

险资举牌同业，非银板块迎来资金面和基本面共振

2025 年 08 月 17 日

► **平安举牌中国太保 H 股和中国人寿 H 股，低估值保险股价值有望重估，重视保险股机构配置力量的持续提升。**近期中国平安增持中国太保 H 股约 174 万股，增持后持有太保 H 股比例达 5.04%，同时增持中国人寿 H 股约 2.13 亿港元，增持后持有国寿 H 股比例达 5.04%，均达到举牌条件。我们认为本次举牌更多为短期财务投资行为，相关标的体现出了极低的价值投资吸引力，截至 2025 年 8 月 15 日，中国太保 H 股和中国人寿 H 股 PB 估值分别为 1.25 倍和 1.21 倍，PE (TTM) 估值分别为 7.78 倍和 5.64 倍。

► 在长端利率中枢下行、债券票息收益承压的背景下，险资需要积极扩展“类固收”资产配置，提升稳健收益来源，继银行股之后，我们认为举牌低估值、负债成本逐步降低、公司治理清晰且稳定、商业模式较好和分红水平逐步提升的保险股是保险资产配置的内在需求，有助于险企实现长期稳定回报，缓解“资产荒”，提升长期投资收益率。同时，我们认为平安举牌保险同业，也体现了头部险企的长期发展前景和投资价值受到同业认可，本次举牌后，低估值保险股标的或有望迎来更多机构资金配置，估值有望得到重估，建议重视保险股标的。

► **西南证券与东方财富发布中报，经纪收入提供有力支撑，信用业务收入同比快速增长。**8/14 西南证券发布 2025 年中报，2025 年 1-6 月公司营业总收入 15 亿元，同比+26.2%；归母净利润 4 亿元，同比+24.4%。25Q2 单季公司营业收入 9 亿元，环比+44.8%，同比+46.6%；归母净利润 2 亿元，环比-27.7%，同比+60.4%。从主要收入分项来看，上半年公司投行业务收入大幅增长 88.2%，经纪与利息收入同比增速超 20%，保持较快增速，自营收入同比增长 15.1%，但资管业务收入仍同比负增。8/15 东方财富发布上半年业绩，2025 年 1-6 月公司营业总收入 69 亿元，同比+38.7%；归母净利润 56 亿元，同比+37.3%。25Q2 单季公司营业收入 34 亿元，环比-3.3%，同比+35.4%；归母净利润 29 亿元，环比+5.1%，同比+35.7%。收入分项中，手续费（主要为经纪业务）与信用收入同比增速保持在 40%以上；营业收入（主要为基金代销）同比小幅增长，但增速较 1Q25 有所放缓；自营收入同比负增。我们认为当前券商经纪收入对券商业绩仍有较强支撑，两融规模提升或推动券商信用业务收入增长。伴随融资政策边际调整，投行收入有望持续修复。今年以来资本市场回稳向好，整体投资收益率提升，主动权益型基金业绩改善，资产管理与基金代销业务收入修复进程也有望提速。

► **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。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

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业周报 20250810：险资举牌持续，非银攻守兼备-2025/08/10
- 2.非银行业周报 20250803：回调之后，积极布局非银板块-2025/08/03
- 3.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
- 4.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
- 5.非银行业周报 20250727：保险非对称调降预定利率，持续看好非银板块-2025/07/27

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

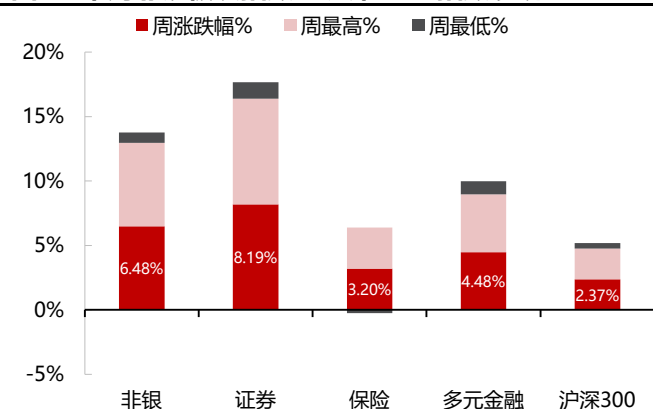
1 市场回顾

本周 (2025.08.11-2025.08.15,下同) , 宽基指数普遍上涨, 成长风格占优, 环比上周: 上证综指+1.70%, 深证成指+4.55%, 沪深 300 指数+2.37%, 创业板指数+8.58%。

非银方面, 板块全面上涨, 证券指数涨幅较高。非银金融(申万)+6.48%, 证券Ⅱ(申万)+8.19%, 保险Ⅱ(申万)+3.20%, 多元金融(申万)+4.48%。

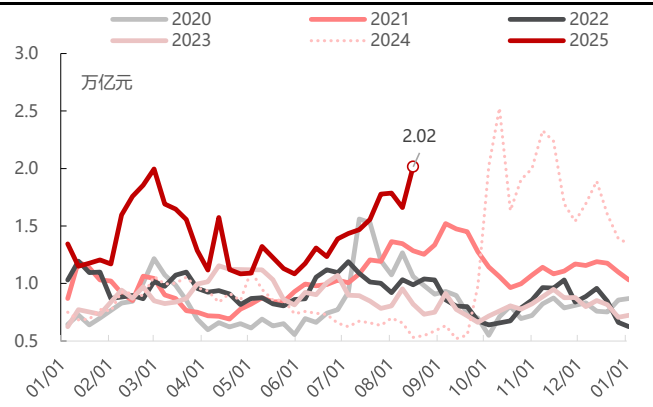
主要个股方面, 环比上周: **1) 券商**: 中信证券+7.69%, 华泰证券+7.41%, 中国银河+6.33%, 国泰海通+3.10%。**2) 保险**: 中国太保+7.59%, 新华保险+5.69%, 中国人寿+3.80%, 中国平安+2.15%。

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 股日均成交金额



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

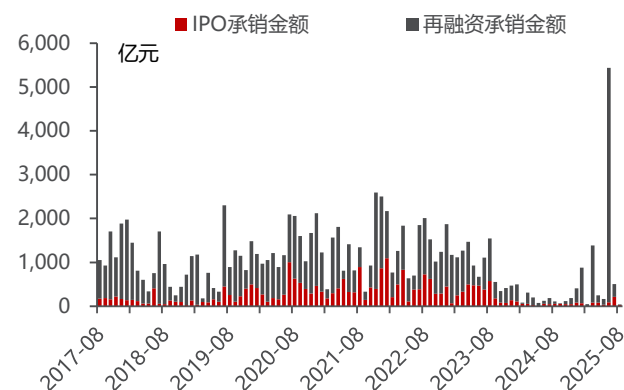
经纪业务：本周沪深两市累计成交 0.81 万亿股，成交额 12.09 万亿元，沪深两市 A 股日均成交额 2.02 万亿元，环比上周+21.39%，同比+278.35%。

投行业务：截至 2025 年 8 月 15 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 8112.95 亿元。

信用业务：(1) 融资融券：截至 8 月 15 日，两融余额 20551.94 亿元，较上周+2.27%，同比+45.32%，占 A 股流通市值 2.25%。(2) 股票质押：截至 8 月 15 日，场内外股票质押总市值为 29029.80 亿元，较上周+2.18%，同比+32.38%。

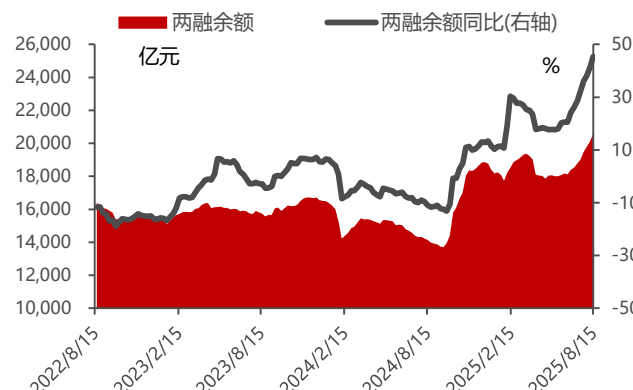
2.2 证券业务重点图表

图5：截至 8 月 15 日 IPO 与再融资承销金额规模



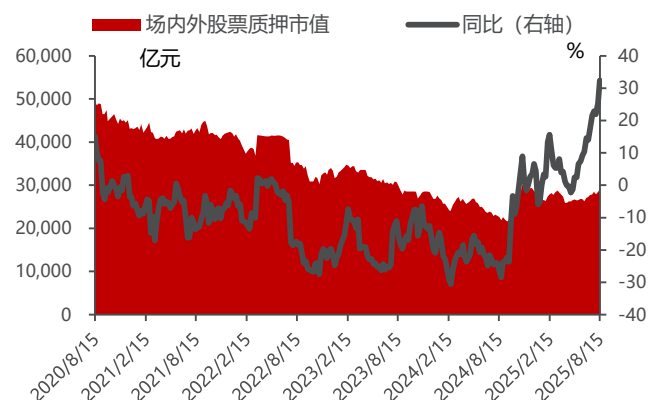
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：本周两融余额与同比增速



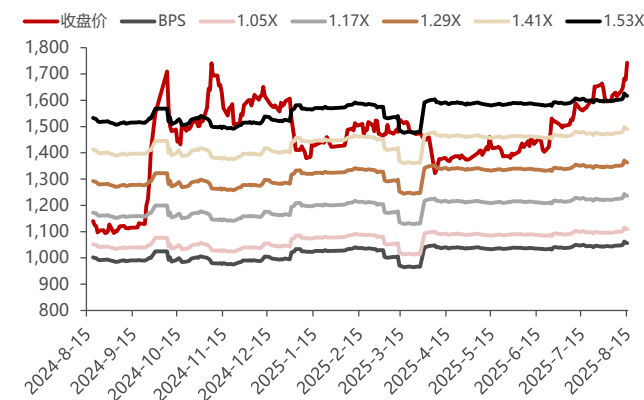
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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

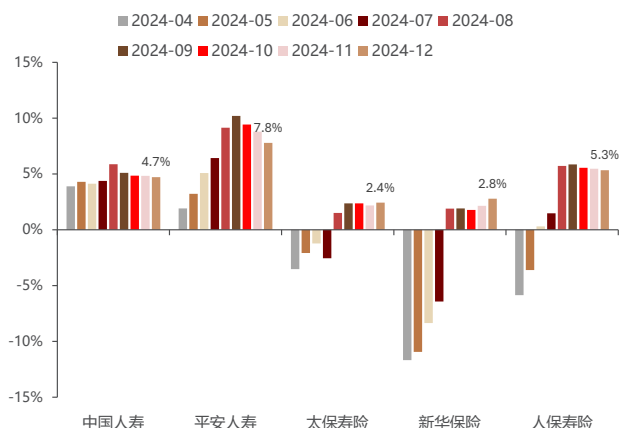
图8：券商板块市净率(PB)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

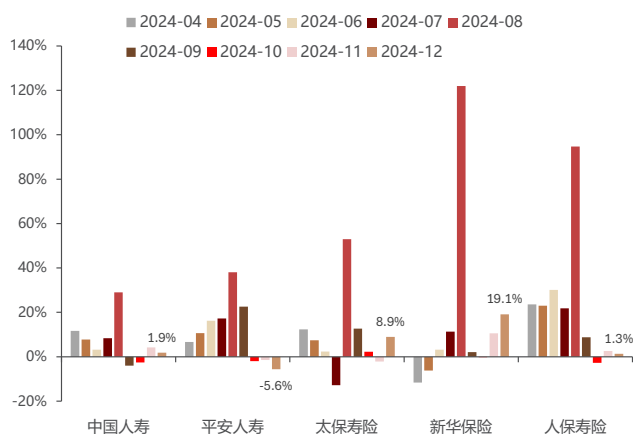
3 保险板块

图9：2024年1-12月累计寿险保费增速



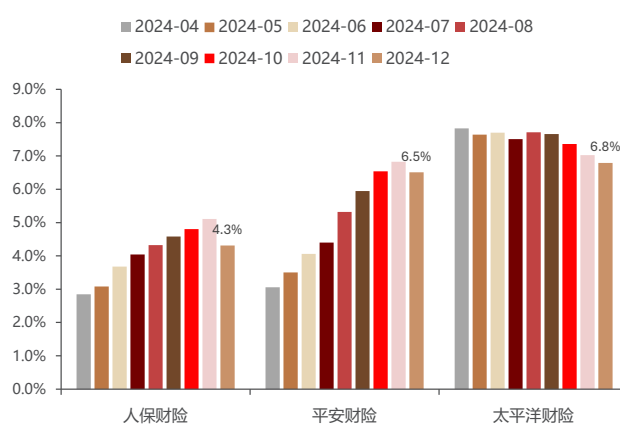
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图11：2024年12月单月寿险保费增速



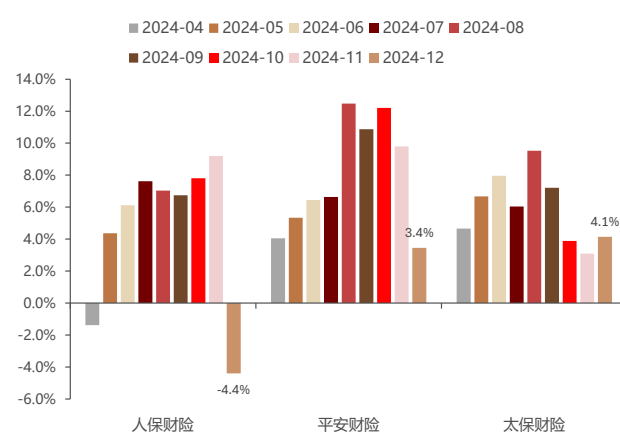
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

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

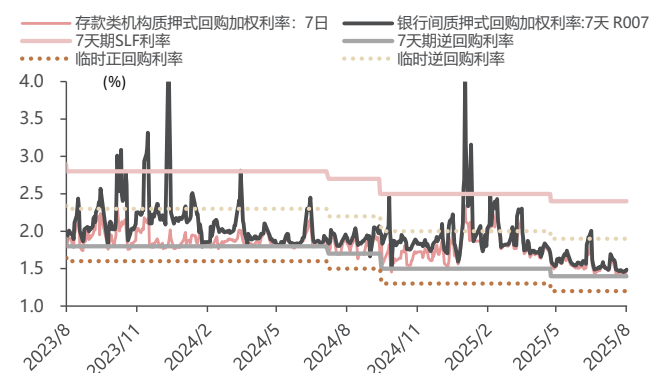
4.1 流动性概况

货币资金面：本周央行开展 7118 亿元逆回购，有 1.13 万亿元逆回购到期，净回笼 4149 亿元。本周资金利率上行，8 月 11 日-8 月 15 日银行间质押式回购利率 R001 上行 9bp 至 1.44%，R007 基本持平于 1.49%，DR007 上行 3bp 至 1.48%。SHIBOR 隔夜利率上行 8bp 至 1.40%，6 个月 AAA 同业存单收益率上行 1bp 至 1.60%。

债券利率方面，本周债券收益率普遍上行，1 年期国债收益率上行 1bp 至 1.37%，10 年期国债收益率上行 5bp 至 1.75%，30 年期国债收益率上行 10bp 至 2.05%。

4.2 流动性重点图表

图13: DR007 和 R007



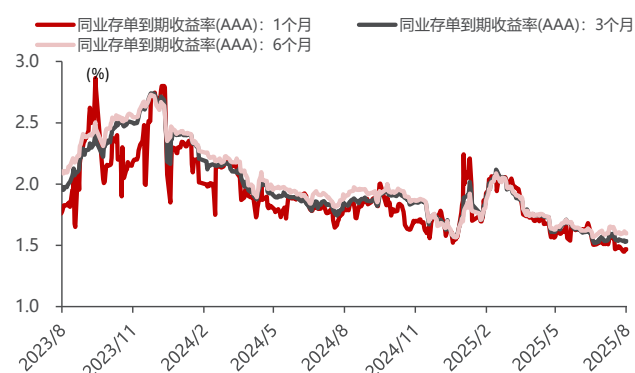
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15: 1 年、10 年与 30 年期国债收益率 (%)



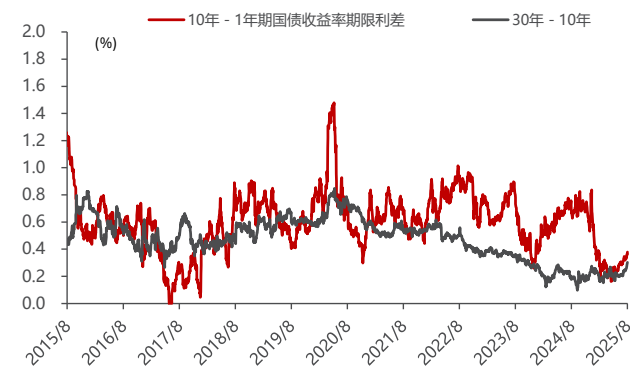
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14: 同业存单到期收益率



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15日	国家统计局发布7月经济数据。工业生产较快增长，装备制造业和高技术制造业发展较好。7月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.7%，环比增长0.38%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长5.0%，制造业增长6.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.3%。装备制造业增加值同比增长8.4%，高技术制造业增加值增长9.3%，分别快于全部规模以上工业增加值2.7和3.6个百分点。1-7月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.3%。服务业较快增长，现代服务业增势良好。7月份，全国服务业生产指数同比增长5.8%。分行业看，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，租赁和商务服务业生产指数同比分别增长11.9%、8.7%、8.0%，分别快于服务业生产指数6.1、2.9、2.2个百分点。1-7月份，全国服务业生产指数同比增长5.9%。市场销售继续增长，服务零售增长较快。7月份，社会消费品零售总额38780亿元，同比增长3.7%；环比下降0.14%。按消费类型分，商品零售额34276亿元，增长4.0%；餐饮收入4504亿元，增长1.1%。1-7月份，社会消费品零售总额284238亿元，同比增长4.8%。固定资产投资继续扩大，制造业投资增长较快。1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）288229亿元，同比增长1.6%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长5.3%。分领域看，基础设施投资同比增长3.2%，制造业投资增长6.2%，房地产开发投资下降12.0%。全国新建商品房销售面积51560万平方米，同比下降4.0%；新建商品房销售额49566亿元，下降6.5%。	国家统计局
8月15日	中国人民银行发布第二季度货币政策执行报告。报告提出，下阶段，落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的金融环境。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	中国人民银行
8月13日	中国人民银行发布金融统计数据。7月末，广义货币(M2)余额329.94万亿元，同比增长8.8%。狭义货币(M1)余额111.06万亿元，同比增长5.6%。流通中货币(M0)余额13.28万亿元，同比增长11.8%。7月末，本外币贷款余额272.48万亿元，同比增长6.7%。月末人民币贷款余额268.51万亿元，同比增长6.9%。7月末，本外币存款余额327.83万亿元，同比增长9%。月末人民币存款余额320.67万亿元，同比增长8.7%。前七个月人民币存款增加18.44万亿元。其中，住户存款增加9.66万亿元，非金融企业存款增加3109亿元，财政性存款增加2.02万亿元，非银行业金融机构存款增加4.69万亿元。初步统计，2025年7月末社会融资规模存量为431.26万亿元，同比增长9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为264.79万亿元，同比增长6.8%；委托贷款余额为11.16万亿元，同比下降0.4%；信托贷款余额为4.46万亿元，同比增长5.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为1.92万亿元，同比下降10.4%；企业债券余额为33.39万亿元，同比增长3.8%；政府债券余额为89.99万亿元，同比增长21.9%；非金融企业境内股票余额为11.94万亿元，同比增长3.2%。2025年前七个月社会融资规模增量累计为23.99万亿元，比上年同期多5.12万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加12.31万亿元，同比少增694亿元；委托贷款减少689亿元，同比多减116亿元；信托贷款增加1592亿元，同比少增1480亿元；未贴现的银行承兑汇票减少2196亿元，同比少减1243亿元；企业债券净融资1.43万亿元，同比少1849亿元；政府债券净融资8.9万亿元，同比多4.88万亿元；非金融企业境内股票融资2212亿元，同比多767亿元。	中国人民银行
8月12日	财政部有关负责人就《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》答记者问。为贯彻落实党中央、国务院关于大力提振消费、全方位扩大国内需求的决策部署，充分发挥财政政策引导带动作用，强化财政金融协同联动，降低居民消费信贷成本，更好激发消费潜力、提升市场活力，财政部会同中国人民银行、金融监管总局联合印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》（财金〔2025〕80号，以下简称《方案》）。通过实施个人消费贷款财政贴息政策，进一步强化财政金融协同联动，以“真金白银”支持居民消费，降低居民消费信贷成本，在激发居民消费潜力的同时，支持扩大内需，同此前出台的消费品以旧换新等政策，以及财政部同期出台的服务业经营主体贷款贴息政策形成“组合拳”，从需求端和供给端协同发力，加力提振消费，巩固经济持续向好发展态势。支持对象方面，为居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款中实际用于消费的部分，包括单笔5万元以下消费，以及单笔5万元及以上的家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费，基本可覆盖普通居民各类日常生活性消费以及相对支出规模较大的重点领域消费。对于单笔5万元以上的重点领域消费，以5万元消费额度为上限进行贴息。贴息利率方面，此次个人消费贷款财政贴息利率为年化1%，大体相当于目前商业银行个人消费贷款利率水平的三分之一。贴息计算基数为借款人在政策执行期内使用个人消费贷款支付的符合条件的消费汇总金额。贷款经办机构方面，《方案》规定的贷款经办机构包括全国性或跨区域的6家国有大型商业银行、12家全国性股份制商业银行，以及5家业务规模相对较大的消费金融公司等其他个人消费贷款发放机构。同时，为扩大政策覆盖面，鼓励地方财政部门结合实际情况对其他经营个人消费贷款业务的金融机构给予财政贴息支持。政策期限方面，政策实施期限1年，具体为2025年9月1日至2026年8月31日，上述期限内，符合条件的个人消费贷款可享受本贴息政策。政策到期后，可视实施效果研究延长政策期限、扩大支持范围。	财政部
8月12日	为落实中美经贸会谈共识，根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，国务院关税税则委员会发布公告，自2025年8月12日12时01分起，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》（税委会公告2025年第4号）规定的加征关税措施，在90天内继续暂停实施24%的对美加征关税税率，保留10%的对美加征关税税率。本次中美继续暂停实施部分双边加征关税，是进一步落实两国元首6月5日通话重要共识的举措，有利于实现双方各自的发展目标，有利于促进世界经济的发展与稳定。	财政部
重点公司公告		
8月15日	西部证券公告，近日收到国融证券转发的证监会批复，核准公司成为国融证券主要股东，核准陕西投资集团有限公司成为国融证券、国融基金管理有限公司、北京首创期货有限责任公司实际控制人。对西部证券依法受让国融证券11.51亿股公司股份（占公司股份总数64.5961%）无异议。	公司公告
8月15日	电投产融公告，姚敏先生因工作变动申请辞去公司第七届董事会董事、总经理、战略投资委员会委员职务。张伟冬、陈鹏先生因工作变动申请辞去公司副总经理职务。	公司公告
8月14日	中金公司公告，2024年年度A股每股现金红利0.09元，股权登记日为2025年8月21日，除权（息）日为2025年8月22日。	公司公告

	月22日。	
8月14日	国信证券公告，完成2025年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（续发行）发行，期限为3年，票面利率为2.17%，最终发行面值总额30亿元。	公司公告
8月14日	首创证券公告，2024年年度A股每股现金红利0.095元，股权登记日为2025年8月21日，除权（息）日为2025年8月22日。	公司公告
8月14日	国金证券公告，完成2025年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）发行，实际发行规模15亿元，期限3年，票面利率为1.94%。	公司公告
8月14日	西南证券公告，2024年年度A股拟每股分派现金红利0.01元。	公司公告
8月14日	海南华铁公告，公司持股5%以上股东胡丹锋先生拟减持公司股份不超过4423万股，减持比例不超过公司总股本的2.22%。	公司公告
8月14日	爱建集团公告，公司控股股东均瑶集团持有的8000万股公司股份解除质押，再质押5800万股股份，新质押股份占公司总股本3.64%。	公司公告
8月13日	中国太保公告，2025年1-7月，本公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司累计原保险保费收入为人民币1,859.62亿元，同比增长9.0%，本公司子公司中国太平洋财产保险股份有限公司累计原保险保费收入为人民币1,286.28亿元，同比增长0.8%。	公司公告
8月13日	长城证券公告，于近日撤销襄阳汉江北路证券营业部。	公司公告
8月12日	国泰海通公告，24名激励对象存在解除劳动合同或绩效考核未完全达标等情况，回购并注销78.29万股公司A股限制性股票。	公司公告
8月12日	中信建投公告，2024年年度A股每股现金红利0.165元，股权登记日为2025年8月20日，除权（息）日为2025年8月21日。	公司公告
8月12日	湘财股份公告，控股股东之一致行动人衢州发展持有的公司1.35亿公司股份解除质押后再质押，占公司总股本的4.71%。	公司公告
8月12日	西南证券公告，将于2025年8月21日（星期四）15:00-16:15举行2025年半年度业绩说明会。	公司公告
8月12日	建元信托公告，将于2025年8月22日（星期五）下午15:00-16:00举行2025年半年度业绩说明会。	公司公告
8月11日	浙商证券公告，2024年年度A股每股现金红利0.1元，股权登记日为2025年8月18日，除权（息）日为2025年8月19日。	公司公告
8月11日	中银证券公告，2024年年度A股每股现金红利0.018元，股权登记日为2025年8月18日，除权（息）日为2025年8月19日。	公司公告
8月11日	红塔证券公告，2025年8月11日，公司通过集中竞价交易方式首次回购股份221.69万股，占公司总股本的比例为0.047%。	公司公告
8月11日	南华期货公告，拟对公司全资子公司南华基金增资1亿元，南华基金注册资本将从2.5亿元增加至3.5亿元。	公司公告
8月11日	四川双马公告，公司控股股东和谐恒源拟以其持有的部分公司股票为标的，面向专业投资者非公开发行可交换公司债券，募集资金规模不超过人民币6亿元，目前已取得深交所无异议函。	公司公告
8月11日	九鼎投资公告，公司拟通过收购股权及增资方式，以人民币2.13亿元获得南京神源生53.2897%股权。	公司公告
8月10日	国信证券公告，非公开发行的4.74亿股公司股份解除限售并上市流通，占公司总股本的4.93%。	公司公告

资料来源：国家统计局等，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。

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 15 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