



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

券商和保险外部环境大幅改善，提升行业长期业绩预期，估值提升空间大！

证券板块

行业发展的环境方面，“十五五”是加快打造国际一流投行和投资机构的战略机遇期。吴清主席表示证券行业发展空间广阔、大有可为，要求证券行业要不断创新金融产品、服务和组织架构，要求各证券公司要从价格竞争加快转向价值竞争。监管对市场的呵护以及对降低市场波动率的努力已非常明确。证监会多次表态建设建强“防波堤防浪堤”，从政策、资金、预期对冲等方面打好稳市组合拳，坚决维护市场平稳运行。这将显著降低券商业绩的波动性，显著提高业绩的长期成长性，从而理应提升估值。另外，吴清主席表示将对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率。这将有利于头部券商的 ROE 提升。

截至 12 月 5 日收盘，券商板块年初至今涨幅仅为 1%，跑输上证指数 15pct。25Q3 末券商 A 股主动权益公募重仓的行业配置比例为 0.62%，行业低配 2.96pct。券商板块 PB 估值仅为 1.36 倍，仅位于 10 年 34%分位，业绩暴增但估值下降，完全没有体现外部大环境的实质性好转。看好券商股的重估机会！

投资建议：建议关注三条主线：（1）强烈推荐质地优但估值仍与业绩错配的券商，重点关注国泰海通；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，建议关注香港交易所、九方智投控股、易鑫集团、盛业。

保险板块

风险因子下调引导长钱长投，险资权益配置限制再放开。12 月 5 日，金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，一是持仓时间（过去六年加权）超过三年的沪深 300、中证红利低波动 100 指数成分股的风险因子从 0.3 下调至 0.27；二是持仓时间（过去四年加权）超过两年的科创板上市普通股的风险因子从 0.4 下调至 0.36。偿付能力充足率水平决定保险公司投资权益上限，风险因子下调从分母端释放偿付能力，实现股票配置扩容，以 2025Q3 人身险与财产险公司的股票规模为基准，假设保险公司持仓中 A 股占比 70%、其中满足 9 折优惠的股票占比 35%，测算全行业在同等资本占用下，可增配的股票规模约千亿元。我们判断，政策意在引导险资长期投资，助力资本市场稳定运行，但当前 750 日均线持续下行，险企普遍面临偿付能力压力，预计短期内对险资权益资产增配意愿及规模的实际拉动作用有限，险企不会仅仅因为风险因子下调就主动增配更多权益资产，从而导致偿付能力下降回原点。

测算明年将有 5500-6000 亿增量资金入市，加仓情况有所分化。1) 今年部分公司仓位提升较快，如平安上半年股票+权益基金占比提升 2.6pct，预计 25H2 仍有较大幅加仓，假设明年新增保费 20%入市；2) 国寿、太平、新华、人保四家央企继续落实每年新增保费 30%投资于 A 股，以“经营活动产生的现金流”测算，对应配置规模约 2500 亿元进入 A 股；但部分加仓空间大的公司，预计新增保费不止有 30%入市，假设国寿、太平预计将有 40%的新增保费入市；太保、阳光非央企，但是仓位不高，也预计 30%新增保费入市；3) 其他非上市公司假设增量资金的 40%进入股市。

投资建议：开门红景气度上行，维持积极推荐。展望明年，大量定存到期，分红险对于低风险偏好、有长期财富保值增值诉求的资金来说具有吸引力，且在反内卷和分红险转型背景下大公司的市占率将继续提升，预计开门红新单保费和 NBV 将实现双位数增长。当前保险估值低位，配置性价比非常高，维持积极推荐。重点推荐开门红预期较好，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。

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

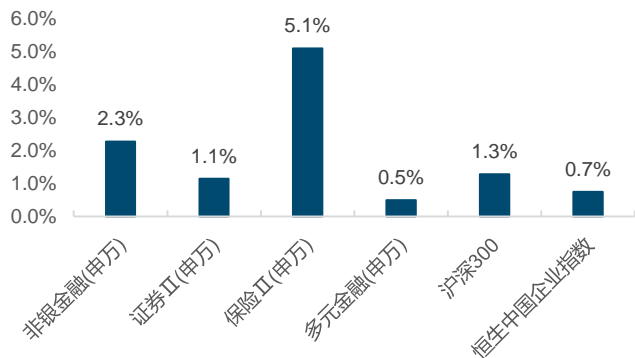
| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1： 本周非银金融子行业表现 | 3 |
| 图表 2： 保险股周涨跌幅 | 3 |
| 图表 3： 券商股周涨跌幅 | 3 |
| 图表 4： 周度日均 A 股成交额（亿元） | 4 |
| 图表 5： 月度日均股基成交额（亿元）及增速 | 4 |
| 图表 6： 融资融券余额走势（亿元） | 4 |
| 图表 7： 各月权益公募新发份额（亿份） | 4 |
| 图表 8： 各月股权融资规模（亿元）及增速 | 4 |
| 图表 9： 各月债承规模（亿元）及增速 | 4 |
| 图表 10： 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 |



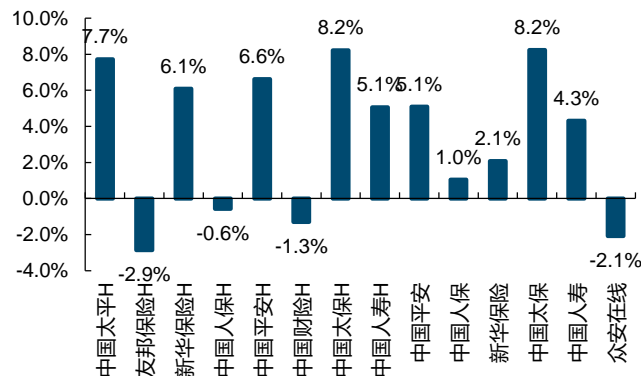
一、市场回顾

本周 A 股行情方面，沪深 300 指数+1.3%，非银金融（申万）+2.3%，跑赢沪深 300 指数 1.0pct，其中证券、保险、多元金融分别+1.1%、+5.1%、+0.5%，超额收益分别为-0.1pct、+3.8pct、-0.8pct。

图表1：本周非银金融子行业表现



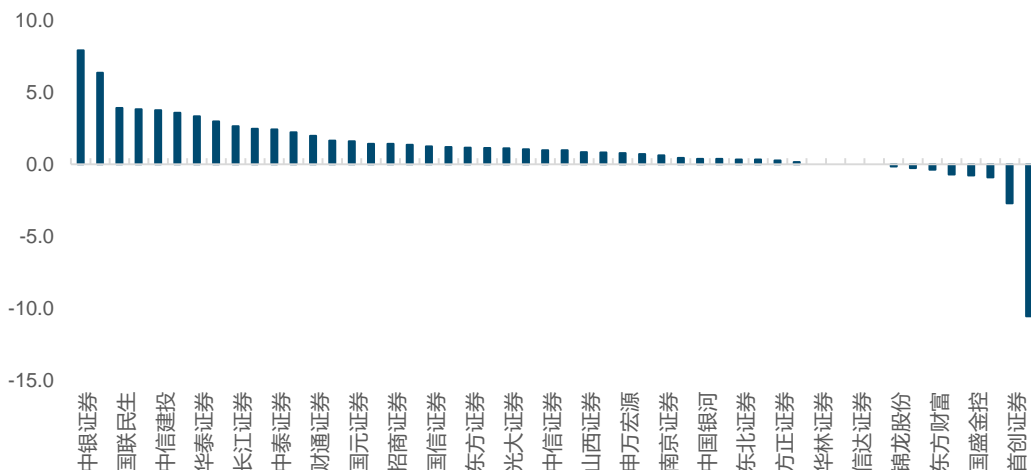
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 1 日至 12 月 7 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 1 日至 12 月 7 日

图表3：券商股周涨跌幅



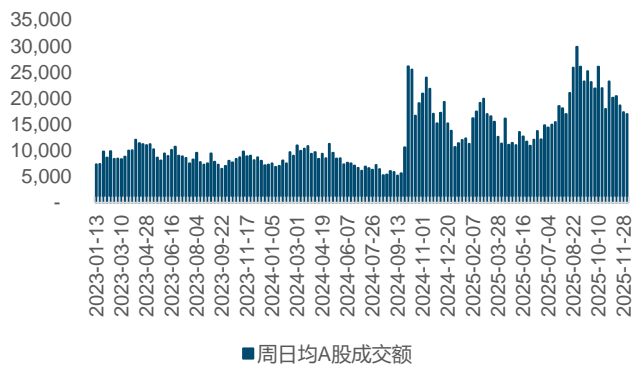
来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 1 日至 12 月 7 日

二、数据追踪

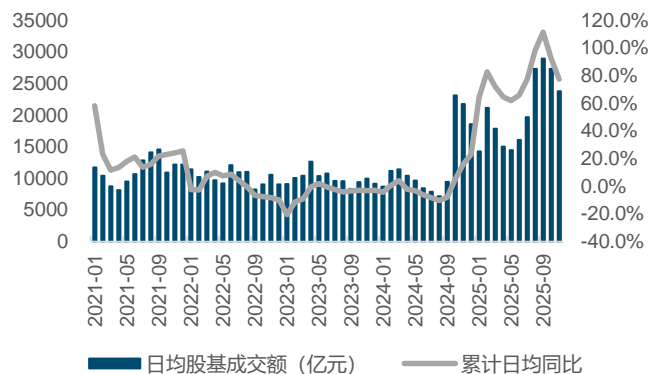
券商：1) 经纪业务：①交投：本周 A 股日均成交额 16962 亿元，环比-2.3%。25 年 1-11 月日均股基成交额 20560 亿元，同比+77.4%。②代销业务：25 年 1-11 月新发权益类公募基金份额合计 5366 亿份，同比+89.4%。**2) 投行业务：**①股权承销：2025 年 11 月 IPO/再融资累计募资规模分别 1004/9046 亿元，同比分别+73%/+317%。②债券承销：2025 年 11 月债券累计承销规模 146087 亿元，同比+16%。**3) 资管业务：**截至 25 年 10 月末，公募非货公募 21.9 万亿元，较上月末-0.8%，权益类公募 10.2 万亿元，较上月末-0.8%。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）



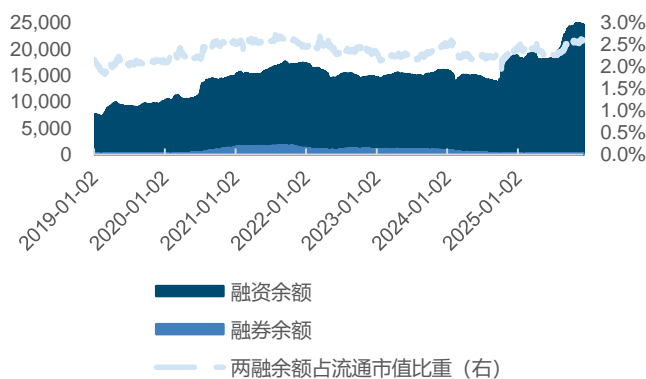
图表5：月度日均股基成交额（亿元）及增速



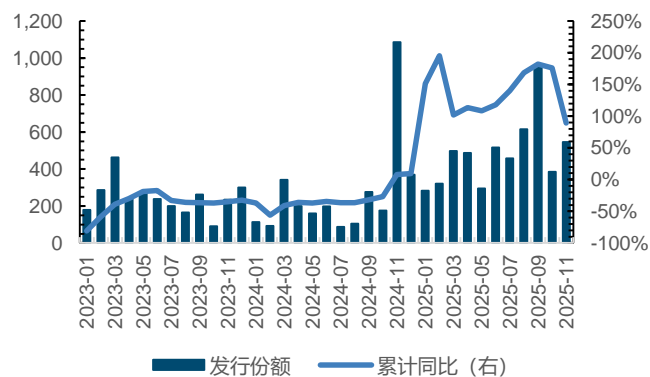
来源：iFind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表6：融资融券余额走势（亿元）



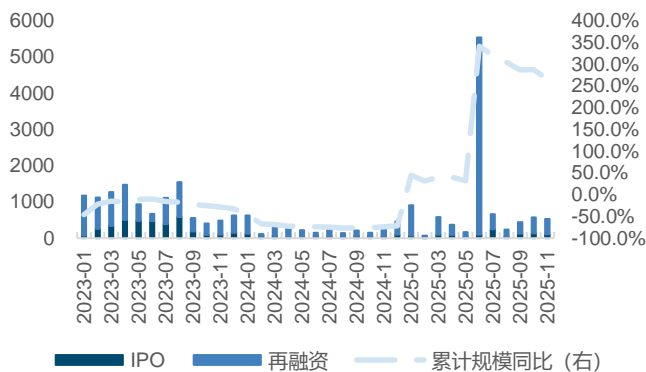
图表7：各月权益公募新发份额（亿份）



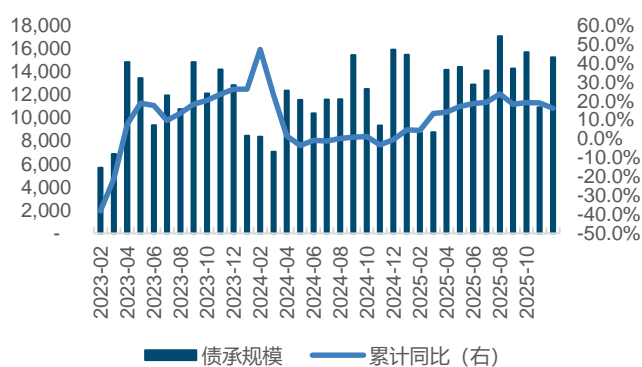
来源：wind，国金证券研究所

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

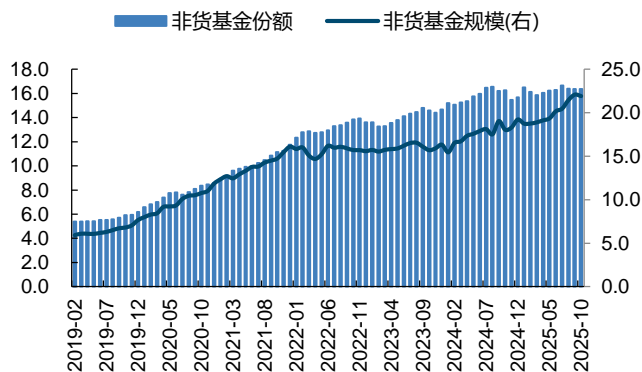


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

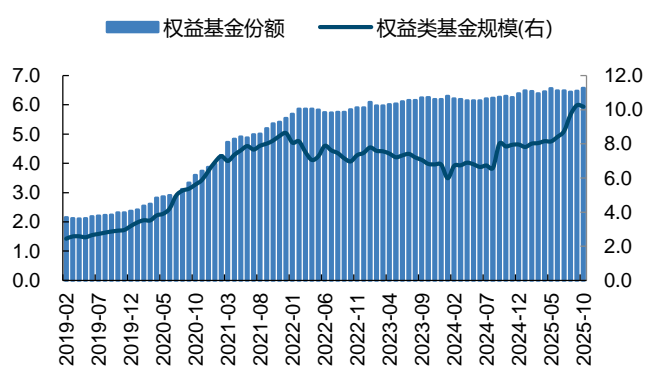


图表10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



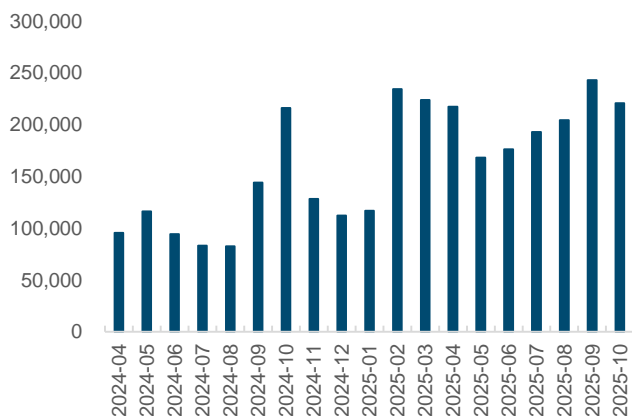
来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



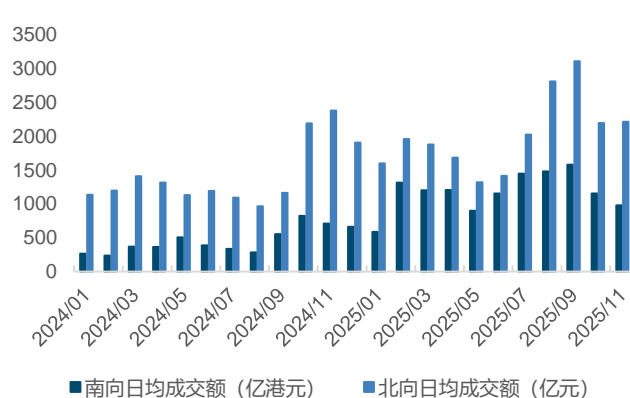
来源: wind, 国金证券研究所

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

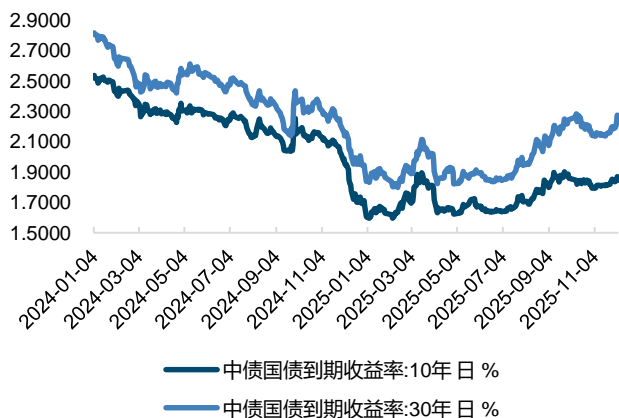
图表13: 沪深港通日均成交额



来源: wind, 国金证券研究所

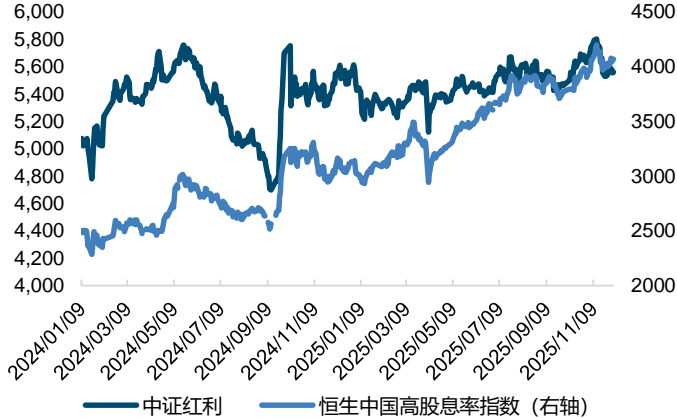
保险: 本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别+0.68bps、+7.20bps 至 1.85%、2.26%。11 月分别+4.58bps、+4.20bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、11 月分别+0.22%、-1.45%；恒生中国高股息率指数本周、11 月分别+1.64%、+2.55%。

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 12 月 1 日至 12 月 7 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 12 月 1 日至 12 月 7 日

保险资金举牌/增持持续。12 月 2 日, 长城人寿增持秦港股份 H 股 59.75 万股, 平均每股作价 2.66 港元, 涉及资金 159.2 万港元, 增持后最新持股比例升至 34.00%。

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% | 8.25 | 2.57% | 公用事业 |
| 2024.1.11 | 阳光人寿 | 首程控股 | 0697.HK | 5.87 | 7.02% | 7.02% | 11.31 | 2.11% | 非银金融 |
| 2024.3.27 | 中国太保 | 光大环境 | 0257.HK | 3.65 | 5.94% | 5.94% | 16.24 | 4.69% | 环保 |
| 2024.6.30 | 长城人寿 | 中原高速 | 600020.SH | 2.05 | 9.13% | 9.13% | 9.19 | 3.79% | 交通运输 |
| 2024.8.7 | 瑞众人寿 | 中国中免 | 1880.HK | 0.06 | 5.00% | 0.28% | 3.93 | 1.54% | 商贸零售 |
| 2024.8.30 | 新华保险 | 国泰君安 | 2611.HK | 4.23 | 30.41% | 2.40% | 59.99 | 3.01% | 非银金融 |
| 2024.9.30 | 长城人寿 | 江南水务 | 601199.SH | 0.96 | 10.23% | 10.23% | 5.48 | 2.27% | 环保 |
| 2024.9.30 | 长城人寿 | 城发环境 | 000885.SZ | 0.41 | 6.34% | 6.34% | 5.62 | 2.58% | 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% | 3.17 | 4.71% | 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% | 16.28 | 4.63% | 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% | 4.90 | 5.14% | 公用事业 |
| 2024.11.12 | 新华保险 | 上海医药 | 601607.SH | 1.49 | 5.35% | 4.02% | 26.70 | 2.07% | 医药生物 |
| 2024.11.12 | 新华保险 | 国药股份 | 600511.SH | 0.38 | 5.07% | 5.07% | 11.18 | 2.74% | 医药生物 |
| 2024.11.15 | 利安人寿 | 深圳国际 | 0152.HK | 1.21 | 5.00% | 4.93% | 9.34 | 7.02% | 交通运输 |
| 2024.11.29 | 中国太保 | 中远海能 | 1138.HK | 0.65 | 5.04% | 1.19% | 5.56 | 5.04% | 交通运输 |
| 2024.12.05 | 新华保险 | 海通证券 | 6837.HK | 2.06 | 6.05% | 1.58% | 12.10 | 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% | 874.47 | 5.45% | 银行 |
| 2024.12.30 | 长城人寿 | 绿色动力环保 | 1330.HK | 1.22 | 30.11% | 8.74% | 6.23 | 5.84% | 环保 |
| 2025.2.12 | 平安资管 | 工商银行 | 1398.HK | 165.11 | 19.02% | 4.63% | 950.09 | 5.30% | 银行 |
| 2025.2.20 | 长城人寿 | 中国水务 | 0855.HK | 0.82 | 5.02% | 5.02% | 4.18 | 4.99% | 环保 |
| 2025.3.5 | 长城人寿 | 大唐新能源 | 1798.HK | 3.64 | 14.55% | 5.00% | 7.25 | 4.52% | 公用事业 |
| 2025.3.7 | 长城人寿 | 赣粤高速 | 600269.SH | 1.66 | 7.09% | 7.09% | 8.91 | 3.16% | 交通运输 |
| 2025.3.12 | 瑞众人寿 | 中信银行 | 0998.HK | 7.44 | 5.00% | 1.34% | 48.37 | 5.40% | 银行 |
| 2025.3.18 | 中国人寿 | 电投产融 | 000958.SZ | 43.31 | 25.05% | 25.05% | 291.46 | 1.03% | 非银金融 |
| 2025.3.27 | 长城人寿 | 无锡银行 | 600908.SH | 1.57 | 7.17% | 7.17% | 9.60 | 3.61% | 银行 |
| 2025.5.14 | 新华保险 | 上海医药 | 2607.HK | 0.46 | 5.00% | 1.24% | 5.08 | 3.33% | 医药生物 |
| 2025.5.30 | 新华资管 | 北京控股 | 0392.HK | 0.75 | 6.00% | 6.00% | 24.52 | 4.54% | 公用事业 |
| 2025.6.6 | 新华保险 | 杭州银行 | 600926.SH | 3.63 | 5.09% | 5.00% | 56.59 | 4.16% | 银行 |
| 2025.6.12 | 长城人寿 | 秦港股份 | 601326.SH | 0.21 | 0.45% | 0.38% | 0.77 | 2.37% | 交通运输 |
| 2025.7.1 | 中邮人寿 | 东航物流 | 601156.SH | 0.79 | 5.00% | 5.00% | 13.02 | 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% | 2.69 | 2.27% | 环保 |
| 2025.7.3 | 信泰人寿 | 龙源电力 | 0916.HK | 3.41 | 10.27% | 4.08% | 21.35 | 3.61% | 公用事业 |
| 2025.7.16 | 大家人寿 | 大唐环境 | 1272.HK | 1.50 | 24.06% | 5.06% | 1.65 | 7.36% | 环保 |
| 2025.7.18 | 瑞众人寿 | 龙源电力 | 0916.HK | 5.64 | 17.00% | 6.75% | 35.33 | 3.61% | 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% | 1.05 | 5.84% | 环保 |
| 2025.7.21 | 瑞众人寿 | 中国神华 | 1088.HK | 2.04 | 6.03% | 1.02% | 75.29 | 6.02% | 煤炭 |
| 2025.8.7 | 太保资管 | 东阳光药 | 6887.HK | 0.08 | 6.70% | 1.31% | 3.14 | 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% | 158.88 | 2.52% | 非银金融 |
| 2025.9.2 | 民生人寿 | 浙商银行 | 2016.HK | 3.57 | 6.03% | 1.30% | 8.40 | 6.58% | 银行 |
| 2025.9.5 | 平安资管 | 中国电信 | 0728.HK | 7.03 | 5.06% | 0.77% | 37.87 | 4.77% | 通信 |



| 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 |
|------------|------|--------|-----------|--------------|-----------------|------------|---------------|---------------|------|
| 2025.9.10 | 信泰人寿 | 华菱钢铁 | 000932.SZ | 4.15 | 6.00% | 6.00% | 23.34 | 1.78% | 钢铁 |
| 2025.9.11 | 中国平安 | 中国太保 | 2601.HK | 3.13 | 11.28% | 3.25% | 95.12 | 3.53% | 非银金融 |
| 2025.9.19 | 阳光保险 | 中国儒意 | 0136.HK | 11.82 | 7.20% | 7.20% | 26.31 | 0.00% | 传媒 |
| 2025.9.30 | 弘康人寿 | 港华智慧能源 | 1083.HK | 2.93 | 8.05% | 7.97% | 10.40 | 4.86% | 公用事业 |
| 2025.9.30 | 弘康人寿 | 郑州银行 | 6196.HK | 4.47 | 22.14% | 4.92% | 5.00 | 1.78% | 银行 |
| 2025.9.30 | 平安资管 | 邮储银行 | 1658.HK | 33.82 | 17.03% | 2.82% | 165.42 | 5.25% | 银行 |
| 2025.10.28 | 中国平安 | 农业银行 | 1288.HK | 64.64 | 21.02% | 1.85% | 333.17 | 4.65% | 银行 |
| 2025.10.31 | 中国平安 | 招商银行 | 3968.HK | 8.73 | 19.01% | 3.46% | 426.22 | 4.08% | 银行 |
| 2025.11.6 | 长城人寿 | 新天绿色能源 | 0956.HK | 2.27 | 10.58% | 5.03% | 9.08 | 5.23% | 公用事业 |
| 2025.11.10 | 平安资管 | 中国中车 | 1766.HK | 2.83 | 6.47% | 0.99% | 15.69 | 3.76% | 机械设备 |
| 2025/11/20 | 泰康保险 | 复宏汉霖 | 2696.HK | 0.09 | 5.26% | 1.58% | 5.28 | 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% | 3.80 | 5.30% | 机械设备 |
| 2025/12/2 | 长城人寿 | 秦港股份 | 3369.HK | 2.82 | 34.00% | 5.05% | 6.80 | 3.51% | 交通运输 |

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

【发力大康养战略，中国太保旗下济南源申康复医院开业】

11 月 29 日，中国太保在齐鲁地区打造的自建康复旗舰——济南源申康复医院正式开业，标志着中国太保着力构建的“防-诊-疗-复-养”大康养生态体系再落一子。随着高品质的源申康复实体医疗机构加速布局，中国太保将在“保险产品+养老服务+康复医疗”领域打造独特的竞争优势，为中国太保逾 1.8 亿客户和广大社会群众提供专业化、品质型、有温度的美好生活服务解决方案。

【平安系减持华夏幸福 0.2%股份，仅完成原计划 6.66%目标】

近日，华夏幸福公告称，持股 5%以上股东平安人寿及其一致行动人平安资管在 2025 年 10 月 20 日至 2025 年 10 月 21 日通过集中竞价方式累计减持公司股份 781.55 万股，占公司总股本的 0.20%，减持计划期限届满。公告显示，平安系原计划减持华夏幸福 3%的股份，本次实际减持股份仅占原计划比例的 6.66%，未完成此前披露的减持计划。

【吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上致辞：加快打造一流投资银行和投资机构 更好助推资本市场高质量发展】

12 月 6 日，在中国证券业协会第八次会员大会上，证监会主席吴清围绕证券行业高质量发展发表致辞。其中提到：“各证券公司要立足自身资源禀赋，发挥好比较优势，从价格竞争加快转向价值竞争。头部机构要保持时不我待、不进则退的紧迫感，在市场竞争力、客户和投资者服务、风险管理等方面树标杆、做表率。要进一步增强资源整合的意识和能力，用好并购重组机制和工具，实现优势互补、高效配置，力争在‘十五五’时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构”“中小机构也要把握优势、错位发展，在细分领域、特色客群、重点区域等方面集中资源、深耕细作，努力打造‘小而美’的精品投行、特色投行和特色服务商”“对优质机构适当‘松绑’，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率；对中小券商、外资券商在分类评价、业务准入等方面探索实施差异化监管，促进特色化发展；对于少数问题券商要依法从严监管，违法的从严惩治”。

【基金经理薪酬重大改革征求意见，强化薪酬与业绩绑定】

财联社记者报道,《基金管理公司绩效考核管理指引(征求意见稿)》已经下发。该《指引》旨在进一步规范基金管理公司绩效考核与薪酬管理行为,健全长效激励约束机制,推动基金行业实现稳健经营和可持续发展。作为公募基金行业发展进入高质量转型阶段的重要制度安排,《指引》从薪酬结构、绩效考核、支付机制、问责制度等多个维度作出系统性规定,明确提出“坚持基金份额持有人利益优先”的基本原则,通过一系列量化指标和刚性约束,引导基金管理公司将员工激励与基金长期业绩深度绑定。



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