非银金融

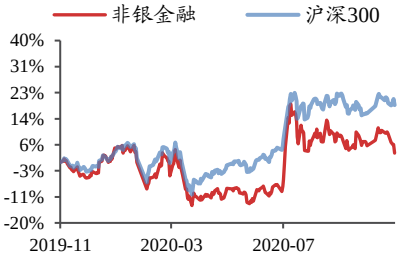
2020 年 11 月 01 日

3 季报符合预期，继续看好保险股投资机会

——非银金融行业周报

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-负债和资产两端驱动，继续看好保险股投资机会》-2020.10.25

《蚂蚁集团、京东数科和陆金所比较分析-金融科技巨头之间的角逐》-2020.10.25

《行业深度报告-寿险代理人迈向质、量时代，开门红有望超预期》-2020.10.23

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

● **周观点：非银 3 季报符合预期，继续看好保险股投资机会**

本周 3 季报全部落地，保险保费增速有所放缓、利润降幅收窄，券商净利润同比+40%，整体符合我们预期；本周金融委召开专题会议，提及依法将金融活动全面纳入监管，我们预计后续监管或针对金融科技公司出台相关监管要求。监管规范开门红对大型险企影响较小，看好 2021 年开门红保费增速改善，负债端和资产端双轮驱动下，继续看好保险板块。金融委提及全面注册制，后续全面注册制进程有望超预期，看好 3 季报高增长标的投资机会。

● **保险：监管规范开门红对大型险企影响较小，3 季报保费增速回落符合预期**

1）10 月 29 日，据 21 世纪经济报道，银保监会人身险部发布了《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》。通知要求人身险公司回归保障本源，严查捆绑销售、销售误导等六类违法行为，我们认为该政策文件主要对违规销售行为进行规范，未对产品做出限制，对规范化运作的大型上市险企影响较小。2）3 季报看，上市险企前 3 季度新单保费增速放缓符合预期，险企业务重心放在 2021 年开门红备战，当年诉求有所减弱；3 季报上市险企净利润同比降幅缩窄，得益于股市上涨带动总投资收益率回升和 2019 年税改带来的高基数影响减弱。3）整体看，上市险企提早积极布局 2021 年开门红，对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。经济复苏持续下，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，继续看好保险股投资机会。受益标的中国太保、新华保险和中国平安。

● **券商：全面推行注册制进度或超预期，3 季报符合我们预期**

1）本周金融委召开专题会议，会议强调增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。监管高层多次提及全面注册制，我们预计全面推行进度有望超预期，注册制及配套政策将持续提升券商盈利能力。2）上市券商 3 季报基本符合我们预期，35 家上市公司前 3 季度归母净利润同比+40.2%(我们预计+41%)，环比+2.7%，年化 ROE 9.3%，较中期的 9.2%略有提升，期末杠杆率 3.81 倍，较 6 月末+3%。在股市活跃度大幅提升背景下，券商业绩环比小幅增长，主要受券商主动加大减值拨备和 2 季度子公司投资收益基数较高影响。3）TOP 6 券商 PB 降至 1.55 倍，低于历史中枢，PE(TTM)估值 17.6 倍，位于历史 30%分位数。后续政策利好有望超预期，看好券商板块中盈利高增长标的投资机会。推荐国金证券和东方财富，受益标的华泰证券、中信证券、中金公司(港股)和招商证券。

● **受益标的组合：**

保险：中国太保，新华保险，中国平安。

券商：国金证券，东方财富，华泰证券，中信证券，中金公司(港股)，招商证券；

● **风险提示：**海外不确定性造成权益市场风险偏好下降；长端利率走低带来保险利差损担忧。

目　录

1、 一周观点：非银 3 季报符合预期，继续看好保险股投资机会 3
2、 市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑输指数 4
3、 数据追踪：融券余额破千亿，占两融比重持续攀升 4
4、 行业及公司要闻： 证监会将不断完善有利于鼓励长期投资的制度安排 6
5、 风险提示 9

图表目录

图 1: 本周 A 股整体下跌 ，非银板块全线跑输 4
图 2: 本周非银龙头公司下跌明显 4
图 3: 10 月日均股基成交额环比-3% 5
图 4: 2020 年 1-10 月 IPO 承销规模累计同比+135% 5
图 5: 2020 年 1-10 月再融资累计承销规模同比-13% 5
图 6: 2020 年 1-10 月券商债券承销规模累计同比+34% 5
图 7: 10 月两市日均两融余额环比增长+2% 5
图 8: 9 月上市险企单月寿险保费同比出现分化 6
图 9: 9 月上市险企单月财险保费同比回升 6

表 1: 受益标的估值表 4

1、 一周观点：非银 3 季报符合预期，继续看好保险股投资机会

本周 3 季报全部落地，保险保费增速有所放缓、利润降幅收窄，券商净利润同比+40%，整体符合我们预期；本周金融委召开专题会议，提及依法将金融活动全面纳入监管，我们预计后续监管或针对金融科技公司出台相关监管要求。监管规范开门红对大型险企影响较小，看好 2021 年开门红保费增速改善，负债端和资产端双轮驱动下，继续看好保险板块。金融委提及全面注册制，后续全面注册制进程有望超预期，看好 3 季报高增长标的投资机会。

保险：监管规范开门红对大型险企影响较小，3 季报保费增速回落符合预期

1）10 月 29 日，据 21 世纪经济报道，银保监会人身险部发布了《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》。通知要求人身险公司回归保障本源，严查捆绑销售、销售误导等六类违法行为，我们认为该政策文件主要对违规销售行为进行规范，未对产品做出限制，对规范化运作的大型上市险企影响较小。2）3 季报看，上市险企前 3 季度新单保费增速放缓符合预期，险企业务重心放在 2021 年开门红备战，当年诉求有所减弱；3 季报上市险企净利润同比降幅缩窄，得益于股市上涨带动总投资收益率回升和 2019 年税改带来的高基数影响减弱。3）整体看，上市险企提早积极布局 2021 年开门红，对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。经济复苏持续下，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，继续看好保险股投资机会。受益标的中国太保、新华保险和中国平安。

券商：全面推行注册制进度或超预期，3 季报符合我们预期

1）本周金融委召开专题会议，会议强调增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。监管高层多次提及全面注册制，我们预计全面推行进度有望超预期，注册制及配套政策将持续提升券商盈利能力。2）上市券商 3 季报基本符合我们预期，35 家上市公司前 3 季度归母净利润同比+40.2%(我们预计+41%)，环比+2.7%，年化 ROE 9.3%，较中期的 9.2%略有提升，期末杠杆率 3.81 倍，较 6 月末+3%。在股市活跃度大幅提升背景下，券商业绩环比小幅增长，主要受券商主动加大减值拨备和 2 季度子公司投资收益基数较高影响。3）TOP 6 券商 PB 降至 1.55 倍，低于历史中枢，PE(TTM)估值 17.6 倍，位于历史 30%分位数。后续政策利好有望超预期，看好券商板块中盈利高增长标的投资机会。推荐国金证券和东方财富，受益标的华泰证券、中信证券、中金公司(港股)和招商证券。

受益标的组合：

券商：东方财富，国金证券，华泰证券，中信证券，中金公司(港股)，招商证券；

保险：中国太保、新华保险和中国平安。

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
		2020/10/30	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	14.94	0.43	0.56	0.68	34.80	26.55	买入
300059.SZ	东方财富	23.38	0.27	0.61	0.87	85.74	38.38	买入
600999.SH	招商证券	20.69	0.97	1.01	1.16	21.33	20.49	未评级
600030.SH	中信证券	28.63	1.01	1.31	1.52	28.35	21.86	未评级
601688.SH	华泰证券	20.36	1.04	1.37	1.56	19.58	14.91	未评级
3908.HK	中金公司	15.65	0.99	1.22	1.43	15.80	12.86	未评级
601601.SH	中国太保	31.91	3.06	2.92	3.43	10.43	10.92	未评级
601336.SH	新华保险	64.20	4.67	4.43	5.42	13.75	14.50	未评级
601318.SH	中国平安	77.83	8.41	7.29	8.81	9.25	10.67	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

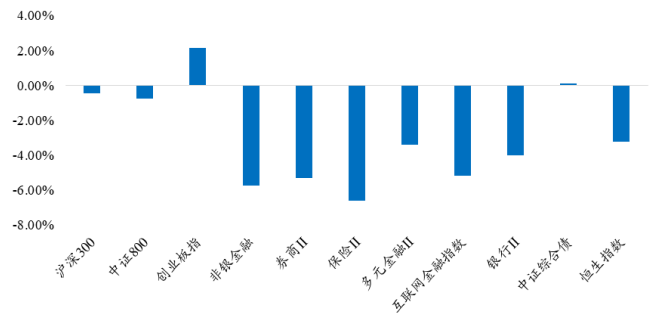
注：1）除东方财富和国金证券外，上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期；

2）2020 年 10 月 30 日，1 港币=0.87 人民币，上述股价及 EPS 数据单位均为人民币元。

2、 市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑输指数

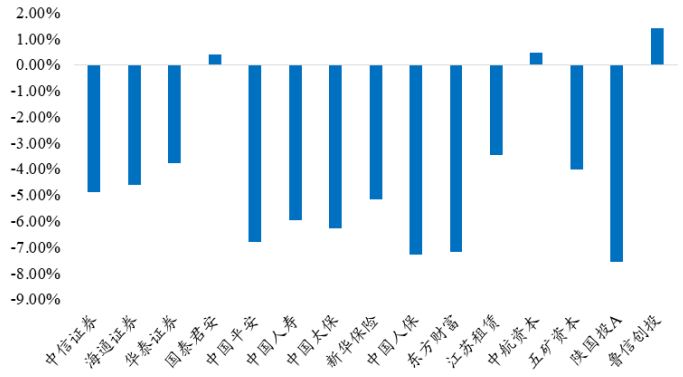
本周（10 月 26 日至 10 月 30 日）A 股整体下跌，沪深 300 指数-0.49%，创业板指+2.12%，中证综合债指数+0.11%。本周非银板块-5.75%，跑输指数。从主要个股表现看，非银个股均有所下跌，鲁信创投+1.39%，相对抗跌，中航资本和国泰君安分别+0.46%/+0.38%。

图1：本周 A 股整体下跌 ，非银板块全线跑输



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周非银龙头公司下跌明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 数据追踪：融券余额破千亿，占两融比重持续攀升

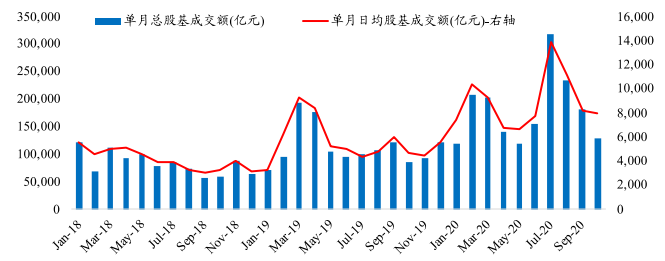
券商经纪业务：本周（10 月 26 日至 10 月 30 日）日均股基成交额为 7823 亿元，环比+5%，同比+48%；截止 10 月 30 日，两市全年累计日均股基成交额为 9051 亿元，同比+58.9%。

券商投行业务：截止 10 月 30 日，2020 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 3813 亿/6992 亿/80454 亿，同比+135%/-13%/+34%，再融资规模同比下降，IPO 及债承规模

保持同比扩张。

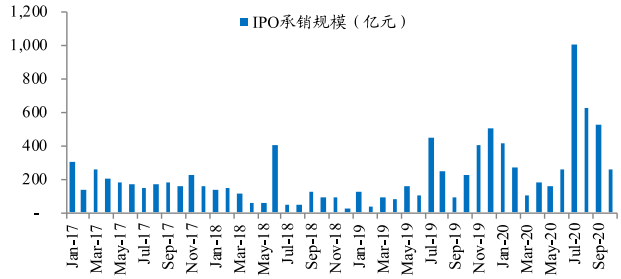
券商信用业务：截止 10 月 29 日，全市场两融余额达到 15261 亿元，较 10 月初+3.7%，两融余额占流通市值比重为 2.55%；融券余额 1036 亿，占两融比重达到 6.79%，融券规模破千亿，占比持续攀升。

图3：10 月日均股基成交额环比-3%



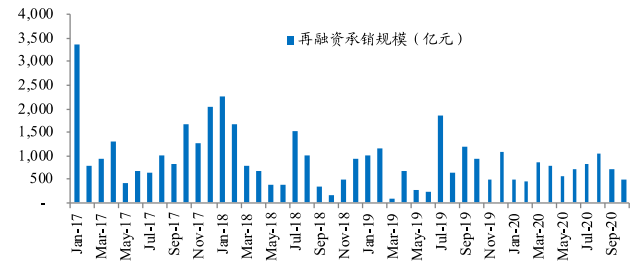
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年 1-10 月 IPO 承销规模累计同比+135%



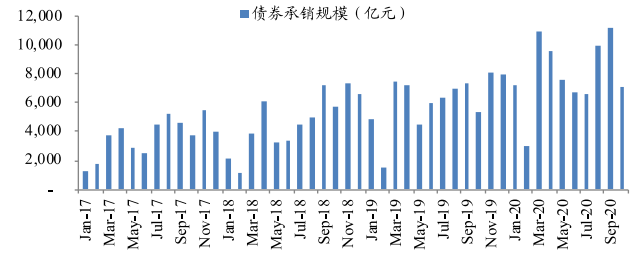
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年 1-10 月再融资累计承销规模同比-13%



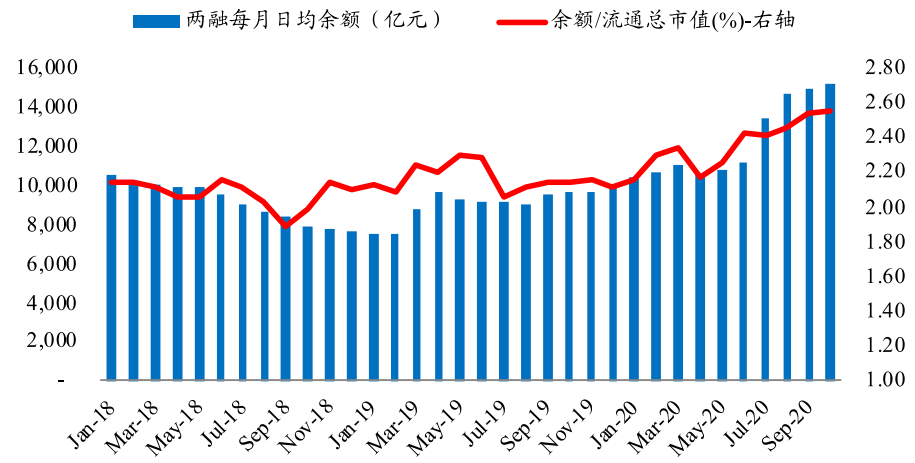
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年 1-10 月券商债券承销规模累计同比+34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：10 月两市日均两融余额环比增长+2%

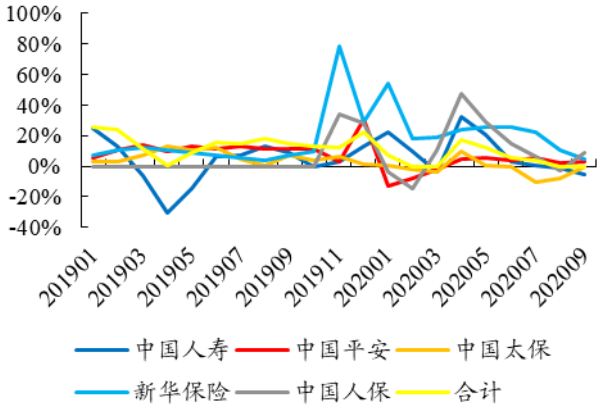


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：1-9 月 5 家上市险企年累计寿险保费同比增速为+4.79%，增速有所放缓，其中：新华保险+24.50%、中国人寿+9.38%、中国人保+3.72%、中国太保-1.63%、中国平安-2.64%。9 月单月寿险保费收入同比增速为-0.50%，同比收窄，其中：中国人保+8.53%、新华保险+4.53%、中国平安+1.12%、中国太保-0.53%、中国人寿-5.58%。

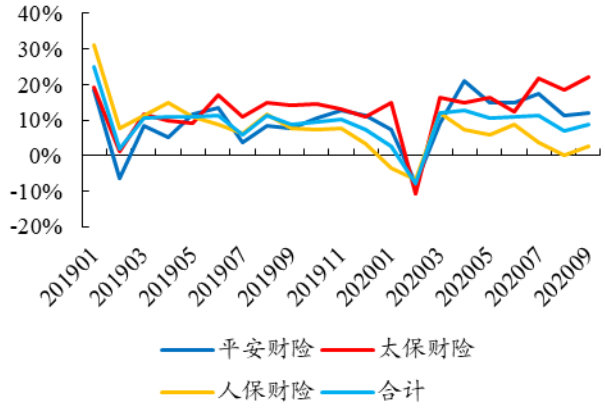
财险保费月度数据：1-9 月 3 家上市险企累计财险保费收入同比+7.93%，较 1-8 月的+7.81%微幅上升，其中：太保财险+14.86%、平安财险+11.49%、人保财险+3.74%；9 月单月 3 家财险合计保费同比+8.95%，较 8 月的+6.99%有所提升，其中：太保财险+22.24%、平安财险+12.15%、人保财险+2.62%。

图8：9 月上市险企单月寿险保费同比出现分化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：9 月上市险企单月财险保费同比回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 行业及公司要闻： 证监会将不断完善有利于鼓励长期投资的制度安排

- **行业要闻：**

【金融委：全面实行股票发行注册制 建立常态化退市机制】财联社10月31日讯，31日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，会议强调，增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。推进金融双向开放。完善现代金融监管体系，加强制度建设，提高金融监管透明度和法治化水平，完善存款保险制度。坚决整治各种金融乱象，对各类违法违规行为“零容忍”。积极稳妥防范化解金融风险，坚决维护金融稳定，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。（财联社）

【金融委：依法将金融活动全面纳入监管 有效防范风险】财联社10月31日讯，31日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，会议指出，当前金融科技与金融创新快速发展，必须处理好金融发展、金融稳定和金融安全的关系。要落实五中全会精神，坚持市场化、法治化、国际化原则，尊重国际共识和规则，正确处理好政府与市场的关系。既要鼓励创新、弘扬企业家精神，也要加强监管，依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险。（财联社）

【中基协陈春艳：至2020年二季度并购基金管理规模达1.6万亿元】财联社10月31日讯，今天，第六届中国并购基金年会在苏州举行。中国证券投资基金业协会秘书长陈春艳出席并发表演讲。陈春艳表示，并购基金在无论是机构还是管理规模都得到了稳定的增长，从二季度数据来看并购基金机构的数量已经达到了2484家，管理规模达到1.6万亿元。在目前这样一个经济背景下我们的基金数量同比增长了2%，规模增长了8%。（财联社）

【三个“新”贯穿经济发展主线 资本市场撬动发展新动能】财联社10月31日讯，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的核心要义体现在三个“新”上，就是新发展阶段、新发展理念、新发展格局。三个“新发展”赋予了资本市场新的时代使命，资本市场通过发挥“枢纽作用”，能够为中国经济的新征程撬动更强大的发展新动能。（财联社）

【上交所：推动设立科创板并试点注册制改革做优做强】财联社 10 月 30 日讯，上交所党委组织召开党委理论中心组学习会议，专题学习贯彻党的十九届五中全会精神。下一步，上交所党委将深入领会全会的时代精神，坚持错位发展、适度竞争原则，推动设立科创板并试点注册制改革做优做强；保持改革劲头不松懈，以注册制、退市、长期资金引入等关键制度改革，引导资本要素形成集聚效应，推动科技自主创新力量崛起；坚持市场化法治化国际化方向，不断构建内在协调、简明好用的交易所基础制度规则体系，夯实资本市场发展基石；全面提高上市公司质量，强化市场基本盘；不断丰富资本供给工具箱，稳步推动基础设施领域公募 REITs 试点落地。（财联社）

【深交所：持续提升市场功能 促进科技、资本和实体经济高水平循环】财联社 10 月 30 日讯，深交所党委认真学习贯彻党的十九届五中全会精神，会议强调，扎实推进重点改革任务。聚焦服务实体经济，扛起支持科技创新责任，持续巩固创业板改革成效，扎实推进落实全面深化资本市场改革各项任务和先行示范区首批授权事项清单，持续提升市场功能，促进科技、资本和实体经济高水平循环，更好服务粤港澳大湾区和先行示范区建设。对照全会精神和“十四五”时期发展目标要求，研究谋划实施好深交所战略发展规划，加快建设优质创新资本中心和世界一流交易所。（财联社）

【证监会集中修改、废止部分证券期货制度文件】财联社 10 月 30 日讯，证监会发布《关于修改、废止部分证券期货规章的决定》《关于修改、废止部分证券期货制度文件的决定》，对 5 件规章、27 件规范性文件、38 件其他制度文件进行集中“打包”修改、废止。下一步，证监会将继续本着应修尽修、应废尽废、应规范尽规范、应立尽立的原则，进一步深入推动证券期货规章制度系统性清理工作，完善资本市场基础制度，更好地保障资本市场深化改革发展。（财联社）

【证监会：把支持科技创新放在更加突出位置 助力打好关键核心技术攻坚战】财联社 10 月 30 日讯，今日，证监会分别召开党委会和党委理论中心组扩大学习会，传达学习党的十九届五中全会精神，研究部署全系统学习宣传贯彻工作。会议强调，把支持科技创新放在更加突出位置，加快建成优质创新资本中心，更好发挥科创板、创业板、新三板、私募股权投资基金支持创新的功能作用，完善市场化激励约束机制，引导各类创新要素集聚，助力打好关键核心技术攻坚战。（财联社）

【证监会：提高直接融资比重 不断完善有利于鼓励长期投资的制度安排】财联社 10 月 30 日讯，今日，证监会分别召开党委会和党委理论中心组扩大学习会，会议指出，着眼于提高直接融资比重，加快完善多层次资本市场体系，进一步畅通直接投融资入口，不断完善有利于扩大直接融资、鼓励长期投资的制度安排。（财联社）

【股转公司：推动转板制度尽快落地 研究推出精选层再融资制度】财联社 10 月 30 日讯，全国股转公司于 10 月 27 日、29 日分别在北京和南京举办了首期精选层公司高管座谈交流活动。下一步，全国股转公司将在落实和巩固好改革既有成果的基础上，持续推进改革创新，推动转板制度尽快落地，稳步推进混合交易、融资融券等业务落地，推动存量公募基金、社保、保险、境外合格投资者等长期资金入市，研究推出精选层再融资制度，完善可转债、优先股等制度工具，提高市场各方的获得感，增强市场活力。（财联社）

【股转公司发布 QFII、RQFII 证券交易实施细则】财联社 10 月 30 日讯，全国股转公司发布《全国中小企业股份转让系统合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则》，自 2020 年 11 月 1 日起施行。合格境外投资者可以投资在全国股转系统挂牌交易的股票、债券等证券，合格境外投资者可以参与全国股转系统股票、债券等证券发行的申购。除另有规定外，合格境外投资者不得投资两网及退市公司股票。（财联社）

【深交所修订发布 QFII、RQFII 实施细则 进一步推动资本市场高水平开放】财联社 10 月 30 日讯，深交所发布《深圳证券交易所合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则（2020 年修订）》，自 2020 年 11 月 1 日起施行。本次修订主要包括：一是扩大投资范围。新增允许合格境外投资者投资存托凭证、股票期权、政府支持债券等，允许参与债券回购、融资融券、转融通证券出借交易，丰富合格境外投资者资产配置和风险管理手段。二是完善持股比例披露及超比例减持安排。将外资持股比例披露指标由 26%调整至 24%；优化外资合计持股超过 30%时的减持安排等。三是便利投资运作。取消合格境外投资者可委托证券公司的数量限制，明确合格境外投资者协议转让及非交易过户的办理要求。（财联社）

- **公司公告集锦：**

中信证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入419.95亿元，同比+28.13%，归母净利润126.61亿，同比+20.32%，加权平均净资产收益率7.17%。

华泰证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入243.36亿元，同比+37.10%，归母净利润88.39亿，同比+37.24%，加权平均净资产收益率7.04%。

国金证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入47.28亿元，同比+62.82%，归母净利润15.65亿，同比+78.41%，加权平均净资产收益率7.31%。

国泰君安：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入257.37亿元，同比+24.98%，归母净利润89.52亿，同比+36.75%，加权平均净资产收益率6.89%。

招商证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入179.03亿元，同比+38.79%，归母净利润72.71亿，同比+50.74%，加权平均净资产收益率8.71%。

海通证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入282.54亿元，同比+10.61%，归母净利润85.02亿，同比+15.12%，加权平均净资产收益率6.42%。

申万宏源：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入214.79亿元，同比+30.80%，归母净利润65.29亿，同比+37.26%，加权平均净资产收益率7.63%。

广发证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入214.12亿元，同比+23.36%，归母净利润81.40亿，同比+44.95%，加权平均净资产收益率8.65%。

国信证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入140.0亿元，同比+41.89%，归母净利润54.74亿，同比+46.58%，加权平均净资产收益率9.43%。

方正证券：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入57.25亿元，同比+15.25%，归母净利润14.82亿，同比+37.90%，加权平均净资产收益率3.78%。

中国太保：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入3419.2亿元，同比+9.9%，归母净利润196.48亿，同比-14.3%，加权平均净资产收益率9.8%。

中国人保：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入4530.65亿元，同比+6.9%，归母净利润187.36亿，同比-12.3%，加权平均净资产收益率10.4%。

中国人寿：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入6915.71亿元，同比+10.8%，归母净利润470.78亿，同比-18.4%，加权平均净资产收益率11.43%。

新华保险：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入1697.72亿元，同比+27.8%，归母净利润111.05亿，同比-14.6%，加权平均净资产收益率12.36%。

中国平安：公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入9170.70亿元，同比+2.7%，归母净利润1030.41亿，同比-20.5%，加权平均净资产收益率14.8%。

中国平安：陆金所控股的美国存托股份已获批准在纽约证券交易所上市，并将于2020年10月30日（纽约时间）开始交易，其发行的最终发售价为每股美国存托股份13.50美元。

长城证券：公司董事会选举张巍担任公司董事会董事长，选举周朝晖担任公司董事会副董事长，聘任李翔先生担任公司总裁。

中泰证券：公司同意李峰先生正式任职公司董事后担任公司第二届董事会董事长并担任公司法定代表人。

5、 风险提示

- 海外不确定性造成权益市场风险偏好下降；
- 长端利率走低带来保险利差损担忧。

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（underperform）	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（underperform）	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