

重视非银板块表现的可持续性

2025 年 08 月 24 日

► **阳光保险发布中报，人身险负债端质效改善，NBV 高增驱动价值抬升。**阳光保险 1H25 实现总保费收入 808.1 亿元，同比+5.7%；归母净利润 33.9 亿元，同比+7.8%；年化加权平均 ROE5.7%，同比+0.5pct；内含价值 1,284.9 亿元，较上年末+11.0%。人身险业务比重进一步提升，保费收入占比上升至 68.6%。阳光人寿新业务价值 40.1 亿元，同比+47.3%。预定利率下调将在 8 月末之后切换完成，各大险企分红险占比有望持续提升，负债成本有望不断降低，权益投资表现有望持续贡献利润弹性。

► **证券公司分类管理办法修订发布，引导行业更好服务实体经济。**证券公司分类评价制度是机构监管的基础性制度，《证券公司分类监管规定》（以下简称《规定》）为制度的主要法规依据，最早于 2009 年发布实施，并于 2010 年、2017 年和 2020 年作了 3 次修订，已形成较为成熟的评价体系。2025 年 6 月 20 日证监会已就修订《规定》向社会公开征求意见，本次修订新规正式发布，将自 2025 年 8 月 22 日起实施。**在加分项方面**，本次修订提出适当整合、优化业务发展指标，引导行业机构聚焦高质量发展，支持中小机构差异化发展、特色化经营。**一是不再对总的营业收入按排名加分、减少规模类指标重复加分**，同时提升对净资产收益率的加分力度。**二是适当扩大加分覆盖面**。将净资产收益率和经纪、投行、资管等主要业务收入加分由前 20 名扩大到前 30 名。**三是增设专项指标**。增设证券公司自营投资权益类资产、基金投顾发展、权益类基金产品销售保有规模、权益类资管产品管理规模等专项指标。我们认为有助于引导证券公司提升经营效率，引导中小券商探索差异化发展，同时推动证券公司优化自营投资和资产管理产品结构，提升服务实体经济和投资者的能力和水平。

► **分类评价制度修订发布，叠加风险控制指标计算标准新规实施，有望推动行业持续做优做强。**2024 年 9 月证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，新规已于 2025 年 1 月 1 日实施。新规在计算各券商风险资本准备、表内外资产总额等指标时，将根据上年证券公司分类评价结果调整系数，支持合规稳健的优质证券公司提升资本使用效率。我们认为此前风险控制指标计算标准新规和本次证券公司分类评价制度修订实施，均有助于健全证券公司服务实体经济激励约束机制，持续推动行业回归本源、做优做强。在此过程中，业务规模大且经营效率高的头部券商、部分业务条线具备特色的中小券商，以及在权益类自营和资管业务等领域具备先发优势的证券公司有望受益。

► **投资建议：**年初至今政策定调积极，财政政策更加积极，叠加货币政策适度宽松，有望持续提振市场情绪。政策鼓励保险作为中长期资金入市，权益配置有望持续扩大，举牌范围拓展至保险股，有望提升投资收益率并推动保险股价值重估，人身险预定利率调降有望降低险企负债成本。券商方面，资本市场回稳向好，市场交投活跃度保持高位，两融余额持续扩大，券商业绩修复趋势有望延续。证券公司分类评价指标修订发布，有望推动行业持续做优做强，头部券商与权益类业务具备特色的中小券商有望受益。保险方面，建议重点关注阳光保险、中国太保、新华保险、中国平安、中国人寿和中国财险。证券方面，建议关注中信证券、华泰证券、国泰海通和广发证券等头部券商标的。

► **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。

推荐

维持评级

**分析师 张凯烽**

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

分析师 李劲锋

执业证书：S0100525080005

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业周报 20250817：险资举牌同业，非银板块迎来资金面和基本面共振-2025/08/17
- 2.非银行业周报 20250810：险资举牌持续，非银攻守兼备-2025/08/10
- 3.非银行业周报 20250803：回调之后，积极布局非银板块-2025/08/03
- 4.保险行业点评：国债等券种重新开始征收增值税如何影响险资配置？-2025/08/02
- 5.保险行业点评：低利率时代的分红险领航与财险稳健扩张-2025/07/28

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

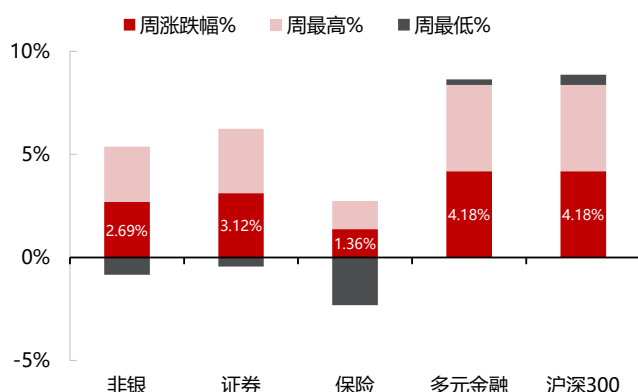
1 市场回顾

本周 (2025.08.18-2025.08.22,下同) , 宽基指数普遍上涨, 环比上周: 上证综指+3.49%, 深证成指+4.57%, 沪深 300 指数+4.18%, 创业板指数+5.85%。

非银方面, 板块全面上涨, 多元金融指数涨幅较高。非银金融(申万)+2.69%, 证券Ⅱ(申万)+3.12%, 保险Ⅱ(申万)+1.36%, 多元金融(申万)+4.18%。

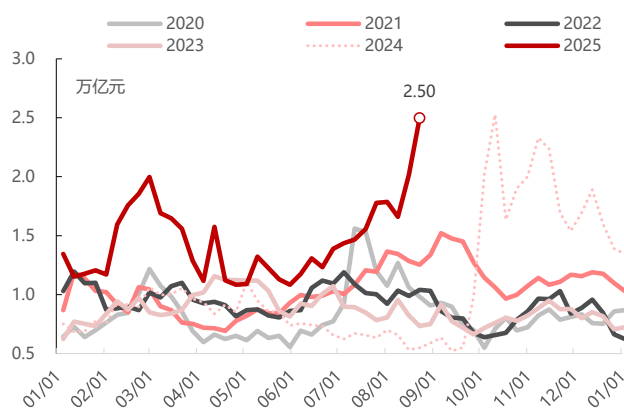
主要个股方面, 环比上周: **1) 券商:** 国泰海通+4.27%, 中信证券+3.54%, 中国银河+3.06%, 华泰证券+1.84%。**2) 保险:** 中国太保+2.72%, 中国人寿+1.37%, 中国平安+1.17%, 新华保险+0.36%。

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3: A 股日均成交额



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图2: 2024 年至今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

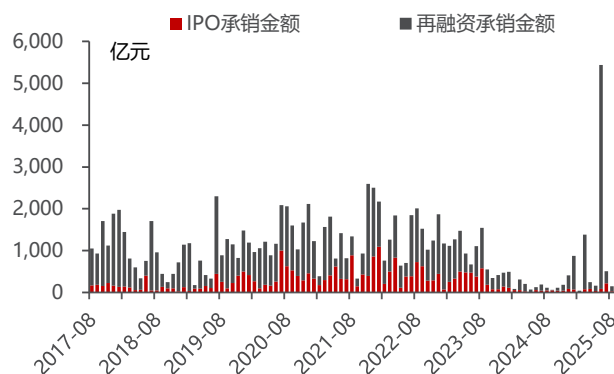
经纪业务：本周沪深两市累计成交 0.97 万亿股，成交额 14.98 万亿元，沪深两市 A 股日均成交额 2.50 万亿元，环比上周+23.84%，同比+355.41%。

投行业务：截至 2025 年 8 月 22 日，(1) 年内累计 IPO 承销规模为 592.44 亿元；(2) 再融资承销规模为 8217.54 亿元。

信用业务：(1) 融资融券：截至 8 月 22 日，两融余额 21467.71 亿元，较上周+4.07%，同比+53.62%，占 A 股流通市值 2.27%。(2) 股票质押：截至 8 月 22 日，场内外股票质押总市值为 29960.32 亿元，较上周+3.21%，同比+32.68%。

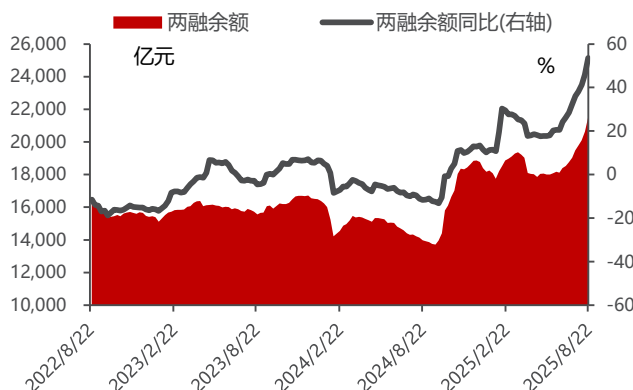
2.2 证券业务重点图表

图5：截至 8 月 22 日 IPO 与再融资承销金额规模



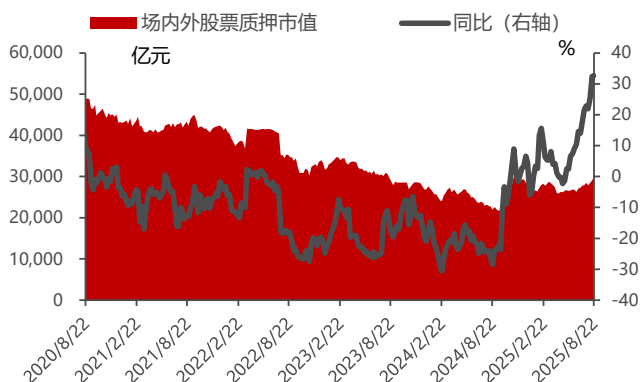
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：本周两融余额与同比增速



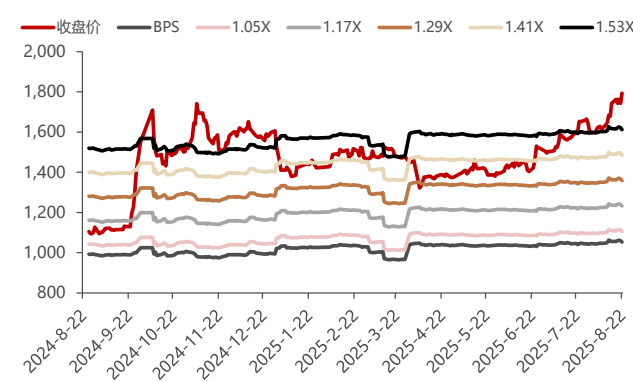
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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

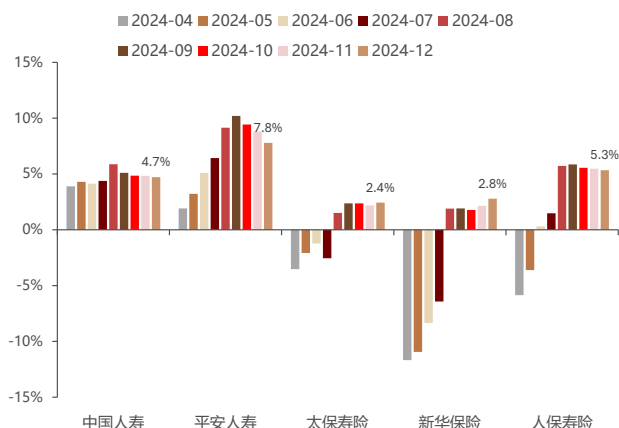
图8：券商板块市净率(PB)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

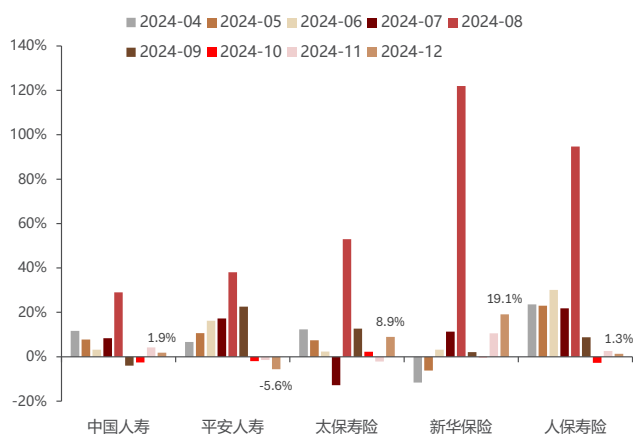
3 保险板块

图9：2024年1-12月累计寿险保费增速



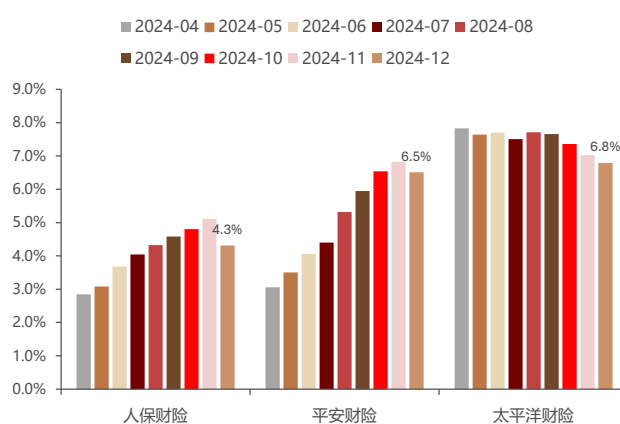
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图11：2024年12月单月寿险保费增速



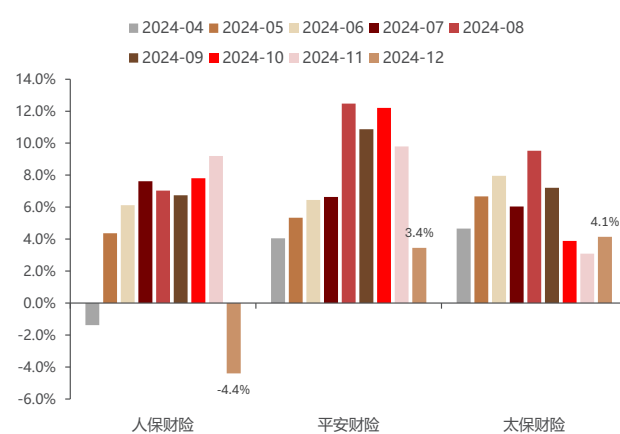
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图10：2024年1-12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12：2024年12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

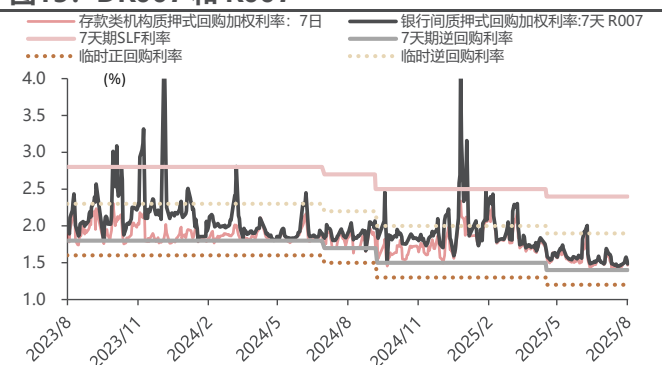
4.1 流动性概况

货币资金面：本周央行开展 2.08 万亿元逆回购操作，有 1200 亿元国库现金定存发行，同时有 7118 亿元逆回购和 2200 亿元国库现金定存到期，净投放 1.27 万亿元。本周资金利率上行，8 月 18 日-8 月 22 日银行间质押式回购利率 R001 上行 9bp 至 1.45%，R007 上行 1bp 至 1.48%，DR007 上行 2bp 至 1.47%。SHIBOR 隔夜利率上行 10bp 至 1.42%，6 个月 AAA 同业存单收益率上行 2bp 至 1.62%。

债券利率方面，本周债券收益率同样上行，1 年期国债收益率上行 1bp 至 1.38%，10 年期国债收益率上行 5bp 至 1.78%，30 年期国债收益率上行 5bp 至 2.08%。

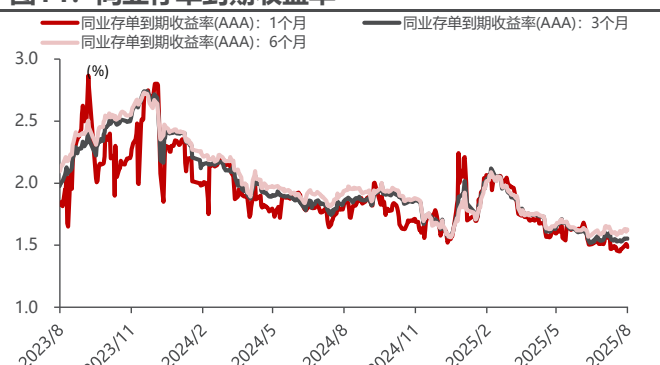
4.2 流动性重点图表

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



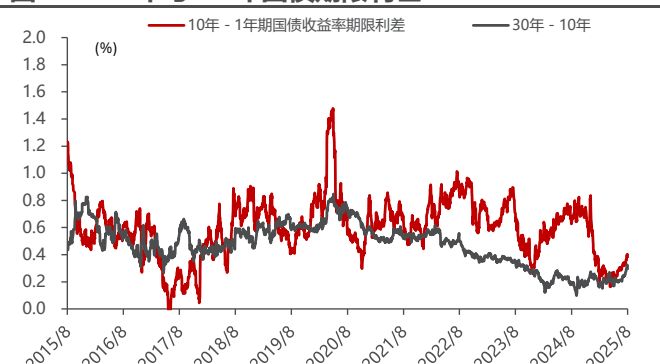
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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：上周末至本周重点公司公告与行业新闻

行业新闻			
8月22日	为贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）关于完善行业机构分类监管体系、健全服务实体经济的激励约束机制、突出“扶优限劣”、支持中小机构差异化发展特色化经营等部署，中国证监会修改了《证券公司分类监管规定》（以下简称《规定》），自2025年8月22日起实施。《规定》于6月20日起向社会公开征求意见。各方对修改思路和修改内容总体认同。中国证监会对反馈意见逐条进行了认真研究，充分吸收合理的意见，并相应修改完善《规定》。此次修改的总体思路，一是坚持目标导向。对照防风险强监管促高质量发展要求，针对性突出监管目标，校正行业机构定位、提升治理水平，发挥好监管“指挥棒”作用。二是保持总体稳定。现行证券公司分类评价制度框架总体成熟，此次修改立足局部完善、适度优化，不对既有评价体系进行重大调整。三是加强统筹协调。会同中国证券业协会梳理整合专项评价指标，避免重复报送、减轻行业负担。本次修改将标题由《证券公司分类监管规定》调整为《证券公司分类评价规定》，与以分类评价为主的规定内容相适应。主要修改内容包括：一是突出促进证券公司功能发挥。将现有评价框架调整为“风险管理能力、持续合规状况、业务发展和功能发挥状况”，并在业务加分、专项评价设置等方面突出这一导向。二是引导证券公司聚焦高质量发展。重点完善业务发展加分指标，引导证券公司提升经营质量，在引入中长期资金、财富管理等领域更好发挥专业服务能力；适当扩大重点业务加分覆盖面，鼓励中小机构立足自身禀赋探索差异化发展道路。三是突出“打大打恶”导向，强化综合惩戒。完善直接下调分类评级的适用范围，保持对重大恶性案件的震慑力度。按照“过罚相当”原则，适当提高“资格罚”纪律处分扣分分值、优化行政处罚扣分分值，合理设置扣分梯度，促进发挥多种监管手段的综合惩戒效果。四是总结前期分类评价经验，明确特殊问题的处理规则。如对涉嫌违法违规但积极申请行政执法当事人承诺、开展先行赔付的公司，适当减少扣分分值等。下一步，中国证监会将做好《规定》实施工作，持续健全行业分类监管体系，推进建设一流投资银行和投资机构，更好服务实体经济和资本市场高质量发展。 近日，中国保险资产管理业协会（以下简称“保险资管协会”）公布了2025年下半年保险资产管理业投资者信心调查结果。调查结果显示，保险机构（保险公司和保险资管机构）对下半年债券市场和A股市场的信心均有明显回升。从投资领域来看，保险机构下半年主要关注人工智能、红利资产、新质生产力、高分红高股息和创新医药等领域投资机会。市场判断方面，上述调查结果显示，55.56%的保险资管机构和47.67%的保险公司对2025年下半年债券市场持较乐观看法；52.78%的保险资管机构和55.81%的保险公司对下半年A股市场持较乐观看法。同时，从走势预期来看，52.78%的保险资管机构和59.30%的保险公司预期下半年A股市场走势将震荡上行。与去年的调查结果相比，保险机构对今年下半年投资市场的信心有明显回升。对今年下半年债券市场持较乐观看法的保险资管机构和保险公司比例分别增加13.89个百分点和2.1个百分点，对下半年A股市场持较乐观看法的保险资管机构和保险公司比例分别增加30.56个百分点和31.76个百分点。国家金融监督管理总局的相关数据和上述调查结果形成呼应。数据显示，截至今年二季度末，人身险公司股票投资余额为2.87万亿元，占其资金运用余额的8.81%，同比上升1.8个百分点；财产险公司股票投资余额为1955亿元，占其资金运用余额的8.33%，同比上升1.84个百分点。另外，板块选择方面，调查结果显示，保险机构下半年最看好的A股行业是银行、医药生物、电子和计算机等。从投资领域来看，其主要关注人工智能、红利资产、新质生产力、高分红高股息和创新医药等领域。	证监会	
8月22日		证券日报	
8月22日	为落实《中华人民共和国期货和衍生品法》《国务院办公厅转发中国证监会等部门〈关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见〉的通知》（国办发〔2024〕47号）要求，加强期货公司互联网营销活动监管，指导期货公司合规有序展业，保护期货交易参与者合法权益，证监会针对期货公司互联网营销活动出现的问题和风险隐患，制定了《期货公司互联网营销管理暂行规定》（以下简称《暂行规定》），自2025年10月9日起实施。《暂行规定》共十八条，加强对期货公司互联网营销活动的全过程监管。包括界定互联网营销活动范围、强化营销内容审核、明确营销制度与部门、加强营销人员与账号管理、加强对第三方机构的管理、加大客户保护力度、明确开展互联网营销活动过程中的禁止性行为等。前期，证监会就《暂行规定》向社会公开征求意见。各方对《暂行规定》的基本思路和主要内容基本认可。经认真研究，证监会对与《暂行规定》相关的主要意见建议予以吸收采纳。后续，证监会将做好《暂行规定》落地实施工作。	证监会	
8月22日	当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，当前形势暗示就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化可能要求调整政策。鲍威尔称，美联储对降息持开放态度。鲍威尔指出美国经济在高关税与收紧移民政策背景下仍展现韧性，但劳动力市场与经济增长已出现显著放缓。他表示，尽管通胀仍受关注，但就业市场风险上升可能使美联储在9月降息。他强调，在政策维持紧缩的背景下，经济前景及风险变化或需调整政策立场。在通胀方面，鲍威尔指出关税已推高部分商品价格，7月核心PCE物价同比上涨2.9%。他强调，关税效应可能是一次性冲击，但若通胀预期被推升，风险不可忽视。在政策立场上，鲍威尔称，美联储利率水平已较去年更接近“中性”，未来将谨慎评估风险，确保不会让一次性物价上涨演变成长期通胀问题。他重申，美联储将始终在实现最大就业和物价稳定的双重使命间保持平衡。当天，美联储还发布了修订后的《长期目标与货币政策战略声明》。修订要点包括取消“平均通胀目标制”，回归灵活通胀目标等。	央视新闻	
8月19日	财政部发布财政收支情况。1-7月，全国一般公共预算收入135839亿元，同比增长0.1%。其中，全国税收收入110933亿元，同比下降0.3%；非税收入24906亿元，同比增长2%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入58538亿元，同比下降2%；地方一般公共预算本级收入77301亿元，同比增长1.8%。国内增值税42551亿元，同比增长3%。国内消费税10213亿元，同比增长2.1%。企业所得税30566亿元，同比下降0.4%。个人所得税9279亿元，同比增长8.8%。进口货物增值税、消费税10300亿元，同比下降6.1%。关税1316亿元，同比下降6.5%。印花税2559亿元，同比增长20.7%。其中，证券交易印花税936亿元，同比增长62.5%。1-7月，全国一般公共预算支出160737亿元，同比增长3.4%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出23327亿元，同比增长8.8%；地方一般公共预算支出137410亿元，同比增长2.5%。1-7月，全国政府性基金预算收入23124亿元，同比下降0.7%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入2596亿元，同比增长8.8%；地方政府性基金预算本级收入20528亿元，同比下降1.8%，其中，国有土地使用权出让收入16950亿元，同比下降4.6%。	财政部	
重点公司公告			
8月22日	国信证券公告，收到中国证监会批复，同意国信证券发行股份购买资产注册，核准国信证券成为万和证券主要股东，	公司公告	

	核准深圳市投资控股有限公司成为万和证券实际控制人。对国信证券通过换股方式依法取得万和证券21.84亿股股份（占公司股份总数96.0792%）无异议。	
8月22日	华林证券公告，聘任姚松涛先生担任公司董事会秘书。	公司公告
8月22日	五矿资本公告，完成全资子公司五矿资本控股有限公司2025年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）发行。	公司公告
8月21日	中银证券公告，公司股东江铜股份拟减持公司股份不超过8334.00万股，不超过公司总股本的3%。	公司公告
8月21日	东北证券公告，完成2025年面向专业投资者公开发行次级债券（第四期）发行，实际发行数量为7亿元，本期债券的票面利率为2.46%。	公司公告
8月20日	东方财富公告，子公司东方财富证券向专业投资者公开发行科技创新公司债券申请获得中国证监会注册批复。	公司公告
8月20日	申万宏源公告，完成2025年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）发行，品种一发行规模人民币5亿元，期限25个月，票面利率1.80%；品种二发行规模人民币14亿元，期限3年，票面利率为1.90%。	公司公告
8月20日	江苏金租公告，2019年限制性股票股权激励计划熊先根先生限售股份解锁上市，上市股数为50.40万股。	公司公告
8月19日	广发证券公告，完成2025年面向专业投资者公开发行次级债券（第三期）（续发行）发行，最终发行面值金额为5亿元，最终发行价格为99.740元。	公司公告
8月19日	中银证券公告，公司拟以货币方式出资14亿元向中银国际投资增资，将中银国际投资注册资本增至20亿元。	公司公告
8月19日	弘业期货公告，控股股东之一致行动人汇鸿集团拟减持不超过1007.78万股公司股份，占公司总股本比例1%。	公司公告
8月18日	中信证券公告，2024年年度A股每股现金红利0.28元，股权登记日为2025年8月22日，除权（息）日为2025年8月25日。	公司公告
8月18日	国泰海通公告，2025年9月12日实施法人切换、客户及业务迁移，原海通证券客户及业务将迁移合并入国泰海通。	公司公告
8月18日	新华保险公告，2025年1-7月累计原保险保费收入为人民币1378.06亿元，同比增长23%。	公司公告
8月18日	信达证券公告，刘力一先生辞去公司第六届董事会董事及董事会下设专门委员会相应职务。	公司公告
8月18日	天风证券公告，董事会同意公司注销回购专用账户的6778.70万股股份，本次注销完成后，公司总股本预计将由101.42亿股变更为100.74亿股。	公司公告
8月18日	长城证券公告，非公开发行股票部分限售股份上市流通，解除限售股份的数量为1.15亿股，占公司总股本的2.85%。	公司公告
8月18日	国海证券公告，中国证监会核准广投金控成为公司主要股东，对广投金控依法受让公司3.08亿股股份无异议。权益变动完成后，广投金控将直接持有公司4.31亿股股份，占公司股份总数的6.75%。	公司公告
8月18日	四川双马公告，持股公司5%以上股东中信金融资产减持股份触及1%整数倍，2025年8月4日至2025年8月15日合计减持公司股份348.38万股，占本公司总股本的0.4563%。	公司公告
8月18日	四川双马公告，持股公司5%以上股东中融人寿减持股份触及1%整数倍，2025年8月4日至2025年8月18日合计减持公司股份629.99万股，占本公司总股本的0.8252%。	公司公告
8月18日	ST亚联公告，申请撤销股票交易其他风险警示，申请尚需深圳证券交易所审核。	公司公告

资料来源：证监会等，iFinD、各公司公告，民生证券研究院

6 投资建议

投资建议：

年初至今政策定调积极，财政政策更加积极，叠加货币政策适度宽松，有望持续提振市场情绪。政策鼓励保险作为中长期资金入市，权益配置有望持续扩大，举牌范围拓展至保险股，有望提升投资收益率并推动保险股价值重估，人身险预定利率调降有望降低险企负债成本。券商方面，资本市场回稳向好，市场交投活跃度保持高位，两融余额持续扩大，券商业绩修复趋势有望延续。证券公司分类评价指标修订发布，有望推动行业持续做优做强，头部券商与权益类业务具备特色的中小券商有望受益。

标的方面：

保险方面，建议重点关注阳光保险、中国太保、新华保险、中国平安、中国人寿和中国财险。证券方面，建议关注中信证券、华泰证券、国泰海通和广发证券等头部券商标的。

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 年至今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 8 月 22 日 IPO 与再融资承销金额规模.....	4
图 6: 本周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 1-12 月累计寿险保费增速.....	5
图 10: 2024 年 1-12 月累计财险保费增速.....	5
图 11: 2024 年 12 月单月寿险保费增速.....	5
图 12: 2024 年 12 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: 上周末至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。本报告清晰准确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。	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
公司评级	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
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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048