非银金融

2021 年 03 月 07 日

商业养老保险有望迎政策利好，继续推荐保险股

——非银金融行业周报

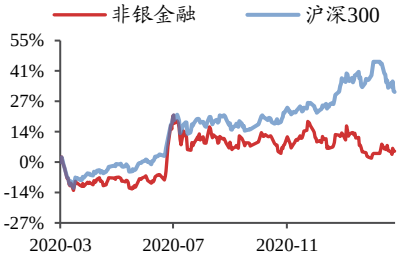
高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

吕晨雨（联系人）
lvchenyu@kysec.cn
证书编号：S0790120100011

龚思匀（联系人）
gongsiyun@kysec.cn
证书编号：S0790120110033

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《非银金融行业周报-继续推荐顺周期保险股，看好券商财富管理主线》-2021.2.28

《上市保险公司 1 月保费收入数据点评-新单改善趋势确认，资负两端向好支撑估值修复》-2021.2.23

《非银金融行业周报-看好顺周期保险机会，跨境投资放开利好头部券商》-2021.2.21

● 周观点：继续推荐顺周期低估值保险股

（1）保险在资产和负债两端均有顺周期属性，利率抬升预期延续，负债端改善确定，资产负债两端改善下，继续看好低估值保险股投资机会。“两会”提出推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险，商业养老保险未来或迎政策利好。（2）近期股市波动明显，本周新成立偏股基金近千亿，后续新发规模变化对行业成长性具有表征意义。关注券商财富管理主线机会，看好互联网财富管理龙头东方财富，以及财富管理、资产管理利润贡献较高的传统券商。

● 保险：第三支柱养老保险有望迎政策利好，继续看好顺周期低估值保险股

（1）2021年政府工作报告提及“推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险”。2018年已于上海、苏州、福建（含厦门）实施“个人税收递延型商业养老保险”，截至2020年4月，23家保险公司参与试点，累计实现保费收入3.0亿元，参保人数4.76万人。我们预计，后续在扩大试点范围以及加大税收优惠力度方面或有政策落地，有望提升养老型商业保险需求，为上市保险公司带来业务及客户增量。（2）美债收益率持续上行，全球经济复苏延续，通胀预期下，利率上行有利于保险资产收益率扩张；1月保费披露确认负债端改善趋势，在疫情低基数、保险转型深化和经济复苏的驱动下，预计上市险企2021年NBV增速有望在15%以上。（3）中长期看，目前保险行业处于保费增长的新周期起点，后续养老商业保险政策利好或推动新业务增长，需求复苏情况和保险供给端转型是目前核心关注点。资产负债两端共振，继续推荐中国太保、中国平安，受益标的新华保险。

● 券商：短融新规修订利于负债管理，关注财富管理投资主线机会

（1）本周（3月1日至3月5日）新发股票+混合型基金30只，发行份额941亿份，环比+58%，同比+101%。截至3月5日，本年累计新发股票+混合型基金244只，发行份额8099亿份，同比+188%。考虑基金供给加大、居民资产向公募基金转移，全年基金销量和保有量增长仍有望超预期。（2）政策面看，政府工作报告提及“稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制”符合预期；央行发布券商短融新规修订意见稿，与此前规定相比，区别主要在于取消发行前备案，同时将短融最长期限由91天放宽至1年。有利于证券公司灵活发行短融、适当延长负债久期，利于券商负债管理。（3）财富管理、资产管理具有高ROE、高估值属性，有望成为券商板块后续投资主线，标的方面，推荐互联网财富管理龙头东方财富，看好基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的兴业证券、广发证券和招商证券。

● 受益标的组合：

保险：中国太保，中国平安，新华保险；

券商：东方财富，广发证券、兴业证券，招商证券。

● 风险提示：股市波动对券商和保险带来不确定影响；保险负债端增长不及预期。

目 录

1、 一周观点：继续推荐顺周期低估值保险股 3
2、 市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑赢指数 4
3、 数据追踪：基金发行火热延续 4
4、 行业及公司要闻：证监会印发 2021 年度立法工作计划 6
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 本周 A 股整体下跌，非银板块跑赢指数 4
图 2： 江苏租赁和新华保险分别+3.05%/+2.38% 4
图 3： 2021 年 2 月日均股基成交额同比+0% 5
图 4： 2021 年 2 月 IPO 承销规模累计同比-31% 5
图 5： 2021 年 2 月再融资累计承销规模同比+51% 5
图 6： 2021 年 2 月券商债券承销规模累计同比+12% 5
图 7： 2 月两市日均两融余额同比+56.42% 5
图 8： 1 月上市险企单月寿险保费同比均有所改善 6
图 9： 受非车险带动，1 月单月财险保费同比略有回暖 6

表 1： 受益标的估值表 4

1、 一周观点：继续推荐顺周期低估值保险股

（1）保险在资产和负债两端均有顺周期属性，利率抬升预期延续，负债端改善确定，资产负债两端改善下，继续看好低估值保险股投资机会。“两会”提出推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险，商业养老保险未来或迎政策利好。（2）近期股市波动明显，本周新成立偏股基金近千亿，后续新发规模变化对行业成长性具有表征意义。关注券商财富管理主线机会，看好互联网财富管理龙头东方财富，以及财富管理、资产管理利润贡献较高的传统券商。

保险：第三支柱养老保险有望迎政策利好，继续看好顺周期低估值保险股

（1）2021 年政府工作报告提及“推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险”。2018 年已于上海、苏州、福建（含厦门）实施“个人税收递延型商业养老保险”，截至 2020 年 4 月，23 家保险公司参与试点，累计实现保费收入 3.0 亿元，参保人数 4.76 万人。我们预计，后续在扩大试点范围以及加大税收优惠力度方面或有政策落地，有望提升养老型商业保险需求，为上市保险公司带来业务及客户增量。（2）美债收益率持续上行，全球经济复苏延续，通胀预期下，利率上行有利于保险资产收益率扩张；1 月保费披露确认负债端改善趋势，在疫情低基数、保险转型深化和经济复苏的驱动下，预计上市险企 2021 年 NBV 增速有望在 15%以上。（3）中长期看，目前保险行业处于保费增长的新周期起点，后续养老商业保险政策利好或推动新业务增长，需求复苏情况和保险供给端转型是目前核心关注点。资产负债两端共振，继续推荐中国太保、中国平安，受益标的新华保险。

券商：短融新规修订利于负债管理，关注财富管理投资主线机会

（1）本周（3 月 1 日至 3 月 5 日）新发股票+混合型基金 30 只，发行份额 941 亿份，环比+58%，同比+101%。截至 3 月 5 日，本年累计新发股票+混合型基金 244 只，发行份额 8099 亿份，同比+188%。考虑基金供给加大、居民资产向公募基金转移，全年基金销量和保有量增长仍有望超预期。（2）政策面看，政府工作报告提及“稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制”符合预期；央行发布券商短融新规修订意见稿，与此前规定相比，区别主要在于取消发行前备案，同时将短融最长期限由 91 天放宽至 1 年。有利于证券公司灵活发行短融、适当延长负债久期，利于券商负债管理。（3）财富管理、资产管理具有高 ROE、高估值属性，有望成为券商板块后续投资主线，标的方面，推荐互联网财富管理龙头东方财富，看好基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的兴业证券、广发证券和招商证券。

受益标的组合：

保险：中国太保，中国平安，新华保险；

券商：东方财富，广发证券、兴业证券，招商证券。

表1：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2021/03/05	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
300059.SZ	东方财富	30.69	0.27	0.55	0.80	112.55	55.80	买入
601601.SH	中国太保	43.08	3.06	3.03	4.52	14.08	14.22	买入
601318.SH	中国平安	84.50	8.41	8.10	7.16	10.05	10.43	买入
000776.SZ	广发证券	16.01	0.99	1.32	1.66	16.17	12.13	未评级
601377.SH	兴业证券	8.67	0.26	0.55	0.61	33.35	15.80	未评级
600999.SH	招商证券	21.74	0.97	1.11	1.27	22.41	19.65	未评级
601336.SH	新华保险	53.33	4.67	4.42	5.39	11.42	12.08	未评级

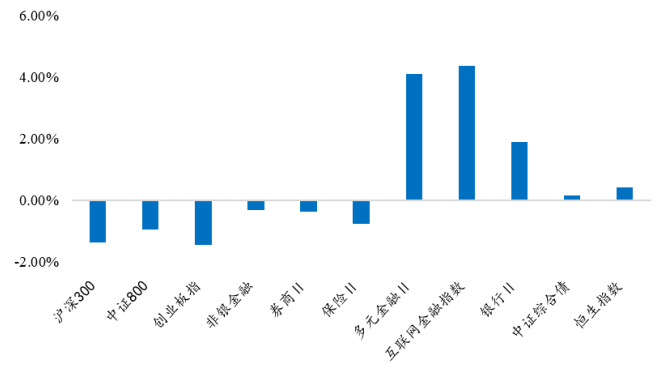
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方财富、中国太保和中国平安外，上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期。

2、 市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑赢指数

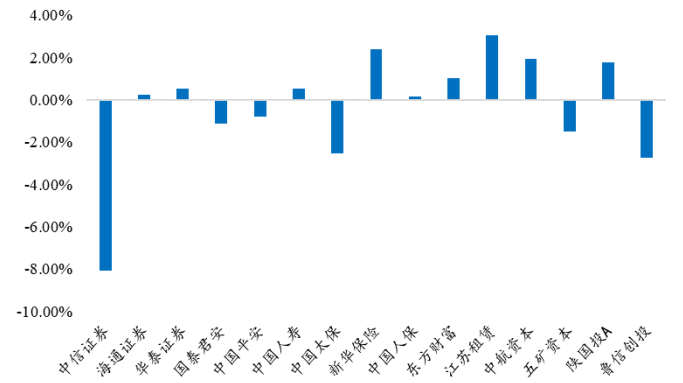
本周（3 月 1 日至 3 月 5 日）A 股整体下跌，沪深 300 指数-1.39%，创业板指-1.45%，中证综合债指数+0.15%。本周非银板块-0.33%，跑赢指数，券商和保险分别-0.36%/-0.77%。从主要个股表现看，江苏租赁和新华保险分别+3.05%/+2.38%，表现出色。

图1：本周 A 股整体下跌，非银板块跑赢指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：江苏租赁和新华保险分别+3.05%/+2.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 数据追踪：基金发行火热延续

基金发行情况：本周（3 月 1 日至 3 月 5 日）新发股票+混合型基金 30 只，发行份额 941 亿份，环比+58%，同比+101%。截至 3 月 5 日，本年累计新发股票+混合型基金 244 只，发行份额 8099 亿份，同比+188%，待审批偏股型基金增加 32 只。

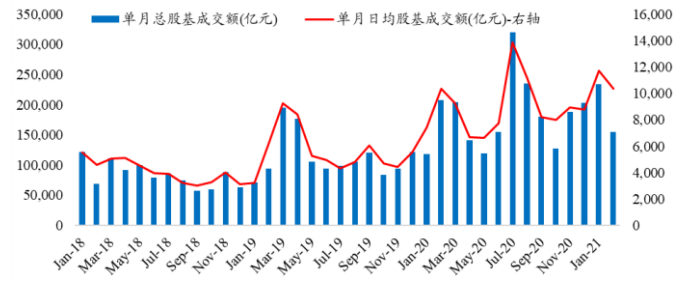
券商经纪业务：本周（3 月 1 日至 3 月 5 日）日均股基成交额为 9721 亿元，环比-14%，同比-8%；截至 3 月 5 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10945 亿元，同比+18%。

券商投行业务：截至 3 月 5 日，2021 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 525 亿/1501 亿/12728 亿，同比-24%/+59%/+7%，再融资和债券承销规模同比扩张，IPO 规模同

比下降。

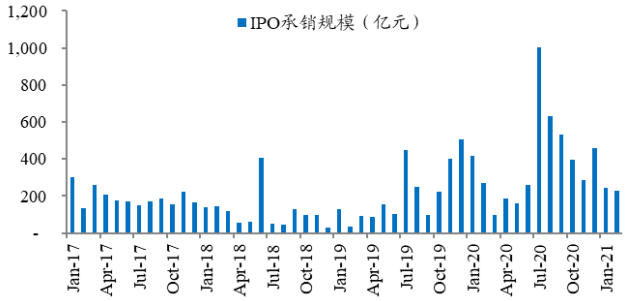
券商信用业务：截至 3 月 4 日，全市场两融余额达到 16750 亿元，较 3 月初+0.30%，两融余额占流通市值比重为 2.57%；融券余额 1424 亿，占两融比重达到 8.50%，占比略有提高。

图3：2021 年 2 月日均股基成交额同比+0%



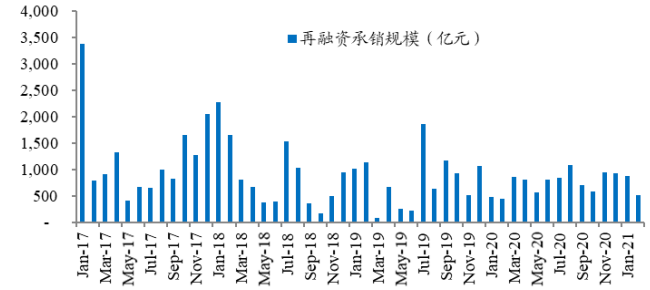
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021 年 2 月 IPO 承销规模累计同比-31%



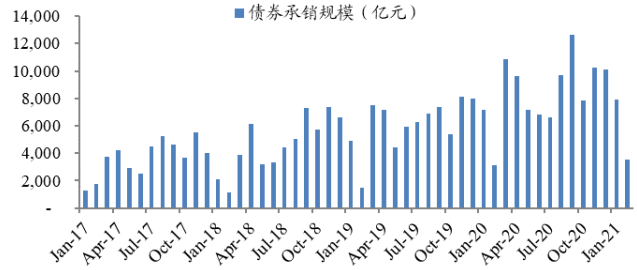
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年 2 月再融资累计承销规模同比+51%



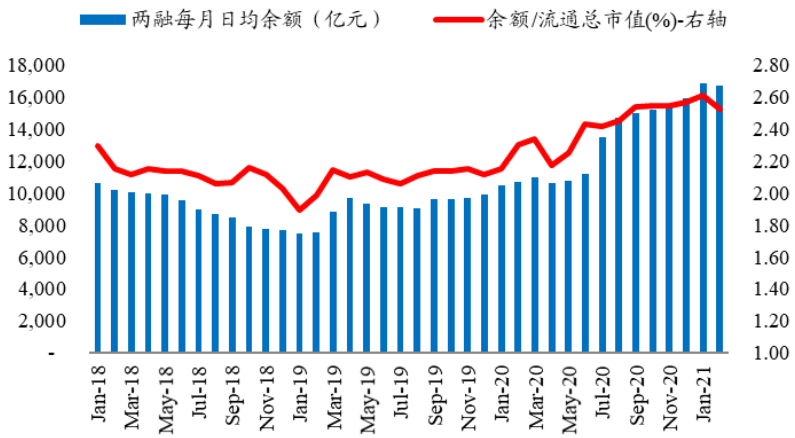
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021 年 2 月券商债券承销规模累计同比+12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2 月两市日均两融余额同比+56.42%



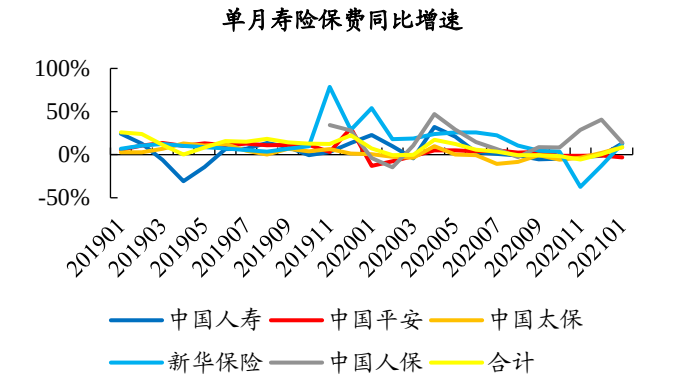
数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：1 月 5 家上市险企合计寿险保费同比+8.53%（2020 年同期

+7.37%），其中：中国人保+14.04%、中国人寿+13.13%、新华保险+12.78%、中国太保+8.79%、中国平安-3.06%。中国平安个人业务新单保费同比+31.04%，中国人保寿险及健康险业务新单保费同比+6.77%。

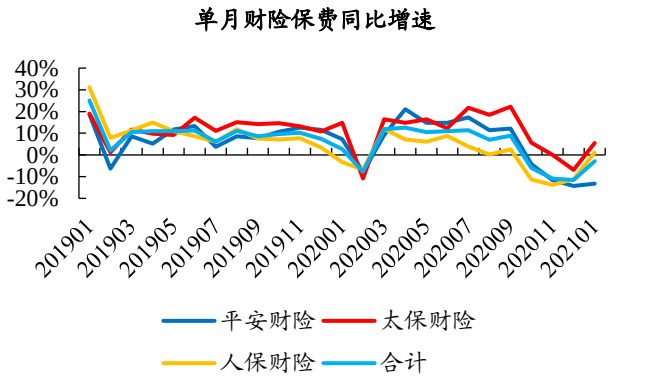
财险保费月度数据： 1 月 3 家上市险企合计财险保费收入同比为-2.87%，较 2020 年 12 月的-11.55%有所改善。其中：太保财险+5.57%、人保财险+1.15%、平安财险-13.19%；1 月人保财险与平安财险车险保费同比分别为-11.39%、-18.57%。

图8：1 月上市险企单月寿险保费同比均有所改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：受非车险带动，1 月单月财险保费同比略有回暖



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 行业及公司要闻：证监会印发 2021 年度立法工作计划

- **行业要闻：**

【证监会印发2021年度立法工作计划】财联社3月5日讯，2021年，证监会拟制定、修改的规章类立法项目合计27件，其中，列入“力争年内出台的重点项目”18件，列入“需要抓紧研究、择机出台的项目”9件。其中包括：制定《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》《证券期货行政执法当事人承诺程序规定》；修改《上市公司信息披露管理办法》《上市公司股权激励管理办法》《公司债券发行与交易管理办法》《证券市场资信评级业务管理暂行办法》。“需要抓紧研究、择机出台的项目”2件，包括：制定《证券市场程序化交易管理暂行办法》；修改《证券市场禁入规定》。（财联社）

【政府工作报告：稳步推进注册制改革 完善常态化退市机制】财联社3月5日讯，政府工作报告提出，深化财税金融体制改革。强化预算约束和绩效管理，加大预算公开力度，精简享受税费优惠政策的办理流程和手续。落实中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案。继续多渠道补充中小银行资本、强化公司治理，推进政策性银行分类分账改革，提升保险保障和服务功能。稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。金融机构要坚守服务实体经济的本分。（财联社）

【央行：证券公司短期融资券和其他短期负债工具余额之和不超过净资本的60%】财联社3月5日讯，央行就《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》公

开征求意见。意见提出，证券公司短期融资券和其他短期负债工具余额之和不超过净资本的60%，最长期限不超过1年。发行短期融资券的证券公司除各项风险指标符合监管规定外，流动性覆盖率应持续高于行业平均水平，能以合理的成本及时满足流动性需求。（财联社）

【郭树清：金融科技公司需满足资本充足率要求 过渡期最多两年】财联社3月2日讯，中国是否会要求金融科技公司满足相关的资本充足率标准？银保监会主席郭树清表示，如果金融业务是在网上开展，是互联网平台，他们办的银行也好，办的小贷公司也好，或者是消费金融公司也好，我的回答是很简单的，是的，我们要求他们必须和其他的金融机构一样，要有充足的资本。我们要求互联网平台只要做同样的金融业务，就要有同样的资本充足率。但是考虑历史的原因，给了他们一个过渡期，有的项目是到2021年底，有的是到2022年底，甚至可以研究再长一些。但是最多两年，都回到正轨上来，所有机构都要受资本约束的要求。（财联社）

【银保监会：金融杠杆率明显下降 金融资产盲目扩张得到根本扭转】财联社3月2日讯，中国银保监会周二表示，金融杠杆率明显下降，金融资产盲目扩张得到根本扭转。2017-2020年，银行业和保险业总资产年均增速分别为8.3%和11.4%，大体只有2009-2016年间年均增速的一半。金融体系内部空转的同业资产占比大幅度下降。（财联社）

【深交所发布债券质押式协议回购交易业务办法】财联社3月2日讯，深交所发布《深圳证券交易所债券质押式协议回购交易业务办法》，自2021年5月17日起施行。办法提出，回购双方应当合理商定协议回购交易要素的具体内容，不得存在误导、欺诈、市场操纵或利益输送行为。回购双方应当加强流动性风险管理和交易对手方的风险管理，合理分散交易集中度，交易前对对手方进行必要的尽职调查及准入管理，协议回购存续期持续监测对手方情况，及时采取合理措施控制风险。（财联社）

【香港财政司司长陈茂波：不排除进一步增加印花税的可能】财联社3月2日讯，香港财政司司长陈茂波表示，不排除进一步增加印花税的可能，增加印花税不会影响到香港股市的竞争力。（财联社）

【证监会决定在北京地区开展资本市场金融科技创新试点】财联社3月4日讯，证监会北京监管局3月4日公告，中国证监会决定在北京地区开展资本市场金融科技创新试点工作，根据试点工作安排，现组织开展资本市场金融科技创新试点（北京）项目征集。公告表示，试点工作接受以下类型机构进行项目申报：北京辖区证券期货经营机构；证券期货服务机构，包括基金服务业务机构、证券投资咨询机构、资信评级机构等；基金托管机构。试点机构可独立申报或多家联合申报。鼓励各类科技企业与上述申报单位联合申报，联合申报的，科技企业可作为牵头申报单位。（财联社）

【证监会原副主席姜洋：建议完善财富管理相关制度 促进资本市场投资端改革】财联社3月3日讯，全国政协委员、证监会原副主席姜洋2021年准备了关于促进资本市场投资端改革的提案。姜洋在提案中提出，财富管理是支持资本市场实现投资功能的重要业务，随着我国居民财富快速增长，居民优化资产配置、增加财产性收入

的需求日益迫切。建议有关部委深入研究发达市场的做法和经验，结合中国的法制体系，完善财富管理相关制度，进一步促进资本市场投资端改革。（财联社）

【深交所理事长王建军建议：推进证券罚没款赔先罚后机制 减轻企业股权激励税费负担】财联社3月5日讯，全国人大代表、深圳证券交易所理事长王建军2021年带来两个建议，一是建议推进证券罚没款赔先罚后机制，切实保护投资者利益；一是建议减轻企业实施股权激励税费负担。王建军表示，为进一步稳步推进注册制改革，确保证券市场长远健康发展，切实保护投资者合法权益，有必要深化落实民事赔偿责任优先原则，构建与注册制改革相适应的证券罚没款赔先罚后机制。(财联社)

【全国政协委员、原中国保监会副主席周延礼：积极探索不同类型险企的权益投资监管模式】财联社3月4日讯，全国政协委员、原中国保监会副主席周延礼表示，针对继续推进下一步保险资金运用改革，他提出五点建议。其中，要持续不断强化分类监管机制，积极探索不同类型险企的权益投资监管模式，支持险企切实服务好实体经济和资本市场稳定发展。（财联社）

- **公司公告集锦：**

招商证券：公司发布 2020 年业绩快报，预计公司 2020 年度实现归母净利润 94.92 亿元，同比+30.34%。

华安证券：公司发布 2020 年业绩快报，预计公司 2020 年度实现归母净利润 12.7 亿元，同比+14.57%。

东吴证券：公司拟以集中竞价交易方式回购 A 股股份 1940.26 万股-3880.51 万股，回购价格不超过 13.20 元/股，用于实施限制性股票股权激励计划。

国信证券：中国证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 100 亿元次级债券的注册申请。

申万宏源：公司面向专业投资者公开发行面值总额不超过人民币 150 亿元公司债券已获得中国证券监督管理委员会证监许可〔2021〕71 号文件同意注册。本期债券为本次债券的首期发行，发行规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），剩余部分自中国证监会核准发行之日起二十四个月内发行完毕。

华安证券：2021 年 3 月 1 日，中国证监会第十八届发行审核委员会 2021 年第 24 次工作会议对公司配股的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次配股申请获得审核通过。

国联证券：公司 2021 年第二次临时股东大会审议通过《关于公司符合非公开发行 A 股股票条件的议案》。

5、 风险提示

- 股市波动对券商和保险带来不确定影响；

- 保险负债端增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn