

## 行业研究

## 保险业对外开放进一步落实，场外衍生品业务新增规模下降

## ——非银金融行业周报 20211212

## 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 1.6%，深证成指上涨 1.5%，非银金融指数上涨 3.7%，其中保险指数上涨 4.2%，券商指数上涨 3.7%，多元金融指数上涨 1.8%，恒生金融行业指数上涨 1.3%。年初至今，上证综指累计上涨 5.6%，深证成指累计上涨 4.4%，非银金融指数累计下跌 17.1%，落后上证综指 22.7pct，落后深证成指 21.5pct。从个股来看，本周板块涨幅排名前五个股：华林证券（29.77%）、吉艾科技（12.97%）、兴业证券（10.00%）、财达证券（7.69%）、长城证券（7.06%）。本周日均股基交易额为 12981 亿元，环比上涨 3.56%。截至 12 月 9 日，融资融券余额 18,423 亿元，环比下跌 0.2%，占 A 股流通市值比例为 2.46%。两融交易额占 A 股成交额比例 7.79%。截至 12 月 10 日，中债 10 年期国债到期收益率 2.84%，比上周下跌 3bp。

**保险行业：保险业对外开放进一步落实，保险长期投资价值凸显**

**保险资管公司资产管理规模庞大，制度完善利好其立足长期稳健投资。**银保监会发布《保险资产管理公司管理规定（征求意见稿）》，银保监会此前出台多项政策优化险资配置，此次《管理规定》再次落实到保险资产管理公司，并对此前规定的篇章结构和条款内容均进行了大幅修订。保险资管公司管理的险资规模庞大，对其规范管理是促进其稳健投资的重要保证。**新《管理规定》进一步落实保险业对外开放：**（1）**核心变化：**不再限制外资保险公司持股比例上限，但内外资合计持股比例需保持在 50% 以上。（2）近年来保险业加大对外开放举措，此次新《规定》是对保险业对外开放的进一步落实。（3）**低利率环境下，外资保险资管资产配置经验丰富。**今年 3 月以来，长端利率震荡下行，由于美国、日本、德国和英国等发达国家均经历过长期低利率环境，拥有较为丰富的资产配置经验，提高外资入股比例利好险资借鉴经验以提高盈利能力。**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：受衍生品新规影响券商业务新增规模下降，看好年底券商配置价值**

**政府对收益互换业务和场外金融衍生品业务的监管逐渐加强，券商业务规范度提升，有利于场外衍生品业务的长期发展和市场份额向龙头集聚。**2021 年 10 月，证券公司场外金融衍生品业务新增初始名义本金 6,096.05 亿元，较 9 月减少 2458.48 亿元，环比减少 28.96%；其中场外期权业务新增初始名义本金 2505.96 亿元，较 9 月减少 1,221.28 亿元，环比下降 32.77%；收益互换业务新增初始名义本金 3590.09 亿元，较 9 月减少 1264.20 亿元，环比减少 26.04%。从集中度来看，10 月份券商场外衍生品新增交易集中度下降，但整体上依旧体现出头部化趋势。从交易对手方来看，期权合约券商类交易对手方占比大幅上升，占比几乎翻倍。从标的类型来看，机构整体对 A 股市场较为乐观，偏股类标的投资比重提升。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@ebcn.com

**分析师：王思敏**

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebcn.com

**分析师：郑君怡**

执业证书编号：S0930521110002

010-57378023

zhengjy@ebcn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

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）

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）

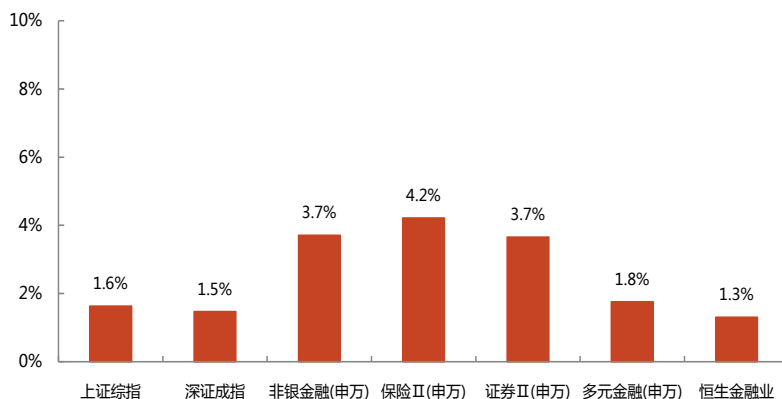
# 1、行情回顾

## 1.1、本周行情概览

本周上证综指上涨 1.6%，深证成指上涨 1.5%，非银金融指数上涨 3.7%，其中保险指数上涨 4.2%，券商指数上涨 3.7%，多元金融指数上涨 1.8%，恒生金融行业指数上涨 1.3%。

年初至今，上证综指累计上涨 5.6%，深证成指累计上涨 4.4%，非银金融指数累计下跌 17.1%，落后上证综指 22.7pct，落后深证成指 21.5pct。

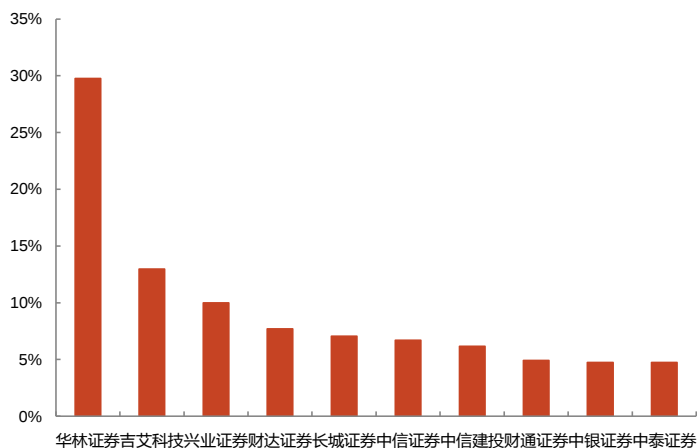
图 1：指数表现（2021 年 12 月 6 日-12 月 10 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

本周板块涨幅排名前五个股：华林证券（29.77%）、吉艾科技（12.97%）、兴业证券（10.00%）、财达证券（7.69%）、长城证券（7.06%）。

图 2：本周涨幅前十个股（2021 年 12 月 6 日-12 月 10 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 12 月 6 日-12 月 10 日），北向资金累计流入 488.34 亿，年初至今（截至 12 月 10 日）累计流入 4,072.54 亿。南向资金累计流入港币 144.11 亿，年初至今（截至 12 月 10 日）累计流入港币 4,252.94 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 12 月 6 日-12 月 10 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                 | 224,519  | 东方证券 | -36,710  | 方正证券             | 16%       |
| 2  | 中国平安                 | 209,676  | 申万宏源 | -11,901  | 中信证券             | 4%        |
| 3  | 华泰证券                 | 35,333   | 华安证券 | -11,484  | 中国平安             | 3%        |
| 4  | 广发证券                 | 32,790   | 西部证券 | -8,913   | 爱建集团             | 3%        |
| 5  | 中国太保                 | 28,597   | 东吴证券 | -6,507   | 华泰证券             | 2%        |
| 6  | 中国人寿                 | 15,272   | 兴业证券 | -5,330   | 渤海租赁             | 2%        |
| 7  | 天风证券                 | 13,478   | 越秀金控 | -4,346   | 中国太保             | 2%        |
| 8  | 浙商证券                 | 13,406   | 太平洋  | -4,131   | 浙商证券             | 2%        |
| 9  | 国泰君安                 | 13,393   | 东兴证券 | -2,277   | 国金证券             | 2%        |
| 10 | 海通证券                 | 10,142   | 国盛金控 | -1,762   | 兴业证券             | 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 12 月 6 日-12 月 10 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  | 中金公司                 | 40,896      | 中国平安   | -17,454     | 中国光大控股           | 14%       |
| 2  | 友邦保险                 | 21,580      | 中信证券   | -6,347      | 中州证券             | 11%       |
| 3  | 香港交易所                | 13,752      | 中国太保   | -4,549      | 华兴资本控股           | 11%       |
| 4  | 中国财险                 | 9,672       | 中信建投证券 | -2,680      | 中国太平             | 9%        |
| 5  | 远东宏信                 | 6,283       | 中国人寿   | -2,520      | 新华保险             | 9%        |
| 6  | 中国光大控股               | 6,094       | 中国信达   | -2,370      | 广发证券             | 9%        |
| 7  | 中国太平                 | 2,989       | 中国银河   | -2,183      | 民银资本             | 9%        |
| 8  | 众安在线                 | 2,718       | 海通证券   | -899        | 东方证券             | 8%        |
| 9  | 华兴资本控股               | 2,276       | 招商证券   | -437        | 中金公司             | 8%        |
| 10 | 联想控股                 | 1,928       | 惠理集团   | -383        | 中国太保             | 8%        |

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、行业观点

### 2.1、保险：保险业对外开放进一步落实，低利率环境下利好投资收益

近日，银保监会发布《保险资产管理公司管理规定（征求意见稿）》（以下简称“新《规定》”）。

#### 1、保险资管公司资产管理规模庞大，制度完善利好其立足长期稳健投资

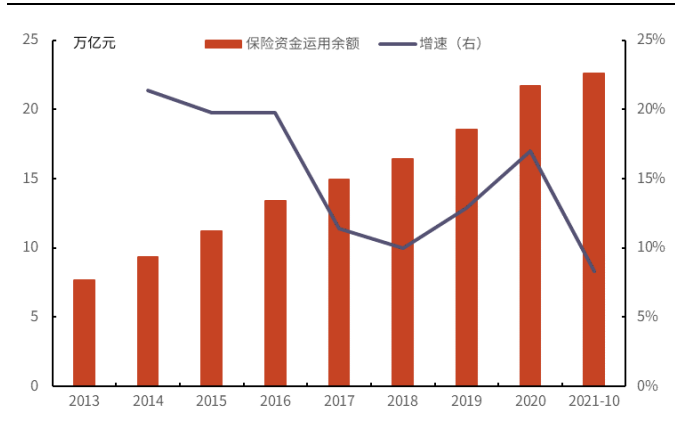
保险资金运用余额持续增加，相关管理政策频繁出台。近年来，我国保险资金运用余额持续增加，2013-2020 年复合增长率为 16.0%，截至 2021 年 10 月，余额为 22.6 万亿元，同比增长 8.3%。随着市场对险资的运用逐渐成熟以及保险需求增加，政策不断放开保险资金投资比例限制及投资范围限制。今年 11 月以来，银保监会出台多项政策，分别规范险资投资公募 REITs、规范保险公司发行无固定期限资本债券、放宽险资投资企业债券的信用评级限制、规范险资参与证券出借业务，优化险资配置。

继规范险资运用后，政策再次落实到规范保险资产管理公司。自 2004 年《保险资产管理公司管理暂行规定》出台后，2011 年和 2012 年《关于调整<保险资产管理公司管理暂行规定>有关规定的通知》及《关于保险资产管理公司有关事项的通知》先后印发，共同构成保险资产管理公司的机构监管制度体系并运行至今。此次新规对此前规定的篇章结构和条款内容均进行了大幅修订，共计 7 章，

85 条，主要包括：新增公司治理专门章节；将风险管理作为专门章节；优化股权结构设计要求；优化经营原则及相关要求；增补监管手段和违规约束。

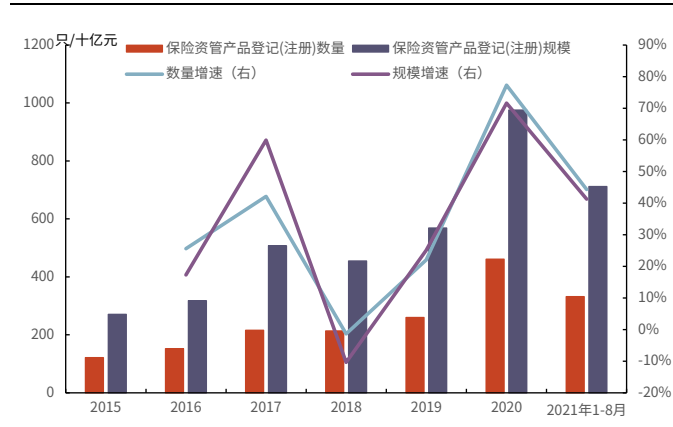
**规范管理保险资管公司将进一步利好险资运用。**保险资管公司作为保险资金的核心管理人以及我国金融市场的重要参与者，以实现资产长期保值增值为目的，其管理的险资规模庞大。截至 2021 年第三季度末，已有 31 家保资管理公司开业运营，通过发行保险资管产品、受托管理等方式管理资产总规模约 18.72 万亿元，其中，今年 1-8 月，保险资管产品共登记 332 只（YOY+44.3%），登记规模为 7116 亿元（YOY+41.3%）。因此，对保险资管公司的规范管理是对其立足长期投资与稳健投资的重要保证。

图 3：保险资金运用余额



资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：保险资管产品登记(注册)数量及规模



资料来源：wind，光大证券研究所

## 2、新《规定》进一步落实保险业对外开放

**此次新《规定》核心变化：不再限制外资保险公司持股比例上限。**此次规定第七条，在对保险资管公司设立条件中要求：境内外保险集团（控股）公司、保险公司合计持股比例超过 50%；而相关规定在 2004 年旧规中为：境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75%。可见，新规不再限制外资保险公司持有保险资产管理公司股份的比例上限，但内外资合计持股比例需保持在 50% 以上。

**新《规定》进一步落实保险业对外开放。**近年来保险业不断加大对外开放力度，其中在外资持股比例方面：

(1) 2018 年 4 月，银保监会发布《加快落实银行业和保险业对外开放举措》，将外资人身险公司外方股比放宽至 51%，且 3 年后不再设限；

(2) 2019 年 7 月，国务院发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，一方面将人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年；另一方面提出取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%，但没有明确作出上下限规定。

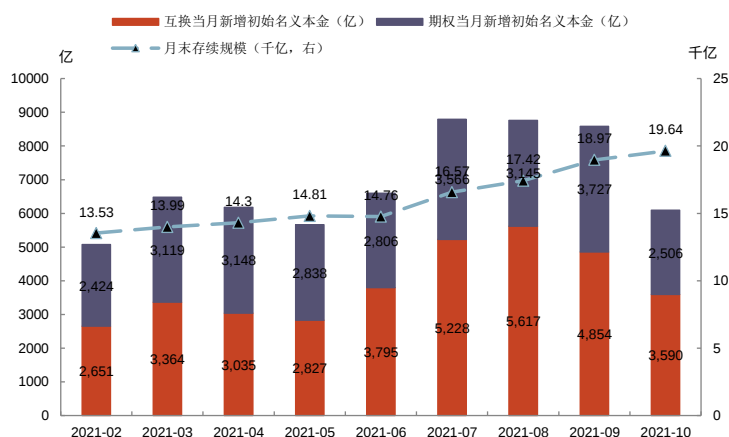
(3) 此次新《规定》明确取消外资持股上限，并要求内外资合计持股比例需保持在 50% 以上，以保证保险机构的核心管理地位，是对保险业对外开放的进一步落实。

低利率环境下，外资具有更加丰富的配置经验。今年3月以来，长端利率震荡下行，截至2021年12月10日，十年期国债收益率为2.84%，较今年以来高点（3.28%）下降了0.44pct。由于海外例如美国、日本、德国和英国等国家均经历过长期低利率环境，拥有较为丰富的资产配置经验，提高外资入股比例不仅可吸收国外成熟的资产配置经验，还将利好险资在符合规定前提下拓展境外投资业务，进行全球资产配置，提高盈利能力。

## 2.2、 证券：券商场外衍生品业务新增规模骤然下降，场外期权降幅超三成

据中证协近日发布的了2021年第11期场外业务开展情况报告，2021年10月，证券公司场外金融衍生品业务新增初始名义本金6,096.05亿元，较9月减少2458.48亿元，环比减少28.96%；其中场外期权业务新增初始名义本金2,505.96亿元，较9月减少1,221.28亿元，环比下降32.77%；收益互换业务新增初始名义本金3,590.09亿元，较9月减少1,264.20亿元，环比减少26.04%。

图5：证券公司场外衍生品月度新增交易情况

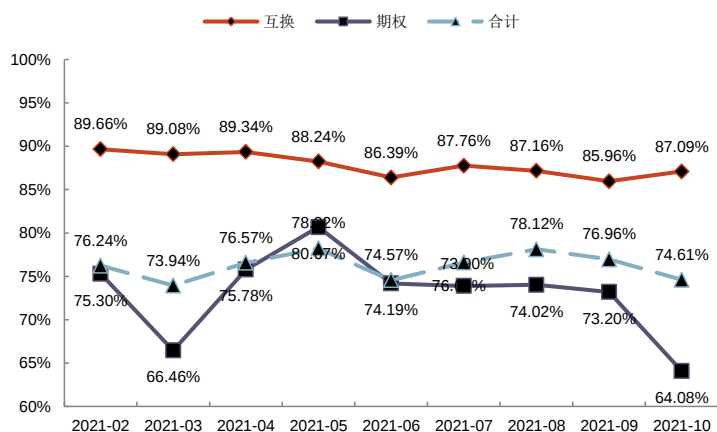


资料来源：中国证券业协会官网，光大证券研究所

### 1、 不同产品集中度表现不同，向头部集中趋势不变

在业务集中度方面，10月份券商场外衍生品新增交易集中度下降，但整体上依旧体现出头部化趋势。10月场外衍生品业务新增规模排名前五的券商新增初始名义本金占本期场外金融衍生品业务新增总量的74.61%，较9月份降低2.35个百分点。其中互换与期权业务集中度表现不同，收益互换业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金3126.68亿元，占收益互换业务新增总量的87.09%，集中度较上月上升1.13个百分点；场外期权业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金1605.79亿元，占本期场外期权业务新增总量的64.08%，环比下降9.12个百分点，降幅较大。

图 6：10 月证券公司场外衍生品新增交易集中度下降

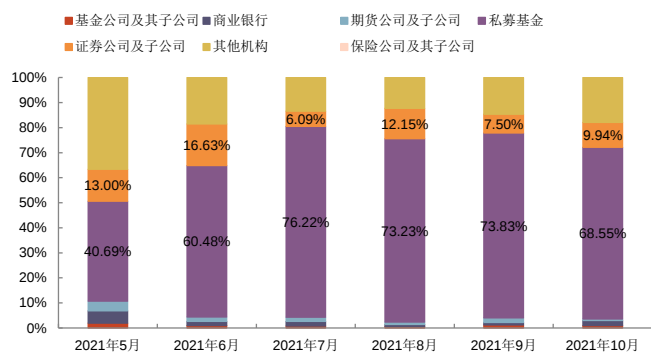


资料来源：中国证券业协会官网，光大证券研究所

## 2、期权合约券商类交易对手方占比大幅上升

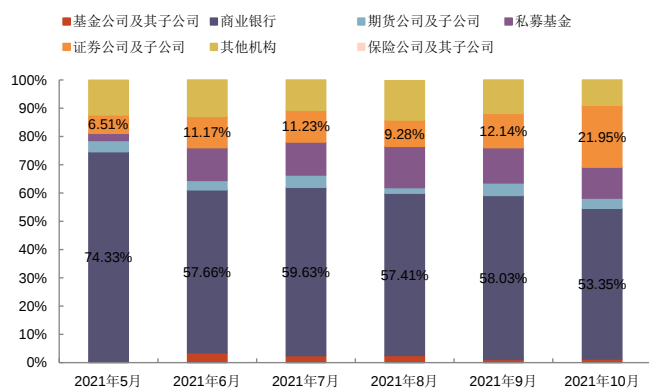
从对手方来看，商业银行、私募基金、证券公司及子公司是场外衍生品市场的主要买方机构，10 月新增期权交易中，商业银行、证券公司及子公司占比较高，分别为 53.35%、21.95%，其中期权合约券商类交易对手方占比大幅上升，占比几乎翻倍。而在新增互换交易中，私募基金占比依旧最高，为 68.55%。

图 7：本期证券公司新增收益互换合约交易对手情况



资料来源：中国证券业协会官网，光大证券研究所

图 8：本期证券公司新增期权合约交易对手情况

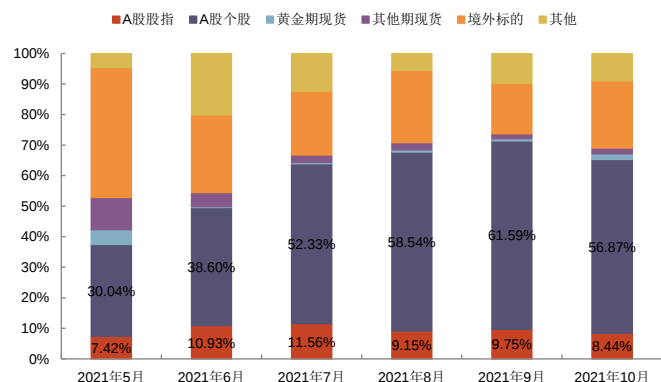


资料来源：中国证券业协会官网，光大证券研究所

## 3、偏股类标的的投资比重提升

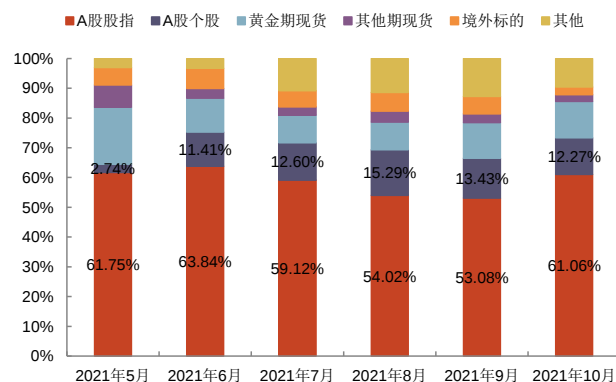
10 月份，机构客户对衍生品投资更加理性，但对偏股类标的依旧比较看好。期权合约当月新增规模中，A 股股指标的占比 61.06%，环比增加 7.98pct，创 4 个月以来新高；在收益互换合约当月新增规模中，A 股个股指标的占比 56.87%，虽然较上两月略有下滑，但依旧维持较高比例，体现机构整体对 A 股市场较为乐观。

图 9：8 月证券公司新增收益互换合约标的情况（名义金额）



资料来源：中国证券业协会官网，光大证券研究所

图 10：8 月证券公司新增期权合约标的情况（名义金额）



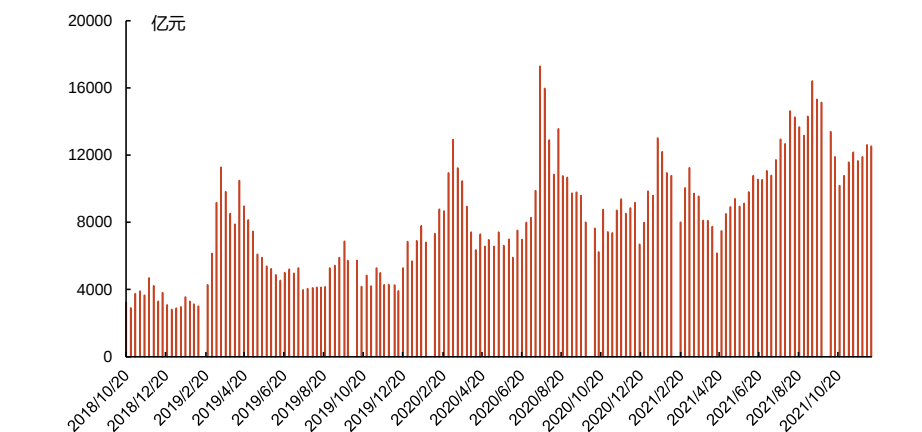
资料来源：中国证券业协会官网，光大证券研究所

### 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：推荐华泰证券（A+H），东方财富，关注广发证券。

### 4、行业重要数据

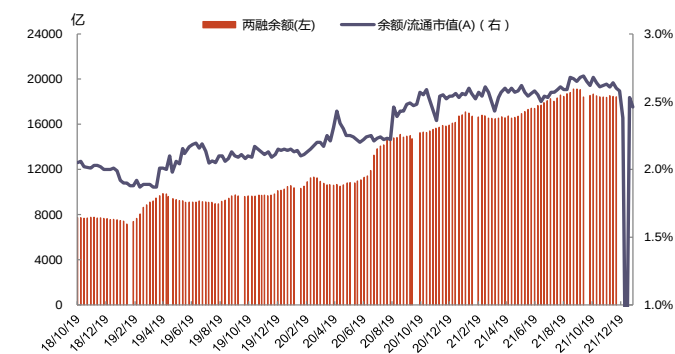
图 11：股基周日均交易额(亿元)（截至 2021 年 12 月 10 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

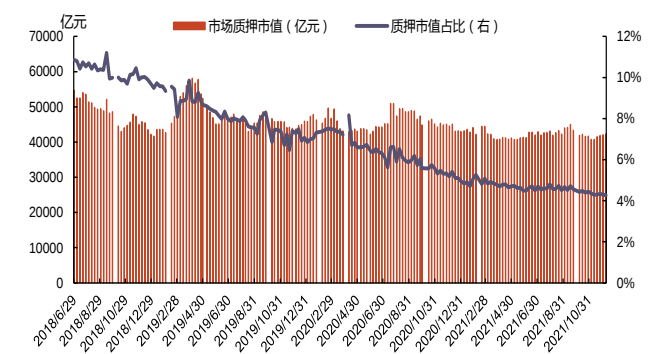
本周日均股基交易额为 12981 亿元，环比上涨 3.56%。

图 12: 两融余额及占 A 股流通市值比例 (截至 2021 年 12 月 9 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

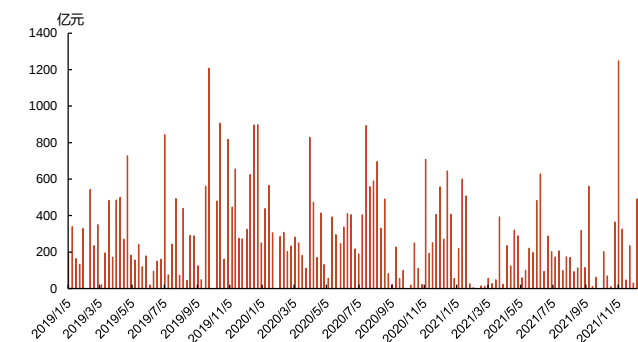
图 13: 股票质押参考市值及占比 (截至 2021 年 12 月 10 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

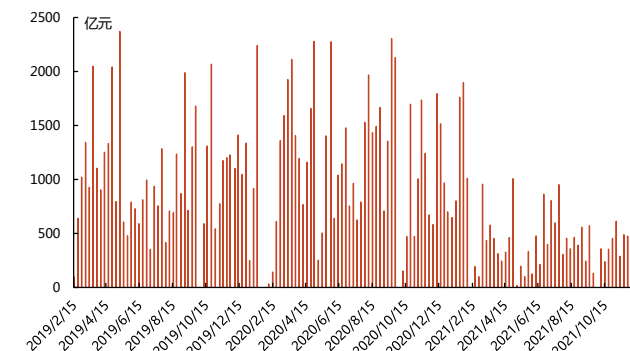
截至 12 月 10 日, 融资融券余额 18,423 亿元, 环比下跌 0.2%, 占 A 股流通市值比例为 2.46%。两融交易额占 A 股成交额比例 7.79%。

图 14: 股票承销金额 (截至 2021 年 12 月 10 日)



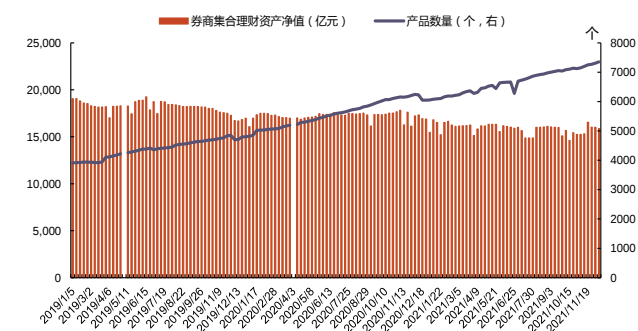
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: 债券承销金额 (截至 2021 年 12 月 10 日)



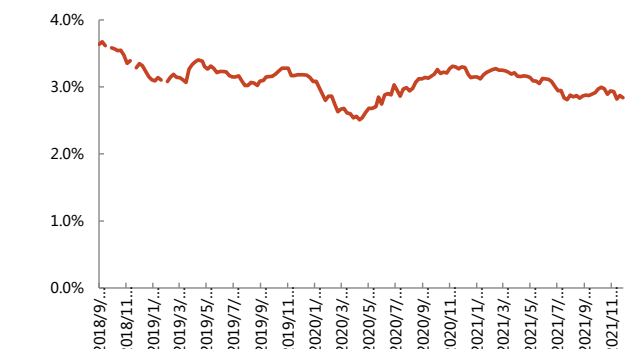
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 续存期集合理财产品个数及净值 (截至 2021 年 12 月 10 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

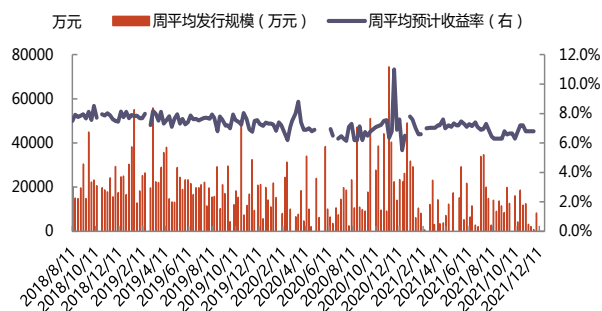
图 17: 中债 10 年期国债到期收益率 (截至 2021 年 12 月 10 日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

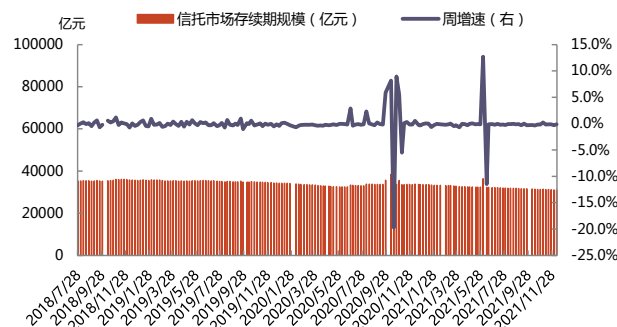
截至 12 月 10 日, 市场续存期集合理财产品合计 7351 个, 资产净值 15,873 亿元, 中债 10 年期国债到期收益率 2.84%, 比上周下跌 3bp。

图 18：信托市场周平均发行规模及预计收益率（截至 2021 年 12 月 10 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：信托市场存续期规模（亿元）（截至 2021 年 12 月 10 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 5、行业动态

### 1、中国银保监会就《保险资产管理公司管理规定（征求意见稿）》公开征求意见

《管理规定》共计 7 章、85 条，主要内容：一、新增公司治理专门章节。结合近年来监管实践，全面强化公司治理监管的制度约束。二、将风险管理作为专门章节。从风险管理体系、风险管理要求、内控审计、子公司风险管理、关联交易管理、从业人员管理、风险准备金、应急管理等方面进行全面增补。三、优化股权结构设计。对作为保险资管公司股东的境内外保险公司一视同仁，不再限制外资保险公司持股比例上限。此外，对所有类型股东明确和设定了统一适用的条件，严格对非金融企业股东的管理要求。四、优化经营原则及相关要求。本次修订增加了受托管理各类资金的基本原则，明确要求建立托管机制，完善资产独立性和禁止债务抵消表述，进一步明确了严禁开展通道业务等禁止行为，并对销售管理、审慎经营等提出了要求。五、增补监管手段和违规约束。

### 2、中国银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议

日前，中国银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议，分析了 2021 年第三季度保险业偿付能力和风险情况，通报保险公司风险综合评级结果。2021 年第三季度末，纳入会议审议的 179 家保险公司平均综合偿付能力充足率为 240%，平均核心偿付能力充足率为 227.3%。财产险公司、人身险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为 285.6%、231.6%和 307.3%。88 家保险公司风险综合评级被评为 A 类，78 家保险公司被评为 B 类，10 家保险公司被评为 C 类，2 家保险公司被评为 D 类。会议指出，银保监会认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，沉着有力应对各种风险挑战，有效防范和化解金融风险，保险业运行总体平稳，偿付能力充足率继续保持在合理区间高位运行，风险总体可控。

### 3、证监会组织开展“读懂上市公司报告”投资者教育专项活动

证监会组织开展“读懂上市公司报告”投资者教育专项活动，旨在鼓励投资者养成阅读上市公司报告的习惯，培育与全市场注册制相适应的投资者队伍，切实为投资者办实事、办好事。活动主要包括以下内容：以读懂上市公司定期报告和招股说明书为重点，组织开展相关投教活动，制作相关投教产品，普及上市公司信息披露知识，引导投资者通过上市公司信息披露文件客观分析企业经营能力、识别投资风险，认识企业基本面情况和发展前景，自主判断企业投资价值，促进广大中小投资者树立理性投资、价值投资、长期投资的投资理念，助力构建资本市场良好生态。

## 6、公司公告

(1) 东吴证券 (601555)：东吴证券发布配股发行公告，本次配股以股权登记日 2021 年 12 月 14 日上海证券交易所收市后公司股本总数 3,880,518,908 股扣除公司回购专用账户所持股份 41,701,514 股后的股本 3,838,817,394 股为基数，按每 10 股配售 3 股的比例向全体股东配售股份。

(2) 申万宏源 (000166)：申万宏源发布 2021 年面向专业投资者公开发行短期公司债券（第三期）发行结果的公告。本期债券发行规模人民币 80 亿元，分两个品种，其中品种一发行规模人民币 33 亿元，期限 243 天，票面利率 2.64%；品种二发行规模人民币 47 亿元，期限 365 天，票面利率 2.68%

(3) 国盛金控 (002670)：国盛金控发布关于国盛证券继续对子公司国盛资管提供担保的公告。国盛资管根据其资产管理业务发展的实际需要，向国盛证券申请为其继续提供不超过 2 亿元的担保。经国盛证券接管组审议，同意国盛证券继续向国盛资管提供不超过 2 亿元人民币担保，担保期限自 2021 年 12 月 27 日起一年。

(4) 中金公司 (601995)：近日，中金公司收到关于中国中金财富申请开展账户管理功能优化试点业务获得监管意见书的公告。中金财富证券有限公司收到证监会机构部《关于中国中金财富证券有限公司申请开展账户管理功能优化试点业务的监管意见书》，证监会机构部对中金财富申请开展账户管理功能优化试点业务相关事项无异议。

(5) 五矿资本 (600390)：五矿资本发布关于优先股（第二期）股息派发实施的公告。本次按照约定的票面股息率 4.70%（票面面值为 100 元/股），每股优先股发放现金股息 4.70 元人民币（含税），第二期优先股一年派息总额为 14,100 万元（含税）。

## 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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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所载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