

## 行业研究

## 险企 10 月保费继续承压，北交所挂牌公司表现不一

## ——非银金融行业周报 20211121

## 要点

**行情回顾:** 本周沪深两市小幅上涨，券商保险指数逆市下跌。上证综指上涨 0.6%，深证成指上涨 0.3%，非银金融指数下跌 1.1%，其中保险指数下跌 0.9%，券商指数下跌 1.2%，多元金融指数下跌 1.1%，恒生金融行业指数上涨 0.3%。从个股来看，本周板块涨幅排名前五个股：\*ST 安信 (4.75%)、广发证券 (4.60%)、太平洋 (2.79%)、经纬纺机 (1.94%)、长城证券 (1.94%)。年初至今，上证综指上涨 2.5%，深证成指累上涨跌 1.9%，非银金融指数累计下跌 20.5%，落后上证综指 23pct，落后深证成指 22.5pct。本周日均股基交易额为 11892 亿元，环比上涨 2.8%。截至 11 月 18 日，融资融券余额 18,373 亿元，环比下跌 0.22%，占 A 股流通市值比例为 2.38%。两融交易额占 A 股成交额比例 7.6%。截至 11 月 19 日，中债 10 年期国债到期收益率 2.93%，比上周下跌 1.0bp。

**保险行业：10 月保费继续承压，“开门红”启动后置**

**10 月保费继续承压，财险边际改善。**总体上看，险企 10 月保费继续承压，业绩不甚乐观。1) 人身险业绩下滑是险企保费承压的主要原因。2) 车险基数变动助力财险同比增速向好。车险综合改革恰满一年，我们认为车险业务的基数的变化为财险业绩改善的主要原因。在我国人口结构转型的大背景下，老龄人口比重不断上升，**保险业有望在养老产业拓展新业务空间。**考虑到 2021 年开门红受到“重疾险停售”炒作的炒作影响，基数较大，一定程度上会压制明年 1、2 月份的“开门红”的同比增速。因此，我们建议重点关注明年 3 月的业绩情况。

**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：北交所正式开市，首批上市公司表现尚可**

11 月 15 日北交所正式开市，首批 81 家上市公司正式亮相。从基本面来看，**首批上市企业业绩表现亮眼。**81 家上市公司 21 年前三季度营收同比增速高达 35.31%，与 2020 年的 11.21%相比增速大幅提升。净利润层面，首批上市企业 21 年前三季度净利润增速高达 33.33%，远超主板及创业板，次于科创板。**市场表现方面，新旧股市场表现分化显著。**其中 10 只新股首日快速拉升，涨幅集体破百，原精选层公司涨跌不一，主要由于 9 月份北交所宣布成立后就已经有较大涨幅，正式在北交所上市后部分资金获利了结。后续公募基金、险资等专业机构陆续入场，市场化定价程度提升，我们仍然看好北交所未来投资机会。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等面临着快速发展或转型时期，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

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 (20211113)

保险中介准入新规落地，北交所上市规则正式发布——非银金融行业周报 (20211107)

众安国际增资引入友邦保险，建议关注年底券商行情——非银金融行业周报 (20211031)

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)

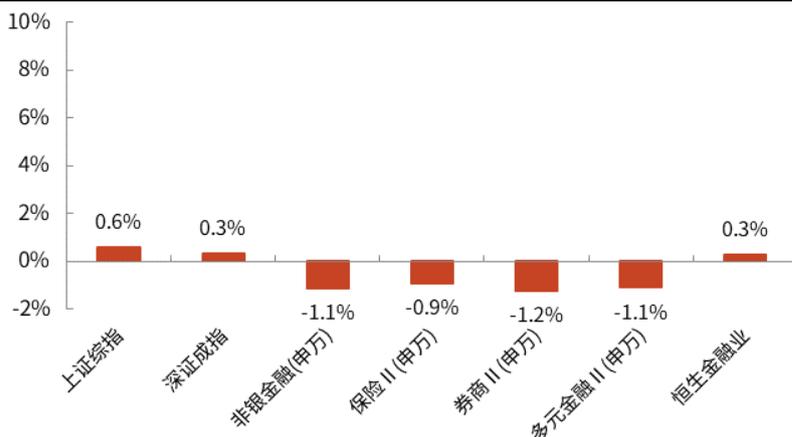
# 1、行情回顾

## 1.1、本周行情概览

本周上证综指上涨 0.6%，深证成指上涨 0.3%，非银金融指数下跌 1.1%，其中保险指数下跌 0.9%，券商指数下跌 1.2%，多元金融指数下跌 1.1%，恒生金融行业指数上涨 0.3%。

年初至今，上证综指上涨 2.5%，深证成指累上涨跌 1.9%，非银金融指数累计下跌 20.5%，落后上证综指 23pct，落后深证成指 22.5pct。

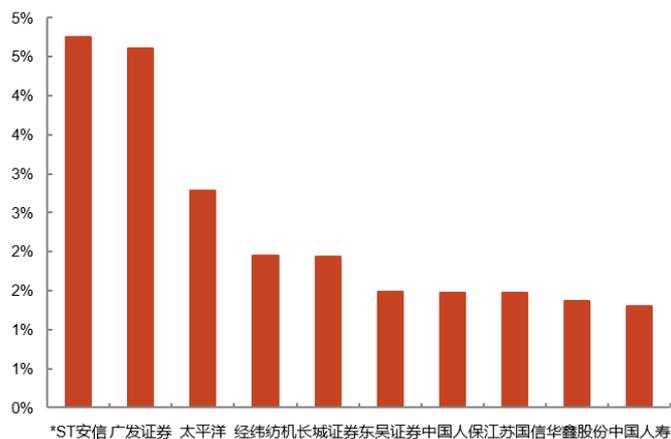
图 1：指数表现（2021 年 11 月 15 日-11 月 19 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

本周板块涨幅排名前五个股：\*ST 安信（4.75%）、广发证券（4.60%）、太平洋（2.79%）、经纬纺机（1.94%）、长城证券（1.94%）。

图 2：本周涨幅前十个股（2021 年 11 月 15 日-11 月 19 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 15 日-11 月 19 日）本周（2021 年 11 月 15 日-11 月 19 日），北向资金累计流入 111.84 亿，年初至今（截至 11 月 19 日）累计流入 3,375.93 亿。南向资金累计流出港币-23.38 亿，年初至今（截至 11 月 19 日）累计流入港币 4,023.66 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 15 日-11 月 19 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	中国人保	4,581	中国平安	-68,985	方正证券	16%
2	中天金融	2,108	广发证券	-56,460	中信证券	4%
3	越秀金控	6,252	兴业证券	-28,664	中国平安	3%
4	渤海租赁	1,276	华泰证券	-19,429	兴业证券	2%
5	华安证券	1,017	浙商证券	-15,065	爱建集团	3%
6	方正证券	1,280	国泰君安	-15,042	中国太保	2%
7	财通证券	1,634	海通证券	-12,882	华泰证券	2%
8	中国银河	1,167	中信证券	-11,079	渤海租赁	2%
9	国元证券	792	中国人寿	-10,216	国金证券	2%
10	国盛金控	910	新华保险	-8,569	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 15 日-11 月 19 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	友邦保险	37,963	中国平安	-60,042	中国光大控股	13%
2	中国太保	6,811	香港交易所	-25,086	中州证券	11%
3	中金公司	6,555	中信证券	-6,640	华兴资本控股	10%
4	广发证券	6,321	新华保险	-1,918	新华保险	9%
5	中国光大控股	2,788	HTSC	-1,802	中国太平	9%
6	中国银河	1,535	中国信达	-1,282	广发证券	8%
7	东方证券	1,506	中国太平	-1,110	民银资本	8%
8	联想控股	1,186	远东宏信	-849	东方证券	8%
9	国泰君安	1,121	光大证券	-792	中国太保	8%
10	海通证券	1,038	中信建投证券	-783	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：10 月保费继续承压，“开门红”启动置后

#### 1、10 月保费继续承压，财险边际改善

中国人保、中国人寿、中国太保、中国太平、中国平安、新华保险 10 月累计保费同比增速分别为 0.74%，1.57%，0.56%，2.86%，-5.45%，1.52%，其中四家增速放缓；单月保费环比增速分别为-19.60%、-56.42%、-26.37%、-30.03%、-15.06%、-38.51%，下滑严重。总体上看，险企 10 月保费继续承压，业绩不甚乐观。预计寿险压力年内难以缓释，受经济下行影响，财险贡献亦有限，四季度业绩恐难有大的提升。

1) 人身险业绩下滑是险企保费承压的主要原因。10 月人身险累计保费同比增速下行，中国人寿为 1.57%；中国平安为-3.84%，中国太保为-0.91%；新华保险为 1.52%；中国人保为 1.00%，中国太平为 3.35%。除人保和太平外，其余四家人身险保费改善均不明显。总体来看，寿险业绩压力主要受保险产品供需错配、保险行业代理人“清虚”、惠民保“抢单”等因素影响。

2) 车险基数变动助力财险同比增速向好。10 月财险累计保费同比增速边际向好，中国人保为 0.65%，平安财险为-8.36%，太保财险为 2.83%，太平财险为 0.02%。总体来看，头部险企 10 月保费大多维持小幅增长态势。车险综合改革恰满一年，我们认为车险业务的基数的变化为财险业绩改善的主要原因。

## 2、“开门红”启动置后，“重疾险”炒作预计压制同比增速

受代理人规模下降、四季度冲刺以提升全年业绩、监管规范化导向等影响，往年，“开门红”一般在 9-10 月开启，而今年各家保险公司十月中旬才开始陆续启动“开门红”，启动时间普遍偏晚。从产品设计上看，大多“开门红”产品均基本延续了“年金险+万能账户”的配置，同时加入养老元素。如中国人寿推出的“金裕年年”产品，目标客户就锚定了 60-75 岁的老年人群体；泰康人寿推出惠赢人生（成人版），客户可从 65 岁起领取养老金最高至 105 岁。在我国人口结构转型的大背景下，老龄人口比重不断上升，保险业有望发挥渠道及产品优势，在养老产业拓展新业务空间。

考虑到 2021 年开门红受到“重疾险停售”炒作的影响，基数较大，一定程度上会压制明年 1、2 月份的“开门红”的同比增速。因此，我们建议重点关注明年 3 月的业绩情况。

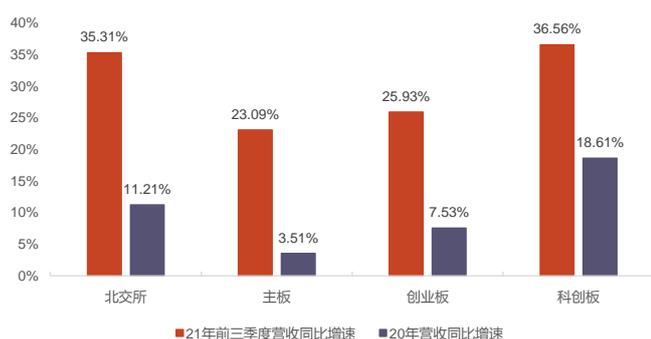
## 2.2、证券：北交所首周整体表现弱势，新旧股市场表现分化显著

2021 年 11 月 15 日，北交所正式开市，首批 81 家上市公司正式亮相。11 月 19 日，首批 8 只北交所主题基金也正式开售，仅半日就全部售罄，市场对北交所的参与热情较高。

### 1、81 家上市企业前三季度业绩表现亮眼

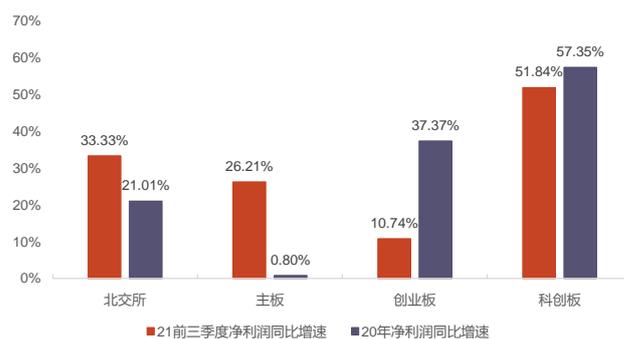
北交所首批上市企业业绩表现亮眼，营收及净利润增速较快。81 家上市企业 21 年前三季度平均净资产收益率为 9.1%，排名最高的五家企业分别为吉林碳谷（36.5%）、长虹能源（23.8%）、五新隧装（21.1%）、海希通讯（18.0%）、广咨国际（17.9%）。营业收入层面，与 A 股其他板块上市公司相比，北交所首批上市企业营收同比增速仅次于科创板，21 年前三季度营收同比增速高达 35.31%，与 2020 年的 11.21% 相比增速大幅提升。净利润层面，北交所首批上市企业 21 年前三季度净利润增速高达 33.33%，远超主板及创业板，次于科创板。

图 3：首批北交所上市公司营收同比增速与 A 股其它板块上市公司对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

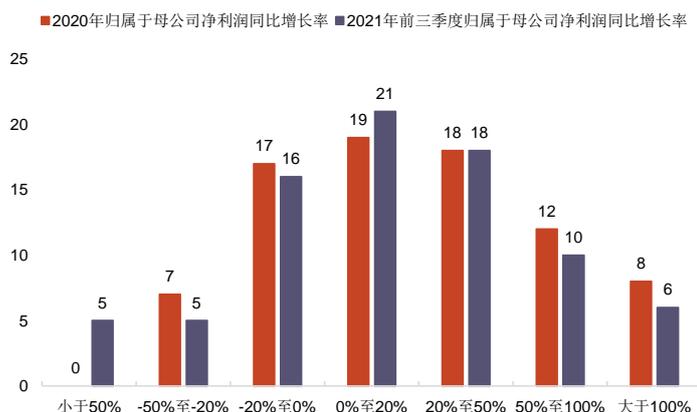
图 4：首批北交所上市公司净利润同比增速与 A 股其它板块上市公司对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

**净利润增长幅度趋稳，盈利企业数量占比大。**北交所首批上市企业净利润同比增长率多集中于 0%-20% 区间，2021 年前三季度位于这一区间的企业为 21 家，占比达 29%，而 2020 年仅有 23% 的企业位于这一区间。盈利企业数量方面，精选层企业仅 2 家亏损，盈利水平较好。

图 5：首批北交所上市公司盈利情况



资料来源：纵轴为上市公司家数，Wind，光大证券研究所

## 2、10 只新股涨幅较大，71 只旧股消化前期估值涨跌不一

开市首日北交所挂牌股票呈现出大部分微跌，少数大涨的行情，19 只股票相较于开盘价上涨，59 只股票相较于开盘价下跌，3 只股票持平。其中 10 只新股快速拉升，涨幅集体破百，同传新动涨幅最大，单日涨幅接近 500%。但与新股亮眼表现截然相反的是，超过 80% 的原精选层公司的集体收跌，其中更有公司跌幅超过 10%。开盘首日涨幅最高个股全为新股，新旧分化显著。

随后 4 个交易日中，多数公司持续收跌。截至 11 月 19 日收盘，除 10 家新股外，仅凯添燃气一家收涨（17.3%），其余集体收跌，其中 7 家公司跌幅超 20%。

## 3、机构参与程度将提升，看好北交所未来投资机会

自北交所设立决定宣布开始，即将平移至北交所的 71 家精选层标的即迎来资金追捧，开市前已经获得较高的超额收益，导致其开市之后部分资金获利了结。截至北交所开市前夕，原精选层 71 家公司半数以上公司涨幅超 50%，更有约 14% 的公司股价翻倍。因此，此次原精选层公司的集体收跌更多是因为开市前估值过高，开市后估值向合理区间回归所致。

从机构参与者来看，公募基金的北交所配置仍处于显著的低配阶段，北交所市场化定价程度不高。从 2021 年基金中报的数据上看，其中新三板的持股规模仅约 8 亿左右，公募基金的北交所配置仍处于显著的低配阶段。

展望未来，北交所上市交易等制度较为完善，同时强调研发投入，重点吸引具备一定盈利能力的专精特新企业，将有效提升板块质量，为挂牌公司提供较强的基本面支撑。同时，公募基金、保险资金等专业机构资金陆续入场，机构参与比例也将陆续提升，北交所定价效率与成交热情有望进一步提高。

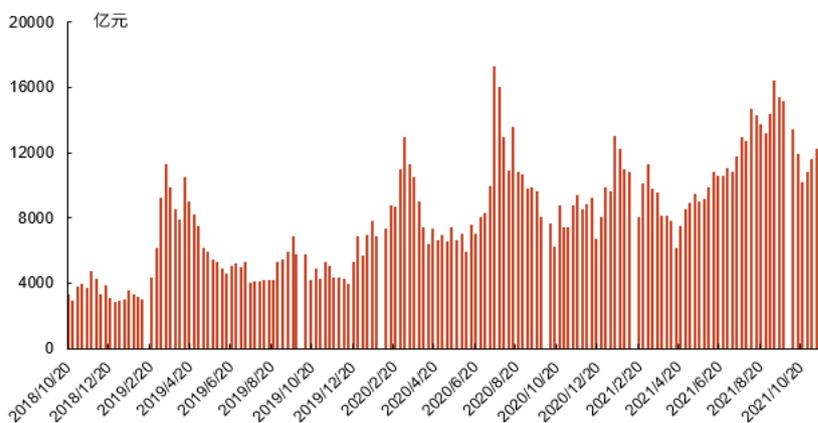
## 3、重点推荐公司

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：推荐华泰证券（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 19 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

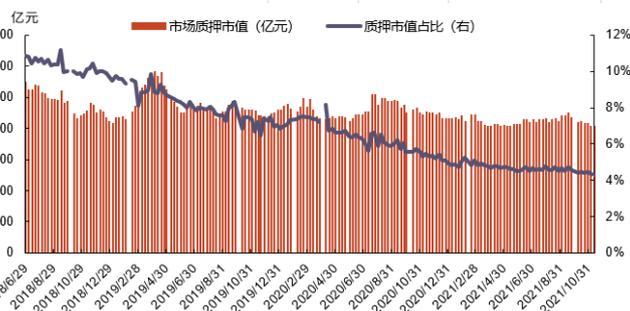
本周日均股基交易额为 11892 亿元，环比上涨 2.8%。

图 7：两融余额及占 A 股流通市值比例 (截至 2021 年 11 月 18 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

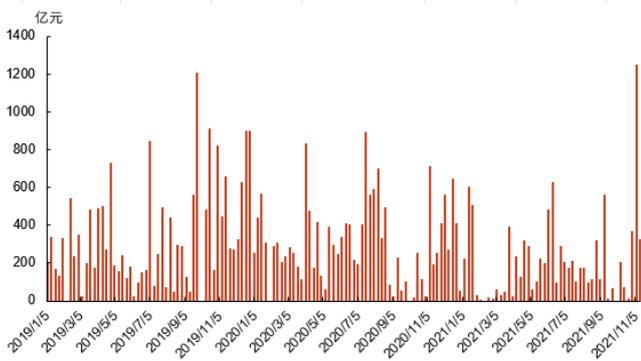
图 8：股票质押参考市值及占比 (截至 2021 年 11 月 19 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

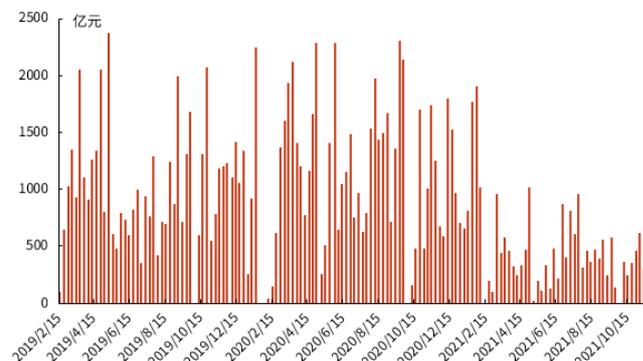
截至 11 月 18 日，融资融券余额 18,373 亿元，环比下跌 0.22%，占 A 股流通市值比例为 2.38%。两融交易额占 A 股成交额比例 7.6%。

图 9：股票承销金额 (截至 2021 年 11 月 19 日)



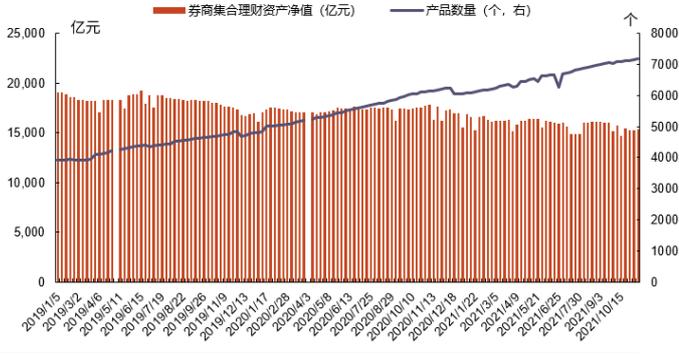
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：债券承销金额 (截至 2021 年 11 月 19 日)



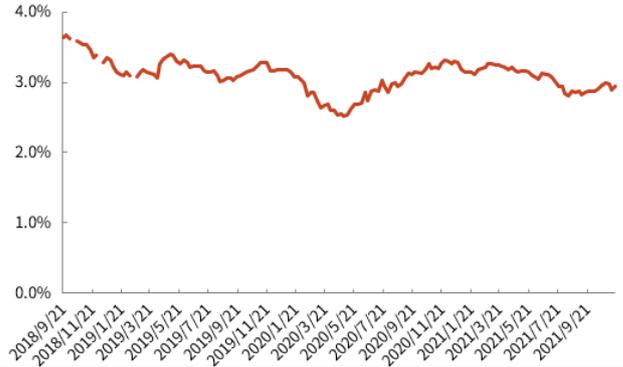
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11: 续存期集合理财产品个数及净值 (截至 2021 年 11 月 19 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

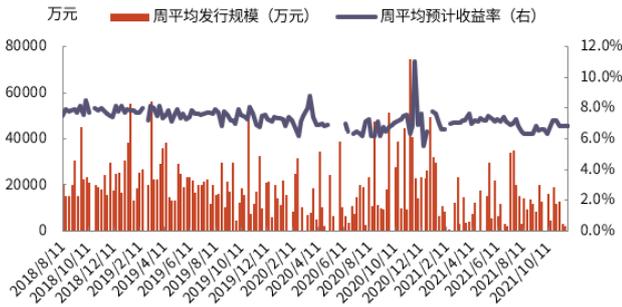
图 12: 中债 10 年期国债到期收益率 (截至 2021 年 11 月 19 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

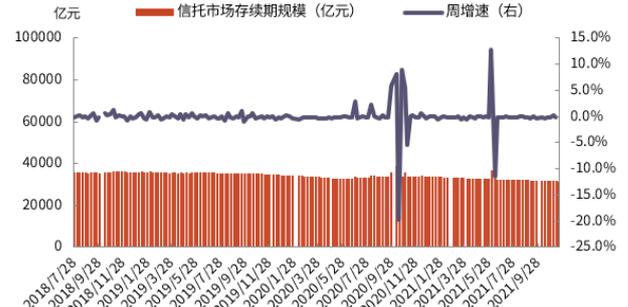
截至 11 月 19 日,市场续存期集合理财产品合计共 7252 个,资产净值 16,536 亿元,中债 10 年期国债到期收益率 2.93%, 比上周下跌 1.0bp。

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 19 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 19 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 5、行业动态

### 1、中国银保监会发布《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》

为规范保险资金债券投资行为,防范资金运用风险,近日,中国银保监会发布了《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》(以下简称《通知》)。

《通知》包含以下主要内容:一是取消保险资金可投金融企业(公司)债券白名单要求以及外部信用评级要求。二是根据保险机构信用风险管理能力和抗风险能力,分类设置可投非金融企业(公司)债券最低外部信用评级要求。三是明确保险公司投资 BBB 级(含)以下债券的集中度要求。四是明确保险公司投资债券的大类比例核算。五是要求保险机构切实履行主体责任,完善内部评级,审慎开展投资。

《通知》的发布实施，有利于拓宽保险资金运用范围，优化保险资产配置；有利于扩大保险机构自主决策空间，强化自身风险管理能力建设；有利于建立健全分类监管机制，推行差异化监管；有利于降低监管对外部信用评级依赖，助力债券市场高质量健康发展。

## 2、中国银保监会召开深化供应链融资改革专题会议

近日，中国银保监会召开专题会议，研究部署银行业保险业深化供应链融资改革工作。银保监会党委委员、副主席周亮出席会议并讲话。

会议指出，探索拓展供应链融资业务，有利于提高我国产业链供应链稳定性和竞争力，加快构建新发展格局，推动高质量发展。近年来，银保监会认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，不断完善制度规则，切实引导银行机构提升供应链金融服务水平。部分银行机构积极探索供应链融资新模式，利用物联网、区块链等新一代信息技术，完善风控技术和模型，提高金融服务的精准度、覆盖面和便利性。在保持业务稳健运行基础上，有效缓解小微企业融资困难，取得积极成效。

## 3、北京证券交易所正式揭牌开市

2021年11月15日，北京证券交易所揭牌暨开市仪式在京举行。北京市委书记蔡奇，中国证监会主席易会满出席仪式，共同为北京证券交易所揭牌并鸣钟开市。易会满主席，北京市委副书记、市长陈吉宁在仪式上致辞。中宣部、中央网信办、全国人大法工委、最高人民法院、最高人民检察院、国家发改委、科技部、工信部、公安部、财政部、人民银行、银保监会等单位有关负责同志和部门负责同志出席仪式。北京证券交易所正式揭牌开市，这是我国资本市场改革发展的又一标志性事件，对于促进多层次资本市场高质量发展、探索具有中国特色资本市场普惠金融之路和落实创新驱动发展国家战略等都具有十分重要的意义。下一步，证监会将认真学习贯彻习近平总书记重要讲话精神和党中央、国务院决策部署，会同有关各方，持续深化新三板改革，办好北京证券交易所，着力打造服务创新型中小企业主阵地，建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，为经济高质量发展和努力实现第二个百年奋斗目标积极贡献力量。

## 4、证监会就《保荐人尽职调查工作准则》公开征求意见

为贯彻落实《证券法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》等相关规定，适应注册制改革发展需要，贯彻《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》精神和原则，进一步规范和指导保荐人对境内拟发行股票、可转换债券或存托凭证的公司的尽职调查工作，提高保荐人尽职调查工作和信息披露质量，证监会拟对《保荐人尽职调查工作准则》（证监发行字〔2006〕15号）进行修订，现向社会公开征求意见。

征求意见稿共十一章八十七条，主要修订内容如下：一是，更好地贯彻注册制以信息披露为核心的理念和在尽职调查工作中落实注册制的基本要求；二是，对原《保荐人尽职调查工作准则》中未涉及的一些尽职调查事项进行了补充；三是，将保荐人“荐”的职责提到更重要位置，充分发挥其在投资价值判断方面的前瞻性作用；四是，明确保荐人对其他证券服务机构出具专业意见的内容，在评估其相关工作充分、可靠的基础上可以合理信赖，但应进一步核查验证，同时明确了保荐人应合理使用第三方外聘机构，不得将法定职责予以外包，保荐人依法应当承担的责任不因聘请第三方而减轻或免除。

## 6、公司公告

(1) 中国人保(601319)：中国人保发布公告称，第二大股东全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金会”）自公告之日起15个交易日后的六个月内拟减持公司无限售条件A股不超过884,479,811股（以下简称“减持计划”）。截至2021年11月15日，社保基金会减持计划时间过半。社保基金会

已通过委托的证券公司以集中竞价方式累计减持公司 A 股 316,765,942 股，占公司当前已发行总股本的 0.7163%。

(2) 新华保险 (601336)：新华人寿保险股份有限公司于近日收到中国银行保险监督管理委员会（以下简称“中国银保监会”）《关于新华人寿保险股份有限公司徐志斌任职资格的批复》（银保监复[2021]871 号），中国银保监会已核准徐志斌先生担任公司董事长的任职资格。徐志斌先生担任公司董事长的任期自 2021 年 11 月 10 日起至公司第七届董事会任期届满时止。

(3) 申万宏源 (000166)：公司所属申万宏源证券有限公司公开发行 2021 年永续次级债券（第三期）（以下简称“本期债券”）的发行工作于 2021 年 11 月 15 日完成。本期债券发行规模人民币 47 亿元，票面利率 3.88%。经深圳证券交易所审核，本期债券于 2021 年 11 月 19 日起通过深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台双边挂牌交易，债券简称“21 申证 Y3”，债券代码“149700”。

(4) 中原证券 (601375)：中原证券发布关于股东集中竞价减持股份进展公告。本次减持计划实施前，中原证券股份有限公司原 5% 以上股东渤海产业投资基金管理有限公司持有公司无限售流通股 292,430,857 股，占公司总股本比例约 6.30%，股份来源为公司首次公开发行股票并上市前持有的股份，已于 2018 年 1 月 3 日解除限售。渤海公司自 2021 年 8 月 20 日至 2021 年 11 月 19 日，通过集中竞价方式减持公司股份，减持数量 46,429,624 股，占公司股份总数 1.00%。本次减持计划通过集中竞价方式减持股份时间和减持数量均已过半，本次减持计划尚未实施完毕。

## 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