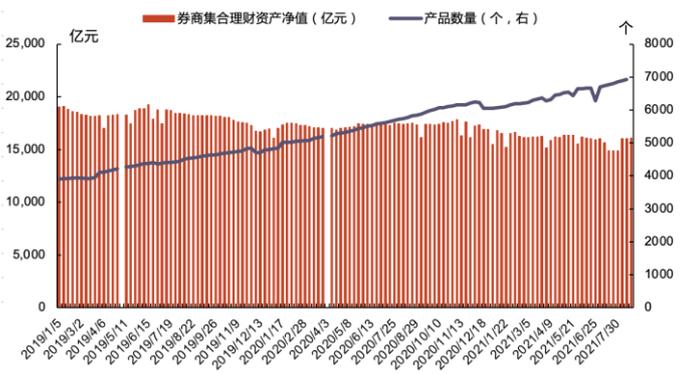
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 债券承销金额 (截至 2021 年 8 月 20 日)



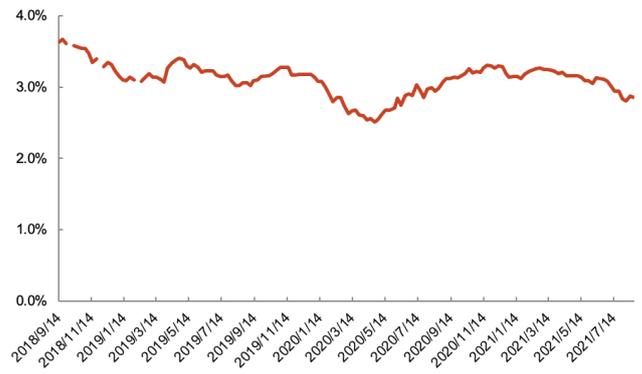
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 续存期集合理财产品个数及净值 (截至 2021 年 8 月 20 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

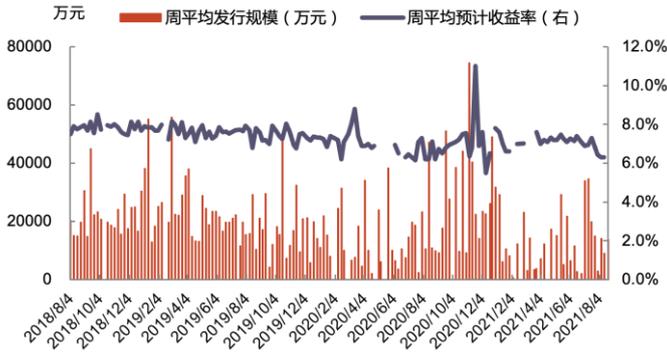
图 8: 中债 10 年期国债到期收益率 (截至 2021 年 8 月 20 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

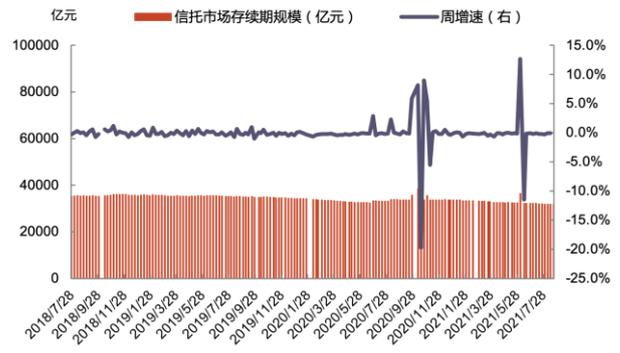
截至 8 月 20 日, 市场续存期集合理财产品合计共 6940 个, 资产净值 16046 亿元; 截至 8 月 20 日, 中债 10 年期国债到期收益率 2.85%, 比上周下降 2.7bps。

图 9：信托市场周平均发行规模及预计收益率（截至 2021 年 8 月 20 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：信托市场存续期规模（亿元）（截至 2021 年 8 月 20 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 5、行业动态

### (1) 证监会召开 2021 年系统年中监管工作会议

8 月 20 日，中国证监会召开 2021 年系统年中监管工作会议。会议指出：1) 扎实开展党史学习教育。2) 紧扣服务构建新发展格局，全力支持实体经济高质量发展。3) 推进资本市场全面深化改革开放。有序推进全面实行股票发行注册制各项准备工作。4) 持续巩固重大风险防范化解攻坚战成效。股市、债市、期市总体保持平稳运行，私募基金、债券违约等重点领域风险化解处置成效持续巩固。5) 强化“零容忍”的执法震慑。落实中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》。6) 全面加强系统党的建设。

### (2) 证监会通报第二十八批首发企业现场检查有关情况

2021 年 1 月，中国证券业协会组织实施了首发企业信息披露质量抽查第二十八次抽签工作。目前，证监会已完成该批次首发企业现场检查工作，此次检查对象共包括 7 家首发申请企业，其中主板 1 家，科创板 3 家，创业板 3 家。对首发企业常态化开展现场检查工作，是严格落实 IPO 各环节全链条监管的重要举措；是督促中介机构勤勉尽责、审慎执业，发挥资本市场“看门人”作用的重要抓手；也是落实以信息披露为核心的证券发行制度，提升信息披露质量的重要手段。下一步，证监会将继续坚持以信息披露为核心推进发行审核工作，将现场检查工作常态化规范化，加强统筹协调，不断完善全流程监管机制，进一步明晰和统一检查处理标准，明确市场合理预期。

### (3) 银保监会党委传达学习中央财经委员会第十次会议精神

8 月 19 日下午，银保监会召开党委（扩大）会议，传达学习中央财经委员会第十次会议精神，研究具体贯彻落实措施。会议指出，系统各单位、各部门要认真学习习近平总书记在中央财经委员会第十次会议上的重要讲话精神，切实增强“四个意识”，坚定“四个自信”，做到“两个维护”，确保会议精神在银行业保险业得到不折不扣的贯彻落实。一是统一思想，提高认识。二是统筹做好重大金融风险防范化解工作。三是不断提升金融服务实体经济能力。四是深入推进全面从严治党。

## 6、公司公告

(1) 国海证券（000750）：国海证券发布 2021 年半年度财务报告，2021 年 1-6 月营业收入为 26.38 亿元，母公司为 18.08 亿元（未经审计）。

(2) 华鑫股份 (600621)：华鑫证券有限责任公司公开挂牌转让所持摩根士丹利证券 (中国) 有限公司 39% 股权。

(3) 中信建投 (601066)：中信建投 2021 年第十一期短期融资债 (债券通) 已于 2021 年 8 月 18 日发行完毕，实际发行总额 34 亿元人民币，发行价格 100 元，票面年利率为 2.18%。

(4) 中国人保 (601319)：中国人保发布 2021 年半年度报告，2021 年上半年，人保财险、人保寿险、人保健康、人保香港分别实现保费收入 2518.25 亿元、667.58 亿元、257.48 亿元、1.12 亿元 (未经审计)。

(5) 中国财险 (2328.HK)：中国财险发布 2021 年半年度报告，截止到 2021 年 6 月 30 日总保费收入为 2526.26 亿元，YOY 为 2.6%。承保利润为 54.06 亿元，综合成本率为 97.2%。综合偿付能力为 309%，核心偿付能力 269% (未经审计)。

(6) 同花顺 (300033)：同花顺发布 2021 年半年度报告，营业收入为 13.27 亿元，较上年增长 33.87%。(未经审计)。

## 7、风险提示

经济复苏不及预期；政策改革推进滞后；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