

政策发力共振，板块β有望延续

2024年11月10日

► **“6万亿+4万亿”化债举措出台，稳健有力政策持续落地有望推动板块β延续。** 11月8日，财政部表示将增加6万亿元地方政府债务限额，用于置换存量隐性债务；另外，从2024年开始连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元，总计增加地方化债资源10万亿元。一方面，根据经济运行实际，高层实施更加给力的财政政策有望进一步推动经济增长目标实现；另一方面，化债“组合拳”出台有望逐步推动不动产等资产风险化解，有望缓解市场对于非银机构底层投资资产的风险担忧，利好非银机构资产端表现。

► **保险方面，2025年“开门红”有望更加聚焦价值。** 伴随前期预定利率的再次下调和渠道“报行合一”的推进，我们认为即将到来的2025年年初的“开门红”活动有望更加聚焦产品价值。利率中枢下行背景下，各大险企仍需重视潜在长期“利差损”风险，预定利率再次完成下调后，我们认为2025年“开门红”产品端的重要趋势是分红险产品供给的提升，尽管渠道端仍需要进一步的培训以及进行客户需求的挖掘，但是供给端分红险产品有望率先得到有力补充，同时配合养老、健康保障等重点产品，2025年“开门红”新业务价值表现有望延续同比增长态势。头部险企有望凭借更强的产品开发和渠道运营能力更为受益。

► **证券方面，沪市10月开户数创近10年来单月新高，四季度客户交易资金与交易量有望提升。** 10月沪市投资者账户新开户739.40万户。其中沪市A股新开户684.68万户。这一新开户数创2015年6月以来新高，也大幅超过沪市2006年至2023年10月平均水平。参考过往历史，2014年三季度、2015年二季度、2020年三季度等开户数大幅增长季度，证券行业交易结算资金、经纪业务收入快速提升，证券行业指数也取得超额收益。我们认为股票新开户数回升，证券公司交易结算资金和代理买卖证券业务收入规模有望实现同步增长。而国内财政政策加速落地推进，未来政策宽松格局有望延续，地方隐性债务化解压力减轻，可为扩大内需腾挪更多资源，推动实体经济与资本市场进入良性循环。

► **投资建议：** 保险方面，在预定利率下调后，伴随“报行合一”的深入推进，头部险企潜在“利差损”风险有望进一步化解，三季报后我们继续看好头部上市险企强化权益的主动管理和继续配置长周期固收资产，伴随宏观经济修复，保险板块有望继续沿着“资负共振”的逻辑演绎。证券方面，沪市开户接近过往历史高点，资本市场交投热度保持高位，券商四季度业绩有望加速改善。四季度流动性保持宽松，随着财政政策落地，国内增量政策加速出台，我们认为证券行业指数有望在业绩与估值的双击下取得超额收益。

► **标的方面：** 保险方面，建议重点关注中国太保、新华保险和中国人寿等；证券方面，建议关注中国银河、中信证券、华泰证券等。

► **风险提示：** 政策不及预期，资本市场波动加大，居民财富增长不及预期，长期利率下行超预期。

**分析师 张凯烽**

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业事件点评：10月交易所开户数大增，券商业绩与估值有望迎来双击-2024/11/07
- 2.非银行业事件点评：跨境理财通试点范围扩大，利好券商财富管理业务扩容-2024/11/03
- 3.非银行业周报 20241103：三季报后的非银板块仍需重视长期视角-2024/11/03
- 4.非银行业周报 20241027：互换便利落地，震荡后板块β蓄势待发-2024/10/27
- 5.非银行业周报 20241020：SFISF操作启动，关注有望超预期的非银三季报-2024/10/20

目录

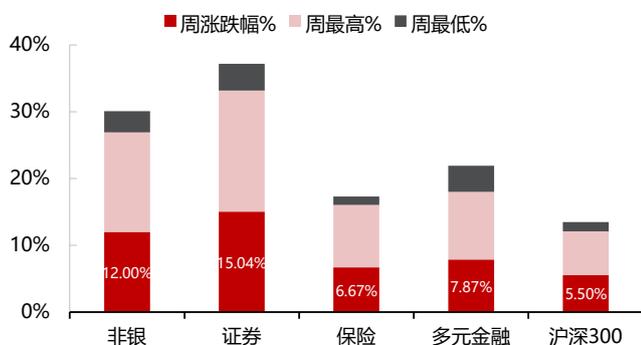
1 市场回顾	3
2 证券板块	4
2.1 证券业务概况	4
2.2 证券业务重点图表	4
3 保险板块	5
4 流动性追踪	6
4.1 流动性概况	6
4.2 流动性重点图表	6
5 行业新闻与公司公告	7
6 投资建议	9
7 风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

1 市场回顾

本周 (2024.11.04-2024.11.08, 下同), 主要指数普遍上涨, 证券指数涨幅领先, 环比上周: 上证综指+5.51%; 深证指数+6.75%; 创业板指数+9.32%; 沪深300指数+5.50%。非银金融(申万)+12.00%; 证券Ⅱ(申万)+15.04%; 保险Ⅱ(申万)+6.67%; 多元金融(申万)+7.87%;

主要个股方面, 环比上周: 1) **券商**: 中信证券+24.79%; 中国银河+13.38%; 华泰证券+12.05%; 国泰君安+11.13%。2) **保险**: 新华保险+16.62%; 中国人寿+15.04%; 中国平安+5.29%; 中国太保+3.84%。

图1: 本周非银板块指数与沪深300指数表现



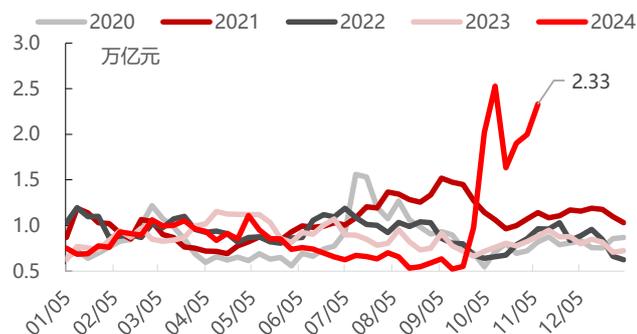
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图2: 2024年非银板块指数与沪深300指数表现



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图3: A股日均成交金额



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图4: 沪深300指数与中证综合债指数



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2 证券板块

2.1 证券业务概况

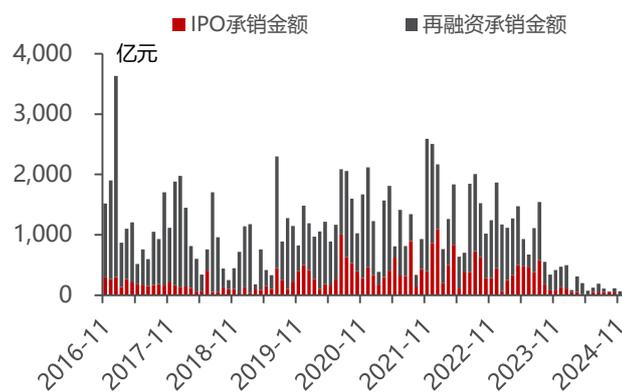
经纪业务：本周沪深两市累计成交 1.19 万亿股，成交额 13.98 万亿元，沪深两市 A 股日均成交额 2.33 万亿元，环比上周+16.56%，同比+163.27%。

投行业务：(1) 截至 2024 年 11 月 8 日，年内累计 IPO 承销规模为 504.95 亿元；(2) 再融资承销规模为 1316.93 亿元。

信用业务：(1) 融资融券：截至 11 月 8 日，两融余额 17869.89 亿元，较上周+5.05%，同比+7.22%，占 A 股流通市值 2.14%。(2) 股票质押：截至 11 月 8 日，场内外股票质押总市值为 30212.90 亿元。

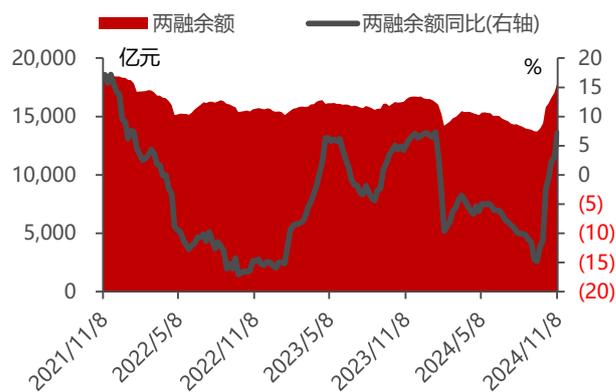
2.2 证券业务重点图表

图5：截至 11 月 8 日 IPO 与再融资承销金额规模



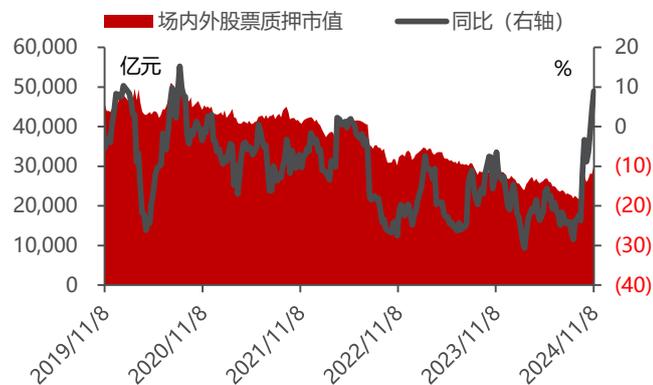
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：截至 11 月 1 日两融余额与同比增速



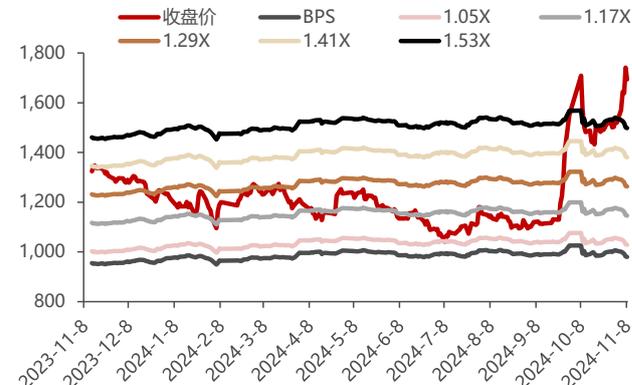
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：本周股票质押市值规模与同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

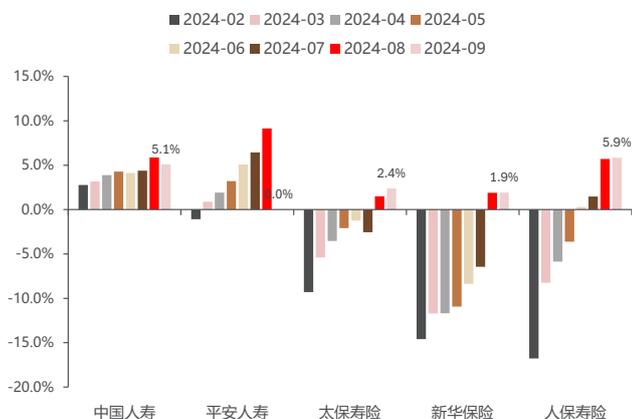
图8：券商板块市净率(PB)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

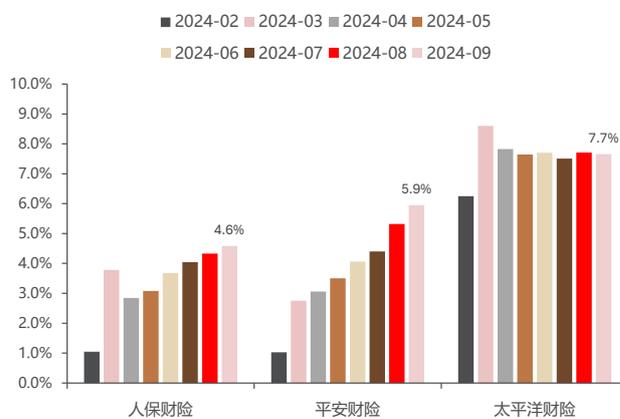
3 保险板块

图9：2024年1-9月累计寿险保费增速



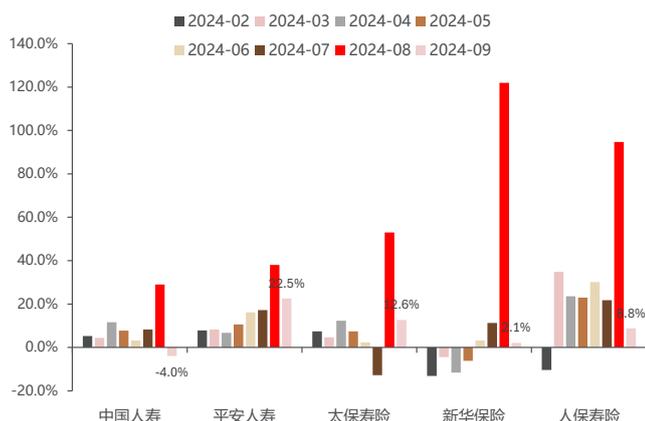
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图10：2024年1-9月累计财险保费增速



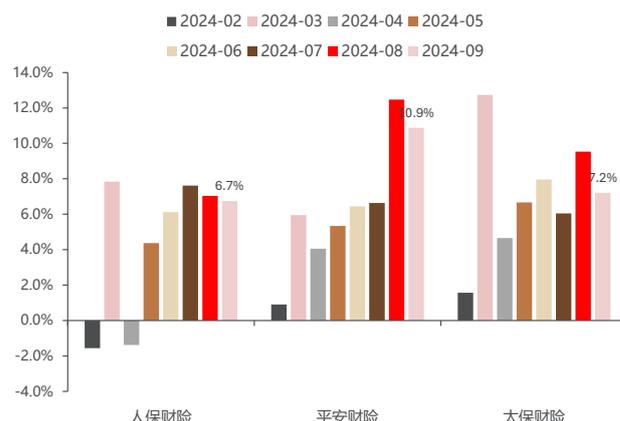
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图11：2024年1-9月单月寿险保费增速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图12：2024年1-9月单月财险保费增速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4 流动性追踪

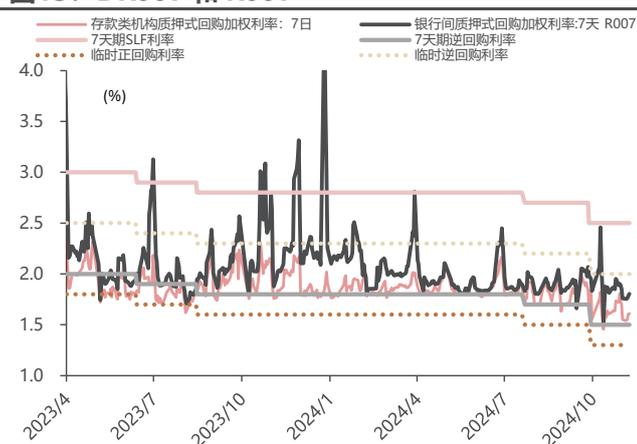
4.1 流动性概况

货币资金面：本周央行开展 843 亿元逆回购操作，有 1.40 万亿元逆回购到期，净回笼 1.32 万亿元。短端利率多数上行。11 月 4 日-11 月 8 日银行间质押式回购利率 R001 上行 14bp 至 1.61%，R007 上行 4bp 至 1.80%，DR007 上行 6bp 至 1.61%。SHIBOR 隔夜利率上行 10bp 至 1.46%，6 个月 AAA 同业存单收益率下行 4bp 至 1.86%。

债券利率方面，本周债券收益率普遍下行，1 年期国债收益率基本持平于 1.41%，10 年期国债收益率下行 4bp 至 2.10%，30 年期国债收益率下行 5bp 至 2.27%。

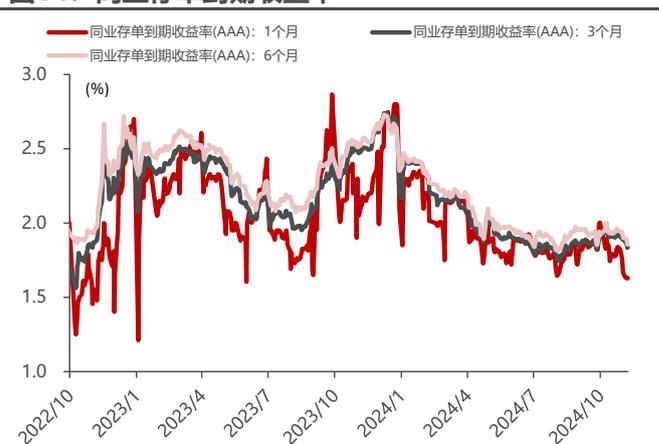
4.2 流动性重点图表

图13: DR007 和 R007



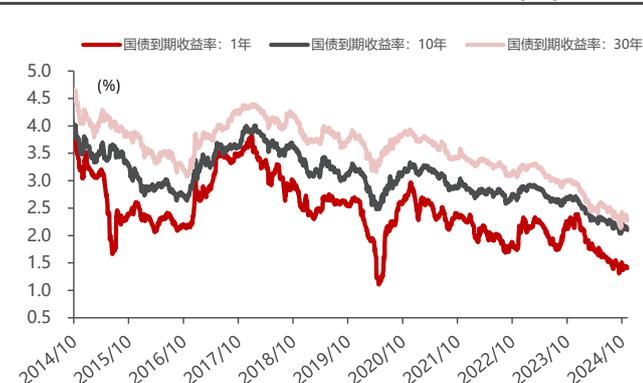
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图14: 同业存单到期收益率



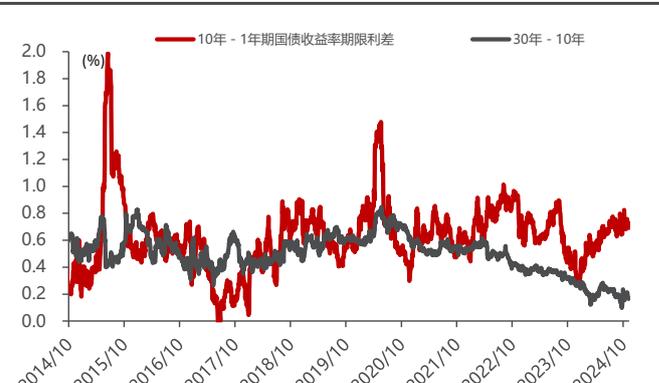
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图15: 1年、10年与30年期国债收益率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图16: 10年与30年国债期限利差



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

5 行业新闻与公司公告

表1：上周及本周重点公司公告与行业新闻

行业新闻	
11月8日	<p>全国人大财政经济委员会副主任委员、全国人大常委会预算工作委员会主任许宏才在新闻发布会上指出，贯彻落实党中央决策部署，国务院提出增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，提请全国人大常委会审议批准。议案提出，在压实地方主体责任的基础上，建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024年末地方政府专项债务限额将由29.52万亿元增加到35.52万亿元。财政部拟定了2024年地方政府专项债务限额调整方案（草案）。议案已经全国人大常委会批准，国务院财政部门将按程序尽早下达分地区限额，地方政府将依法做好债券置换工作，各级人大及其常委会将依法做好监督工作。</p> <p>财政部部长蓝佛安新闻发布会上介绍，从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。上述三项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。我们估算了一下，地方依靠自身努力化解是完全可以做到的，甚至有些地方是比较轻松的。总的看，我们推出的是一揽子、综合性、靶向准的化债组合拳，作用直接、力度大。目前我们正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。隐性债务置换工作，马上启动。发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。</p>
11月8日	<p>国务院总理李强11月8日主持召开国务院常务会议，审议通过《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》，研究深化新时代养老服务改革发展的有关举措。会议指出，要切实抓好促进外贸稳定增长工作，为经济持续回升向好提供有力支撑。要加大金融支持力度，扩大出口信用保险承保规模和覆盖面，用足用好小微外贸企业政策性贷款，在授信、放款、还款等方面持续改进对外贸企业的金融服务，优化跨境贸易结算，帮助企业提升汇率风险管理水平。要壮大外贸新动能，促进跨境电商发展，推进海外智慧物流平台建设。要强化外贸企业服务保障，推动绿色贸易、边民互市贸易、保税维修创新发展，提升外贸海运保障能力，加大对外贸企业减负稳岗的支持力度。要吸引和便利商务人员跨境往来，稳妥推进与更多国家商签互免签证协定。会议指出，要深入贯彻党中央关于积极应对人口老龄化、发展养老事业和养老产业的决策部署，切实抓好养老服务这件民生大事，通过深化改革进一步健全服务体系，更好满足老年人多层次多样化需求，更好实现老有所养、老有所为、老有所乐。要强化以失能老年人照护为重点的基本养老服务，着力增加护理型床位，加大养老护理人员培训力度，增强居家、社区、机构等不同服务形态照护服务功能。特别是对于高龄、独居等特殊困难老年人，要针对性提供助餐、助浴、居家适老化改造等服务。要进一步激发养老事业和养老产业发展活力，大力发展银发经济，更多调动社会力量参与积极性，发挥市场机制作用，多渠道增加服务供给、提升服务水平，释放养老消费潜力，扩大国内需求。</p>
11月8日	<p>央行发布第三季度货币政策执行报告，其中指出，随着金融市场日益发展、金融产品不断丰富，近些年存款向理财分流更为便利，同时资产价格变化也可能导致理财向存款回流，M2波动增大。应当看到，目前我国包含债券融资的社会融资规模增速仍保持在8%，明显高于名义GDP增速。当前，观察社会融资规模也能看到直接融资的加快发展。随着我国经济结构转型加快，房地产、地方融资平台等传统动能的信贷需求明显放缓，而与高科技创新型等新动能更加适配的直接融资则加快发展。随着直接融资占比的上升，信贷等间接融资对经济增长的影响相应减弱，货币供应量的可测性、可控性以及与经济的相关性下降，这是直接融资发展伴随的必然结果。当前更多关注涵盖直接融资的社会融资规模，可以更好体现金融支持的总体力度。</p>
11月8日	<p>今年前三季度，人身险公司实现保险业务收入和净利润“双增”，其中净利润同比大幅增长。据不完全统计，截至11月7日，已有75家人身险公司披露三季度偿付能力报告。从可比数据来看，人身险公司实现保险业务收入合计28575.31亿元，同比增长8.6%。净利润方面，有48家险企实现盈利、27家亏损，实现净利润合计2846.74亿元，同比增长135%。受访专家表示，险企利润高增主要受益于资本市场好转带来的投资收益率回暖。展望未来，险企要关注跨周期稳健投资收益，做好产品结构调整、风险管理等工作，坚持可持续经营。</p>
11月8日	<p>中国期货业协会最新统计数据 displays，以单边计算，10月份全国期货市场成交量为6.95亿手，成交额为58.56万亿元，同比分别增长26.3%和45.41%。从交易所成交占比排名来看，上海期货交易所成交量和成交额均占全市场的三成以上；从增速来看，中国金融期货交易所同比增幅最高，成交量和成</p>

	<p>成交额同比均超100%。多位业内人士向记者表示，10月份期市总成交额同比实现较大增长，缘于积极的经济政策出台和市场交投情绪回暖所致，尤其是在股票、期货市场活跃度联动提升下，部分板块成交量明显放大。</p>	
11月7日	<p>中国证监会副主席李明在2024年上海证券交易所国际投资者大会上的致辞中表示，在机构开放方面，不断提升外资机构来华展业便利度，已取消外资证券基金期货公司外资股比限制，外资机构在经营范围和监管要求上实现国民待遇。截至10月底，富达等25家外资控股或全资证券基金期货公司相继获批，花旗银行等5家外资银行在华子行获得基金托管资格，桥水等35家外商独资或合资私募证券投资基金管理人在基金业协会备案。</p>	上交所
11月7日	<p>在2024年上海证券交易所国际投资者大会上，中国证监会机构司司长申兵表示，近期我们会同商务部，明确了主权基金通过QFII渠道投资的税收优惠落地操作性指引，正在制定修订短线交易规则、程序化交易规则等，以法治的方式消除外资参与市场面临的不确定性。</p>	证券日报
11月7日	<p>上海证券交易所理事长邱勇在2024年上交所国际投资者大会上致辞表示，下一步，我们将持续提高上市公司质量和投资价值，支持上市公司用好用足政策工具，鼓励上市公司深化“提质增效重回报”行动。我们将加快投资端建设，积极鼓励各类中长期资金通过指数化投资方式配置资产，加快培育形成以理性投资、价值投资、长期投资为主的指数化投资生态。</p>	上交所
11月4日	<p>十四届全国人大常委会第十二次会议在北京人民大会堂举行第一次全体会议，赵乐际委员长主持。会议听取了宪法和法律委员会副主任委员沈春耀作的关于监督法修正草案审议结果的报告。草案二审稿完善年度监督工作计划的相关规定；增加每年听取和审议关于环境状况和环境保护目标完成情况的报告、政府债务管理情况的报告等内容；将执法检查中好的实践做法在法律中予以明确；增加备案审查衔接联动机制的相关规定等。会议审议了国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案。受国务院委托，财政部部长蓝佛安作了说明。全国人大财政经济委员会副主任委员许宏才作了关于该议案的审查结果报告。</p>	新华网

重点公司公告

11月8日	中信建投公告，聘任金剑华先生为公司总经理。	公司公告
11月8日	浙商证券公告，截至2024年11月7日，可转债转股累计形成股份3.54亿股，公司股份总数增至42.32亿股。上三高速持股比例由51.4357%下降至50.2094%。	公司公告
11月8日	广发证券公告，完成发行2024年面向专业投资者公开发行公司债券(第四期)。品种一发行期限2年，发行规模24亿元，票面利率2.14%；品种二发行期限3年，发行规模12亿元，票面利率2.20%。	公司公告
11月8日	东吴证券公告，收到证监会行政处罚告知书。	公司公告
11月8日	东北证券公告，诉讼项目目前处于再审立案审查阶段，涉案金额为本金2.94亿元及相应利息。	公司公告
11月7日	西部证券公告，拟收购国融证券64.5961%股份，总价约38.25亿元。	公司公告
11月6日	中国人寿公告，2024年半年度每10股派2元，股权登记日为2024年11月12日。	公司公告
11月6日	中信建投公告，执行董事邹迎光先生因工作变动原因，申请辞去执行董事等职务。高级管理人员张志斌先生因工作变动原因，申请辞去公司执行委员会委员职务。	公司公告
11月6日	中信证券公告，聘任邹迎光先生为公司总经理。	公司公告
11月6日	方正证券公告，证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过200亿元公司债券。	公司公告
11月6日	渤海租赁公告，公司股票2024年11月4日、11月5日、11月6日连续三个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过20%，无应予以披露而未披露的事项。	公司公告
11月5日	浙商证券公告，公司股价已触发“浙22转债”赎回条款，决定行使提前赎回权。	公司公告
11月5日	国网英大公告，2024年半年度每10股派0.32元，股权登记日为2024年11月11日。	公司公告
11月5日	湘财股份公告，衢州发展在减持计划期间通过集中竞价及大宗交易方式累计减持3422.9万股，占公司总股本的1.20%。	公司公告
11月5日	华创云信公告，部分回购股份注销，公司总股本由22.61亿股变更为22.24亿股。	公司公告
11月5日	四川双马公告，公司以15.96亿元收购深圳健元92.17%股权的工商变更登记手续已完成。	公司公告
11月5日	兴业证券公告，证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过200亿元次级公司债券的注册申请。	公司公告
11月5日	东兴证券公告，公司股票交易于2024年11月1日、11月4日、11月5日连续三个交易日内日收盘价格涨幅偏离值累计达到20%，不存在应披露而未披露的重大事项。	公司公告
11月5日	新力金融公告，公司股票于2024年10月31日、11月1日和11月4日连续3个交易日内日收盘价格涨幅偏离值累计超过20%，控股股东拟发生变更的股份协议转让尚未过户完成。	公司公告
11月4日	瑞达期货公告，不向下修正“瑞达转债”转股价格。	公司公告
11月4日	南华期货公告，截至2024年10月31日，公司通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式已累计回购股份568.12万股，占公司总股本的比例为0.93%。	公司公告
11月4日	浙江东方公告，已通过公开竞拍等方式竞得杭州联合银行1.65%股份。	公司公告
11月3日	海德股份公告，公司股票连续3个交易日（2024年10月30日、10月31日、11月1日）收盘价格涨幅偏离值累计超过20%，无应予以披露而未披露的事项。	公司公告

资料来源：iFinD，民生证券研究院

6 投资建议

投资建议：

保险方面，在预定利率下调后，伴随“报行合一”的深入推进，头部险企潜在“利差损”风险有望进一步化解，三季报后我们继续看好头部上市险企强化权益的主动管理和继续配置长久期固收资产，伴随宏观经济修复，保险板块有望继续沿着“资负共振”的逻辑演绎。

证券方面，沪市开户接近过往历史高点，资本市场交投热度保持高位，券商四季度业绩有望加速改善。四季度流动性保持宽松，随着财政政策落地，国内增量政策加速出台，证券行业指数有望在业绩与估值的双击下取得超额收益。

标的方面：

建议关注中国太保、新华保险、中国人寿、中国银河、中信证券、华泰证券等。

7 风险提示

- 1) **政策不及预期**: 影响资本市场活跃度表现, 拖累券商营收; 部分政策推出不及预期, 或间接令行业创新不及预期。
- 2) **资本市场波动加大**: 拖累险企和券商投资端表现, 造成净利润大幅波动。
- 3) **居民财富增长不及预期**: 宏观经济复苏放缓, 影响居民可支配收入和消费预期, 购买力和需求下降拖累保险负债端表现。
- 4) **长期利率下行超预期**: 险资资产负债匹配难度加大, 拖累净投资收益率水平, 潜在“利差损”风险上升。

插图目录

图 1: 本周非银板块指数与沪深 300 指数表现.....	3
图 2: 2024 年非银板块指数与沪深 300 指数表现.....	3
图 3: A 股日均成交金额.....	3
图 4: 沪深 300 指数与中证综合债指数.....	3
图 5: 截至 11 月 8 日 IPO 与再融资承销金额规模.....	4
图 6: 截至 11 月 1 日两融余额与同比增速.....	4
图 7: 本周股票质押市值规模与同比.....	4
图 8: 券商板块市净率(PB).....	4
图 9: 2024 年 1-9 月累计寿险保费增速.....	5
图 10: 2024 年 1-9 月累计财险保费增速.....	5
图 11: 2024 年 1-9 月单月寿险保费增速.....	5
图 12: 2024 年 1-9 月单月财险保费增速.....	5
图 13: DR007 和 R007.....	6
图 14: 同业存单到期收益率.....	6
图 15: 1 年、10 年与 30 年期国债收益率 (%).....	6
图 16: 10 年与 30 年期国债期限利差.....	6

表格目录

表 1: 上周及本周重点公司公告与行业新闻.....	7
----------------------------	---

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026