

行业研究

友邦三季度增速有所放缓，头部机构代销优势依旧

——非银金融行业周报 20211114

要点

行情回顾:本周沪深两市双双收涨,本周上证综指上涨1.4%,深证成指上涨1.7%,非银金融指数上涨3.4%,其中保险指数上涨1.2%,券商指数上涨4.1%,多元金融指数上涨5.5%,恒生金融行业指数上涨0.6%。年初至今上证综指上涨1.9%,深证成指累计上涨1.6%,非银金融指数累计下跌19.6%,落后上证综指21.5pct,落后深证成指21.2pct。从个股来看,本周板块涨幅排名前五个股:吉艾科技(16%)、*ST绿庭(12.96%)、渤海租赁(11.36%)、越秀金控(10.05%)、东方证券(9.52%)。本周日均股基交易额为11650亿元,环比下跌4.29%。截至11月11日,融资融券余额18412亿元,环比下跌0.09%,占A股流通市值比例为2.58%。两融交易额占A股成交额比例7.9%。截至11月12日,市场续存期集合理财产品合计共7199个,资产净值15304亿元,中债10年期国债到期收益率2.94%,比上周上涨5bp。

保险行业:友邦三季度增速有所放缓,行业负债端持续承压

相较于去年同期,2021年前三季度友邦新业务价值为25.49亿美元,上升15%,较中报22%的增速有所回落;新业务价值率为58.9%,提升5.5pct。除香港地区外,前三季度集团新业务价值高于2019年水平。我们预计下半年整体增速不及中报,但全年NBV仍将维持增长。预计中国内地业务扩张、中国香港及海外业务恢复、数字科技赋能及银行保险渠道开拓等形成的多重合力,有望助力公司业绩破局。目前,保险行业估值处于历史较低水平,短期内险企负债端承压态势预计难以改变。从长期看,疫情形势逐渐平复、居民总体收入水平不断提升、公众保险观念的转变以及科技赋能等长期利好因素的叠加,将为保险行业持续健康发展奠定坚实基础。推荐风险敞口大幅缩窄的中国财险和渠道转型走在前列的友邦保险,长期推荐多线布局健康与养老产业的中国平安(A+H)和中国太保(A+H)。

证券行业:基金代销头部机构优势依旧,互联网系销售机构高歌猛进

中国证券基金业协会公布2021年3季度基金代销机构基金销售保有规模及前100名机构排名。有以下三点值得关注:1) **权益市场规模快速扩张。**根据中国证券基金业协会数据,截至2021年9月底市场存量权益型公募基金(股票+混合)规模7.67万亿元,较20年底的6.42万亿提升14.46%,权益基金的市场规模快速增长。2) **头部竞争格局保持稳定。**保有量排名前五机构市场占有率分别为9.12%/8.5%/6.5%/6%/4.9%,合计占百强销售机构比例的46%,头部竞争格局稳定。3) **互联网渠道优势显著。**互联网渠道凭借流量优势和费率优势,市占率持续提高,其中蚂蚁基金6810亿排名第二,市占率8.5%,环比+0.13pct;天天基金4841亿排名第四,市占率6.04%,环比+0.43pct。四季度以来市场成交依旧活跃,叠加券商三季度业绩普遍延续较高增速,印证了行业基本面持续向好的趋势。从市场情绪来看,11月15日北交所正式开市,市场对于券商的关注度提升,并且目前低估值的券商板块具有极高的配置性价比,建议关注年底券商的投资主线:1) 券商板块中综合实力突出、护城河优势明显的龙头券商,推荐华泰证券(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,友邦保险,中国平安(A+H),中国太保(A+H);

券商:推荐华泰证券(A+H),东方财富,关注广发证券。

风险提示:经济复苏不及预期;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

zhengji@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源:Wind

相关研报

互联网人身险产品迎“专属”时代,关注券商三季报行情——非银金融行业周报(20211024)

意外险监管进一步强化,注册制下规范IPO辅导——非银金融行业周报(20211017)

康养产业或为寿险行业新动力,债券承销价格战迎监管约束——非银金融行业周报(20211010)

意外险定价进一步夯实,创业板定价更加市场化——非银金融行业周报(20210926)

人身险保费持续承压,“南向通”开启债市开放加速——非银金融行业周报(20210919)

养老理财产品试点开启,衍生品新增创新高——非银金融行业周报(20210912)

保险集团公司监管进一步加强,服务创新中小企业设立“北交所”——非银金融行业周报(20210905)

7月保费小幅承压,上海发布国际金融中心“十四五”规划——非银金融行业周报(20210829)

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)

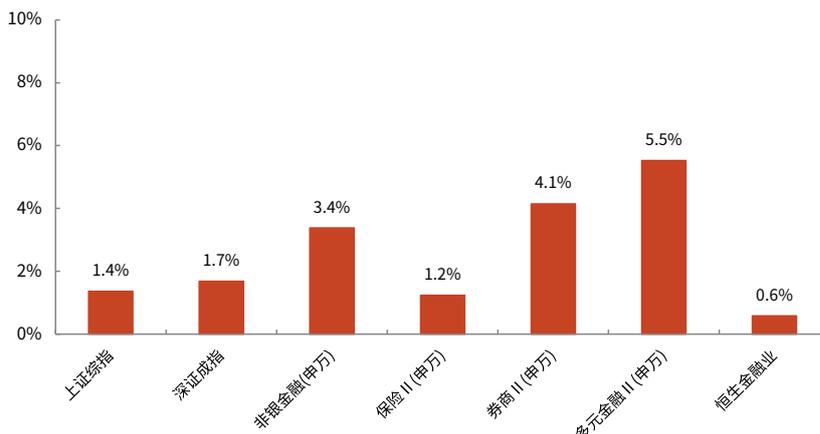
1、行情回顾

1.1、本周行情概览

本周上证综指上涨 1.4%，深证成指上涨 1.7%，非银金融指数上涨 3.4%，其中保险指数上涨 1.2%，券商指数上涨 4.1%，多元金融指数上涨 5.5%，恒生金融行业指数上涨 0.6%。

年初至今上证综指上涨 1.9%，深证成指累计上涨 1.6%，非银金融指数累计下跌 19.6%，落后上证综指 21.5pct，落后深证成指 21.2pct。

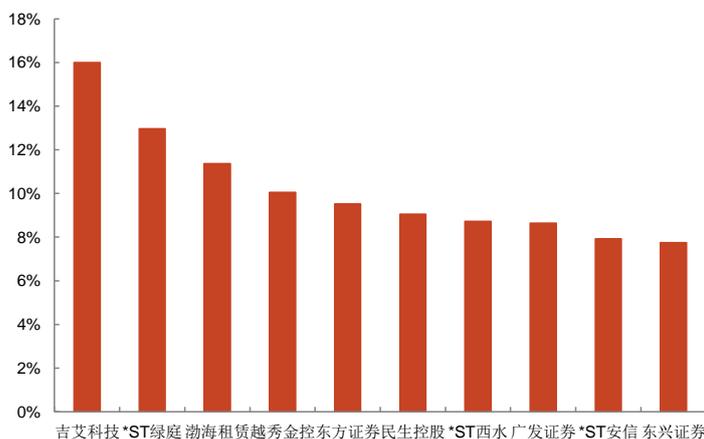
图 1：指数表现（2021 年 11 月 8 日-11 月 12 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

本周板块涨幅排名前五个股：吉艾科技（16%）、*ST 绿庭（12.96%）、渤海租赁（11.36%）、越秀金控（10.05%）、东方证券（9.52%）。

图 2：本周涨幅前十个股（2021 年 11 月 8 日-11 月 12 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 11 月 8 日-11 月 12 日），北向资金累计流出 26.91 亿，年初至今（截至 11 月 12 日）累计流入 3264.10 亿。南向资金累计流出港币 53.68 亿，年初至今（截至 11 月 12 日）累计流入港币 4047.03 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 11 月 8 日-11 月 12 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	越秀金控	8,563	中国平安	-83,259	方正证券	16%
2	中国太保	8,127	兴业证券	-24,201	中信证券	4%
3	中信证券	6,889	广发证券	-23,049	中国平安	3%
4	浙商证券	6,762	东方证券	-21,595	兴业证券	3%
5	太平洋	4,692	国泰君安	-13,616	爱建集团	3%
6	招商证券	3,633	海通证券	-9,091	中国太保	2%
7	渤海租赁	3,541	中国人寿	-8,604	华泰证券	2%
8	国盛金控	3,438	东吴证券	-7,292	渤海租赁	2%
9	东北证券	3,074	申万宏源	-6,042	国金证券	2%
10	天风证券	2,765	长城证券	-5,494	国泰君安	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 11 月 8 日-11 月 12 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 (万港元)	股票简称	净卖出额 (万港元)	股票简称	持已发行普通股比例
1	中国平安	26,477	香港交易所	-83,241	中国光大控股	13%
2	中国人寿	20,537	众安在线	-4,741	中州证券	11%
3	中国太保	13,498	中信证券	-4,609	华兴资本控股	10%
4	友邦保险	11,718	广发证券	-3,443	新华保险	9%
5	中国人民保险集团	5,087	远东宏信	-1,678	中国太平	9%
6	惠理集团	4,287	民众金融科技	-1,358	广发证券	8%
7	中金公司	4,267	招商证券	-961	民银资本	8%
8	中国太平	2,569	东方证券	-925	东方证券	8%
9	国泰君安	2,041	中国财险	-882	中国太保	8%
10	华兴资本控股	1,710	联想控股	-697	中国银河	7%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、行业观点

2.1、保险: 友邦三季度增速有所放缓, 行业负债端持续承压

1、友邦三季度增速有所放缓, 全年 NBV 仍将维持增长

相较去年同期, 2021 年前三季度友邦新业务价值为 25.49 亿美元, 上升 15%, 较中报 22% 的增速有所回落; 新业务价值率为 58.9%, 提升 5.5pct。除香港地区外, 前三季度集团新业务价值高于 2019 年水平。我们预计下半年整体增速不及中报, 但全年 NBV 仍将维持增长。预计中国内地业务扩张、中国香港及海外业务恢复、数字科技赋能及银行保险渠道开拓等形成的多重合力, 有望助力公司业绩破局。

1) 内地业务前三季度实现两位数增长, 成为新业务价值增长最主要推动力

10 月 15 日, 经银保监会湖北监管局审批, 友邦人寿获得在武汉设立湖北分公司并开业的许可。预计湖北分公司的设立将为友邦的内地业务扩展提供更加有力支撑, 内地业务对公司的盈利贡献将进一步增加。

2) 香港业务尚在恢复, 东南亚疫情限制增长

香港地区业务受疫情管控下内地赴港游客减少的影响较大,东南亚紧张的情势亦对业务增长产生制约,新加坡及马来西亚单三季度新业务价值同比下降。但得益于数字技术及“最优秀代理”制度的运用,除越南外,前三季度其他地区新业务价值同比均实现增长。预计香港本地业务将继续缓慢恢复,疫情逐步控制后海外业务增长动能将得以释放。

3) 数字科技赋能和银行保险助力业绩增长

2020年,友邦与众安国际达成区域科技合作伙伴,2021年,众安国际又增资引入友邦保险,双方合作进一步深化。2021年前三季度数字科技对东南亚业务起到较为关键的支撑作用。此外,今年7月,友邦与东亚银行开展了全新合作伙伴关系,在中国内地与香港市场建立了为期15年的独家银行保险伙伴协议,银行保险渠道增长强劲。数字科技和银行保险渠道有望进一步填补疫情造成的业绩缺口,助力业绩继续增长。

2.、行业负债端持续承压,估值处于历史低位,看好长期价值

2021年前三季度,中国人寿、中国人保、中国太保、新华保险分别实现原保费收入5,534.37亿元、4543.82亿元、3,014.60亿元和1,365.62亿元;同比增速分别为1.8%、1.7%、-0.3%、1.6%。总体上看增速继续放缓。其中,寿险部分主要受代理人规模变化及疫情反复等负面因素影响;财险部分增长压力主要与车险综改等因素有关。

目前,保险行业估值处于历史较低水平,短期内险企负债端承压态势预计难以改变。从长期看,疫情形势逐渐平复、居民总体收入水平不断提升、公众保险观念的转变以及科技赋能等长期利好因素的叠加,将为保险行业持续健康发展奠定坚实基础。

2.2、证券：头部机构优势依旧，互联网系销售机构高歌猛进

中国证券基金业协会公布2021年3季度基金代销机构基金销售保有规模及前100名机构排名。

1、权益市场规模快速扩张，市场集中度提升

根据中国证券基金业协会数据,截至2021年9月底市场存量权益型公募基金(股票+混合)规模7.67万亿元,较20年底的6.42万亿提升14.46%,权益基金的市场规模快速增长。从代销机构的集中度来看,权益型公募基金(股票+混合)CR5/CR10/CR100占比分别为35.7%/49.3%/76.8%,非货币型基金CR5/CR10/CR100占比分别为24.9%/33.7%/52.9%。权益类占非货公募基金的比例为80%,环比降低2.09pct,我们预计由于沪深指数小幅回调带动净值下跌所致。

2、头部竞争格局保持稳定

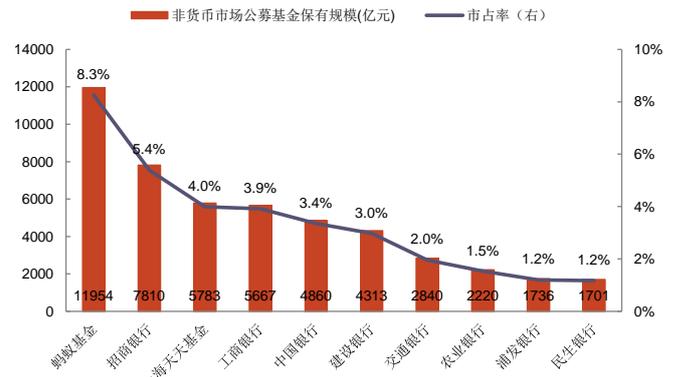
从头部竞争格局来看,非货币型公募基金保有量前五为蚂蚁(11954亿)/招行(7810亿)/天天基金(5783亿)/工行(5667亿)/中行(4860亿),在TOP前100合计金额占比为15.6%/10.19%/7.55%/7.4%/6.34%。权益公募基金(股票+混合)中招行(7307亿)/蚂蚁(6810亿)/工行(5207亿)/天天基金(4841亿)/建行(3948亿)保有量排名前五,全市场市占率为9.12%/8.5%/6.5%/6%/4.9%,合计占百强销售机构比例的46%。其中银行系3家,招行代销规模7307亿排名第一,市占率9.12%,环比-0.45pct;工行5207亿排名第三,市占率6.5%,环比-0.45pct。

图 3：股票+混合公募基金保有规模(亿元)及市占率



资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所（21年3季度末）

图 4：非货币市场公募基金保有规模(亿元)及市占率

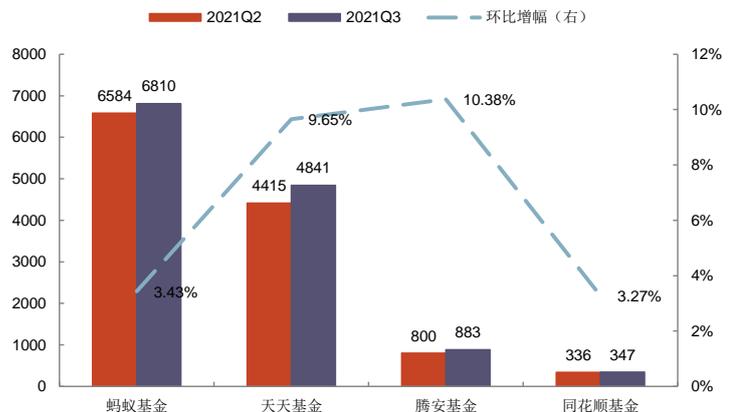


资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所（21年3季度末）

3、依托流量优势，互联网渠道优势显著

从渠道来看，以互联网渠道为主的蚂蚁和天天基金，蚂蚁基金 6810 亿排名第二，市占率 8.5%，环比+0.13pct；天天基金 4841 亿排名第四，市占率 6.04%，环比+0.43pct，以两者为首的互联网渠道凭借流量优势和费率优势，市占率持续提升。此外，腾安基金、同花顺基金表现也十分亮眼，代销规模分别为 883 亿/347 亿，市占率 1.1%/0.43%，环比+0.09pct/+0.01pct。

图 5：主要依托互联网渠道销售机构表现亮眼



资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所

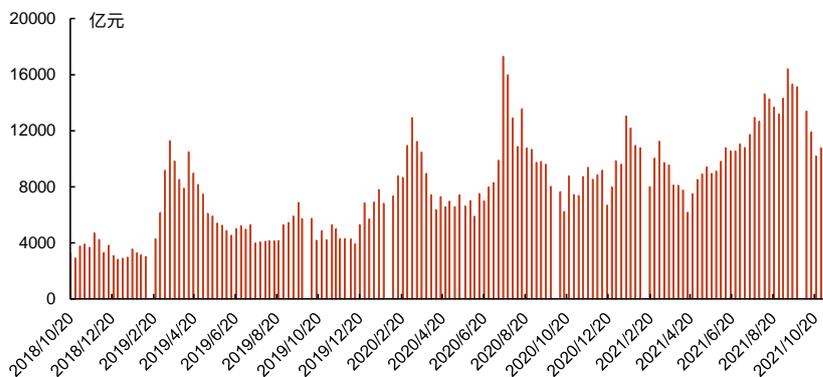
3、重点推荐公司

保险：推荐中国财险，友邦保险，中国平安（A+H），中国太保（A+H）；

券商：推荐广发证券（A+H），东方财富，关注广发证券。

4、行业重要数据

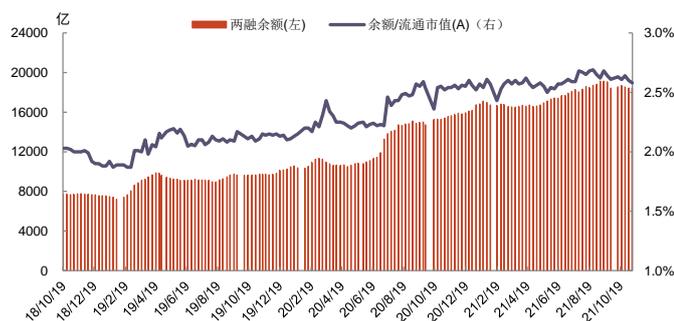
图 6：股基周日均交易额(亿元) (截至 2021 年 11 月 12 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

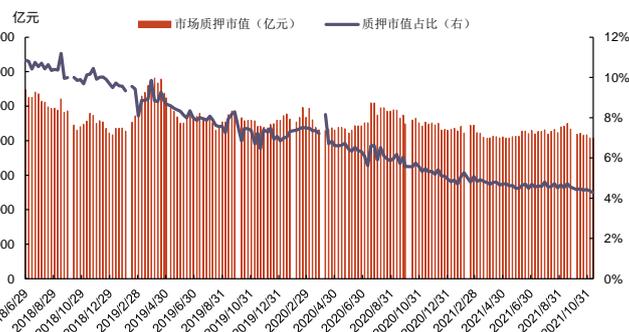
本周日均股基交易额为 11650 亿元，环比下跌 4.29%。

图 7：两融余额及占 A 股流通市值比例 (截至 2021 年 11 月 11 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

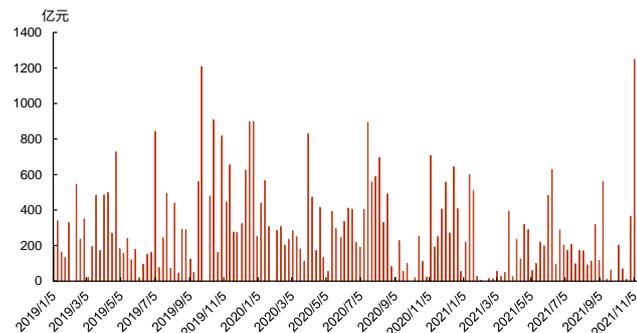
图 8：股票质押参考市值及占比 (截至 2021 年 11 月 12 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

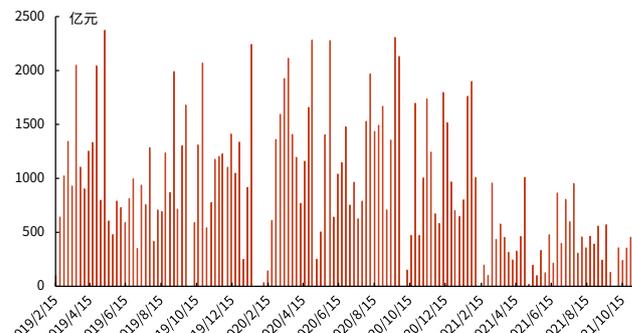
截至 11 月 11 日，融资融券余额 18412 亿元，环比下跌 0.09%，占 A 股流通市值比例为 2.58%。两融交易额占 A 股成交额比例 7.9%。

图 9：股票承销金额 (截至 2021 年 11 月 12 日)



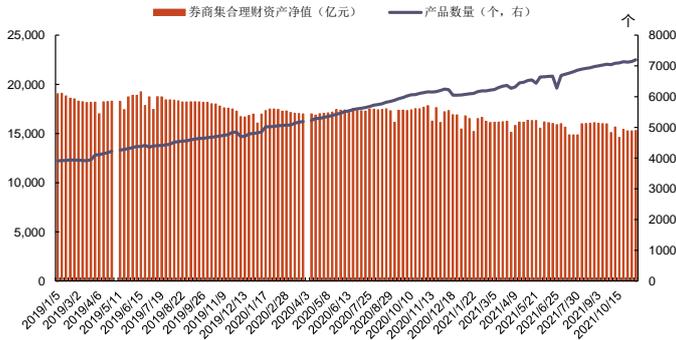
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：债券承销金额 (截至 2021 年 11 月 12 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11: 续存期集合理财产品个数及净值 (截至 2021 年 11 月 12 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

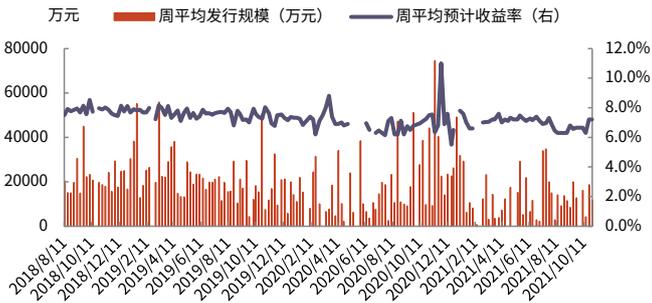
图 12: 中债 10 年期国债到期收益率 (截至 2021 年 11 月 12 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

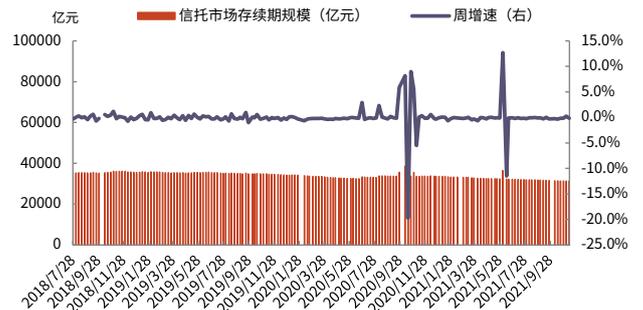
截至 11 月 12 日,市场续存期集合理财产品合计共 7199 个,资产净值 15304 亿元,中债 10 年期国债到期收益率 2.94%, 比上周上涨 5bp。

图 13: 信托市场周平均发行规模及预计收益率 (截至 2021 年 11 月 12 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 信托市场存续期规模 (亿元) (截至 2021 年 11 月 12 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、行业动态

1、银保监会: 发布《2021 年银行保险机构公司治理监管评估结果总体情况》

近日,根据《银行保险机构公司治理监管评估办法(试行)》,银保监会对银行保险机构开展了 2021 年公司治理监管评估。评估主要从党的领导、股东治理、董事会治理、监事会和管理层治理、风险内控、关联交易治理、市场约束、其他利益相关者治理等八个维度,合规性和有效性两个角度对参评机构进行综合评估。评估结果显示,近年来在监管推动下,银行业保险业公司治理意识逐步提高,公司治理建设和改革取得一定成效,但仍然存在一些问题不容忽视,需要引起关注: 1) 部分机构党的领导和党的建设虚化弱化,党委前置研究重大经营事项落实不到位; 2) 股东入股资金不实、违规股权代持、大股东违规干预的现象在部分机构依然较为严重; 3) 董事会运作不规范,董事的独立性欠缺、履职有效性不足,内部制衡监督失灵失效的情况在部分机构仍然存在; 4) 信息披露不充分,利益相关者权益保护不到位的问题仍较为普遍等。

2、北交所: 开市工作准备就绪

北京证券交易所官网发布最新消息，北交所开市各项工作已准备就绪，定于2021年11月15日开市。目前，10家已完成公开发行等程序的企业将直接在北交所上市，71家存量精选层公司平移至北交所上市的相关流程已履行完毕，届时81家公司将成为北交所首批上市公司。截至11月12日，累计有超210万户投资者预约开通北交所合格投资者权限，开市后合计可参与北交所交易的投资者超400万户。共有112家证券公司获得会员资格成为北交所正式会员。另外，北京证券交易所发布《北京证券交易所业务收费管理办法》，投资者交易经手费按成交金额的0.5‰双边收取。

3、证监会：证监会谈康美药业被责令赔偿24.59亿元：实现了“惩首恶”的目标

财联社11月12日讯，证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼案作出判决答记者问。证监会称，相关各方坚决贯彻落实党中央国务院对资本市场违法犯罪行为“零容忍”的精神和要求，通过多种手段并举，构建了民事、行政、刑事立体化的责任追究体系，让康美药业案幕后实际操纵上市公司的为恶者付出沉重代价，实现了“惩首恶”的目标，有利于强化扶优限劣的鲜明导向，共同营造良好市场生态。具体来说，一是巨额民事赔偿让“首恶”承担应有责任；二是上市公司积极追收原大股东、实际控制人占款。三是司法机关同步追究原大股东、实际控制人刑事责任。此次法院依法作出一审判决，示范意义重大，是落实新《证券法》和中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》的有力举措，也是资本市场史上具有开创意义的标志性案件，对促进我国资本市场深化改革和健康发展，切实维护投资者合法权益具有里程碑意义。

6、公司公告

(1) 中国太保(601601)：中国太保发布保费收入公告。公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司于2021年1月1日至2021年10月31日期间累计原保险业务收入分别为人民币1,918.37亿元、人民币1,285.39亿元。

(2) 中国人寿(601628)：中国人寿发布保费收入公告。本公司于2021年1月1日至2021年10月31日期间，累计原保险保费收入约为人民币5,748亿元(未经审计)。

(3) 新华保险(601336)：新华保险发布保费收入公告。新华人寿保险股份有限公司于2021年1月1日至2021年10月31日期间累计原保险保费收入为人民币14,737,829万元。

(4) 中国人保(601319)：中国人保发布原保险保费收入公告。中国人民保险集团股份有限公司2021年1月1日至2021年10月31日经由本公司子公司中国人民财产保险公司、中国人民人寿保险公司及中国人民健康保险公司所获得的原保险保费收入分别为人民币372,823百万元、人民币83,796百万元及人民币32,053百万元。

(5) 浙商证券(601878)：公告2021年半年度利润分配方案。本次利润分配以方案实施前的公司总股本3,878,168,795股为基数，每股派发现金红利0.13元(含税)，共计派发现金红利504,161,943.35元。

7、风险提示

经济复苏不及预期；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