

非银金融

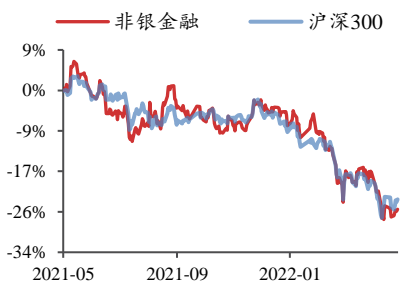
2022年05月15日

当下券商股的两条选股思路，弹性和边际景气度

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《非银金融行业 2022 中期投资策略-财富管理大时代下的新变化》-2022.5.13

《行业周报-看好边际景气度向好和高股息标的》-2022.5.8

《上市券商 2022 一季报综述-客需业务风险中性优势凸显，关注高景气 and 超跌标的》-2022.5.8

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（联系人）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790120100011

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

● 周观点：从弹性和边际景气度两个思路选股

市场关注低估值券商板块当下的选股思路。思路一，股市大级别反弹行情下，大财富管理赛道具有更强弹性（前期核心主线+下跌充分），经济改善、权益资产收益回升对财富管理赛道盈利和估值拉动空间最大，赛道标的当下估值安全边际较强，具有长期配置价值。思路二，边际景气度较强的标的，在震荡行情中具有相对收益，关注一季报较好且2季度盈利景气度延续的标的。

● 券商：交易量持续回落，科创板做市制度利于盘活券商存量资产

(1) 近两周A股成交额明显回落，5月以来日均股票成交额降至8342亿，环比4月下降5.3%，5月9日成交额降至7000亿以下；本周基金新发291亿，其中偏股基金发行16亿份，仍处于冰点，本周新发3只同业存单指数基金，合计募资170亿份。

(2) 本周证监会和上交所公布科创板做市制度正式稿和实施细则，做市交易利于提高市场交易活跃度，促进价格发现，增强市场稳定性，利于全面注册制推行。与新三板做市以头寸增值收益为主不同，预计买卖价差是科创板做市主要收益，做市业务利于盘活券商存量股票资产，与投行、融券、衍生品和研究等机构业务形成协同。预计该业务短期对券商营收贡献不大，后续有望成为券商重要的用表业务，综合优势突出、部门协同能力较强的中大型券商相对受益。(3) ROE预期下行造成券商板块估值位于历史新低，行业资产质量优于2018年，板块相对低估。从弹性角度看，大财富管理赛道标的估值具有安全边际，beta属性更强，推荐东方财富、广发证券和东方证券；从边际景气度看，我们相对看好1季报较好且2季度景气度有望延续的标的，受益标的中信证券和国联证券。

● 保险：疫情改善有望带动车险改善，中国财险景气度和股息率较好

(1) 本周部分上市险企披露月度保费数据。寿险方面，年累计、4月单月同比分别为中国人寿-2.7%/-2.1%；中国平安-2.5%/-3.0%；新华保险+3.8%/+12.9%；中国人保+22.1%/+71.3%。仅新华保险、中国人保实现单月正增长，人保寿险主要受2021年同期低基数影响；财险方面，年累计及4月单月同比分别为中国财险+10.3%、+2.7%；平安财险+8.35%、+2.21%；头部财险企业预计主要系疫情反复导致线下活动受限，4月乘用车销量同比-43.4%、年累计销量同比降13.2pct至-4.2%拖累。(2) 一季报看，中国财险承保和投资端均相对较好，股息率较好，预计随着上海逐步解封，线下活动及供应链将逐步恢复，车险景气度有望回升并延续此前态势。当前寿险处于估值底部，关注负债端改善进展，推荐资产端修复空间较大的中国平安，推荐转型领先的中国太保，受益标的中国财险(H股)、友邦保险(H股)和中国人寿。

● 受益标的组合

券商：东方财富，广发证券，东方证券，中信证券，国联证券，中金公司(H股)；
保险：中国财险(H股)，友邦保险(H股)，中国太保，中国平安，中国人寿；
多元金融：江苏租赁。

● 风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目 录

1、周观点：从弹性和边际景气度两个思路选股	3
2、市场回顾：A股整体上涨，非银板块跑赢指数.....	4
3、数据追踪：成交额有所上升	4
4、行业及公司要闻：证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	6
5、风险提示	9

图表目录

图 1： 本周 A 股上涨，非银板块跑赢指数	4
图 2： 本周中国太保和东方证券分别+5.63%/+5.02%	4
图 3： 2022 年 4 月日均股基成交额同比+19%.....	5
图 4： 2022 年 4 月 IPO 承销规模累计同比+129%	5
图 5： 2022 年 4 月再融资承销规模累计同比-34%.....	5
图 6： 2022 年 4 月债券承销规模累计同比+1%.....	5
图 7： 2022 年 4 月两市日均两融余额同比-3.09%.....	6
图 8： 3 月上市险企单月寿险保费同比分化	6
图 9： 3 月头部险企财险保费同比增速有所放缓	6
表 1： 受益标的估值表	4

1、周观点：从弹性和边际景气度两个思路选股

市场关注低估值券商板块当下的选股思路。思路一，股市大级别反弹行情下，大财富管理赛道具有更强弹性（前期核心主线+下跌充分），经济改善、权益资产收益回升对财富管理赛道盈利和估值拉动空间最大，赛道标的当下估值安全边际较强，具有长期配置价值。思路二，边际景气度较强的标的，在震荡行情中具有相对收益，关注一季报较好且2季度盈利景气度延续的标的。

券商：交易量持续回落，科创板做市制度利于盘活券商存量资产

(1) 近两周A股成交额明显回落，5月以来日均股票成交额降至8342亿，环比4月下降5.3%，5月9日成交额降至7000亿以下；本周基金新发291亿，其中偏股基金发行16亿份，仍处于冰点，本周新发3只同业存单指数基金，合计募资170亿份。

(2) 本周证监会和上交所公布科创板做市制度正式稿和实施细则，做市交易利于提高市场交易活跃度，促进价格发现，增强市场稳定性，利于全面注册制推行。与新三板做市以头寸增值收益为主不同，预计买卖价差是科创板做市主要收益，做市业务利于盘活券商存量股票资产，与投行、融券、衍生品和研究等机构业务形成协同。预计该业务短期对券商营收贡献不大，后续有望成为券商重要的用表业务，综合优势突出、部门协同能力较强的中大型券商相对受益。(3) ROE预期下行造成券商板块估值位于历史新低，行业资产质量优于2018年，板块相对低估。从弹性角度看，大财富管理赛道标的估值具有安全边际，beta属性更强，推荐东方财富、广发证券和东方证券；从边际景气度看，我们相对看好一季报较好且2季度景气度有望延续的标的，受益标的中信证券和国联证券。

保险：疫情改善有望带动车险改善，中国财险景气度和股息率较好

(1) 本周部分上市险企披露月度保费数据。寿险方面，年累计、4月单月同比分别为中国人寿-2.7%/-2.1%；中国平安-2.5%/-3.0%；新华保险+3.8%/+12.9%；中国人保+22.1%/+71.3%。仅新华保险、中国人保实现单月正增长，人保寿险主要受2021年同期低基数影响；财险方面，年累计及4月单月同比分别为中国财险+10.3%、+2.7%；平安财险+8.35%、+2.21%；头部财险企业预计主要系疫情反复导致线下活动受限，4月乘用车销量同比-43.4%、年累计销量同比降13.2pct至-4.2%拖累。(2) 一季报看，中国财险承保和投资端均相对较好，股息率较好，预计随着上海逐步解封，线下活动及供应链将逐步恢复，车险景气度有望回升并延续此前态势。当前寿险处于估值底部，关注负债端改善进展，推荐资产端修复空间较大的中国平安，推荐转型领先的中国太保，受益标的中国财险(H股)、友邦保险(H股)和中国人寿。

受益标的组合

券商：东方财富，广发证券，东方证券，中信证券，国联证券，中金公司(H股)；

保险：中国财险(H股)，友邦保险(H股)，中国太保，中国平安，中国人寿；

多元金融：江苏租赁。

表1: 受益标的估值表

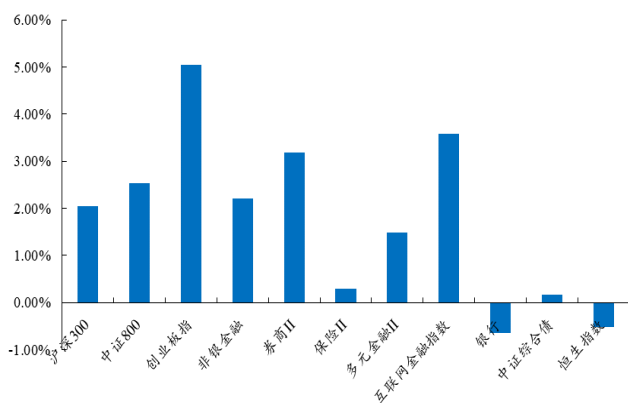
证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2022/5/13	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
600901.SH	江苏租赁	5.16	0.70	0.79	0.95	7.37	6.53	买入
601318.SH	中国平安	43.96	5.77	4.72	9.10	7.62	9.31	买入
601601.SH	中国太保	21.19	2.79	2.01	3.42	7.59	10.54	买入
300059.SZ	东方财富	22.53	0.83	0.84	1.06	27.14	26.82	买入
000776.SZ	广发证券	15.88	1.42	1.33	1.74	11.18	11.94	买入
600958.SH	东方证券	8.99	0.73	0.59	0.77	12.32	15.24	买入
601688.SH	华泰证券	13.23	1.47	1.42	1.68	9.00	9.32	买入
1299.HK	友邦保险	73.25	4.77	6.13	6.26	15.36	11.95	增持
2328.HK	中国财险	7.50	1.01	1.17	1.35	7.46	6.41	未评级
601628.SH	中国人寿	25.28	1.80	1.75	2.12	14.04	14.45	未评级
600030.SH	中信证券	19.29	1.77	1.75	2.09	10.90	11.02	未评级
3908.HK	中金公司	13.58	2.16	2.38	2.78	6.29	5.72	未评级
601456.SH	国联证券	10.06	0.36	0.40	0.58	27.94	24.90	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

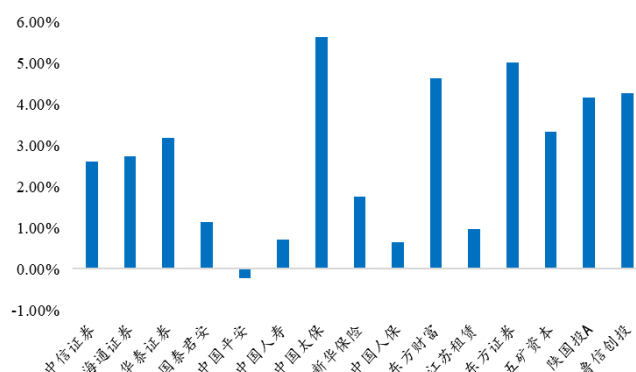
注: 除东方财富、广发证券、东方证券、华泰证券、中国太保、中国平安、江苏租赁、友邦保险, 上述公司 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

2、市场回顾: A 股整体上涨, 非银板块跑赢指数

本周(5月9日至5月13日)A股整体上涨, 沪深300指数+2.04%, 创业板指数+5.04%, 中证综合债指数+0.17%。本周非银板块+2.21%, 跑赢指数, 券商和保险分别+3.18%/+0.28%。从主要个股表现看, 本周中国太保和东方证券分别+5.63%/+5.02%, 涨幅相对较大。

图1: 本周 A 股上涨, 非银板块跑赢指数


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周中国太保和东方证券分别+5.63%/+5.02%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪: 成交额有所上升

基金发行情况: 本周(5月9日至5月13日)新发股票+混合型基金6只, 发行份额16亿份, 环比-34%, 同比-75%。截至5月13日, 本年累计新发股票+混合型基金

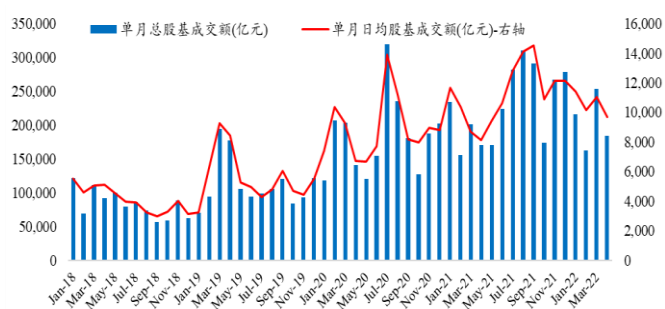
金 332 只，发行份额 1743 亿份，同比-83%，待审批偏股型基金减少 1 只。

券商经纪业务：本周（5月9日至5月13日）日均股基成交额为 9179 亿元，环比+0.03%，同比+2.3%；截至 5 月 13 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10484 亿元，同比+9.49%。

券商投行业务：截至 5 月 13 日，2022 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 2653 亿元/2182 亿元/36290 亿元，同比+107%/-27%/-1%，IPO 规模同比上升，再融资和债券承销规模同比下降。

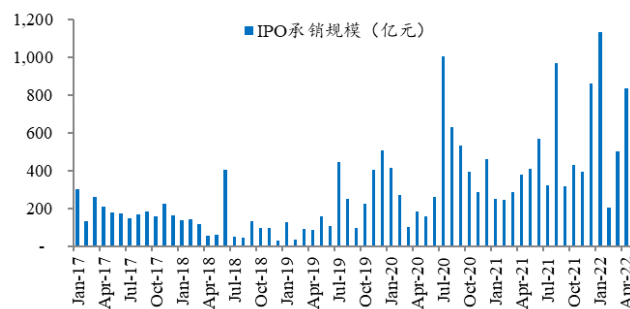
券商信用业务：截至 5 月 12 日，全市场两融余额达到 15270 亿元，较 5 月初+0.99%，两融余额占流通市值比重为 2.46%；融券余额 811 亿元，占两融比重达到 5.31%，占比环比上升。

图3：2022 年 4 月日均股基成交额同比+19%



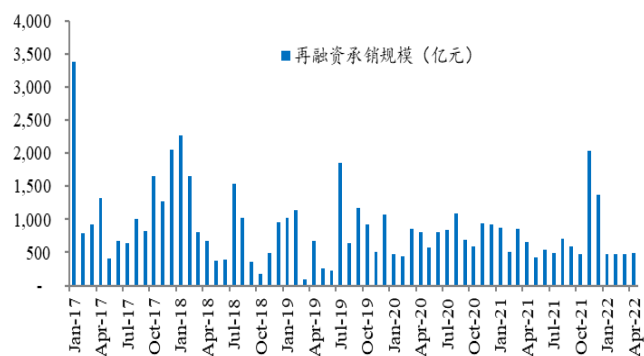
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年 4 月 IPO 承销规模累计同比+129%



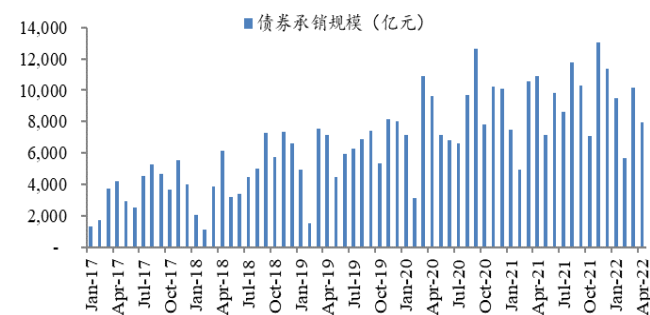
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022 年 4 月再融资承销规模累计同比-34%



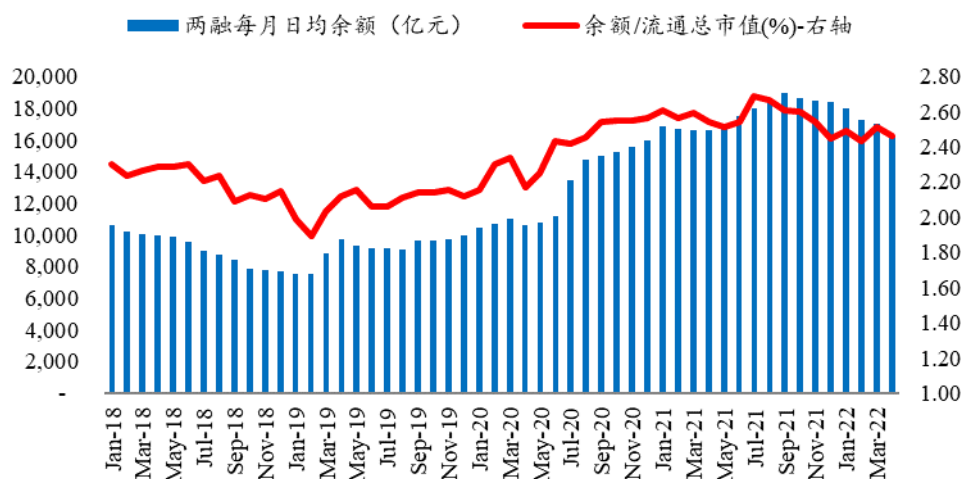
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022 年 4 月债券承销规模累计同比+1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022年4月两市日均两融余额同比-3.09%

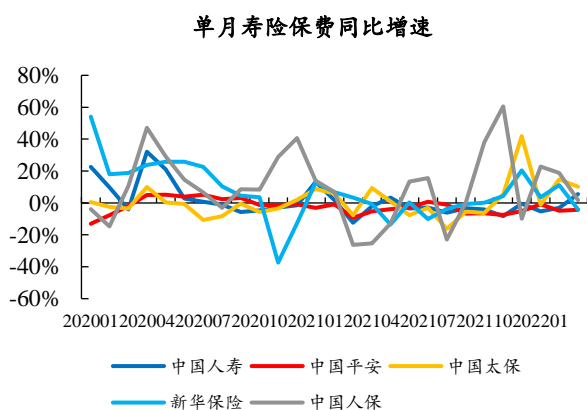


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据： 2022年3月5家上市险企寿险总保费累计同比+0.7%（2022年2月+0.2%），其中：中国人保+18.3%、中国太保+4.2%、新华保险+2.4%、中国平安-2.3%、中国人寿-2.7%。3月单月总保费同比分别为：中国太保+10.1%、中国人寿+5.6%、新中国人保+1.8%、新华保险-4.1%、中国平安-4.2%。

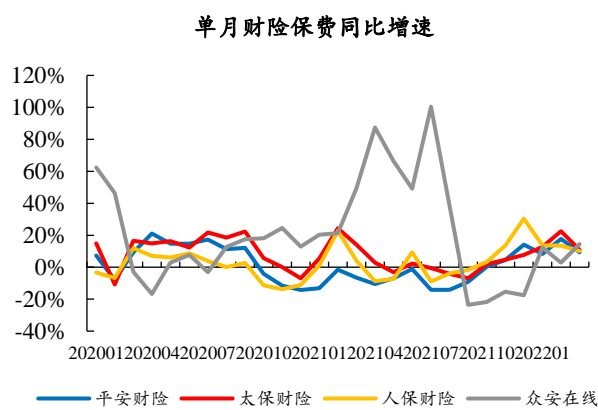
财险保费月度数据： 2022年3月4家上市险企财险保费收入同比为+10.1%，较2月的+15.7%回落5.6pct，各家险企3月财险保费同比分别为：众安在线+14.5%（2月+2.8%）、太保财险+10.9%（2月+22.5%）、人保财险+10.2%（2月+13.4%）、平安财险+9.2%（2月+17.6%）。

图8：3月上市险企单月寿险保费同比分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：3月头部险企财险保费同比增速有所放缓



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》

● 行业要闻：

【证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》】财联社5月13日电，为落实《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，深入推进设立科创板并试点注册制改革，完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性、增强市场韧性，证监会制定并发布了《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》。《做市规定》共十七条，主要包括做市商准入条件与程序、内部管控、风险监测监控、监管执法等方面的内容。规则发布后，符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格。下一步，证监会将指导上海证券交易所制定发布配套业务细则，做好风险监测与日常监管，稳妥推进科创板股票做市交易业务试点。（财联社）

【银保监会发布《保险资金委托投资管理办法》】财联社5月13日电，银保监会发布《保险资金委托投资管理办法》，《办法》共26条。主要内容包括：一是明确委托投资适用主体和投资范围。保险资金委托投资是受托人以委托人名义开展的主动投资管理业务，适用于符合条件的保险资产管理机构。同时，进一步明确保险资金委托投资范围，并对受托人开展相关投资提出了明确的投资能力管理要求，有助于提高保险资金权益类资产投资效率，加大对资本市场和实体经济的支持力度。二是压实委托人责任。要求保险公司开展委托投资应当充分履行制定资产配置计划和委托投资指引、选择受托人、监督受托人执行情况、评估受托人投资绩效等职责。三是强化受托人主动管理责任。要求受托人设置资产配置专业岗位，加强大类资产配置能力建设。明确受托管理保险资金的禁止行为，要求受托人应当按照监管规定和投资指引要求，独立进行风险判断并履行完整的投资决策流程，全面落实主动管理要求。（财联社）

【央行：4月社会融资规模增量为9102亿元】财联社5月13日电，央行数据显示，2022年4月社会融资规模增量为9102亿元，比2021年同期少9468亿元。广义货币(M2)余额249.97万亿元，同比增长10.5%，预期9.9%，3月为9.7%。狭义货币(M1)余额63.61万亿元，同比增长5.1%，增速比3月末高0.4个百分点，比2021年同期低1.1个百分点。流通中货币(M0)余额9.56万亿元，同比增长11.4%。4月份新增人民币贷款6454亿元，同比少增8231亿元，3月为31254亿元。（财联社）

【上交所就《科创板股票做市交易业务实施细则》及配套业务指南公开征求意见】财联社5月13日电，上交所就《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》及配套业务指南公开征求意见。意见稿指出，做市商应当使用自有资金开展做市交易业务。做市商通过做市专用账户持有的股份，参照自营持有股票，纳入证券公司持有同一上市公司股份数量合并计算，适用权益变动披露及短线交易等相关规定。做市商通过专用账户持有的上市公司股份原则上应不超过上市公司已发行股份的5%。（财联社）

【银保监会发文规范保险资金投资有关金融产品】财联社5月13日电，银保监会发布关于保险资金投资有关金融产品的通知，其中提到，保险资金投资信贷资产支持证券，担任发起机构的商业银行上一会计年度末经审计的净资产不得低于300亿元人民币，或者已经在境内外交易所主板上市。保险资金投资资产支持专项计划，担任管理人的证券公司上一会计年度末经审计的净资产不得低于30亿元人民币，证券资产管理公司上一会计年度末经审计的净资产不得低于10亿元人民币。（财联社）

【中证协、中基协制定证券行业支持民营企业发展资产管理计划规范运作指引】财联社5月13日电，中国证券业协会与中国证券投资基金业协会联合制定了《证券行业支持民营企业发展资产管理计划规范运作指引》，现予发布，自发布之日起施行。指引提出，支民资管计划原则上80%以上资产应当投资于符合投资目标的支持企业发展的股权、债权资产及中国证监会认可的其他品种。因处置风险等情形导致比例不达标的除外。（财联社）

【中证协进一步规范非公开发行公司债券报备管理】财联社5月13日电，中国证券业协会修订发布《非公开发行公司债券报备管理办法》。本次修订的主要内容是明确发行报备管理机制，调整报备情形和报备义务人内涵外延，适应上位法修订；统一报备程序，优化材料清单，规范补正管理，重点监测防范发行人直接或间接认购行为；强化自律管理职责，引导报备义务人建立健全内部报备工作机制，对频繁迟报、错报或出现漏报的报备义务人视情形采取自律措施。同时，《报备办法》对中证报价具体承办职责作了进一步明确。（财联社）

【中证协进一步完善证券公司财务顾问业务执业质量评价相关机制设计】财联社5月13日电，中国证券业协会修订发布《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法》。主要修订内容包括：一是扩大评价项目范围。评价范围明确为“重大资产重组项目”，纳入注册制下发行股份购买资产（含合并、分立）的项目和不涉及发行股份的其他重大资产重组项目，更加全面地反映证券公司从事重大资产重组财务顾问业务实际情况。二是突出执业质量要求。三是强调业务过程管理。四是强化合规约束。对因财务顾问业务受到刑事处罚或行政处罚的证券公司，直接划为C类，并增加了从业人员负面行为扣分情形。五是增强以提高上市公司质量为目标的业务创新激励。（财联社）

【中证协加强健全证券公司薪酬激励约束机制】财联社5月13日电，中证协发布《证券公司建立稳健薪酬制度指引》。《办法》提出，证券公司在制定薪酬制度时，应当结合行业特点制定稳健薪酬方案，充分考虑市场周期波动影响和行业及公司业务发展趋势，适度平滑薪酬发放安排，同时做好薪酬激励的极值管控和节奏控制。（财联社）

● 公司公告集锦：

国泰君安：公司于5月11日发布2021年度第五期短期融资券兑付完成的公告。于2021年11月3日成功发行了2021年度第五期短期融资券，本期短期融资券发行额为人民币30亿元，票面利率为2.73%，短期融资券期限为188天，兑付日期为2022年5月10日。2022年5月10日，公司兑付了本期短期融资券本息共计人民币30.42亿元。

江苏租赁：公司于5月11日发布关于“苏租转债”开始转股的公告。公司转股期起止日期为2022年5月17日至2027年11月10日，转股价格为5.42元/股。

天风证券：公司于5月11日发布关于变更公司财务总监的公告。公司副总裁、财务总监许欣因工作需要，申请辞去公司财务总监职务，辞职后将担任公司副总裁。公司聘任李正友先生为公司副总裁、财务总监。

5、风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn