

## 非银金融

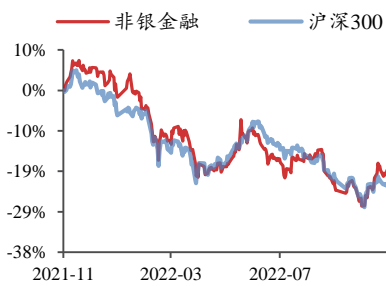
2022年11月27日

## 降准稳经济，继续看好保险和券商板块机会

——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

《终迎长钱活水，税优操作优化，个人养老金开闸——人社部宣布个人养老金制度启动实施等事件点评》-2022.11.26

《首批养老金基金名录符合预期，资金账户已正式打通——证监会发布个人养老金基金、销售机构名录等事件点评》-2022.11.21

《看好非银超额收益，利率上行增加保险板块胜率——行业周报》-2022.11.20

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

### ● 周观点：降准稳经济，继续看好保险和券商板块机会

本周保险板块延续超额收益，地产融资端松绑对保险资产端更加受益。央行11月25日公布全面降准0.25个百分点，低估值、稳增长政策发力和基本面底部企稳是我们当下看好非银板块超额收益延续的主要逻辑，保险股估值水位更低、更加受益于地产松绑，排序优于券商。降准或对券商股带来短期利好，个人养老金开闸利好旗下头部基金公司资源丰富的券商。

### ● 保险：地产融资松绑利好保险投资端，资产负债两端底部改善驱动估值修复

(1) 资产端看，本周“金融支持房地产市场平稳健康发展举措”出台，多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模超万亿，地产融资松绑缓解地产风险，上市险企房地产资产占总投资资产比重约3%-5%，占比内含价值EV 15%-20%，地产链条风险缓解有望带动保险PEV估值修复；本周10年期国债收益率维持在2.8%以上，降准利于稳增长，长端利率企稳利于支撑保险估值。(2) 负债端看，寿险转型初见成效，代理人触底、队伍质态提升和理财型产品需求提升有望驱动寿险NBV在2023年同比转正，短期开门红进度较好。(3) 地产风险改善、经济底部复苏下长端利率企稳带来的资产端催化有望延续，负债端呈现底部复苏迹象，低估值叠加资产负债两端改善，继续看好保险板块机会，首推负债端表现占优且资产端弹性较强的中国人寿，推荐寿险转型领先的中国太保和中国平安，推荐中国财险和友邦保险。

### ● 券商：个人养老金正式开闸启动，利好“含基量”高的券商

(1) 本周A股日均股票成交额8113亿，环比-18.3%；偏股(股+混)新成立73亿/非货币基金197亿，环比+66%/-29%，本周北向资金净流入74亿，股票型ETF净申购11亿。(2) 个人养老金先行试点城市名单公布，共计1省34市1地区，主要位于省会及计划单列市，2021年合计GDP超46.2万亿元，占比全国40.4%，试点范围略超我们此前预期。同时首批23家入围银行于11月25日开始可开通个人养老金资金账户，部分基金、保险产品已经上架，个人养老金正式开闸。税收优惠、产品费率折扣优惠、产品侧重长期保值以及银行开户红包活动成为银行端大力推广的主要卖点，考虑到税收和产品费率双重折让、银行端大力推广以及试点范围较广，个人养老金初期规模或超预期。个人养老金有望扩大头部基金公司的品牌效应和产品优势，利于头部基金公司规模市占率提升。(3) 券商板块估值位于历史低位，稳增长政策发力利于增强经济改善信心，政策红利延续，个人养老金利好“含基量”高的券商。首推确定性较强且小市值的指南针和国联证券；推荐大财富管理主线广发证券、东方证券和东方财富，投行线推荐国金证券。

### ● 受益标的组合

保险：中国人寿，中国太保，中国平安，友邦保险(H股)，中国财险(H股)。

券商&多元金融：指南针，国联证券，广发证券，东方证券，东方财富，国金证券，中信证券，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：降准稳经济，继续看好保险和券商板块机会.....	3
2、市场回顾：A股整体下跌，非银板块跑赢指数.....	4
3、数据追踪：成交额有所回落.....	5
4、行业及公司要闻：央行降准0.25%落地，个人养老金制度在36个城市启动实施.....	7
5、风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：本周 A 股下跌，非银板块跑赢指数.....	4
图 2：本周中国人保和中国人寿分别+9.09%/+4.74%.....	4
图 3：2022 年 10 月日均股基成交额同比-40%.....	5
图 4：2022 年 10 月 IPO 承销规模累计同比+23%.....	5
图 5：2022 年 10 月再融资承销规模累计同比-3%.....	5
图 6：2022 年 10 月债券承销规模累计同比+2%.....	5
图 7：2022 年 10 月两市日均两融余额同比-17%.....	6
图 8：2022 年 10 月上市险企寿险保费同比分化加剧.....	6
图 9：多数险企 2022 年 10 月财险保费同比增速放缓.....	6
表 1：受益标的估值表.....	4

## 1、周观点：降准稳经济，继续看好保险和券商板块机会

本周保险板块延续超额收益，地产融资端松绑对保险资产端更加受益。央行 11 月 25 日公布全面降准 0.25 个百分点，低估值、稳增长政策发力和基本面底部企稳是我们当下看好非银板块超额收益延续的主要逻辑，保险股估值水位更低、更加受益于地产松绑，排序优于券商。降准或对券商股带来短期利好，个人养老金开闸利好旗下头部基金公司资源丰富的券商。

### 保险：地产融资松绑利好保险投资端，资产负债两端底部改善驱动估值修复

(1) 资产端看，本周“金融支持房地产市场平稳健康发展举措”出台，多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模超万亿，地产融资松绑缓解地产风险，上市险企房地产资产占总投资资产比重约 3%-5%，占比内含价值 EV 15%-20%，地产链条风险缓解有望带动保险 PEV 估值修复；本周 10 年期国债收益率维持在 2.8% 以上，降准利于稳增长，长端利率企稳利于支撑保险估值。(2) 负债端看，寿险转型初见成效，代理人触底、队伍质态提升和理财型产品需求提升有望驱动寿险 NBV 在 2023 年同比转正，短期开门红进度较好。(3) 地产风险改善、经济底部复苏下长端利率企稳带来的资产端催化有望延续，负债端呈现底部复苏迹象，低估值叠加资产负债两端改善，继续看好保险板块机会，首推负债端表现占优且资产端弹性较强的中国人寿，推荐寿险转型领先的中国太保和中国平安，推荐中国财险和友邦保险。

### 券商：个人养老金正式开闸启动，利好“含基量”高的券商

(1) 本周 A 股日均股票成交额 8113 亿，环比-18.3%；偏股(股+混)新成立 73 亿/非货币基金 197 亿，环比+66%/-29%，本周北向资金净流入 74 亿，股票型 ETF 净申购 11 亿。(2) 个人养老金先行试点城市名单公布，共计 1 省 34 市 1 地区，主要位于省会及计划单列市，2021 年合计 GDP 超 46.2 万亿元，占比全国 40.4%，试点范围略超我们此前预期。同时首批 23 家入围银行于 11 月 25 日开始可开通个人养老金资金账户，部分基金、保险产品已经上架，个人养老金正式开闸。税收优惠、产品费率折扣优惠、产品侧重长期保值以及银行开户红包活动成为银行端大力推广的主要卖点，考虑到税收和产品费率双重折让、银行端大力推广以及试点范围较广，个人养老金初期规模或超预期。个人养老金有望扩大头部基金公司的品牌效应和产品优势，利于头部基金公司规模市占率提升。(3) 券商板块估值位于历史低位，稳增长政策发力利于增强经济改善信心，政策红利延续，个人养老金利好“含基量”高的券商。首推确定性较强且小市值的指南针和国联证券；推荐大财富管理主线广发证券、东方证券和东方财富，投行线推荐国金证券。

### 受益标的组合

保险：中国人寿，中国太保，中国平安，友邦保险(H股)，中国财险(H股)。

券商&多元金融：指南针，国联证券，广发证券，东方证券，东方财富，国金证券，中信证券，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
		2022/11/25	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
600901.SH	江苏租赁	5.67	0.70	0.79	0.95	8.10	7.18	买入
601318.SH	中国平安	42.75	5.77	5.09	9.17	7.41	8.40	买入
601601.SH	中国太保	23.85	2.79	2.01	3.30	8.55	11.87	买入
300059.SZ	东方财富	17.92	0.83	0.80	0.95	21.59	22.40	买入
000776.SZ	广发证券	15.58	1.42	0.90	1.36	10.97	17.31	买入
600958.SH	东方证券	8.74	0.73	0.36	0.64	11.97	24.28	买入
1299.HK	友邦保险	74.55	4.77	6.2	6.7	15.63	12.02	增持
2328.HK	中国财险	7.71	1.01	1.40	1.70	7.67	5.51	买入
600030.SH	中信证券	19.35	1.77	1.45	1.72	10.93	13.34	买入
601456.SH	国联证券	10.27	0.36	0.29	0.42	28.53	35.41	买入
300803.SZ	指南针	48.29	0.44	0.86	1.27	109.75	56.15	买入
601628.SH	中国人寿	33.62	1.80	1.10	2.70	18.68	30.56	买入
3908.HK	中金公司	13.70	2.16	1.86	2.28	6.34	7.38	未评级
601066.SH	中信建投	24.70	1.25	1.25	1.56	19.76	19.72	未评级

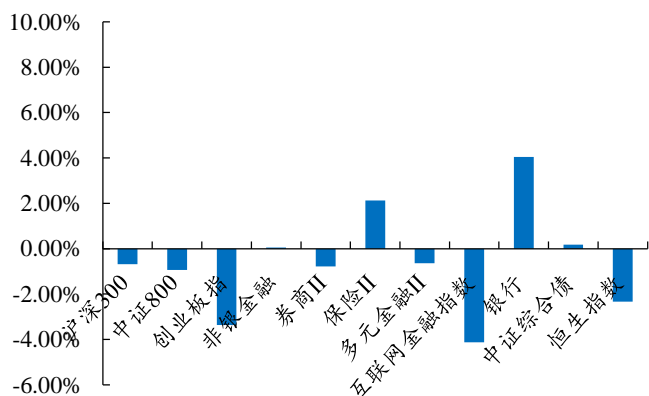
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述中国人寿、中金公司、中信建投 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

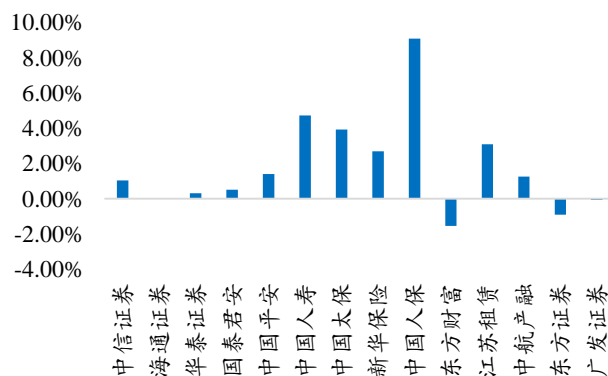
中国财险与中金公司相关数据单位为港元。

## 2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑赢指数

本周(11月21日至11月25日)A股整体下跌, 沪深300指数-0.68%, 创业板指数-3.36%, 中证综合债指数+0.18%。本周非银板块+0.05%, 跑赢指数, 券商和保险分别-0.78%/+2.13%。从主要个股表现看, 本周中国人保和中国人寿分别+9.09%/+4.74%, 表现较好。

**图1: 本周 A 股下跌, 非银板块跑赢指数**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图2: 本周中国人保和中国人寿分别+9.09%/+4.74%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、数据追踪：成交额有所回落

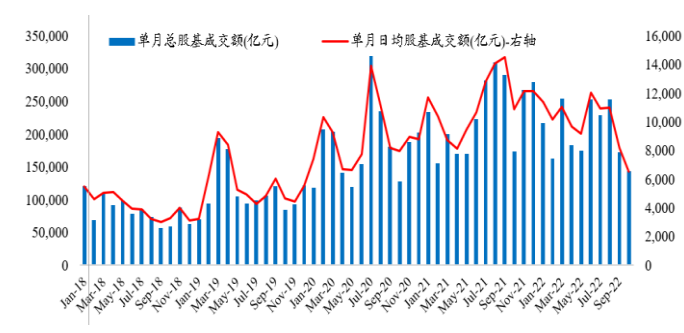
**基金发行情况：**本周（11月21日至11月25日）新发股票+混合型基金19只，发行份额73亿份，环比+66%，同比-68%。截至11月25日，2022年累计新发股票+混合型基金705只，发行份额4043亿份，同比-79%，待审批偏股型基金保持1368只。

**券商经纪业务：**本周（11月21日至11月25日）日均股基成交额9184亿元，环比-17.12%，同比-22.81%；截至11月25日，两市年初至今累计日均股基成交额为10332亿元，同比-7.83%。

**券商投行业务：**截至11月25日，2022年IPO/再融资/债券承销规模分别为5403亿元/6476亿元/99082亿元，同比+19%/-20%/-1%，IPO同比上升，再融资和债券承销规模同比下降。

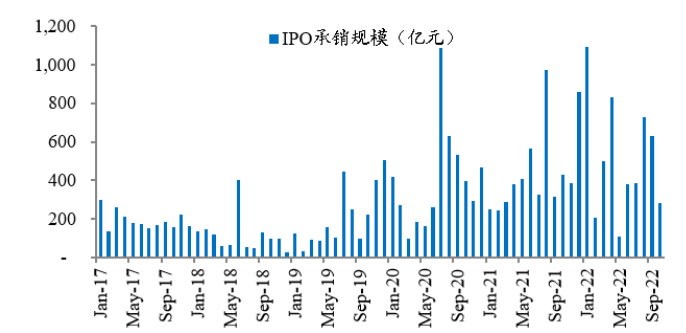
**券商信用业务：**截至11月24日，全市场两融余额达到15743亿元，较10月初+1.94%，两融余额占流通市值比重为2.39%；融券余额1026亿元，占两融比重达到6.52%，占比环比上升。

图3：2022年10月日均股基成交额同比-40%



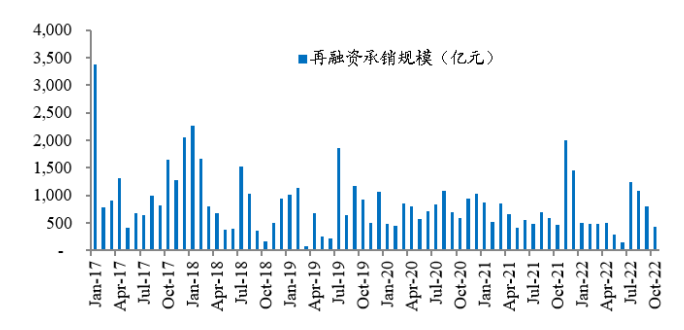
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022年10月IPO承销规模累计同比+23%



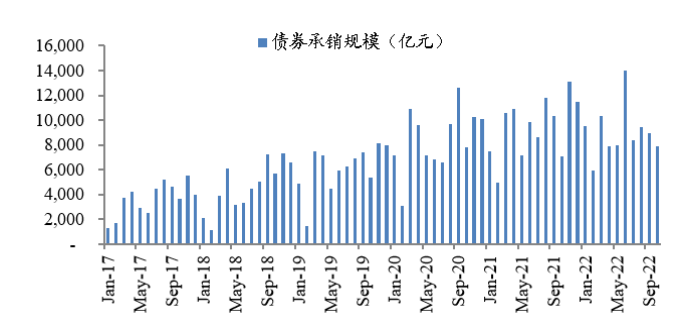
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022年10月再融资承销规模累计同比-3%



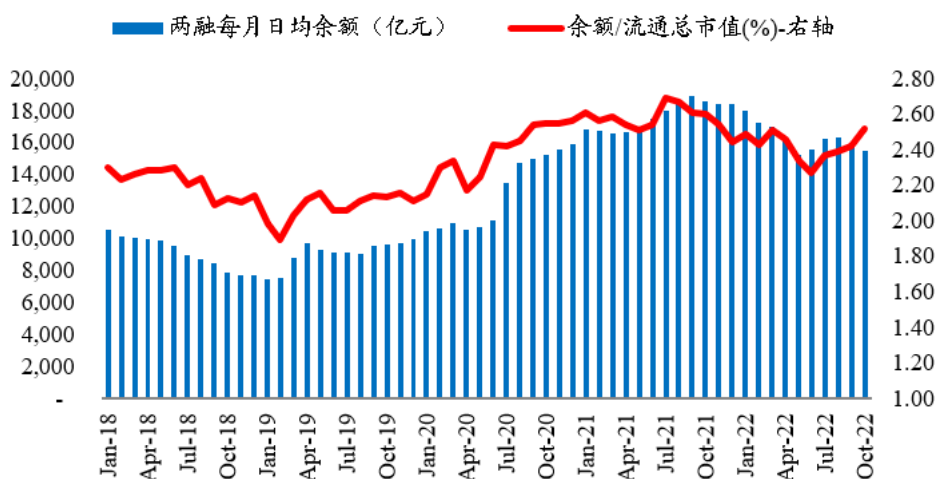
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022年10月债券承销规模累计同比+2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022年10月两市日均两融余额同比-17%

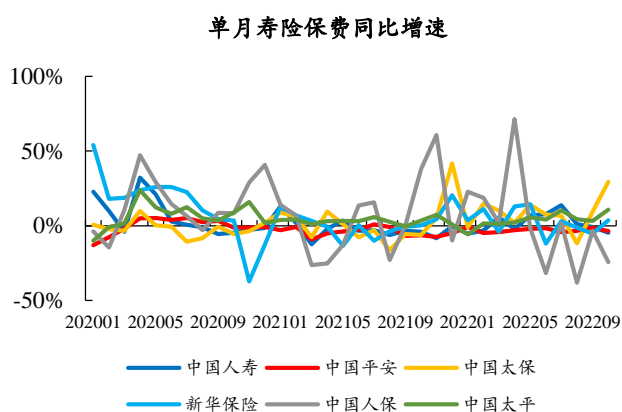


数据来源：Wind、开源证券研究所

**寿险保费月度数据：**2022年前10月6家上市险企寿险总保费累计同比+0.7%（2022年前9月+0.8%），其中：中国人保+7.2%、中国太保+5.7%、中国太平+1.6%、新华保险+1.1%、中国人寿-0.1%、中国平安-2.6%。10月单月总保费同比分别为：中国太保+29.4%、中国太平+10.8%、新华保险+3.5%、中国平安-3.7%、中国人寿-4.7%、中国人保-24.5%。

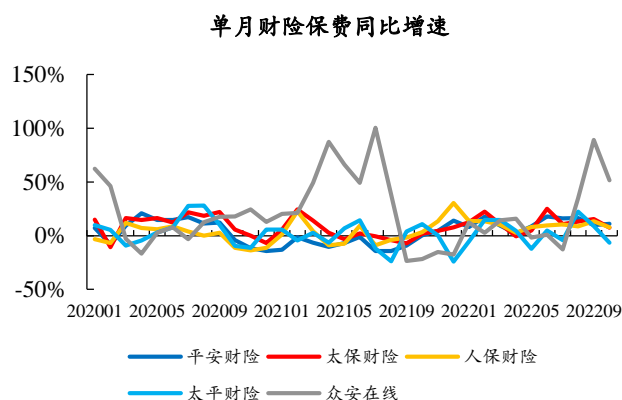
**财险保费月度数据：**2022年10月5家上市险企财险保费收入同比为+9.2%，较9月的+13.7%略有回落，各家险企10月财险保费同比分别为：众安在线+51.5%（9月+89.1%）、平安财险+11.1%（9月+10.0%）、人保财险+7.8%（9月+13.4%）、太保财险+7.4%（9月+15.4%）、太平财险-6.6%（9月+9.1%）。

图8：2022年10月上市险企寿险保费同比分化加剧



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：多数险企2022年10月财险保费同比增速放缓



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 4、行业及公司要闻：央行降准 0.25%落地，个人养老金制度在 36 个城市启动实施

### ● 行业要闻：

**【央行：此次全面降准共计释放长期资金约5000亿元】**财联社11月25日电，央行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，此次降准共计释放长期资金约5000亿元。此次降准为全面降准，除已执行5%存款准备金率的部分法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.25个百分点。央行还表示，此次降准的目的——一是保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施，加大对实体经济的支持力度，支持经济质的有效提升和量的合理增长。二是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，支持受疫情严重影响行业和中小微企业。三是此次降准降低金融机构资金成本每年约56亿元，通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。（财联社）

**【首批北证50指数基金11月29日发行】**财联社11月26日电，北交所指数化投资时代即将开启。11月21日，北交所首只指数——北证50指数正式发布实时行情。当日易方达、广发、富国、汇添富、南方、招商、嘉实、华夏等多家头部基金公司竞相上报相关指数基金。仅4天时间后，11月25日，上述8只北证50指数基金火速获批。11月26日，8只北证50指数基金陆续发布基金份额发售公告，发行时间定档11月29日。梳理可见，此次8只北证50指数基金选择11月29日集体发行，募集截止日则有所不同。例如，易方达北证50指数基金发行时间为11月29日至12月12日。汇添富北证50指数基金募集期限自11月29日起至12月23日。（财联社）

**【下周一正式开售 超30家公募旗下养老金Y份额开放申购】**财联社11月25日电，易方达基金、广发基金、南方基金、嘉实基金、博时基金、银华基金、上投摩根基金、华宝基金、大成基金、天弘基金、国泰基金等逾30家基金公司今日发布公告称，自11月28日（下周一）起，广大个人养老金投资者可以开始办理养老目标基金Y份额的申购（含定期定额投资、转换转入）业务，稍后将有更多基金公司发布相关公告。另据记者了解，招商基金旗下首批个人养老金基金Y份额已宣布于今日起开放申购业务。（财联社）

**【人社部：个人养老金制度启动实施】**财联社11月25日电，人力资源社会保障部25日宣布，个人养老金制度启动实施。在北京、上海、广州、西安、成都等36个先行城市或地区，可通过国家社会保险公共服务平台、全国人社政务服务平台、电子社保卡“掌上12333APP”等全国统一线上服务入口，或商业银行等渠道建立个人养老金账户，通过商业银行开立个人养老金资金账户。两个账户开立后就可向资金账户缴费、购买个人养老金产品，年缴纳上限12000元，缴费即可享受税费优惠。（财联社）

**【银保监会：六大行落实“十六条”监管政策 对于暂时遇困房企存量开发贷款给予展期等安排】**财联社11月24日电，银保监会相关负责人表示，六家大型银行在前期工作基础上，围绕“十六条”监管政策，专题研究细化措施。目前，大型银行进一步加大工作力度，积极促进房地产市场平稳健康发展。一是迅速建立专项工作

机制和向分支机构传达政策要求，快速形成总行统筹、全条线发力的工作格局。二是合理区分项目子公司风险和集团控股公司风险，建立区域优质房企“白名单”，对于暂时遇困房企存量开发贷款给予展期等安排。三是优化和扩大现有授信审批“绿色通道”模式适用范围，在落实相关政策的前提下，对于重点客户、重要项目采取绿色通道形式加快审批和发放。四是积极配合做好“保交楼”工作，靠前对接专项借款安排，着力推进“保交楼”项目配套融资。五是充分利用并购贷款、投行等工具，积极稳妥推进重点房地产企业风险处置项目并购金融服务。六是积极支持人民群众住房贷款合理需求，保障受疫情影响、符合延期政策的住房金融消费者的合法权益和征信保护。（财联社）

**【银保监会明确保险公司开展个人养老金业务有关事项】**财联社11月22日电，银保监会印发了《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，《通知》共15条，主要五方面内容：一是明确保险公司开展个人养老金业务的基本要求，主要选择资本实力较强、经营较为规范的公司参与；二是明确保险公司可向个人养老金制度参加人提供符合要求的年金保险和两全保险等；三是规范个人养老金业务的资金管理、合同管理、销售管理、客户服务等；四是明确对保险公司业务经营的监管要求；五是对银保信公司建设维护银保行业信息平台等提出要求。（财联社）

**【证监会人士：北交所公开发行从受理到注册平均用时145天，最快72天】**财联社11月23日电，证监会公众公司部一级巡视员商庆军11月23日在2022金融街论坛年会上表示，北交所已顺利运行一周年。一年来，北交所实现稳定健康发展，各项制度安排顺畅运转，市场特色亮点逐步显现，中小企业创新发展活力显著激发，改革实现良好开局、取得积极成效。从时间上看，公开发行从受理到注册平均用时145天，最快仅72天；从规模上看，上市公司总计发行融资275亿元，平均每家2.1亿元，有效满足了中小企业资金需求。在北交所的带动下，新三板市场融资功能也显著增强，2022年以来共完成定向发行630次，融资合计188亿元，同比分别上升38%和12%。（财联社）

**【北交所：加强与其他市场的衔接 畅通中小企业资本市场服务链条】**财联社11月23日电，北交所董事长周贵华表示，北交所将着力发挥北交所和新三板的纽带功能，加强与其他市场的衔接配合，畅通中小企业资本市场服务链条，形成协同服务中小企业的合力。深化与各地区区域性股权市场的合作对接，支持“专精特新”专板建设，建立挂牌审查绿色通道，探索开展“公示审查”白名单等创新制度安排，做好规则对接、监管对接、技术对接，形成制度化、常态化、体系化的合作模式。强化与私募创投基金制度衔接，将北交所打造成为私募创投基金“募投管退”的重要平台。加强与境外交易所合作交流，研究探索互联互通机制，支持创新型中小企业利用好两个市场、两种资源。（财联社）

#### ● 公司公告集锦：

**湘财股份：**2022年11月25日公司股东新湖集团解除质押公司股份5800万股，占其持股的99.84%，占公司总股本的2.03%。

**香港交易所：**2022年11月25日，庄博礼(John Leo Buckley)因决定与其家人移居，辞任包括联席营运总监在内的所有港交所职位。



**广发证券：**2022年11月24日公司2022年度第十二期短期融资券已发行完毕，发行总额30亿元，期限6个月，票面利率2.46%。

**国金证券：**2022年11月24日公司2022年度第十一期短期融资券已发行完毕，发行总额5亿元，期限153天，票面利率2.65%。

**指南针：**（1）2022年11月24日公司高级管理人员陈岗拟通过集中竞价方式减持公司股份数量不超过30万股，占公司总股本比例0.07%。（2）2022年11月22日公司董事会通过股权激励计划(草案)拟授予股票期权数850万份，占总股本的2.09%，激励对象总人数为339人。

**华泰证券：**2022年11月23日公司境外全资子公司华泰国际为其附属公司华泰国际财务设立的境外中期票据计划提供了2.87亿元的担保。

## 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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
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

### 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