

行业研究

险资规范参与证券出借业务，继续关注券商板块行情

——非银金融行业周报 20211205

要点

行情回顾：本周沪深两市均上涨，券商指数涨幅高于大盘。上证综指上涨 1.2%，深证成指上涨 0.8%，非银金融指数上涨 1.6%，其中保险指数上涨 0.5%，券商指数上涨 2%，多元金融指数上涨 2.4%，恒生金融行业指数上涨 0.6%。年初至今，上证综指上涨 3.9%，深证成指累计上涨 2.9%，非银金融指数累计下跌 20.1%，落后上证综指 23.9pct，落后深证成指 23pct。从个股来看，本周板块涨幅排名前五个股：东方证券（7.20%）、广发证券（7.11%）、华林证券（5.64%）、华鑫股份（5.46%）、兴业证券（4.12%）。本周日均股基交易额为 12534 亿元，环比下跌 0.6%。截至 12 月 2 日，融资融券余额 18,460 亿元，环比下跌 0.42%，占 A 股流通市值比例为 2.53%。两融交易额占 A 股成交额比例 7.53%。截至 12 月 3 日，中债 10 年期国债到期收益率 2.87%，比上周上涨 5bp。

保险行业：险资规范参与证券出借业务，低利率环境下利好投资端

近日，银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》。(1)《通知》从借出方和借入方分别规范险资参与证券出借业务，**松紧兼顾**，确保出借资金的安全性的同时，赋予保险机构自主决策空间。(2) **险资运用政策频繁出台，低利率环境下利好投资端**。11 月以来，银保监会陆续出台多项政策，分别规范险资投资公募 REITs、规范保险公司发行无固定期限资本债券、放宽险资投资企业债券的信用评级限制，优化保险公司资产配置。**证券出借业务符合保险资金长久期特点，有利于险企增厚投资收益**。保险机构为了匹配保险资金负债端长久期的特点，会拉长资产久期，而证券出借业务风险较小，一方面可以盘活存量资产，另一方面可以在保留权益的同时通过出借业务增厚投资收益，在目前低利率环境下改善投资端。**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：建设多层次资本市场，上海区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点

中国证监会近日批复同意在上海区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点。本次试点有利于降低基金转让份额的交易成本，私募股权和创业投资退出渠道逐步拓宽。我们认为伴随着我国资本市场的改革力度逐渐加大以及多层次建设不断加快，券商作为最直接的参与者将会持续受益。本周证券板块持续有资金流入，年底券商投资机会获得市场关注。当前在资本市场大发展的背景下，A 股市场成交活跃，券商的财富管理业务、投资业务和机构业务等面临着快速发展，低估值的券商板块有较高的配置性价比。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

分析师：郑君怡

执业证书编号：S0930521110002
010-57378023
zhengjy@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

董责险备受关注，年底券商性价比凸显——非银金融行业周报（20211129）

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）

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）

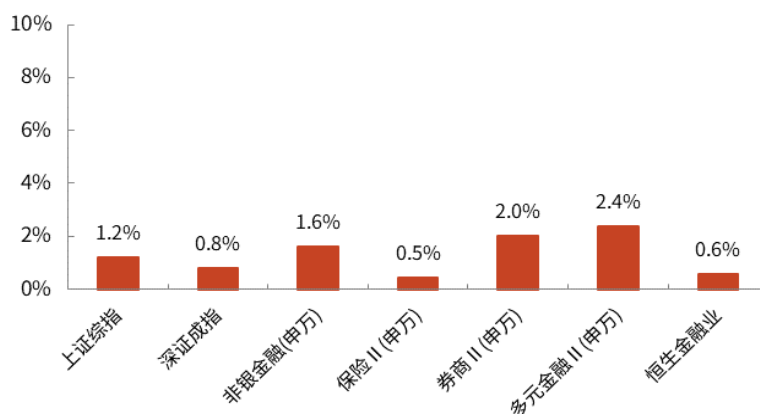
1、行情回顾

1.1 本周行情概览

本周上证综指上涨 1.2%，深证成指上涨 0.8%，非银金融指数上涨 1.6%，其中保险指数上涨 0.5%，券商指数上涨 2%，多元金融指数上涨 2.4%，恒生金融行业指数上涨 0.6%。

年初至今，上证综指上涨 3.9%，深证成指累计上涨 2.9%，非银金融指数累计下跌 20.1%，落后上证综指 23.9pct，落后深证成指 23pct。

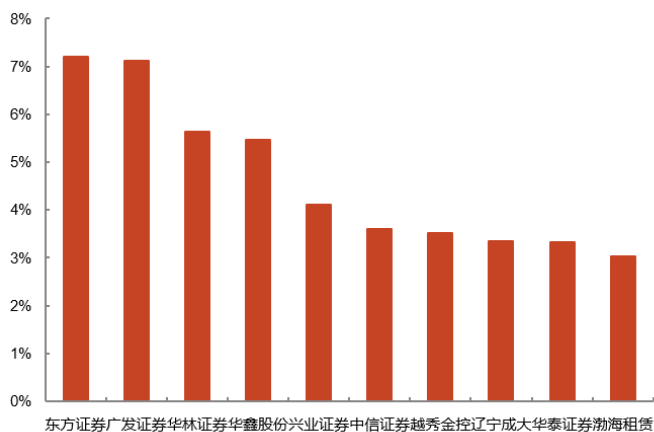
图 1：指数表现（2021 年 11 月 29 日-12 月 3 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

本周板块涨幅排名前五个股：东方证券（7.20%）、广发证券（7.11%）、华林证券（5.64%）、华鑫股份（5.46%）、兴业证券（4.12%）。

图 2：本周涨幅前十个股（2021 年 11 月 29 日-12 月 3 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 29 日-12 月 3 日），北向资金累计流入 151.17 亿，年初至今（截至 12 月 3 日）累计流入 3,584.20 亿。南向资金累计流入港币 82.24 亿，年初至今（截至 12 月 3 日）累计流入港币 4,108.83 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 29 日-12 月 3 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	中信证券	48,986	长城证券	-18,553	方正证券	16%
2	华泰证券	29,824	中国平安	-18,333	中信证券	4%
3	中信建投	20,332	中国太保	-15,144	中国平安	3%
4	申万宏源	17,073	广发证券	-13,839	爱建集团	3%
5	东方证券	12,252	天茂集团	-7,089	华泰证券	2%
6	西部证券	11,270	中天金融	-6,999	渤海租赁	2%
7	中国人寿	10,558	兴业证券	-5,548	兴业证券	2%
8	招商证券	7,501	太平洋	-1,520	中国太保	2%
9	浙商证券	6,463	锦龙股份	-1,301	国金证券	2%
10	方正证券	5,931	国信证券	-1,009	浙商证券	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 11 月 29 日-12 月 3 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, 港币)	股票简称	净卖出额 (万元, 港币)	股票简称	持已发行普通股比例
1	友邦保险	20,212	中国太保	-15,179	中国光大控股	13%
2	中国平安	16,818	光大证券	-766	中州证券	11%
3	香港交易所	14,974	中信证券	-332	华兴资本控股	11%
4	中金公司	12,846	民众金融科技	-54	中国太平	9%
5	远东宏信	8,881	中国山东高速金融	-42	新华保险	9%
6	中国财险	8,162	民银资本	-22	广发证券	9%
7	中国人民保险集团	6,815	中国银河	-19	民银资本	8%
8	新华保险	5,817	中国再保险	-14	东方证券	8%
9	HTSC	4,507	51 信用卡	-0	中国太保	8%
10	中国光大控股	4,363	中国华融	-	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：险资规范参与证券出借业务，低利率环境下利好投资端

近日，银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》，对保险机构参与证券出借业务的决策管理流程进行规范，共 16 条，主要包含设置差异化监管、建立资产担保机制、压实机构主体责任三方面。

1、《通知》规范险资参与证券出借业务，松紧兼顾

什么是保险资金参与证券出借业务？ 保险资金参与证券出借业务是指保险集团（控股）公司、保险公司和保险资产管理公司（以下统称保险机构）将保险资金运用形成的证券以一定费率向证券借入人出借，借入人按期归还所借证券及相应权益补偿并支付借券费用的业务。证券出借业务包括境内转融通证券出借、境内债券出借、境外证券出借等监管认可的业务。

证券出借业务是境内外资本市场提高二级市场流动性的常见交易制度，发展已较为成熟。根据银保监会披露，截至 2020 年末，全球证券借贷业务存量规模已达 2.3 万亿欧元；在境内市场，债券出借和转融通证券出借业务发展也较为迅速，截至 2021 年 9 月末，境内债券借贷规模为 8041 亿元，其中境内转融通出借余额 1692 亿元。

松紧兼顾，利好险资规范参与：

(1) **紧：**对于借出方，《通知》对保险机构偿付能力、资产负债管理能力、投资能力、监管评级等分别作出要求；对于借入方，《通知》通过对无中央对手方的证券借贷业务规范担保物类型及担保比例下限，设置一定的借入人门槛，确保出借资金的安全性。

(2) **松：**《通知》一方面不为新业务增设行政许可事项，赋予保险机构自主决策空间；另一方面对有证券金融公司作为中央对手方的境内转融通出借业务，不设定担保要求，提高交易便捷性。

表 3：《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》重要内容梳理

规定方向		主要内容
1	保险机构参与形式	可以 直接参与 证券出借业务，也可以 委托保险资产管理公司参与 证券出借业务。
2	保险机构需具备的条件	(1) 保险集团（控股）公司和保险公司上季末综合偿付能力充足率不低于 120% ，风险综合评级不低于 B 类，最近一年资产负债管理能力评估结果不低于 60 分 ；(2) 保险资产管理公司最近一年监管评级结果不低于 C 类。
3	保险机构通过约定申报方式参与境内转融通证券出借业务，对借券证券公司的要求	借券证券公司上一会计年度未经审计的净资产不得低于 60 亿元人民币 ，最近一年分类监管评级不得低于 A 类。
4	对借入人的要求	境内债券出借业务 (1) 借入人为证券公司的，其上一会计年度未经审计的净资产不得低于 60 亿元人民币 ，最近一年分类监管评级不得低于 A 类；(2) 借入人为商业银行的，其上一会计年度未经审计的净资产不得低于 100 亿元人民币 ，或者其已在境内外交易所主板上市。
	境外证券出借业务	(1) 开展证券借贷业务不低于 8 年 ；(2) 上一会计年度未经审计的净资产不低于 300 亿元人民币 或等值可自由兑换货币；(3) 长期信用评级不低于国际公认评级机构评定的 A 级 或相应评级；(4) 风险指标符合所在国家或地区监管规定。
5	出借数量要求	(组合类保险资产管理产品) 单只证券出借数量合计不得超过其持有该证券总量的 50% 。
6	担保要求	保险机构参与境内债券出借和境外证券出借业务，应当要求证券借入人提供有价证券作为担保物，担保物市值不得低于已出借证券市值的 102% 。
7	会计计量要求	出借证券应纳入保险资金运用大类资产比例管理，出借期限超过 20 个交易日 的证券不得纳入流动性监测比例计算。

资料来源：银保监会，光大证券研究所

2、险资运用政策频繁出台，低利率环境下利好投资端

11 月以来，险资运用政策频繁出台。此前，政策已陆续放开保险资金投资比例限制及投资范围限制，今年 3 月以来，由于长端利率震荡下行，截至 2021 年 12 月 3 日，十年期国债收益率为 2.87%，较今年以来高点（3.28%）下降了 0.41pct。低利率环境下，11 月以来，银保监会陆续出台多项政策，分别规范险资投资公募 REITs、规范保险公司发行无固定期限资本债券、放宽险资投资企业债券的信用评级限制，优化保险公司资产配置。

证券出借业务符合保险资金长久期特点，有利于险企增厚投资收益。保险机构一般为了匹配保险资金负债端长久期的特点，会拉长资产久期，而证券出借业务风险较小，一方面可以盘活存量资产，另一方面可以在保留权益的同时通过出借业务增厚投资收益，在目前低利率环境下改善投资端。

2.2、证券：建设多层次资本市场，上海区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点

资金端“募创投退”效率有望提升，加快多层次资本市场建设。继中国证监会于 2020 年底批复同意在北京股权交易中心开展股权投资和创业投资份额转让试点，近期上海的股权投资和创业投资份额转让试点将进一步推动私募股权基金份额转让操作流程的规范化和透明化，解决以往转让过程中出现的诸多信息不对称问题，提升资金端的整体使用效率，促进私募基金与区域性股权市场

融合发展。此外，有利于进一步完善资本市场的融资结构，扩大直接融资比例，推动多层次资本市场的高质量发展。

基金转让份额的交易成本趋降，私募股权和创业投资退出渠道逐步拓宽。此前国内的私募基金二手份额交易平台对于部分项目投资风险信息披露不够充分，需要投资者花费大量的成本进行尽职调查，私募股权和创业投资份额转让试点将推动基金转让份额的综合交易成本进一步下降。此次试点明确国资基金份额转让和退出路径、探索建立基金份额登记备案和出质服务体系、支持设立私募股权二级市场基金、完善份额转让试点服务支持体系等措施的实施，在为买卖双方构建交易平台的同时，为私募股权和创业投资的退出提供了更多渠道。

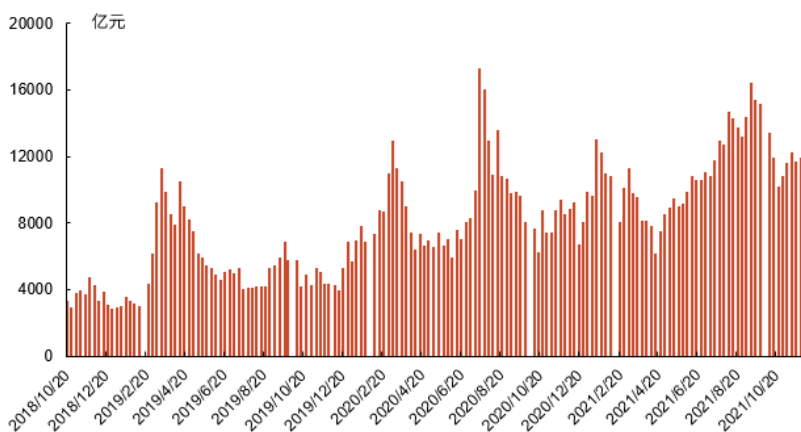
头部创投企业有望获得更多的投资机遇。我们认为在“专精特新”扶持政策的指引下，私募股权市场的交投活跃度将进一步提升。同时，私募股权和创业投资份额转让试点的建立在一定程度上为科创企业筛选投资标的等方面提供帮助，促使头部科创企业获得更多风投资金的青睐，使得金融与产业资本循环更加畅通。

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

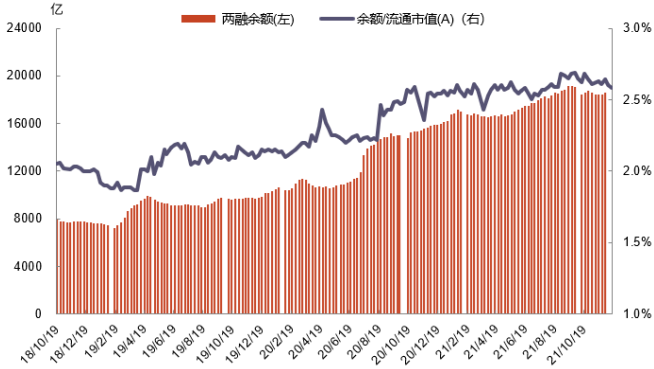
图 3：股基周日均交易额(亿元) (截至 2021 年 12 月 3 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

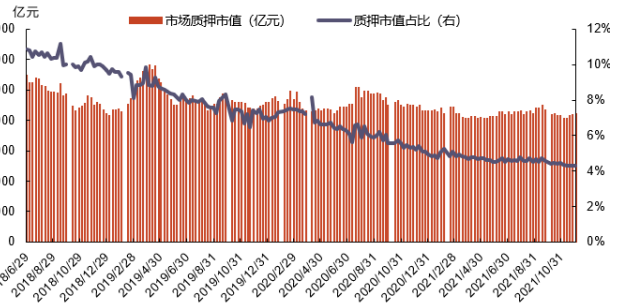
本周日均股基交易额为 12534 亿元，环比下跌 0.6%。

图 4: 两融余额及占 A 股流通市值比例 (截至 2021 年 12 月 2 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

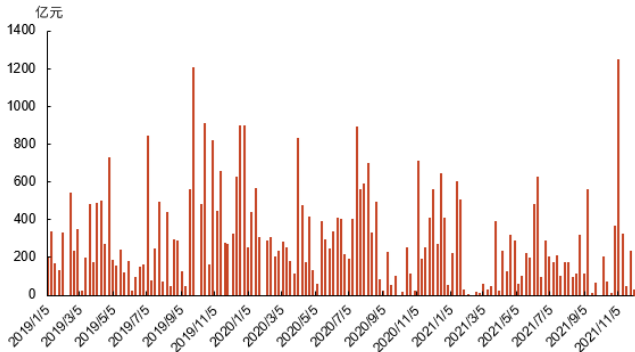
图 5: 股票质押参考市值及占比 (截至 2021 年 12 月 3 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

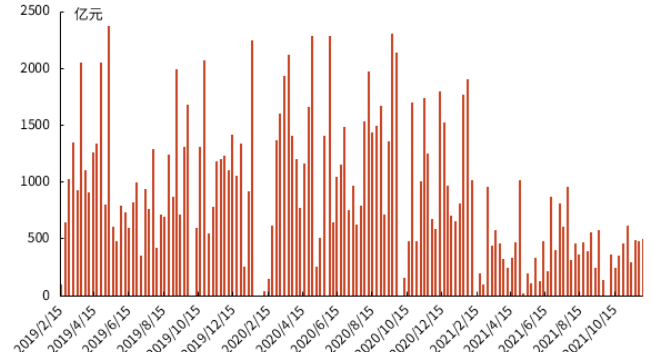
截至 12 月 2 日, 融资融券余额 18,460 亿元, 环比下跌 0.42%, 占 A 股流通市值比例为 2.53%。两融交易额占 A 股成交额比例 7.53%。

图 6: 股票承销金额 (截至 2021 年 12 月 3 日)



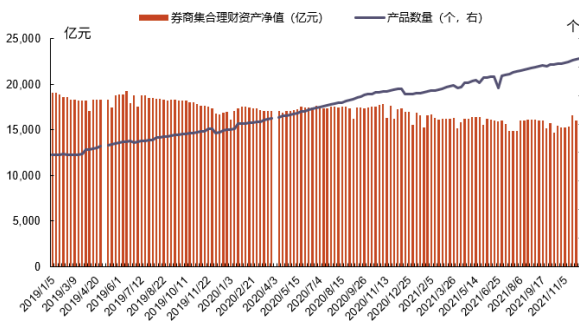
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 债券承销金额 (截至 2021 年 12 月 3 日)



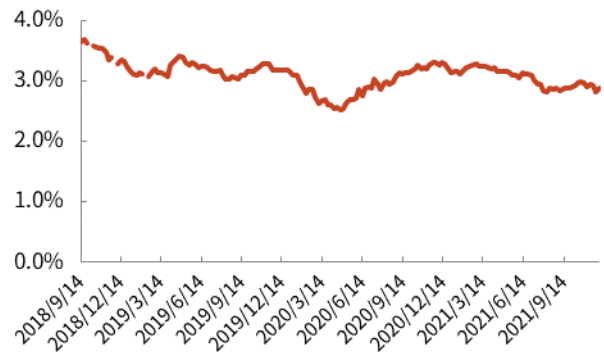
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 续存期集合理财产品个数及净值 (截至 2021 年 12 月 3 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

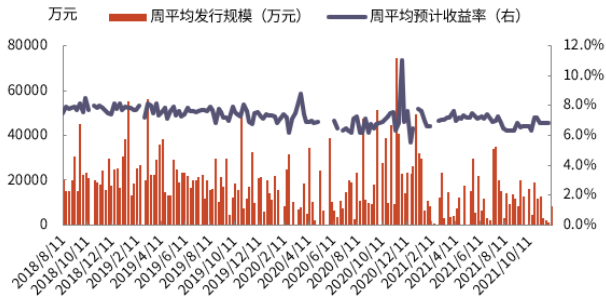
图 9: 中债 10 年期国债到期收益率 (截至 2021 年 12 月 3 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

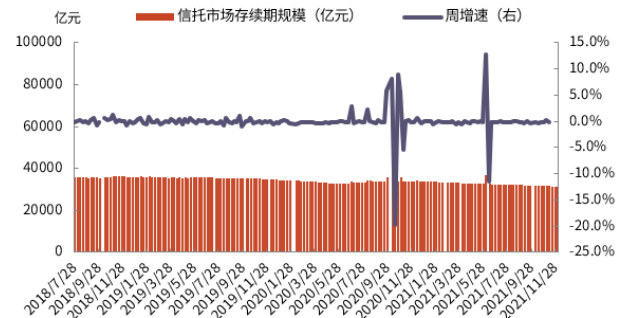
截至 12 月 3 日, 市场续存期集合理财产品合计 7309 个, 资产净值 15,995 亿元, 中债 10 年期国债到期收益率 2.87%, 比上周上涨 5bp。

图 10: 信托市场周平均发行规模及预计收益率 (截至 2021 年 12 月 3 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 12 月 3 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、行业动态

1、中国银保监会印发《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》

《指导意见》强调，要统筹推动直接融资与间接融资相互补充，政策性金融与商业性金融共同发力，充分考虑银行、保险、非银行金融机构优势和特点，调动科技金融服务积极性。在依法合规、风险可控、商业自愿前提下，支持商业银行具有投资功能的子公司、保险机构、信托公司等出资创业投资基金、政府产业投资基金等，为科技企业发展提供股权融资。要强化科技保险服务，支持开展首台（套）重大技术装备保险试点和新材料首批次应用保险试点，以及有条件的地区探索开办首版次软件保险。要加强科技人才创新创业服务，针对重点人群开发特色金融产品，更好满足创新创业金融需求。

2、中国银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》

《通知》对保险机构参与证券出借业务的决策管理流程进行规范，主要内容包括：一是设置差异化监管标准，坚持分类监管导向。一方面限制偿付能力、资产负债管理能力等未达标的保险机构参与证券出借业务，另一方面引导保险机构加强交易对手管理，根据业务模式、风险程度的差异，设定不同的交易对手标准，切实防范信用风险。二是强化审慎监管理念，建立资产担保机制。对无中央对手方的证券出借业务，要求证券借入方提供担保，规定担保物类型及担保比例下限，强调担保比例持续达标，增强资产安全性。三是加强合规管理要求，压实机构主体责任。明确保险机构参与证券出借业务在会计处理上不终止确认、在保险资金运用比例监管上不放松要求，压实保险机构在经营决策、交易对手管理、资产担保、资产托管、合规管理、风险管理、关联交易等方面的主体责任。

《通知》的发布，一方面丰富了保险资金的运用方式，有助于盘活保险资金长期持有的存量资产，增厚投资组合收益；另一方面有助于发挥保险资金资本市场机构投资者作用，对于优化资本市场供需结构，提升市场流动性和活跃度具有积极意义。

3、证监会同意开展证券公司账户管理功能优化试点

随着业务的多元化发展，证券公司的账户体系日趋复杂，对现有账户管理制度提出了整合和优化的新要求。证监会在充分听取行业意见基础上，按照“坚守客户资金安全底线、优化事中管控方式、提升客户服务效率”的原则，支持证券公司从建立综合客户账户、允许同名划转、分类账户管理等方面开展账户管理功能优化试点。

为确保改革平稳，防范业务风险，证监会按照“分批试点、逐步放开”的思路，支持部分综合实力较强、合规风控机制完善、信息系统准备充分的公司申请试点。经证券业协会组织专家问询和评审，中信证券、国泰君安、银河证券、中金财富、国信证券、安信证券、招商证券、中信建投、申万宏源、华泰证券等 10 家证券公司符合试点的基本要求，获评审通过。证监会同意上述 10 家证券公司试点。

6、公司公告

(1) 天风证券 (601162)：近日，当代文体函告公司，其自 2021 年 11 月 5 日至 2021 年 12 月 3 日，累计减持公司股份 49,082,752 股，占公司总股本的 0.57%，达到减持计划的减持数量上限。本次减持计划已实施完毕。

(2) 华西证券 (002926)：华西证券股份有限公司（以下简称“发行人”或“公司”）已于 2021 年 11 月 16 日获得中国证券监督管理委员会证监许可〔2021〕3644 号文注册公开发行面值不超过 40.00 亿元的公司债券。发行人本次债券采取分期发行的方式，华西证券股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）为首期发行，首期发行金额为不超过 20.00 亿元。

(3) 国海证券 (000750)：国海证券股份有限公司于 2021 年 5 月 11 日披露了《国海证券股份有限公司关于持股 5%以上股东减持股份计划期限届满及未来减持股份计划预披露的公告》，持股 5%以上股东广西融桂物流集团有限公司拟自减持计划披露之日起 15 个交易日之后的 6 个月内，以集中竞价方式减持公司股份不超过 59,168,541 股，占公司总股本的 1.09%。截至 2021 年 12 月 1 日，融桂物流在本次减持计划期限内未减持公司股份。截至目前，融桂物流仍持有公司 275,879,515 股股份(均为无限售条件股份)，占公司总股本的 5.07%。

(4) 中国人保 (601319)：中国人保发布《2021 年半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 44,223,990,583 股为基数，每股派发现金红利 0.017 元（含税），共计派发现金红利 751,807,839.91 元。其中，A 股普通股股份数为 35,497,756,583 股，本次派发 A 股现金红利共计约人民币 6.03 亿元。

(5) 中国平安 (601318)：公司董事会近日收到黄伟先生的书面辞职信函。黄伟先生因个人工作变动，向董事会请辞公司第十二届董事会非执行董事职务。黄伟先生的辞任将待中国银行保险监督管理委员会核准填补黄伟先生空缺的新任董事的任职资格后正式生效。在此之前，黄伟先生仍将依照相关法律法规、规范性文件及《中国平安保险（集团）股份有限公司章程》的规定履行董事职责。

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