

非银金融

寿险一季报超预期，香港交易所受益于 ADT 改善

2024 年 05 月 05 日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

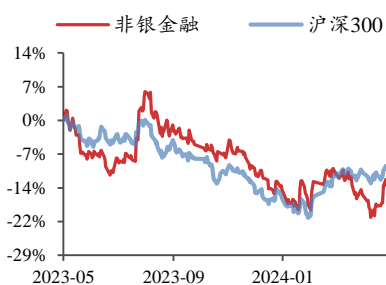
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

证书编号：S0790524040002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《关注非银 beta 机会，看好寿险和并购题材券商—行业周报》-2024.4.28

《保险和券商持仓降至低位，高股息再获加仓—2024Q1 基金非银重仓点评》-2024.4.24

《公募基金费率改正式落地，ETF 互联互通扩容—行业周报》-2024.4.21

● 周观点：寿险一季报超预期，香港交易所受益于 ADT 改善

五一假期期间(本周四和周五)恒生指数上涨 4.01%，非银 H 股表现较好，中国平安+10.01%、中国太保+7.75%、中国人寿+7.68%、香港交易所+6.84%、国联证券+3.85%、中国财险-3.28%。4 月 30 日政治局会议政策端表述“坚持乘势而上，避免前紧后松”，对房地产政策表述积极，10 年期国债收益率呈现底部回升趋势，资产端催化下，首推业务和政策两端向好的寿险板块。近两周港股资金面持续改善，本周现货 ADT 升至 1315 亿港元，较 2024Q1 提升 32%，互联互通持续加码，推荐受益于 ADT 改善的香港交易所。多元金融标的看好拉卡拉和江苏金租。

● 保险：一季报负债端延续高质量增长，长端利率底部反弹带来资产端催化

(1) 2024Q1 上市险企 NBV 增速整体超预期：人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%(非可比口径)、中国人寿+26.3%、中国平安+21%。新单保费期交占比明显提升，产品预定利率下调+报行合一降本增效+期限结构优化推动 margin 明显改善。险企净利润主要受投资收益扰动，在同比债强股弱的影响下，上市险企净利润整体符合我们预期。(2) 预定利率调降、报行合一和监管指导调降万能及分红险结算利率均利于寿险降低负债成本和利差损风险，2024 年行业负债成本有望明显回落，头部险企市占率有望持续提升，负债端延续高质量增长。当前板块机构持仓和估值位于历史低位，业务端和政策端占优支撑板块超额，近期 10 年期国债收益率底部反弹，利率和权益市场改善带来的资产端催化。

● 券商：一季报业绩低于我们预期，公募基金费率调降标准和私募基金新规落地

(1) 本周日均股票成交额 11264 亿，环比+31.8%，本周偏股/非货基金新发份额 34/202 亿份，环比-66%/-58%。(2) 40 家上市券商 2024Q1 净利润 288 亿元，同比-32%，低于我们预期，各业务均现压力，佣金率或继续下降，衍生品波动对 1 季度业绩拖累超我们预期。(3) 政策面：中国基金报报道，4 月 30 日中基协向公募基金下发《关于通报 2022 年市场平均股票交易佣金费率的通知》，上述文件测算 2022 年市场平均股票交易佣金率为万分之 2.62，要求各公募于 6 月 30 日前完成调整。我们以 2023 年年化数据测算，公募基金由 168 亿下降 31.7% 至 115 亿。中基协 4 月 30 日发布《私募证券投资基金运作指引》正式稿，较征求意见稿在清盘线上略有放松，整体监管趋严，要求初始实缴资本不低于 1000 万、“双 25%”集中度限制、参与 DMA 业务不得超 2 倍杠杆，雪球类产品名义本金不得超基金净资产 25%。4 月 30 日证监会修改《科创属性评价指引（试行）》，对科创板拟上市企业研发投入、发明专利数量及营收复合增速适度提高。(4) 一季度券商板块机构持仓和估值均回落至历史低位，市场活跃度改善或带来板块催化，看好受益于交易量改善的互联网券商、整合预期较强的标的以及低估值头部券商。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国人寿，中国平安，香港交易所；拉卡拉，江苏金租，友邦保险，国联证券；中国财险，东方财富，财通证券。

受益标的组合：中国银河，浙商证券；新华保险。

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、 寿险一季报超预期，香港交易所受益于 ADT 改善	3
2、 市场回顾：A 股整体上涨，非银板块跑输沪深 300.....	4
3、 数据追踪：日均股基成交额环比上升	5
4、 行业及公司要闻：《私募证券投资基金运作指引》发布,五方面规范证券类私募发展	7
5、 风险提示	8

图表目录

图 1： 本周 A 股整体上涨，非银板块跑输沪深 300.....	4
图 2： 本周中国人寿、中国太保分别+3.76%/+1.69%	4
图 3： 2024 年 4 月日均股基成交额环比-4%.....	5
图 4： 2024 年 4 月 IPO 承销规模累计同比-77%	5
图 5： 2024 年 4 月再融资承销规模累计同比-73%.....	5
图 6： 2024 年 4 月债券承销规模累计同比-0.3%.....	5
图 7： 2024 年 4 月两市日均两融余额同比-6.1%.....	6
图 8： 2024 年 3 月多数上市险企寿险保费同比正增长.....	6
图 9： 2024 年 3 月上市险企财险保费同比明显改善.....	6
表 1： 受益标的估值表	4

1、寿险一季报超预期，香港交易所受益于 ADT 改善

五一假期期间(本周四和周五)恒生指数上涨 4.01%，非银 H 股表现较好，中国平安+10.01%、中国太保+7.75%、中国人寿+7.68%、香港交易所+6.84%、国联证券+3.85%、中国财险-3.28%。4 月 30 日政治局会议政策端表述“坚持乘势而上，避免前紧后松”，对房地产政策表述积极，10 年期国债收益率呈现底部回升趋势，资产端催化下，首推业务和政策两端向好的寿险板块。近两周港股资金面持续改善，本周现货 ADT 升至 1315 亿港元，较 2024Q1 提升 32%，互联互通持续加码，推荐受益于 ADT 改善的香港交易所。多元金融标的看好拉卡拉和江苏金租。

保险：一季报负债端延续高质量增长，长端利率底部反弹带来资产端催化

(1) 2024Q1 上市险企 NBV 增速整体超预期：人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%(非可比口径)、中国人寿+26.3%、中国平安+21%。新单保费期交占比明显提升，产品预定利率下调+报行合一降本增效+期限结构优化推动 margin 明显改善。险企净利润主要受投资收益扰动，在同比债强股弱的影响下，上市险企净利润整体符合我们预期。(2) 预定利率调降、报行合一和监管指导调降万能及分红险结算利率均利于寿险降低负债成本和利差损风险，2024 年行业负债成本有望明显回落，头部险企市占率有望持续提升，负债端延续高质量增长。当前板块机构持仓和估值位于历史低位，业务端和政策端占优支撑板块超额，近期 10 年期国债收益率底部反弹，利率和权益市场改善带来的资产端催化。

券商：一季报业绩低于我们预期，公募佣金率调降标准和私募基金新规落地

(1) 本周日均股票成交额 11264 亿，环比+31.8%，本周偏股/非货币基金新发份额 34/202 亿份，环比-66%/-58%。(2) 40 家上市券商 2024Q1 净利润 288 亿元，同比-32%，低于我们预期，各业务均现压力，佣金率或继续下降，衍生品波动对 1 季度业绩拖累超我们预期。(3) 政策面：中国基金报报道，4 月 30 日中基协向公募基金下发《关于通报 2022 年市场平均股票交易佣金费率的通知》，上述文件测算 2022 年市场平均股票交易佣金率为万分之 2.62，要求各公募于 6 月 30 日前完成调整。我们以 2023 年年化数据测算，公募佣金由 168 亿下降 31.7%至 115 亿。中基协 4 月 30 日发布《私募证券投资基金运作指引》正式稿，较征求意见稿在清盘线上略有放松，整体监管趋严，要求初始实缴资本不低于 1000 万、“双 25%”集中度限制、参与 DMA 业务不得超 2 倍杠杆，雪球类产品名义本金不得超基金净资产 25%。4 月 30 日证监会修改《科创属性评价指引（试行）》，对科创板拟上市企业研发投入、发明专利数量及营收复合增速适度提高。(4) 一季度券商板块机构持仓和估值均回落至历史低位，市场活跃度改善或带来板块催化，看好受益于交易量改善的互联网券商、整合预期较强的标的以及低估值头部券商。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国人寿，中国平安，香港交易所；拉卡拉，江苏金租，友邦保险，国联证券；中国财险，东方财富，财通证券。

受益标的组合：中国银河，浙商证券；新华保险。

。

表1: 受益标的估值表

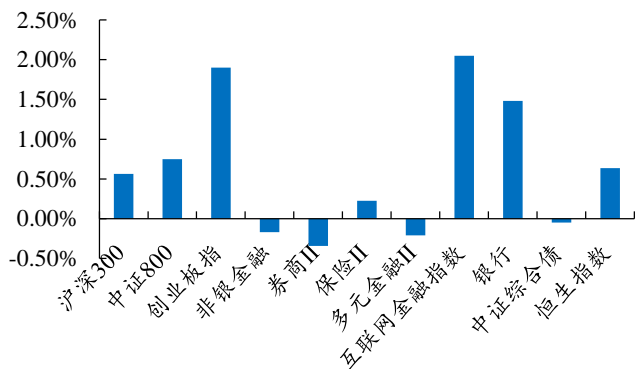
证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2024/4/30	2022A	2023A	2024E	2023A	2024E	
600901.SH	江苏金租	5.14	0.81	0.63	0.69	8.16	7.45	买入
300059.SZ	东方财富	13.05	0.64	0.52	0.54	25.10	24.17	买入
600958.SH	东方证券	8.35	0.35	0.32	0.41	26.09	20.37	买入
601377.SH	兴业证券	5.59	0.35	0.27	0.48	20.70	11.65	买入
1299.HK	友邦保险	57.80	0.02	0.33	2.80	175.15	20.64	增持
2328.HK	中国财险	9.77	1.20	1.11	1.40	8.80	6.98	买入
601456.SH	国联证券	10.46	0.27	0.24	0.28	43.58	37.36	买入
300803.SZ	指南针	47.25	0.83	0.18	0.68	262.50	73.89	买入
300033.SZ	同花顺	120.91	3.15	2.61	3.16	46.33	38.26	买入
6060.HK	众安在线	13.26	(0.92)	2.80	0.80	4.74	16.58	买入
0388.HK	香港交易所	251.60	7.90	9.40	9.80	26.77	25.67	买入
601108.SH	财通证券	7.67	0.33	0.48	0.52	15.98	14.75	买入
601318.SH	中国平安	41.36	4.80	4.70	6.60	8.80	6.27	买入
601601.SH	中国太保	25.80	3.89	2.83	3.51	9.12	7.35	买入
601628.SH	中国人寿	30.66	1.14	0.75	1.05	40.88	29.20	买入
300773.SZ	拉卡拉	14.47	(1.80)	0.57	1.04	25.39	13.91	买入
601881.SH	中国银河	12.45	0.67	0.65	0.83	19.15	15.19	未评级
601878.SH	浙商证券	11.30	0.41	0.42	0.48	26.90	23.45	未评级
601336.SH	新华保险	31.50	2.67	2.79	3.88	11.29	8.14	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

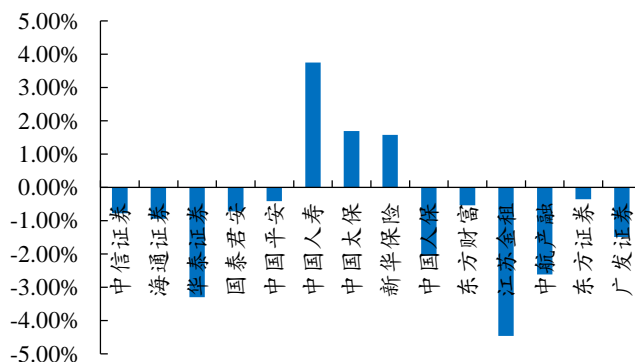
注: 上述指南针、中国银河、浙商证券、新华保险 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。

2、市场回顾: A 股整体上涨, 非银板块跑输沪深 300

本周(4月29日至4月30日, 下同) A 股整体上涨, 沪深 300 指数+0.56%, 创业板指数+1.90%, 中证综合债指数-0.05%。非银板块-0.17%, 跑输沪深 300 指数, 券商和保险分别-0.35%/+0.22%。从主要个股表现看, 本周中国人寿、中国太保分别+3.76%/+1.69%, 表现较好。

图1: 本周 A 股整体上涨, 非银板块跑输沪深 300


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周中国人寿、中国太保分别+3.76%/+1.69%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：日均股基成交额环比上升

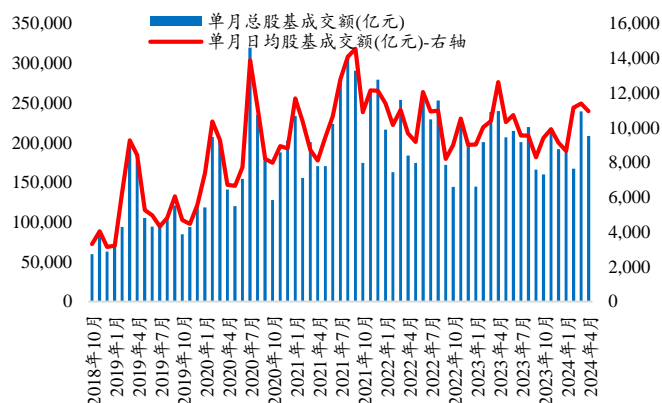
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 11 只，发行 34 亿份，环比-66%，同比-80%。截至 4 月 30 日，2024 年累计新发股票+混合型基金 213 只，发行份额 680 亿份，同比-42%。待审批偏股型基金增加 7 只。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 12723 亿元，环比+29.9%，同比+3.4%；截至 4 月 30 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10321 亿元，同比-2.6%。

券商投行业务：截至 4 月 30 日，2024 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 263/836/38661 亿元，分别同比-77%/-73%/-0.3%。

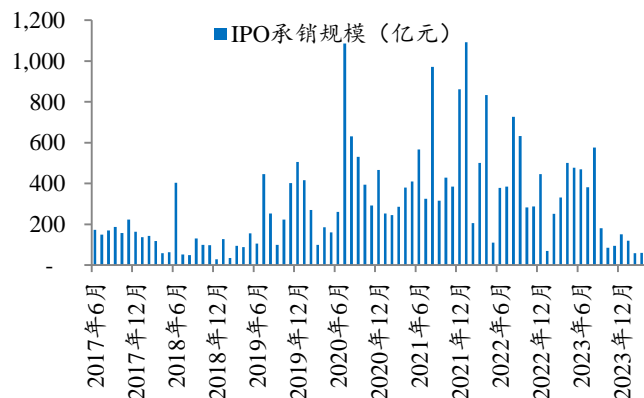
券商信用业务：截至 4 月 30 日，全市场两融余额达到 15268 亿元，两融余额占流通市值比重为 2.18%；融券余额 391 亿元，占两融比重达到 2.56%，占比环比下降。

图3：2024 年 4 月日均股基成交额环比-4%



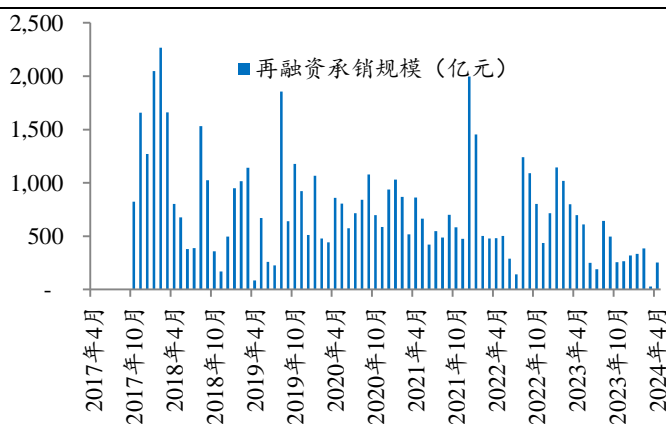
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024 年 4 月 IPO 承销规模累计同比-77%



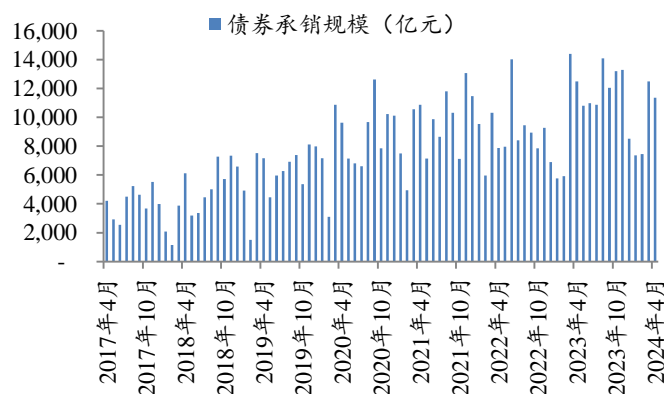
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年 4 月再融资承销规模累计同比-73%



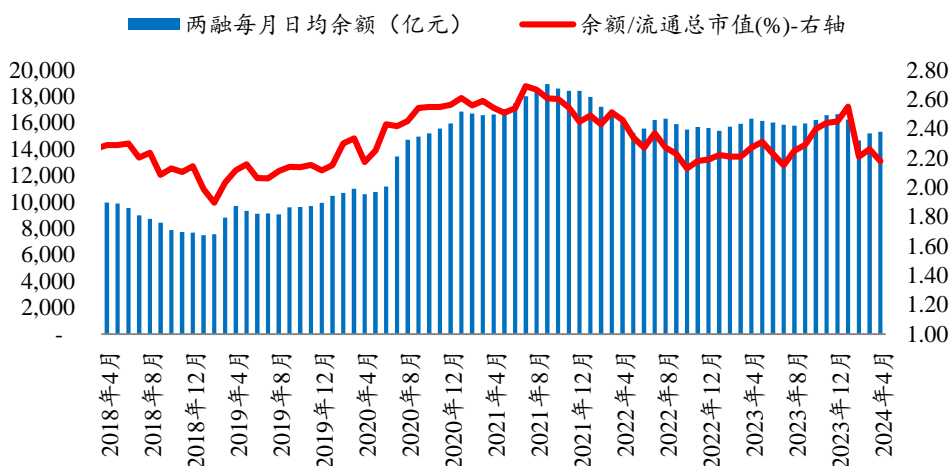
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024 年 4 月债券承销规模累计同比-0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年4月两市日均两融余额同比-6.1%

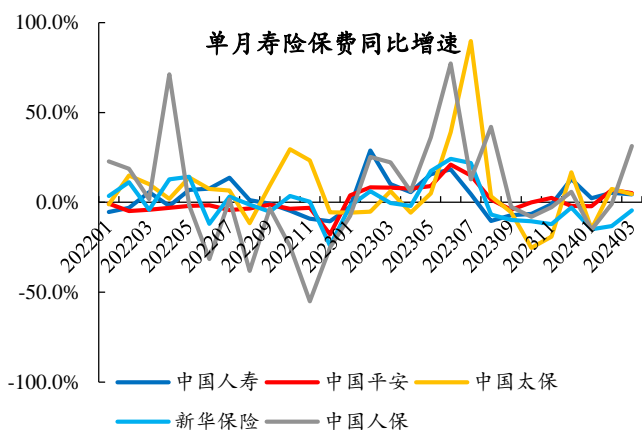


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据:2024年3月5家上市险企寿险总保费合计1944亿元、同比+6.0%，增速较2月上升2.4pct，其中：中国人保+31.2%、中国平安+5.1%、中国太保+4.7%、中国人寿+4.4%、新华保险-4.4%。

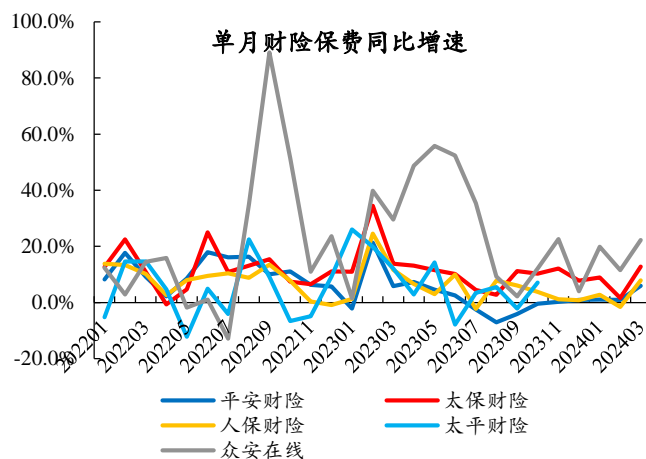
财险保费月度数据:2024年3月4家上市险企财险保费收入1274亿元，同比+8.5%，较2月明显改善，各家3月同比分别为：众安在线+22.3%（2月+11.6%）、太保财险+12.7%（2月+1.6%）、人保财险+7.8%（2月-1.6%）、平安财险+5.9%（2月+0.9%），此外阳光保险同比+13.8%（2月+11.7%）。

图8：2024年3月多数上市险企寿险保费同比正增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2024年3月上市险企财险保费同比明显改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：《私募证券投资基金运作指引》发布,五方面规范证券类私募发展

● 行业新闻：

【《私募证券投资基金运作指引》发布,五方面规范证券类私募发展】财联社4月30日电,中基协4月30日发布《私募证券投资基金运作指引》。全部42条规定中,主要包含五大方面内容:一是强化资金募集要求,明确私募基金初始募集及存续规模,强化投资者适当性要求,明确预警止损线安排等;二是规范投资运作行为,明确投资策略一致性要求,强调组合投资,禁止多层嵌套,规范债券投资、场外衍生品交易和程序化交易,建立健全内控制度,加强流动性管理,明确信披要求;三是强调受托管理职责,禁止变相保本保收益,明确不得开展通道业务,不得通过场外衍生品、资管产品等规避监管要求,规范业绩报酬计提,保证公平对待投资者;四是树立长期投资、价值投资理念,规范基金过往业绩展示,引导投资者关注长期业绩,加强对短期投资行为的管理;五是合理设置过渡期。针对存量私募证券投资基金设置差异化整改要求,部分整改要求给予一定过渡期安排,避免对基金正常运作造成不利影响。新规自2024年8月1日起实施。

【监管发布公募降佣标准:不超过万分之5.24,六月底调整完毕】财联社4月30日电,4月30日有多家公募收到监管下发的通知,明确降佣标准与时间截止日。经测算,2023年全市场平均股票交易佣金率万分之2.62,要求公募按照该佣金率标准调整旗下公募基金交易佣金费率,并且需在6月30日完成调整。4月19日,证监会《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》要求,被动股票型基金产品交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率水平;其他类型基金股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍。这意味着调降后,被动股票型基金产品交易佣金费率不得超过万分之2.62;其他类型则不得超过万分之5.24。

【证监会发布全国股转系统挂牌公司申请在北京证券交易所发行上市辅导监管指引进一步优化北交所辅导监管工作】财联社4月30日电,证监会发布全国股转系统挂牌公司申请在北京证券交易所发行上市辅导监管指引。《北交所辅导指引》突出“三个强化”。一是强化辅导监管与持续监管联动;二是强化中介机构“看门人”责任;三是强化“关键少数”诚信合规。《北交所辅导指引》还通过“三个结合”对北交所辅导监管工作做了“三个优化”。一是突出扶优限劣导向,将辅导监管与公司表现相结合,优化辅导期安排;二是平衡监管强度和成本,将辅导监管与现场检查相结合,优化辅导监管方式;三是提升监管流程便利度,将辅导监管与优化服务相结合,优化证券市场知识测试流程。

【证监会修改《科创属性评价指引(试行)》:提高研发投入、发明专利数量、营收增长指标】财联社4月30日电,证监会修改《科创属性评价指引(试行)》,自公布之日起实施。一是将《指引》第一条第一项“最近三年研发投入金额”由“累计在6000万元以上”调整为“累计在8000万元以上”;将第三项“应用于公司主营业务的发明专利5项以上”调整为“应用于公司主营业务并能够产业化的发明专利7项以上”;将第四项“最近三年营业收入复合增长率”由“达到20%”调整为“达到25%”。二是将第二条第五项“形成核心技术和应用于主营业务的发明专利(含国

防专利) 合计50项以上”调整为“形成核心技术和应用于主营业务, 并能够产业化的发明专利(含国防专利) 合计50项以上”。

【北交所发布实施公开发行股票并上市审核规则等5件业务规则】财联社4月30日电, 为深入贯彻落实中央金融工作会议精神和新“国九条”, 在中国证监会指导下, 北交所于2024年4月30日正式发布《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则》《北京证券交易所股票上市规则(试行)》《北京证券交易所上市委员会和并购重组委员会管理细则》《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》和《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派》等5件业务规则。相关规则自发布之日起施行。

● 公司公告:

广发证券: 2024年4月29日, 公司发布2024年一季度报, 2024Q1实现营业收入/归母净利润49.5亿元/15.4亿元, 同比-23.6%/-28.7%。加权平均ROE 1.16%, 同比-0.71pct。报告期末, 公司资产总额/归母净资产7597.7亿元/1399.6亿元, 较2023年末+11.4%/+3.1%。

中金公司: 2024年4月29日, 公司发布2024年一季度报, 2024Q1实现营业收入/归母净利润38.7亿元/12.4亿元, 同比-37.6%/-45.1%。加权平均ROE 1.21%, 同比-1.29pct。报告期末, 公司资产总额/归母净资产6136.9亿元/1059.4亿元, 较2023年末-1.7%/+1.3%。

华泰证券: 2024年4月29日, 公司发布2024年一季度报, 2024Q1实现营业收入/归母净利润61.1亿元/22.9亿元, 同比-32.1%/-29.4%。加权平均ROE 1.37%, 同比-0.49pct。报告期末, 公司资产总额/归母净资产8626.2亿元/1815.1亿元, 较2023年末-4.7%/+1.3%。

中国银河: 2024年4月29日, 公司发布2024年一季度报, 2024Q1实现营业收入/归母净利润72.1亿元/16.3亿元, 同比-17.1%/-27.5%。加权平均ROE 1.30%, 同比-1.06pct。报告期末, 公司资产总额/归母净资产7688.5亿元/1330.1亿元, 较2023年末+15.9%/+2.0%。

东方证券: 2024年4月29日, 公司发布2024年一季度报, 2024Q1实现营业收入/归母净利润36.1亿元/8.9亿元, 同比-18.6%/-37.9%。加权平均ROE 1.11%, 同比-0.76pct。报告期末, 公司资产总额/归母净资产3532.8元/801.1亿元, 较2023年末-7.9%/+1.7%。

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