



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

悲观情绪 “price in ” ， 政策力度不容忽视

非银金融行业

2022 年 10 月 30 日

证券研究报告

行业研究

行业周报

非银金融

王舫朝 非银金融行业首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: +86 (010) 83326877
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

悲观情绪“price in”，政策力度不容忽视

2022年10月30日

本期内容提要:

➤ 核心观点: 当前非银板块估值较低, 券商行业 PB1.19X, 已接近 2018 年 10 月行业最差的时候, 但在稳经济政策频出、资本市场利好频出等背景下, 我们认为市场悲观情绪“price in”。从已发三季报来看, Q3 行业合计归母净利润 1011.5 亿元, 同比-30.3%, 单三季度环比-35.5%。主要源于市场 2022 年 Q3 再度下行, 交易量小幅降低, 自营形成主要拖累。但从近期政策出台的频率和力度上看, 投资者不应悲观, 从转融资业务试点+定向降息、扩大两融标的范围, 到科创板做市商业业务将于 2022 年 10 月 31 日正式展开, 以及全面注册制或将在金融服务实体经济大背景下尽快推出, 我们建议关注经历 β 下行仍在衍生品、投行、财富管理领域具备 α 的券商, 建议关注浙商、广发、中金、国联等。

保险行业方面, 从 9 月份保费数据上看, 整体仍承压, 仅太保单月维持同比正增长。从 2022 年三季报看, 净利润和新业务价值表现仍然承压, 但头部险企继续深化渠道改革, 人力下滑目前逐渐钝化, 高质量人力使人均 FYC 及保单继续率逐步提升。财险表现优于寿险, 龙头中国财险综合成本率 (COR) 继续下降。目前保险行业整体 PEV 估值处于低位, 我们认为在“开门红”活动带来负债端修复的预期下, 行业有望迎来估值修复。

➤ 市场回顾: 本周主要指数下行, 上证综指报 2915.93 点, 环比上周-4.05%; 深证指数报 10401.84 点, 环比上周-4.74%; 沪深 300 指数报 3541.33 点, 环比上周-5.39%; 创业板报 2250.51, 环比上周-6.04%; 中证综合债 (净价) 指数报 100.84, 环比上周+0.06%。沪深两市 A 股日均成交额 8863.44 亿元, 环比上周+14.57%, 日均换手率 1.11%, 环比上周+12.71 bp; 两融余额 15578.98 亿元, 较上周+0.41%。截至 2022 年 9 月 30 日, 股票型+混合型基金规模为 7.88 万亿元, 环比+0.40%。9 月新发权益基金规模份额 217 亿份, 环比-35.38%。个股方面, 券商: 光大证券环比上周+1.6%, 浙商证券环比上周+0.1%, 财通证券环比上周-0.71%; 保险: 中国平安环比上周-7.36%, 中国人保环比上周-5.48%, 新华保险环比上周-9.65%。

➤ 证券业观点: 截至 2022 年 10 月 28 日周五晚, 我们统计的 41 家券商公司中, 已有 38 家披露三季报。营收方面, Q1-3, 38 家券商公司合计 3639.6 亿元, 同比-20.4%, Q3 单季度同比/环比-23.4%/-17.8%; 合计归母净利润 1011.5 亿元, 同比-30.3%, Q3 单季度同比/环比-37.5%/-35.5%。我们判断券商业绩承压的主因是 Q3 市场进一步边际下行。量方面, 2022Q1-3 市场日均股基交易额为 10447 亿元, 同比-6.8%, Q3 单季度日均股基成交额 10088 亿元, 环比-2.8%; 价方面, Q3 末, 上证指数/深成指收盘价分别为 3024/10778 点, 相较二季度末-11%/-16.4%。截止 2022 年 9 月 30 日, 市场两融余额 1.54 万亿元, 同比/环比-16.5%/-4.1%。

头部券商表现分化，中信证券、中信建投、中国银河、中金公司业绩波动较小。1) 营收排名方面，Q1-3，共 7 家券商取得累计营收正增长，分别为东吴证券、中信建投、华安证券、山西证券、中国银河、国元证券、国联证券，同比+36%/+10%/+6%/+5%/+5%/+4%/+0.04%；Q3 单季度，4 家实现单季度营收同比正增，分别为东吴证券、华林证券、西部证券、中金公司，同比+90%/+23%/+3%/+1%。2) 归母净利润方面，Q1-3，共 2 家券商实现累计归母净利正增长，分别为光大证券，方正证券，同比+5%/+1%。Q3 单季度，共 3 家实现单季度归母净利同比正增，分别为华林证券、光大证券、财达证券，同比+119%/+31%/+9%。

从业务营收拆分来看：1) 自营业务仍是券商盈利下滑的主要原因，代理买卖证券业务亦有所拖累。投行业务同比正增，表现亮眼。Q1-3，38 家券商合计手续费及佣金收入 1707.8 亿元，同比-9%，其中，代理买卖证券业务/投行业务/资管业务收入分别为 841/417.1/326.2 亿元，同比-17%/+6%/-5%；信用业务/自营业务分别为 434/593.4 亿元，同比-5%/-51%。2) 具有场外衍生品一级交易商资质的头部券商自营业务增速较稳定，我们认为这是由于衍生品业务平滑了其业绩波动。除广发证券外，其余 7 家自营业务收入增速排名均位于行业中游水平，中信证券、中信建投、申万宏源表现较好，Q1-3 自营业务收入同比-19%/-22%/-28%，好于上市券商整体的自营累计收入降幅（-51%）。

10 月 31 日（周一），首批科创板做市商将正式开展科创板股票做市交易业务。做市商制度为市场提供高质量的流动性，可以促进市场价格发现，提高市场定价效率，平抑市场“非理性波动”，科创板股票做市业务将成为证券行业的一个崭新赛道。9 月 15 日科创板第一批 8 家做市商试点，10 月 13 日试点名单增加至 14 家。10 月 28 日，上交所发布消息称，经中国证监会批准，10 月 31 日（周一），首批科创板做市商将正式开展科创板股票做市交易业务。首批科创板做市商资格出炉到正式上线仅一个半月。

我们认为，经历行业 β 下行验证的龙头券商尤其是有场外衍生品一级交易商资质的券商，未来或将在资本补充下，在后续的机构业务赛道中表现出色。年初至今的下行趋势下，行业集中度进一步提升，一级衍生品交易商盈利波动幅度较小，除广发证券外，其余 7 家自营业务收入增速排名均位于行业中游水平，中信证券、中信建投、申万宏源表现较好，Q1-3 自营业务收入同比-19%/-22%/-28%；

头部公司当前正在经历密集的资金补充，科创板做市的蓝海赛道开启后或将进一步在机构业务中保持领先。今年，中金/中信/东方/兴业/国联分别通过配股、定增融资 270/280/127/100/70 亿元，用于补充资本金，支持资本中介业务等。

➤ 保险业观点：

从 2022 年三季报看，1) 寿险方面：净利润和新业务价值表现仍然承压，尤其是疫情反复、收入预期下降等导致的中长期保险销售下滑影

响负债端表现，同时 2022 年前三季度资本市场剧烈波动、长端利率中枢下行背景下，险企投资同时承压。前三季度，国寿/平安/太保归母净利润分别-35.8%/-6.3%/-10.6%，新业务价值分别同比-15.4%/-26.6%/-37.8%。2) 财险方面：整体维持高景气，业务质态不断提升。人保/平安/太保保费收入同比分别+10.2%/+11.4%/+12.5%，综合成本率 COR 同比分别-2.4pct/+0.6pct/-1.9pct。整体来看，头部上市险企风控和精准定价能力不断提升，业务质态不断改善。

展望四季度，我们认为寿险业务在开门红营销和低基数背景下新单降幅有望逐步收窄，但难以扭转全年下滑趋势，NBV 表现预计仍将承压。头部险企继续深化渠道改革，人力下滑目前逐渐钝化，队伍质态有望进一步提升。

目前行业仍处于清虚转型的“磨底”阶段，寿险业务拐点需要继续关注人力、产品改革进展和“2023 开门红”开展情况；财险业务增长稳健，业务质态有望继续改善和提升。

- 流动性观点：量方面，本周央行公开市场净投放 8400 亿元，其中逆回购投放 8500 亿元、回笼 100 亿元。下周有 8500 亿元逆回购到期。价方面，周短端资金利率上行。9 月加权平均银行间同业拆借利率上行 18bp 至 1.41%。本周银行间质押式回购利率 R001 上行 7bp 至 1.42%，R007 上行 30bp 至 1.98%，DR007 上行 29bp 至 1.97%。SHIBOR 隔夜利率上行 10bp 至 1.33%。同业存单发行利率 1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别+9bp/+12bp/+5bp 至 1.66%/1.85%/1.93%。债券利率方面，本周 1 年期国债收益率下降 4bp 至 1.74%，10 年期国债收益率下降 6bp 至 2.67%，期限利差扩大 3bp 至 0.95%。
- 风险因素：新冠疫情恶化，险企改革不及预期，中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，金融监管政策收紧，代理人脱落压力，保险销售低于预期，资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

目录

证券业务概况及一周点评	6
保险业务概况及一周点评	8
市场流动性追踪	9
行业新闻	12

表目录

表 1: 央行操作（10/22-10/28）和债券发行与到期（10/24-10/30），亿元	9
--	---

图目录

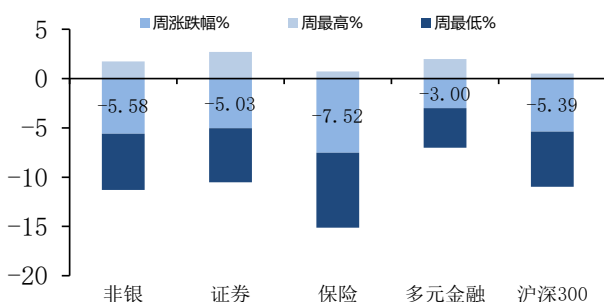
图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 0.36pct	6
图 2: 2022 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 5.28pct	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比+14.57%	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数	6
图 5: 截止 2022 年 10 月 29 日 IPO、再融资承销规模	7
图 6: 截止 2022 年 10 月 29 日债券承销规模 83941 亿元	7
图 7: 本周两融余额较上周上升 0.41%	7
图 8: 本周股票质押市值较上周下降 0.92%	7
图 9: 2Q22 券商资管规模降至 7.68 万亿	7
图 10: 券商板块 PB 1.19 倍	7
图 11: 截至 2022 年 9 月股票+混合型基金规模 7.88 万亿元	8
图 12: 9 月新发权益类基金 217 亿份，环比下降 35.38%	8
图 13: 1-9 月累计寿险保费增速	8
图 14: 1-9 月累计财险保费增速	8
图 15: 9 月寿险保费增速	8
图 16: 9 月财险保费增速	8
图 17: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）	9
图 18: 公开市场操作：投放、回笼、净投放量	9
图 19: 地方债发行与到期	10
图 20: 同业存单发行与到期	10
图 21: 加权平均利率	10
图 22: shibor 隔夜拆借利率	10
图 23: DR007 和 R007	11
图 24: 同业存单到期收益率	11
图 25: 国债收益率（%）	11
图 26: 国债期限利差	11

证券业务概况及一周点评

证券业务:

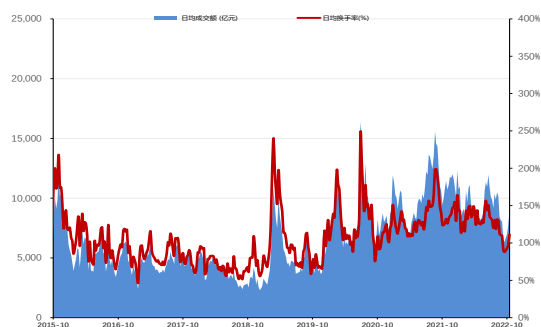
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 3484.71 亿股, 成交额 44317.21 亿元, 沪深两市 A 股日均成交额 8863.44 亿元, 环比上周+ 14.57 %, 日均换手率 1.11 %, 环比上周+ 12.71 bp。
- 投资银行:** 截至 2022 年 10 月 29 日, 本月 IPO 承销规模为 283.26 亿元, 再融资承销规模为 736.15 亿元; 券商债券承销规模为 7912.62 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 10 月 29 日, 两融余额 15578.98 亿元, 较上周+0.41 %, 占 A 股流通市值 2.46%; (2) 股票质押: 截至 10 月 29 日, 场内外股票质押总市值为 31634.25 亿元, 较上周下降 0.92%。
- 证券投资:** 本周主要指数下行, 上证综指报 2915.93 点, 环比上周-4.05 %; 深证指数报 10401.84 点, 环比上周-4.74 %; 沪深 300 指数报 3541.33 点, 环比上周-5.39%; 中证综合债(净价)指数报, 环比上周+0.06%。
- 资产管理:** 截至 2022 年 Q2, 证券公司及资管子公司资管业务规模 7.68 万亿元, 较年初-6.74%。其中单一资产管理计划 10435 只, 资产规模 3.53 万亿元, 集合资产管理计划 6657 只, 资产规模 3.59 万亿元, 证券公司私募子公司私募基金规模 1131 只, 资产规模 5622.9 亿元。
- 基金规模:** 截至 2022 年 9 月 30 日, 股票型+混合型基金规模为 7.88 万亿元, 环比+0.40%, 9 月新发权益基金规模份额 217 亿份, 环比-35.38%。

图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 0.36pct



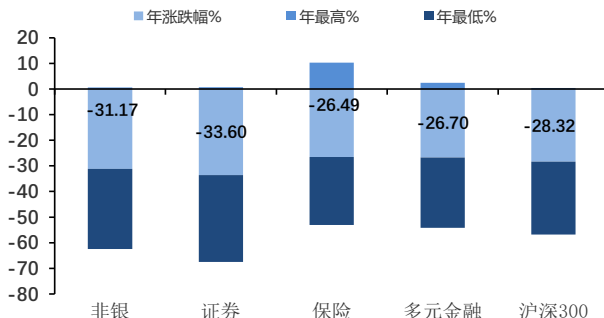
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 本周 A 股日均成交额环比+14.57%



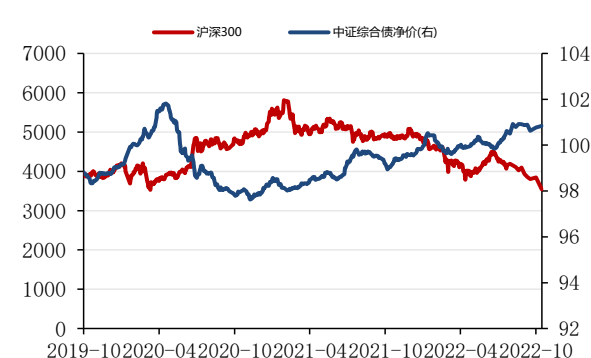
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2022 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 5.28pct

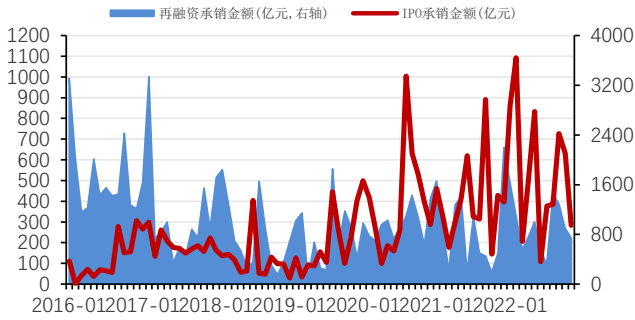


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

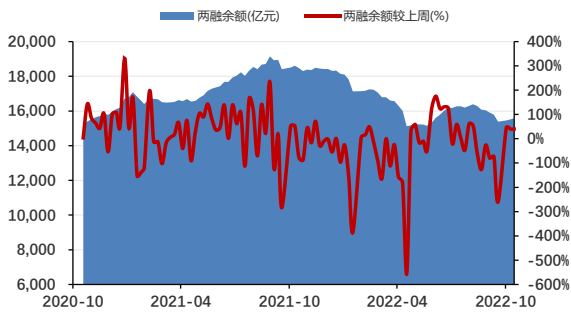
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



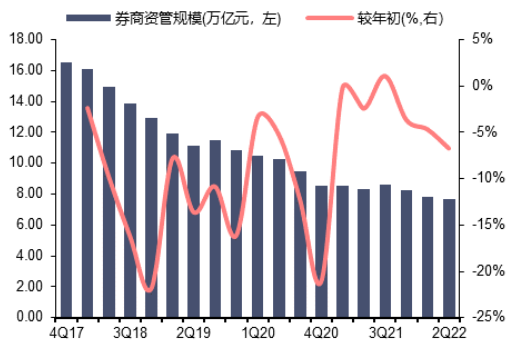
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 截止 2022 年 10 月 29 日 IPO、再融资承销规模


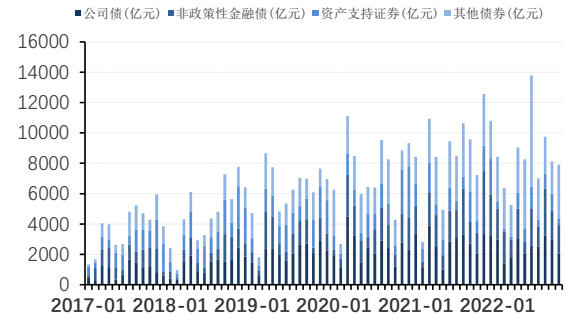
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 本周两融余额较上周上升 0.41%


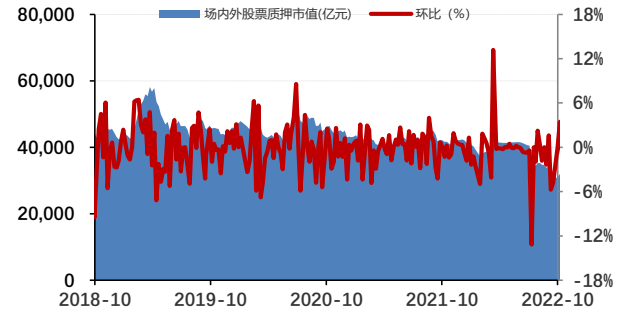
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 2Q22 券商资管规模降至 7.68 万亿


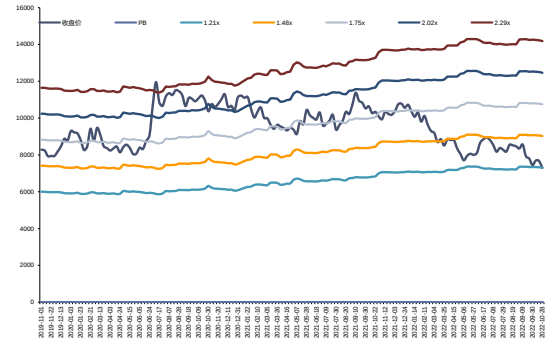
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 截止 2022 年 10 月 29 日债券承销规模 83941 亿元


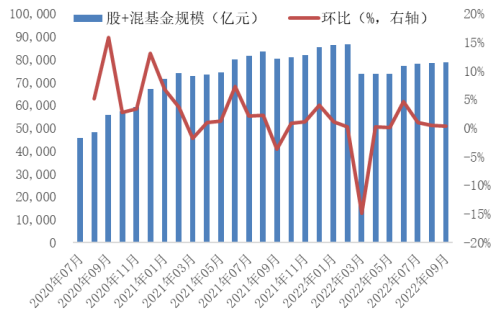
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 本周股票质押市值较上周下降 0.92%


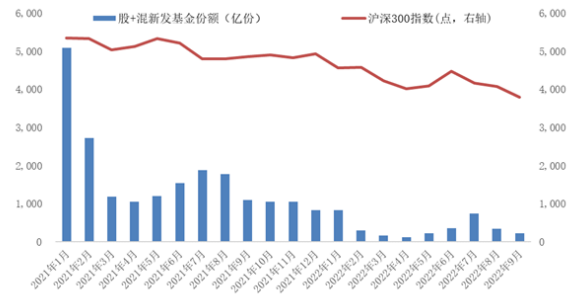
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 券商板块 PB 1.19 倍


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

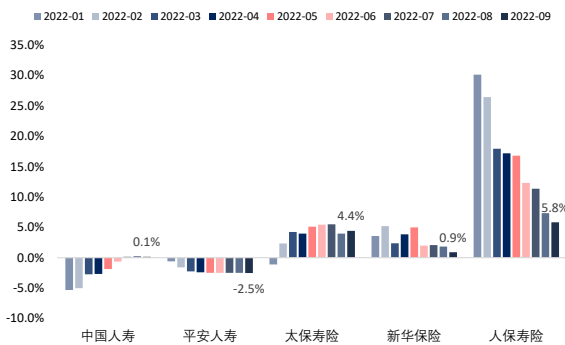
图 11: 截至 2022 年 9 月股票+混合型基金规模 7.88 万亿元


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

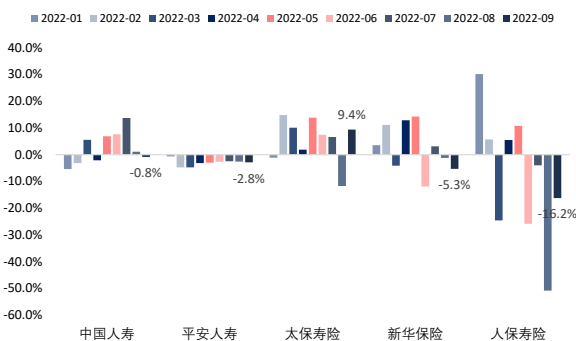
图 12: 9 月新发权益类基金 217 亿份, 环比下降 35.38%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

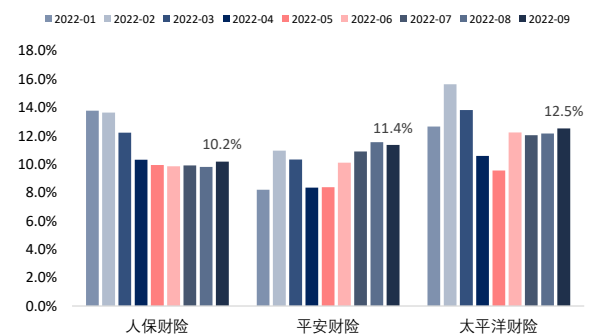
保险业务概况及一周点评

图 13: 1-9 月累计寿险保费增速


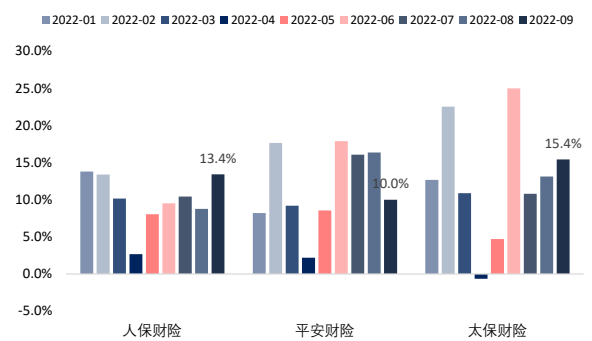
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 9 月寿险保费增速


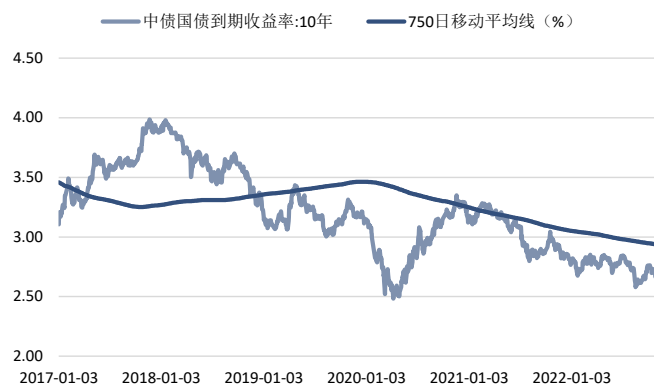
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 1-9 月累计财险保费增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 9 月财险保费增速


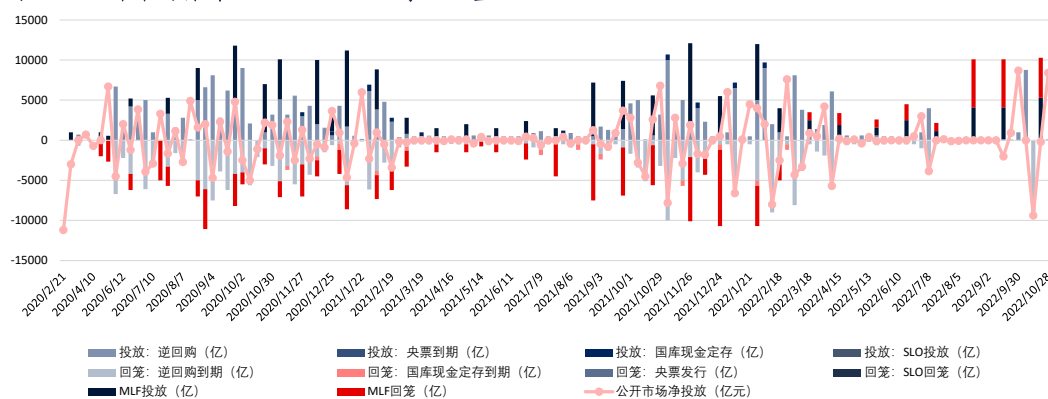
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场流动性追踪

本周央行公开市场净投放 8400 亿元, 其中逆回购投放 8500 亿元、回笼 100 亿元。下周有 8500 亿元逆回购到期。本周同业存单共发行 2902.7 亿元, 到期 6520.9 亿元, 净融资 3618.2 亿元。地方债共发行 2825.49 亿元, 到期 795.84 亿元, 净融资 2029.65 亿元。

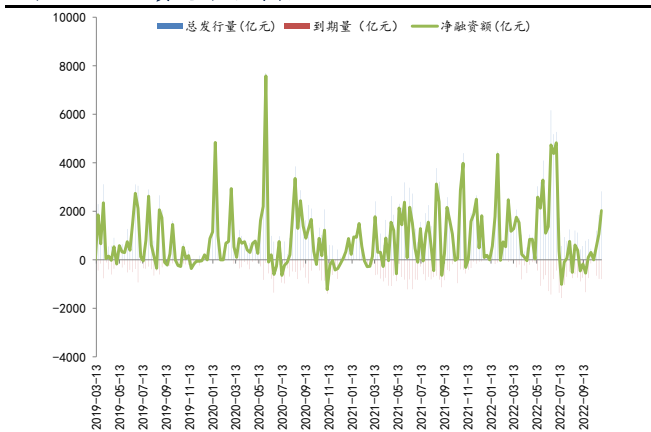
图 18: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

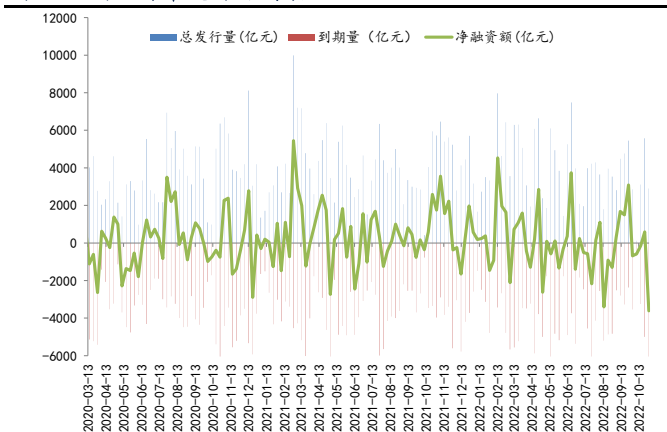
表 1: 央行操作 (10/22-10/28) 和债券发行与到期 (10/24-10/30), 亿元

工具	发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	7 天	8500	100	8400	
	14 天				
	28 天				
	63 天				
国库现金定存					
MLF/TMLF					
央行票据互换					
SLO					
同业存单	2902.7	6520.9	3618.2		
地方债	2825.49	795.84	2029.65		

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：地方债发行与到期


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：同业存单发行与到期


资料来源：Wind，信达证券研发中心

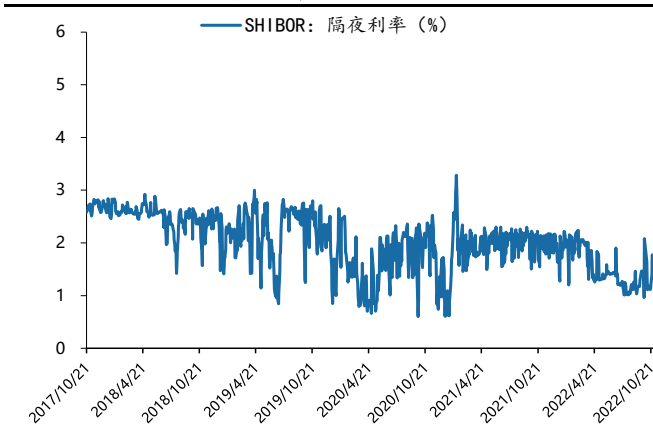
货币资金面：本周短端资金利率上行。9月加权平均银行间同业拆借利率上行18bp至1.41%。本周银行间质押式回购利率R001上行7bp至1.42%，R007上行30bp至1.98%，DR007上行29bp至1.97%。SHIBOR隔夜利率上行10bp至1.33%。

同业存单发行利率 1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别+9bp/+12bp/+5bp 至 1.66%/1.85%/1.93%。

债券利率方面，本周1年期国债收益率下降4bp至1.74%，10年期国债收益率下降6bp至2.67%，期限利差扩大3bp至0.95%。

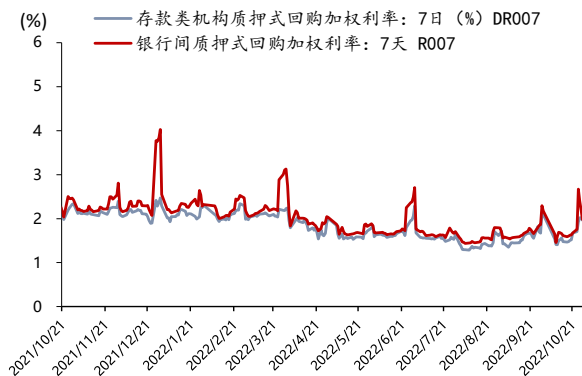
图 21：加权平均利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：shibor 隔夜拆借利率


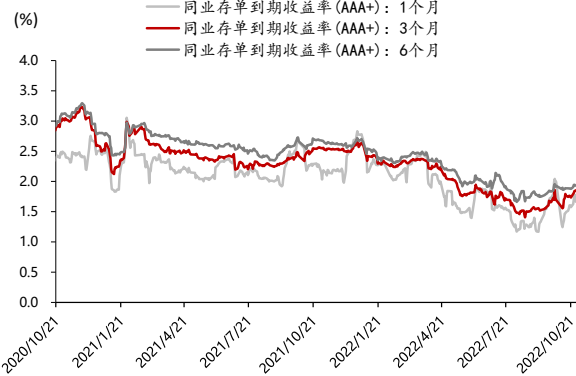
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23: DR007 和 R007



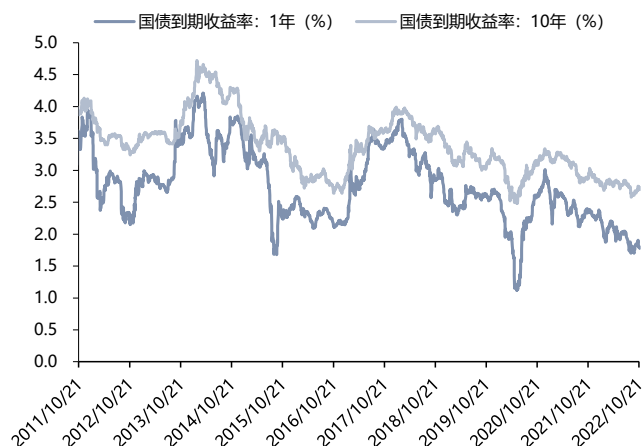
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 同业存单到期收益率



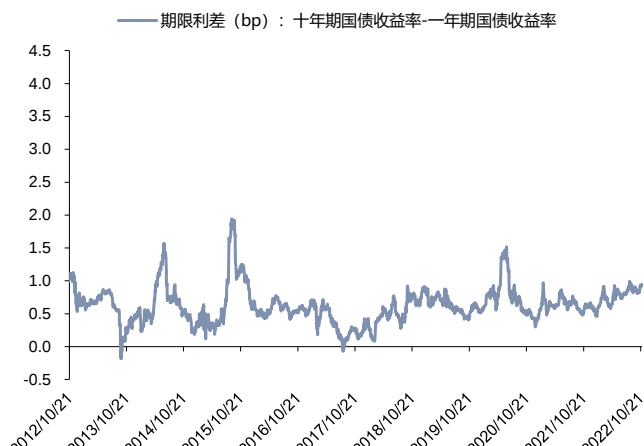
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 国债期限利差



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业新闻

证券:

10月23日晚间,中信证券、国泰君安、海通证券、中金公司以及华泰证券5家头部证券公司集体发布公告,总结披露了今年前三季度在支持企业融资,服务国家战略,发展绿色金融等方面的成绩,并表态将继续努力服务实体经济和科技创新,为经济高质量发展、构建新发展格局和建设现代化经济体系作出积极贡献。

10月28日,人民银行发布公告称,央行以利率招标方式开展了2400亿元7天期逆回购操作,中标利率2.0%。根据Wind数据,当日有20亿元逆回购到期,故全天实现净投放2380亿元。自10月25日起,央行已累计实现净投放7440亿元。

截至10月28日,已有38家上市券商披露了三季报。整体而言,今年前三季度,大多数上市券商营收和净利润均承受下行压力。不过,光大证券和方正证券2家净利实现了正增长。而太平洋证券则陷入亏损。

保险:

10月27日,银保监会网站发布2022年前9月保险业经营情况。总体来看,2022年前9月保险业实现原保费收入3.83万亿元,同比增长4.94%;赔付支出1.15万亿元,同比下降0.97%;业务及管理费为3679亿元,同比降0.03%;保险行业资金运用余额24.53万亿元,为总资产的91.83%。

澎湃新闻消息,10月27日,中国人寿管理层在2022年三季度业绩发布会上表示,尽管公司的代理人渠道还是负增长,但在整个行业还是排在前列的。展望明年,可以看到整个代理人的队伍还没有触底,只是降幅在减缓,要指望个险渠道有比较大的增长或者叫做正增长,是有非常大的压力的。同时,判断银保渠道在明年是保费贡献比较大的一个渠道。

10月28日,中国太保披露业绩显示,2022年前三季度,集团实现营业收入3604.2亿元,同比增长2.7%;净利润202.72亿元,同比减少10.6%;基本每股收益2.11元。净投资收益率4.1%,同比下降0.2%。太保寿险前三季度实现新业务价值75.48亿元,同比下降37.8%。

10月28日,新华保险披露业绩显示,2022年前三季度,集团实现营业收入1711.78亿元,同比减少7%;归母净利润51.9亿元,同比减少56.6%。

10月26日,中国平安披露前三季度业绩显示,2022年前9月,集团实现该集团取得净承保保费5874.64亿元,同比增加3.57%;收入合计9526.7亿元,同比减少3.22%;归母营运利润1232.88亿元,同比增长3.8%;年化营运ROE19.9%;归母净利润764.63亿元,同比下降6.3%。代理人人均新业务价值同比提升超22%;寿险及健康险业务实现营运利润864.86亿元,同比增长17.4%;平安产险原保险保费收入2220.24亿元,同比增长11.4%。

中国人寿10月27日晚间发布三季度业绩公告称,2022年前三季度营收7010.12亿元,同比减少3.7%;归属于上市公司股东的净利润311.17亿元,同比减少35.8%。

10月27日,港股中国财险发布未经审计的业绩公告显示,今年前三季度,该公司实现保险业务收入3818.89亿元,同比增长10.2%;净利润259.48亿元,同比增长29.8%。

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022 年 8 月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022 年 6 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。