



非银行金融行业研究

买入（维持评级）
行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）
 shusiqin@gjzq.com.cn

 分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）
 hongxingning@gjzq.com.cn

 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001）
 huangjiahui@gjzq.com.cn

 分析师：方丽（执业 S1130525080007）
 fangli@gjzq.com.cn

 分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）
 xiachangsheng@gjzq.com.cn

估值与业绩严重错配，非银板块具备配置性价比

证券板块

券商板块正面临业绩与估值的显著背离。一方面，行业盈利保持高增，质地优良；另一方面，股价与估值持续承压，截至 11 月末，年初至今券商板块涨幅降低至 0%，跑输大盘 15pct，板块 PB 估值降低至 1.35 倍，位于十年 33%分位。我们认为，随着券商合并推进以及国际业务布局深化，低估值的头部券商业绩修复空间较大，配置性价比日益凸显。

投资建议：建议关注三条主线：（1）上市券商三季报业绩超预期，当前 PB（LF）仅 1.35x，推荐质地优但估值仍与业绩错配的券商：国泰海通；建议关注 AH 溢价率较高、有收并购主题的券商。（2）四川双马：科技赛道占优，创投业务有望受益，布局基因治疗赛道新标的，深化生物医药产业链。公司管理基金的已投项目：屹唐股份、西安奕材（科创板已上市）、奕斯伟计算以及群核科技（港交所 IPO 申报）、沐曦（科创板 IPO 注册通过）、邦德激光、丽豪半导体等上市进程加快；公司参投基金已投：傅利叶已完成新一轮融资，奇瑞汽车港交所已上市，慧算账向港交所递表。（3）业绩增速亮眼的多元金融，建议关注有望迎来戴维斯双击的香港交易所：未来将继续受益于互联互通深化、A 股企业赴港上市带来的市值扩容与交易活跃提升（前十个月 ADT 为 2582 亿元，同比+102%）；以及九方智投控股、易鑫集团、盛业。

保险板块

医保金监双支持，创新药进上海团险 12 月或将落地。2025 年底，创新药进团体健康保险按下加速键，预计纳入 80 余款高值创新药的上海“新团险”或将于 12 月落地，或将成为首个采纳商保创新药目录的商业健康险产品。从产品形态上看，新团险起付线远低于百万医疗险和惠民保，确保商保产品与基本医保能够衔接而非重复，个人自负封顶线为 3.5 万元，有效避免医疗支出对个人或家庭造成灾难性风险；从药品目录上看，冲刺今年商保创新药目录的创新药有 121 种，除罕见病药物外，基本上与肿瘤相关的 38 种药品都纳入了上海新团险的创新药清单，相较沪惠保纳入的创新药品种翻了一倍；从支付方式来看，若一家企业职工的平均年龄在 35 岁左右，现在的企业团体补充医疗险人均费用大约是 1000 元左右，而新团险每位职工的年保费大约为 2000 元，由于新团险的筹资方式是企业筹资与个人筹资相结合，上海地区医保个账已经能够支持团险支付，理论上团险责任升级带来的保费上涨，完全能够由医保个账覆盖，企业端的成本并未增加。根据保司的保守估计，预计上海新团险的年销售额初期在 5-10 亿元之间，从创新药的支付潜力看，比照全国惠民保整体创新药理赔率 10%计算，上海新团险一年对创新药赔付绝对值可达 5000 万元至 1 亿，以此撬动数亿元的创新药市场，拓宽了商保对创新药支付的渠道。

投资建议：开门红景气度上行，预计新单保费有望实现双位数增长。展望明年，大量定存到期，对于低风险偏好、有长期财富保值增值诉求的资金来说，保险是较好选择，明年负债端的增长预期越加明朗；并且相较于前几年，新产品可以获取利差益，是更有“价值”的保单。银保渠道基于账户优势和客户资源的优势，预计将实现双位数增长，由于分红险转型推进，大公司的市占率提升将继续提升。长期基本面向上，短期增长预期提升，当前保险估值仍然低位，配置性价比较高。重点推荐：1）开门红预期较好，以及业务质地较好（负债成本低、资产负债匹配情况较好）的头部险企。2）受益于非车险报行合一的头部财险公司和保险集团。

风险提示

1）权益市场波动；2）长端利率大幅下行；3）资本市场改革不及预期。



内容目录

一、市场回顾.....	3
二、数据追踪.....	3
三、行业动态.....	7
风险提示.....	8

图表目录

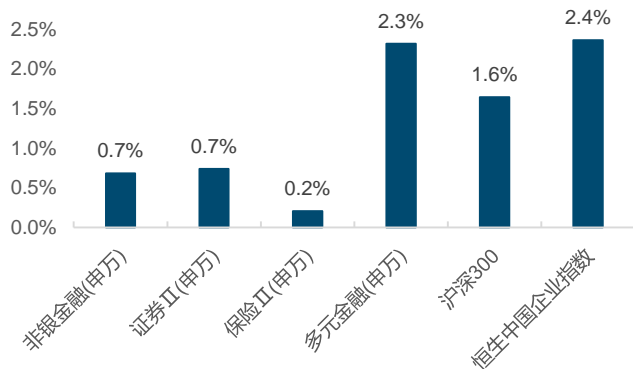
图表 1: 本周非银金融子行业表现	3
图表 2: 保险股周涨跌幅	3
图表 3: 券商股周涨跌幅	3
图表 4: 周度日均 A 股成交额 (亿元)	4
图表 5: 月度日均股基成交额 (亿元) 及增速	4
图表 6: 融资融券余额走势 (亿元)	4
图表 7: 各月权益公募新发份额 (亿份)	4
图表 8: 各月股权融资规模 (亿元) 及增速	4
图表 9: 各月债承规模 (亿元) 及增速	4
图表 10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)	5
图表 11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)	5
图表 12: 联交所市场平均每日成交额 (百万港元)	5
图表 13: 沪深港通日均成交额	5
图表 14: 长端利率走势 (%)	5
图表 15: 红利风格指数表现	5
图表 16: 2024 年来保险公司举牌/增持信息汇总	6



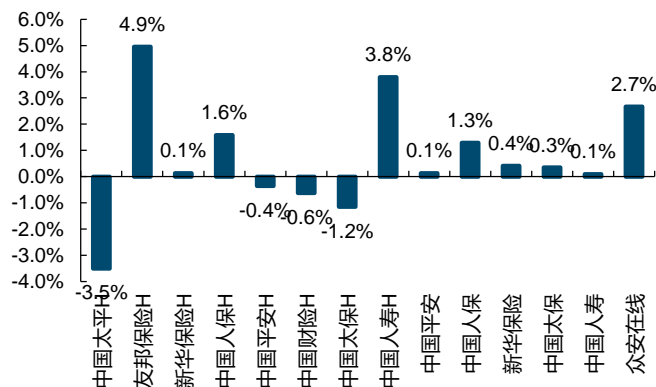
一、市场回顾

本周 A 股行情方面，沪深 300 指数+1.6%，非银金融（申万）+0.7%，跑输沪深 300 指数 1.0pct，其中证券、保险、多元金融分别+0.7%、+0.2%、+2.3%，超额收益分别为-0.9pct、-1.4pct、+0.7pct。

图表1：本周非银金融子行业表现



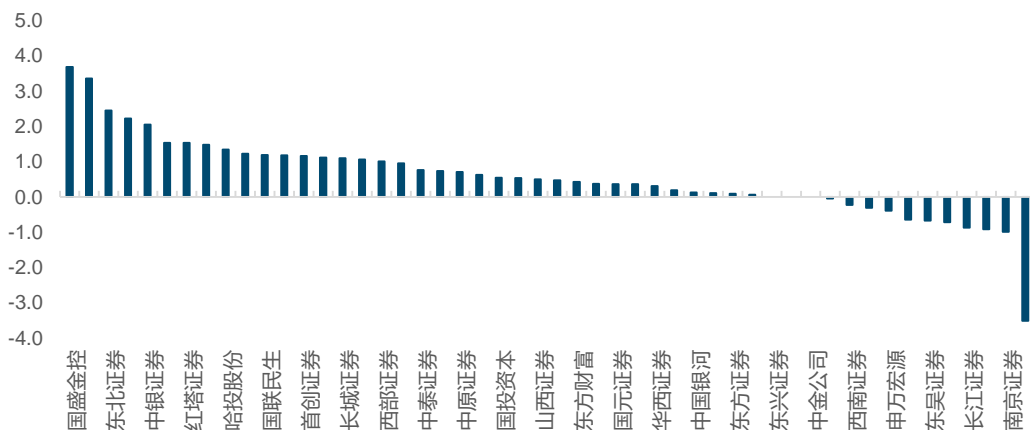
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 11 月 24 日至 11 月 30 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 11 月 24 日至 11 月 30 日

图表3：券商股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 11 月 24 日至 11 月 30 日

二、数据追踪

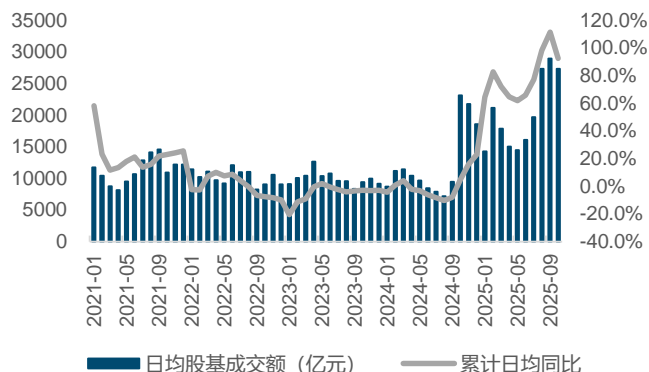
券商：1) 经纪业务：①交投：本周 A 股日均成交额 17369 亿元，环比-6.9%。25 年 1-10 月日均股基成交额 20243 亿元，同比+92.4%。②代销业务：25 年 1-11 月新发权益类公募基金份额合计 5366 亿份，同比+89.4%。**2) 投行业务：**①股权承销：2025 年 11 月 IPO/再融资累计募资规模分别 1004/9046 亿元，同比分别+73%/+317%。②债券承销：2025 年 11 月债券累计承销规模 146087 亿元，同比+16%。**3) 资管业务：**截至 25 年 9 月末，公募非货公募 22.1 万亿元，较上月末+2.9%，权益类公募 10.3 万亿元，较上月末+5.7%。截至 25 年 10 月末，私募基金 22.1 万亿元，环比+6.3%。



图表4：周度日均A股成交额（亿元）



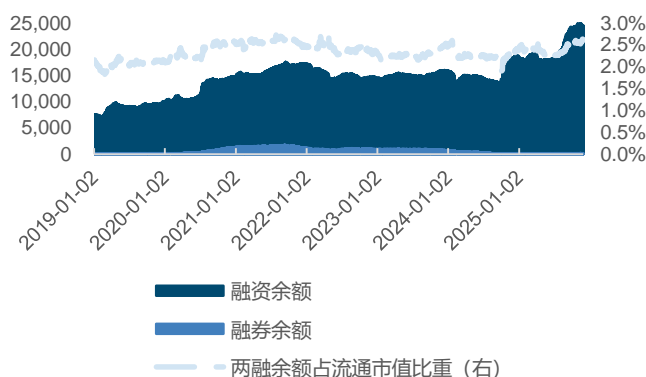
图表5：月度日均股基成交额（亿元）及增速



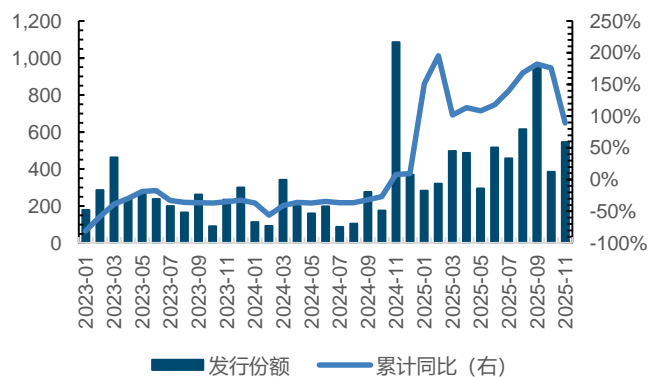
来源：iFind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表6：融资融券余额走势（亿元）



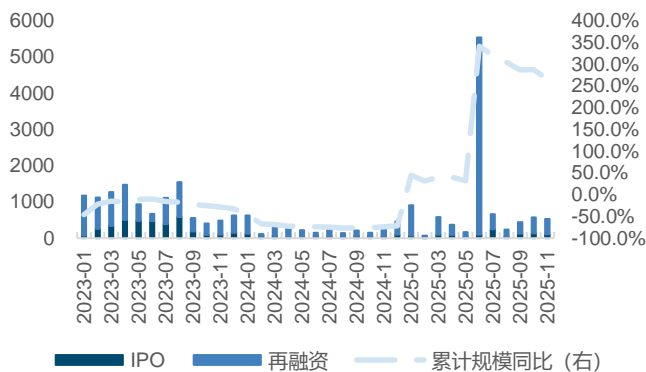
图表7：各月权益公募新发份额（亿份）



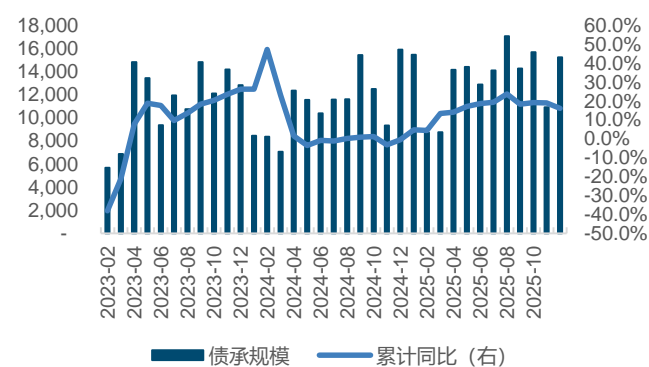
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表8：各月股权融资规模（亿元）及增速



图表9：各月债承规模（亿元）及增速

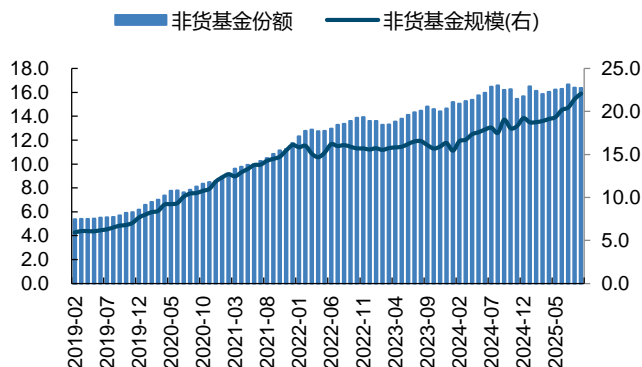


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

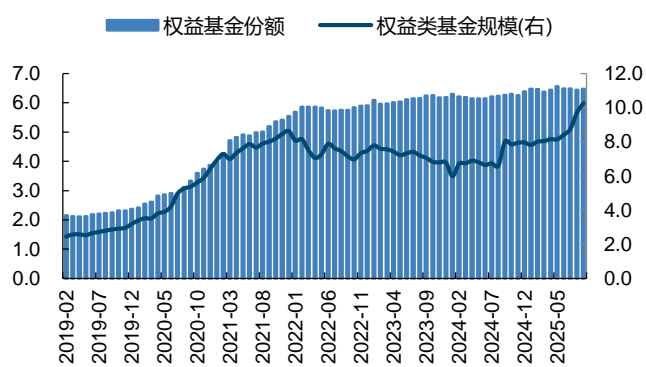


图表10：非货公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）



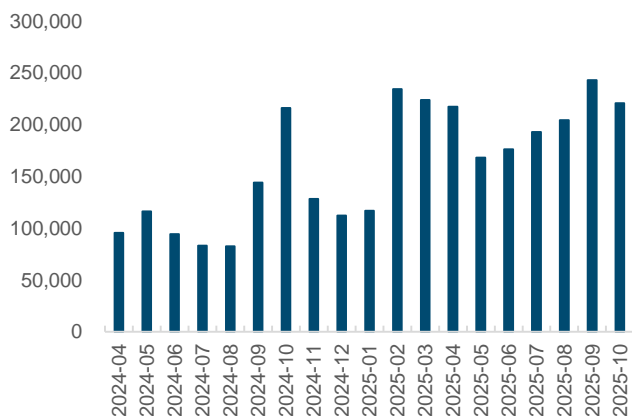
来源：wind，国金证券研究所

图表11：权益公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）



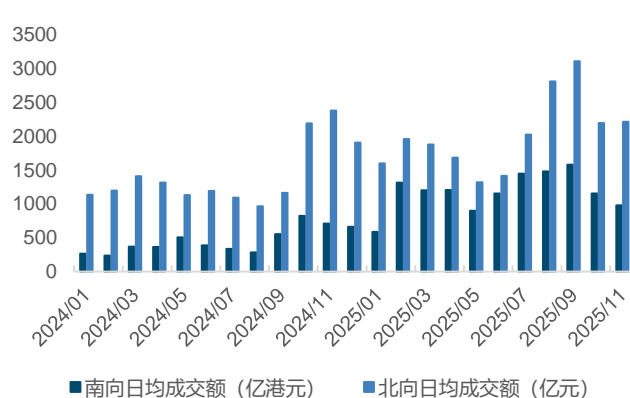
来源：wind，国金证券研究所

图表12：联交所市场平均每日成交额（百万港元）



来源：wind，国金证券研究所

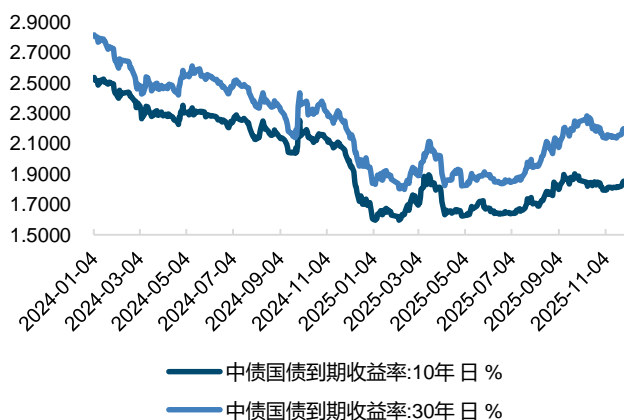
图表13：沪深港通日均成交额



来源：wind，国金证券研究所

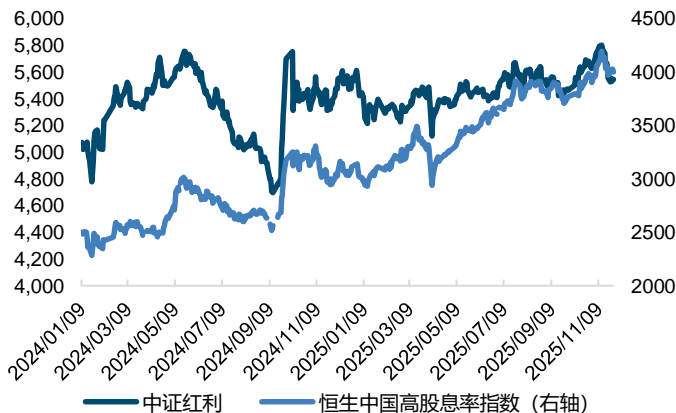
保险：本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别+2.46bps、+2.75bps 至 1.84%、2.19%。11 月分别+4.58bps、+4.20bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、11 月分别-0.16%、-1.45%；恒生中国高股息率指数本周、11 月分别+0.81%、+2.55%。

图表14：长端利率走势（%）



来源：ifind，国金证券研究所 注：时间周期为 11 月 24 日至 11 月 30 日

图表15：红利风格指数表现



来源：ifind，国金证券研究所 注：时间周期为 11 月 24 日至 11 月 30 日

保险资金举牌/增持持续。11 月 20 日，泰康保险增持复宏汉霖 H 股 51.85 万股，平均每股作价 67.07 港元，涉及资金 3,477.5 万港元，增持后最新持股比例升至 5.26%。11 月 21 日，中邮人寿增持中国通号 H 股 115.8 万股，平均每股作价 3.45 港元，涉及资金 399.7 万港元，增持后最新持股比例升至 6.05%。



据不完全统计，2024 年至今保险资金举牌/增持共计 48 家公司，红利风格尤其是 H 股红利偏好明显，除中国平安增持/举牌工行、建行、邮储、农行、招商等大型银行与国寿、太保等险企外，公用事业、交通运输也是重要方向。

图表 16：2024 年来保险公司举牌/增持信息汇总

时间	举牌险资	举牌公司	证券代码	持股数量 (亿股)	占 A 股/H 股 比例	占总股本 比例	持股余额 (亿 元)	2024 年 股息率	行业
2024.1.2	紫金财险	华光环能	600475.SH	0.47	4.94%	4.94%	8.74	2.43%	公用事业
2024.1.11	阳光人寿	首程控股	0697.HK	5.87	7.02%	7.02%	10.95	2.19%	非银金融
2024.3.27	中国太保	光大环境	0257.HK	3.65	5.94%	5.94%	16.65	4.58%	环保
2024.6.30	长城人寿	中原高速	600020.SH	2.05	9.13%	9.13%	9.03	3.86%	交通运输
2024.8.7	瑞众人寿	中国中免	1880.HK	0.06	5.00%	0.28%	3.86	1.57%	商贸零售
2024.8.30	新华保险	国泰君安	2611.HK	4.23	30.41%	2.40%	59.89	3.02%	非银金融
2024.9.30	长城人寿	江南水务	601199.SH	0.96	10.23%	10.23%	5.43	2.29%	环保
2024.9.30	长城人寿	城发环境	000885.SZ	0.41	6.34%	6.34%	5.65	2.57%	环保
2024.10.22	中邮保险	安徽皖通高速公路	0995.HK	0.25	5.04%	1.45%	3.12	4.78%	交通运输
2024.11.1	中国太保	华能国际电力	0902.HK	2.83	6.03%	1.80%	16.01	4.71%	公用事业
2024.11.1	中国太保	华电国际电力	1071.HK	1.21	7.02%	1.04%	4.88	5.17%	公用事业
2024.11.12	新华保险	上海医药	601607.SH	1.49	5.35%	4.02%	26.57	2.08%	医药生物
2024.11.12	新华保险	国药股份	600511.SH	0.38	5.07%	5.07%	11.05	2.77%	医药生物
2024.11.15	利安人寿	深圳国际	0152.HK	1.21	5.00%	4.93%	9.46	6.93%	交通运输
2024.11.29	中国太保	中远海能	1138.HK	0.65	5.04%	1.19%	6.18	4.54%	交通运输
2024.12.05	新华保险	海通证券	6837.HK	2.06	6.05%	1.58%	12.11	0.51%	非银金融
2024.12.18	中国平安	建设银行	0939.HK	120.54	5.01%	4.61%	896.11	5.32%	银行
2024.12.30	长城人寿	绿色动力环保	1330.HK	1.22	30.11%	8.74%	5.94	6.14%	环保
2025.2.12	平安资管	工商银行	1398.HK	165.11	19.02%	4.63%	967.49	5.21%	银行
2025.2.20	长城人寿	中国水务	0855.HK	0.82	5.02%	5.02%	4.38	4.77%	环保
2025.3.5	长城人寿	大唐新能源	1798.HK	3.64	14.55%	5.00%	7.52	4.36%	公用事业
2025.3.7	长城人寿	赣粤高速	600269.SH	1.66	7.09%	7.09%	8.74	3.22%	交通运输
2025.3.12	瑞众人寿	中信银行	0998.HK	7.44	5.00%	1.34%	48.55	5.38%	银行
2025.3.18	中国人寿	电投产融	000958.SZ	43.31	25.05%	25.05%	310.94	0.96%	非银金融
2025.3.27	长城人寿	无锡银行	600908.SH	1.57	7.17%	7.17%	9.52	3.64%	银行
2025.5.14	新华保险	上海医药	2607.HK	0.46	5.00%	1.24%	4.94	3.42%	医药生物
2025.5.30	新华资管	北京控股	0392.HK	0.75	6.00%	6.00%	23.38	4.76%	公用事业
2025.6.6	新华保险	杭州银行	600926.SH	3.63	5.09%	5.00%	56.52	4.17%	银行
2025.6.12	长城人寿	秦港股份	601326.SH	0.21	0.45%	0.38%	0.76	2.41%	交通运输
2025.7.1	中邮人寿	东航物流	601156.SH	0.79	5.00%	5.00%	13.03	4.13%	交通运输
2025.7.2	利安人寿	江南水务	601199.SH	0.47	5.03%	5.03%	2.66	2.29%	环保
2025.7.3	信泰人寿	龙源电力	0916.HK	3.41	10.27%	4.08%	21.34	3.62%	公用事业
2025.7.16	大家人寿	大唐环境	1272.HK	1.50	24.06%	5.06%	1.63	7.48%	环保
2025.7.18	瑞众人寿	龙源电力	0916.HK	5.64	17.00%	6.75%	35.31	3.62%	公用事业
2025.7.18	中邮人寿	绿色动力环保	1330.HK	0.21	5.07%	1.47%	1.00	6.14%	环保
2025.7.21	瑞众人寿	中国神华	1088.HK	2.04	6.03%	1.02%	73.73	6.15%	煤炭
2025.8.7	太保资管	东阳光药	6887.HK	0.08	6.70%	1.31%	3.19	0.00%	医药生物
2025.8.28	中国平安	中国人寿	2628.HK	6.19	8.32%	2.19%	151.37	2.65%	非银金融
2025.9.2	民生人寿	浙商银行	2016.HK	3.57	6.03%	1.30%	8.51	6.50%	银行



时间	举牌险资	举牌公司	证券代码	持股数量 (亿股)	占 A 股/H 股 比例	占总股本 比例	持股余额 (亿 元)	2024 年 股息率	行业
2025.9.5	平安资管	中国电信	0728.HK	7.03	5.06%	0.77%	37.97	4.76%	通信
2025.9.10	信泰人寿	华菱钢铁	000932.SZ	4.15	6.00%	6.00%	23.09	1.80%	钢铁
2025.9.11	中国平安	中国太保	2601.HK	3.13	11.28%	3.25%	87.98	3.82%	非银金融
2025.9.19	阳光保险	中国儒意	0136.HK	11.82	7.20%	7.20%	26.23	0.00%	传媒
2025.9.23	长城人寿	秦港股份	3369.HK	2.74	33.07%	4.91%	6.44	3.61%	交通运输
2025.9.30	弘康人寿	港华智慧能源	1083.HK	2.93	8.05%	7.97%	10.35	4.88%	公用事业
2025.9.30	弘康人寿	郑州银行	6196.HK	4.47	22.14%	4.92%	4.80	1.86%	银行
2025.9.30	平安资管	邮储银行	1658.HK	33.82	17.03%	2.82%	169.26	5.13%	银行
2025.10.28	中国平安	农业银行	1288.HK	64.64	21.02%	1.85%	342.89	4.52%	银行
2025.10.31	中国平安	招商银行	3968.HK	8.73	19.01%	3.46%	415.50	4.19%	银行
2025.11.6	长城人寿	新天绿色能源	0956.HK	2.27	12.34%	5.03%	8.94	5.31%	公用事业
2025.11.10	平安资管	中国中车	1766.HK	2.83	6.47%	0.99%	15.91	3.72%	机械设备
2025/11/20	泰康保险	复宏汉霖	2696.HK	0.09	5.26%	1.58%	5.41	0.00%	医药生物
2025/11/21	中邮人寿	中国通号	3969.HK	1.19	6.05%	1.12%	3.72	5.43%	机械设备

来源: wind、ifind、中保协、披露易、各公司公告, 国金证券研究所 注: 长城人寿举牌后仍有增持江南水务、城发环境, 因此数据已根据三季报更新, 无锡银行更新至 2024 年年报; 港股数据均已更新至最新; 中国平安及一致行动人增持/举牌数据, 仅保留持股比例最高的一条

三、行业动态

【香港发生五级大火，太平香港面临超 20 亿港元的潜在理赔申请】

11 月 26 日至 27 日，香港新界大埔宏福苑发生五级大火，27 日下午，太平香港确认其承保了宏福苑维修工程项目的建筑工程全险、建筑雇员赔偿保险、业主立案法团第三者责任险以及财产全险、公众责任险，并承保了部分住户的家居保险、家佣险。针对此次事件，有专家预测，20 亿港元的公共地方财产险“大概率将全额赔付”，每次事件 2000 万港元的第三者责任险亦存在全额赔付可能，集体个人意外保险每人 10 万港元的赔偿标准，若按 128 名遇难者计算，赔付总额将达 1280 万港元。综合来看，本次事故相关保险赔付“大概率将达到各险种赔偿限额”，意味着中国太平保险(香港)可能面临超 20.27 亿港元的理赔支出。

【10 月人身险保费增速放缓，车险与非车险承压】

人身险：预定利率切换叠加预备开门红，10 月单月保费增速滑落。2025 年 1-10 月人身险公司保费收入同比+9.6%至 39924 亿元，其中寿险、健康险、意外险分别同比+12.0%、+0.1%、-9.2%至 32748、6850、326 亿元，增速较 9 月分别环比-0.7pct、-0.2pct、-0.6pct。10 月单月，人身险保费同比-4.6%，增速环比-0.4pct，其中寿险增速同比-5.1%、环比-0.5pct，健康险同比-2.5%、环比-0.4pct，主要是预定利率下调需求提前释放；意外险同比-16.6%，环比+0.7pct；财产险：车险与非车险增长承压。2025 年 1-10 月财险公司保费收入同比+4.0%至 14908 亿元，其中车险同比+3.2%至 7612 亿元，增速环比-1.2pct，非车险同比+4.9%至 7297 亿元，增速环比-0.6pct。10 月单月，财险公司保费同比-5.5%，环比-12.7pct，其中车险保费同比-6.6%、环比-11.8pct；非车险同比-3.4%、环比-13.1pct，主要源于农险（同比-6.3%、环比-8.2pct）及责任险（同比-3.1%、环比-15.1pct）、意外险（同比-2.9%、环比-17.7pct）等险种中的政策性险种季节性因素影响，健康险同比+17.7%增长较好。

【《广东省金融支持企业开展产业链整合兼并行动方案》印发，探索将并购重组、资产盘活等纳入国企考核体系，推动上市国企灵活运用融资工具开展产业链整合兼并】

《广东省金融支持企业开展产业链整合兼并行动方案》印发。其中提到，探索将并购重组、资产盘活等纳入国企考核体系。推动上市国企灵活运用定向增发、专项可转债、并购贷款等融资工具，用好配套募集资金储架发行制度，围绕优势领域积极开展产业链整合兼并，做强做优做大。加强国企内部资源整合，运用好现有融资平台，通过资产重组、股权置换等多种方式，推动更多优质资源向上市公司汇聚，提高资产证券化水平。支持国有资本运营公司利用私募股权投资基金，助力其他企业围绕主业开展产业链上下游整合兼并，强链补链延链。指导省市县国企聚焦主责主业，提升产业链供应链韧性和安全水平。



【陕西省出台深化资本市场改革助力高质量发展的十六条措施，重点推动主业不突出、经营效益差的国有控股上市公司实施重大资产重组，实现转型升级，恢复再融资能力】

陕西省出台深化资本市场改革助力陕西高质量发展的十六条措施。其中提到，重点推动主业不突出、经营效益差的国有控股上市公司实施重大资产重组；鼓励上市公司合规开展市值管理，提升合理估值水平；支持优质 A 股上市公司以“A+H”股形式在港交所实现二次上市；推动具备条件的证券公司按照市场化法治化原则推进并购重组。

【中国人民银行、科技部等部门联合召开科技金融统筹推进机制第一次会议】

为深入贯彻党的二十届四中全会精神，加快实现高水平科技自立自强，落实《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，11月27日，中国人民银行、科技部等部门联合召开科技金融统筹推进机制第一次会议。中国人民银行行长潘功胜、科技部部长阴和俊出席会议并讲话。会议认为，“十四五”时期各有关部门紧密协作，央地协同发力，金融支持科技创新取得明显成效，探索形成一系列重要经验，企业获得感显著提高。发挥了直接融资、间接融资等各类金融业态的功能优势，完善多层次的金融服务体系。针对科技创新全链条和科技型企业全生命周期，构建差异化的金融支持路径，着力投早、投小、投长期、投硬科技。加强跨部门政策协同，营造有利于科技金融发展的良好环境。会议强调，明年是“十五五”开局之年，各有关部门要扎实推进各项工作任务落实，常态化运行科技金融统筹推进机制，强化科金协同、央地联动，进一步优化政策措施。发挥好科技创新和技术改造再贷款政策作用，高质量建设债券市场“科技板”，促进私募股权投资和创业投资“募投管退”循环，强化科技保险高质量发展，引导和推动金融资源科学高效配置，加强对金融机构“五篇大文章”工作成效评估，完善融资对接、信息共享、知识产权转化运用等配套机制，助力高水平科技自立自强。

风险提示

- 1) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；
- 2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；
- 3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究