非银金融

2020 年 10 月 25 日

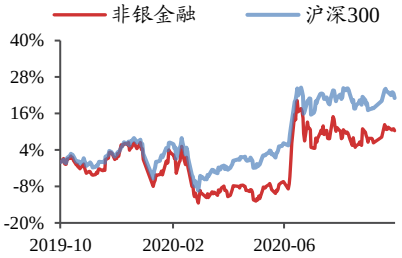
负债和资产两端驱动，继续看好保险股投资机会

——非银金融行业周报

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

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

《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

《行业点评报告-平安、太保保费增速持续改善，险企提前布局开门红》-2020.10.19

《非银金融行业周报-看好保险开门红，全面注册制提速利好券商》-2020.10.18

● **周观点：负债端和资产端共振，继续看好保险股投资机会**

上市险企积极备战开门红，目前预售情况良好，我们预计 2021 年开门红保费增速有望超预期，国债收益率持续上行，保险负债端和资产端双轮驱动，继续看好保险板块投资机会。本周证监会副主席李超表态全市场推行注册制条件已经逐步具备，我们预计后续全面注册制进程以及配套制度落地时间有望超预期，证券行业全面受益，看好 3 季报高增长标的投资机会。

● **保险：看好开门红超预期，负债和资产两端共振驱动估值修复**

1）上市险企积极备战 2021 年开门红，中国太保和中国人寿先后于 10 月开售开门红主打产品，我们预计产品销售情况超预期，中国平安预计在 11 月 1 日开售开门红产品。整体看，上市险企提早积极布局开门红，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。2）经济复苏持续，央行表态货币政策稳健中性，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，开门红保费增速有望超预期，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，关注政策催化**

1）证监会副主席李超 10 月 22 日在 2020 金融街论坛年会上表示：“全市场推行注册制条件已经逐步具备，下一步证监会将保持定力、循序渐进、扎实稳妥办好注册制改革这件大事，研究制定全市场推行注册制的实施方案”。我们预计全面注册制推行进程有望超预期，后续包括中长期资金引入、两融标的扩容、交易制度改善等配套制度优化方案也有望加快落地，券商经纪、投行、直投、资金型业务全面受益。2）券商 3 季报临近，我们预计上市券商前 3 季度净利润同比+41%，年化 ROE 升至 9.5%，头部券商及差异化优势明显券商 3 季报有望超预期。3）目前券商板块估值已回落至历史中枢，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：负债端和资产端共振，继续看好保险股投资机会 3
2、 市场回顾：A 股整体下跌，保险板块逆势上涨 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：证监会研究制定全市场推行注册制的实施方案 6
5、 风险提示 9

图表目录

图 1： 本周 A 股整体下跌 ，保险板块有所上涨 4
图 2： 中国太保和中国人保涨幅较大 4
图 3： 9 月日均股基成交额环比-27% 5
图 4： 2020 年 1-9 月 IPO 承销规模累计同比+154% 5
图 5： 2020 年 1-9 月再融资累计承销规模同比-8% 5
图 6： 2020 年 1-9 月券商债券承销规模累计同比+33% 5
图 7： 9 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：负债端和资产端共振，继续看好保险股投资机会

上市险企积极备战开门红，目前预售情况良好，我们预计 2021 年开门红保费增速有望超预期，国债收益率持续上行，保险负债端和资产端双轮驱动，继续看好保险板块投资机会。本周证监会副主席李超表态全市场推行注册制条件已经逐步具备，我们预计后续全面注册制进程以及配套制度落地时间有望超预期，证券行业全面受益，看好 3 季报高增长标的投资机会。

保险：看好开门红超预期，负债和资产两端共振驱动估值修复

1）上市险企积极备战 2021 年开门红，中国太保和中国人寿先后于 10 月开售开门红主打产品，我们预计产品销售情况超预期，中国平安预计在 11 月 1 日开售开门红产品。整体看，上市险企提早积极布局开门红，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。2）经济复苏持续，央行表态货币政策稳健中性，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，开门红保费增速有望超预期，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，关注政策催化

1）证监会副主席李超 10 月 22 日在 2020 金融街论坛年会上表示：“全市场推行注册制条件已经逐步具备，下一步证监会将保持定力、循序渐进、扎实稳妥办好注册制改革这件大事，研究制定全市场推行注册制的实施方案”。我们预计全面注册制推行进程有望超预期，后续包括中长期资金引入、两融标的扩容、交易制度改善等配套制度优化方案也有望加快落地，券商经纪、投行、直投、资金型业务全面受益。2）券商 3 季报临近，我们预计上市券商前 3 季度净利润同比+41%，年化 ROE 升至 9.5%，头部券商及差异化优势明显券商 3 季报有望超预期。3）目前券商板块估值已回落至历史中枢，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
		2020/10/23	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	15.84	0.43	0.56	0.68	36.89	28.15	买入
300059.SZ	东方财富	25.19	0.27	0.61	0.87	92.38	41.36	买入
600999.SH	招商证券	22.18	0.97	1.00	1.14	22.87	22.15	未评级
600030.SH	中信证券	30.10	1.01	1.32	1.52	29.80	22.82	未评级
601688.SH	华泰证券	21.16	1.04	1.36	1.55	20.35	15.58	未评级
3908.HK	中金公司	16.34	0.99	1.22	1.43	16.50	13.42	未评级
601601.SH	中国太保	34.04	3.06	2.93	3.43	11.12	11.63	未评级
601336.SH	新华保险	67.70	4.67	4.58	5.52	14.50	14.78	未评级
601318.SH	中国平安	83.50	8.41	7.54	9.23	9.93	11.07	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

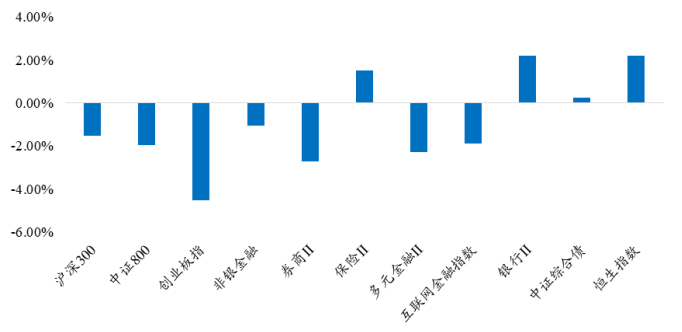
注：1）除东方财富和国金证券外，上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期；

2）2020 年 10 月 23 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，保险板块逆势上涨

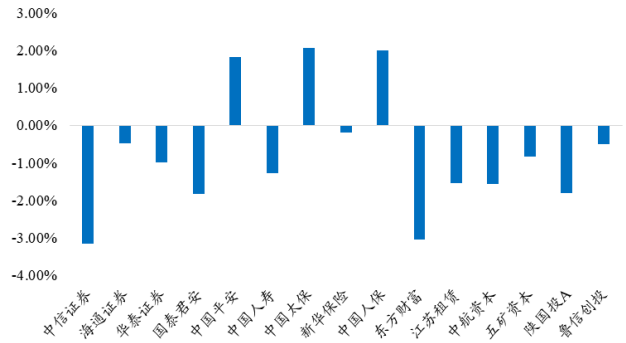
本周(10 月 19 日至 10 月 23 日)A 股整体下跌，沪深 300 指数-1.53%，创业板指-4.54%，中证综合债指数+0.23%。本周非银板块-1.04%，跑赢指数，保险板块+1.49%，有所上涨。从主要个股表现看，保险个股涨幅较大，中国太保、中国人保和中国平安分别+2.1%/+2.0/+1.8%。

图1：本周 A 股整体下跌 ，保险板块有所上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：中国太保和中国人保涨幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

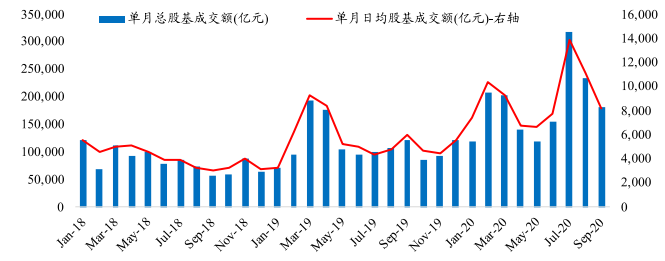
3、 数据追踪：融券余额破千亿，占两融比重持续攀升

券商经纪业务：本周（10 月 19 日至 10 月 23 日）日均股基成交额为 7434 亿元，环比-15%，同比+77%；截止 10 月 23 日，两市全年累计日均股基成交额为 9082 亿元，同比+59.1%。

券商投行业务：截止 10 月 16 日，2020 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 3707 亿/6763 亿/70900 亿，同比+159%/-14%/+33%，再融资规模同比下降，IPO 及债承规模保持同比扩张。

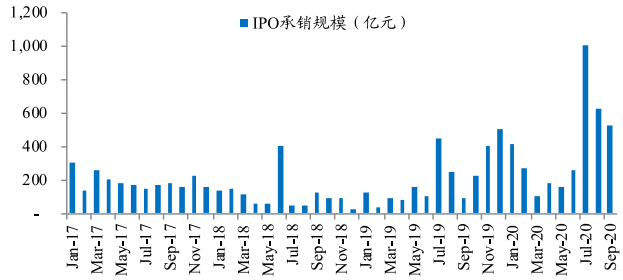
券商信用业务：截止 10 月 22 日，全市场两融余额达到 15294 亿元，较 10 月初+3.9%，两融余额占流通市值比重为 2.54%；融券余额 1002 亿，占两融比重达到 6.55%，融券规模破千亿，占比持续攀升。

图3：9 月日均股基成交额环比-27%



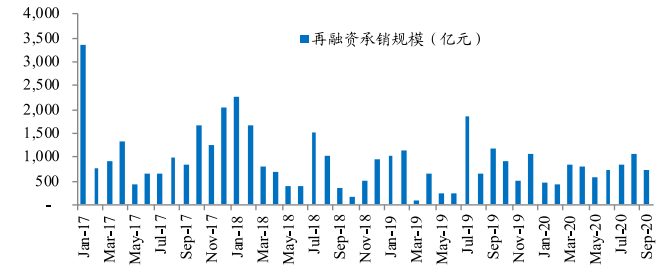
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年 1-9 月 IPO 承销规模累计同比+154%



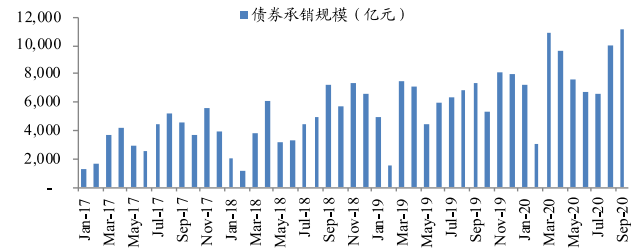
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年 1-9 月再融资累计承销规模同比-8%



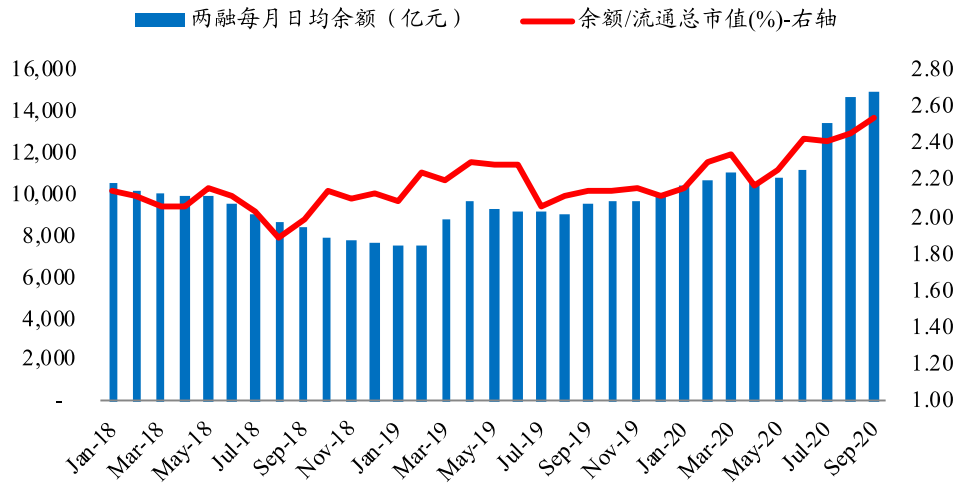
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年 1-9 月券商债券承销规模累计同比+33%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：9 月两市日均两融余额环比增长+2%

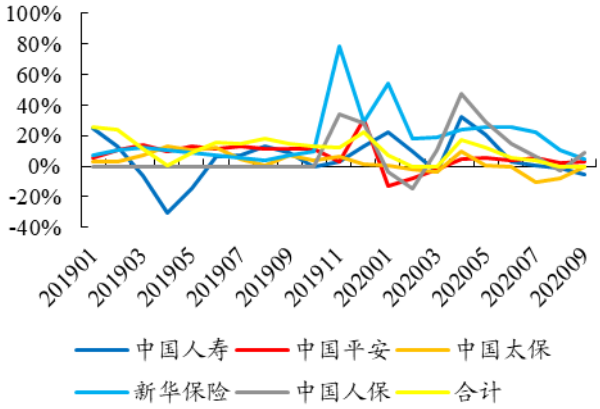


数据来源：Wind、开源证券研究所

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%。

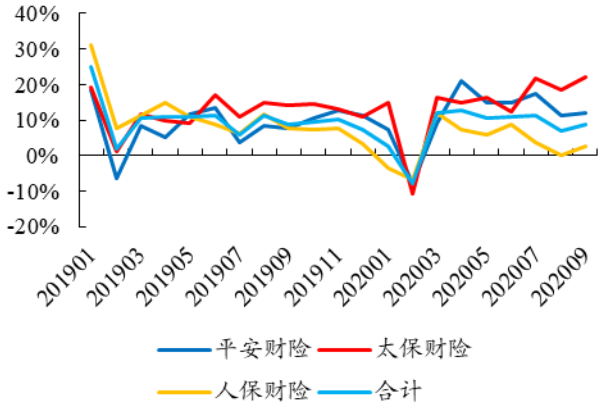
财险保费月度数据：1-9 月 3 家上市险企累计财险保费收入同比+7.93%，较 1-8 月的+7.81%微幅上升，其中：太保财险+14.86%、平安财险+11.49%、人保财险+3.74%；9 月单月 3 家财险合计保费同比+8.95%，较 8 月的+6.99%有所提升，其中：太保财险+22.24%、平安财险+12.15%、人保财险+2.62%。

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：证监会研究制定全市场推行注册制的实施方案

- **行业要闻：**

【方星海：推动中国资本市场从局部管道式开放向全面制度型开放转变】财联社10月24日讯，证监会副主席方星海在2020外滩金融峰会上表示，在稳步放开跨境投融资限制的同时，更加注重制度规则的深层次对接，不断增强政策的可预期性和稳定性，推动中国资本市场从局部管道式开放向全面制度型开放转变。第一，继续推进市场和产品开放。在现有沪深港通、QFII\RQFII、ETF互联互通等方式基础上，研究推出更多外资参与境内市场的渠道和方式。着力解决国际投资者有关顾虑，提高A股在明晟等国际指数中的纳入比例。第二，不断提高证券基金期货行业开放水平。第三，进一步深化国际监管合作。第四，加强开放条件下监管能力建设。（财联社）

【证监会李超：研究制定全市场推行注册制的实施方案】财联社10月22日讯，证监会副主席李超22日在2020金融街论坛年会上表示，全市场推行注册制条件已经逐步具备，下一步证监会将保持定力、循序渐进、扎实稳妥办好注册制改革这件大事。加强对科创板创业板各项规则运行情况的评估。完善符合我国国情的注册制框架。研究制定全市场推行注册制的实施方案。（财联社）

【证监会：财务顾问暂由具有展业经验的证券公司和证券投资咨询机构开展】财联社 10 月 23 日讯，证监会新闻发言人高莉 23 日表示，证监会于 2020 年 7 月 24 日发布《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》,明确了上市公司并购重组财务顾问机构备案的基本要求。证监会发布了指引进一步明确财务顾问机构备案的具体操作流程。现阶段规定财务顾问业务暂由具备相关展业经验的证券公司证券投资咨询机构开展，其他类型机构提出财务顾问机构的意向的，交易所、证券业协会将会对其是否具有职业能力进行充分评估。（财联社）

【上海市委书记李强：以数字经济为代表的新型全球化已在酝酿之中】财联社 10 月 24 日讯，上海市委书记李强在第二届外滩金融峰会上表示，在疫情之下，世界经济需要从危机中寻觅转机。一方面是危机，新冠疫情加速暴露出经济全球化的脆弱性和全球治理体系的滞后性，经济全球化进程遭遇逆风侵袭。另一方面是转机，新技术、新产品、新金融、新经济正在成为新的全球经济增长点，全球数字化程度逐渐加深，以数字经济为代表的新型全球化已在酝酿之中。（财联社）

【王岐山：在鼓励金融创新、激发市场活力、扩大金融开放与金融监管能力之间寻求平衡】财联社 10 月 24 日讯，中华人民共和国副主席王岐山在第二届外滩金融峰会上表示，要坚持金融创新与加强监管并重，要在鼓励金融创新、激发市场活力、扩大金融开放与金融监管能力之间寻求平衡。要加强基础性、制度性建设， 提升队伍素质，强化监管手段，寓管理于服务之中，使金融业更好支持经济高质量发展。（财联社）

【深交所严密监控可转债交易 提醒投资者警惕交易风险】财联社 10 月 23 日讯，深交所发文称，近期，可转债市场交易活跃，价格大幅波动，个别可转债交易价格严重偏离公司股价。可转债交易价格与公司股价高度正相关，当价格严重偏离时，可转债存在较大的估值风险，投资者应高度警惕、理性投资。下一步，深交所将继续深入贯彻“建制度、不干预、零容忍”九字方针，持续做好交易监管工作，加强交易与信息披露联合监管，研究完善包括临时停牌在内的可转债交易制度，有效防范市场风险，切实维护市场交易秩序，充分保护投资者合法权益。（财联社）

【证监会就可转债管理办法公开征求意见】财联社 10 月 23 日讯，证监会就《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。针对近期出现的个别可转债被过分炒作、大涨大跌的现象，着重解决投资者适当性管理不适应、交易制度缺乏制衡、发行人与投资者权责不对等、日常监测不完备、受托管理制度缺失等问题，通过完善交易转让、投资者适当性、信息披露、可转债持有人权益保护、赎回与回售条款等各项制度，防范交易风险，加强投资者保护。（财联社）

【证监会：适当放宽期货经营机构私募资管产品投资非标资产的限制】财联社 10 月 23 日讯，证监会于就《关于修改〈证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法〉的决定》（征求意见稿）公开征求意见。意见修改的主要内容包括，要求资管计划设定合理的负债比例上限，保持充足的现金或者其他高流动性金融资产偿还到期债务；明确资管计划投资单一资产比例超过其净资产 50%的，该资管计划负债杠杆比例不得超过 120%。豁免其适用“同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金不得超过该资产的 25%”的限制。明确资管计划应当遵守“一层嵌套”要求，但中国证监会另有规定的除外，主要是与创业投资基金、政府

产业投资基金的特殊规定做好衔接。取消管理人自有资金参与单个集合资管计划不得超过该计划总份额 20%的要求。适当放宽期货经营机构私募资管产品投资非标资产的限制。（财联社）

【证监会：力争科创板股票依规平稳纳入沪股通标的】证监会新闻发言人高莉 23 日表示，科创板纳入沪股通标的有利于促进科创板稳定发展，根据沪港通业务规则，沪股通的范围包括上证 180、380 成分股，及 A+H 股公司在上交所上市的股票，由于科创板在交易安排、投资者适当性管理，与主板制度略有差异，两地交易所正在抓紧就科创板纳入沪股通标的进行磋商，力争科创板股票依规平稳纳入沪股通标的。（财联社）

【证监会：支持证券服务机构开展信息系统备案】财联社 10 月 23 日讯，证监会科技监管局副主任葛一苗在 23 日的例行新闻发布会上表示，证监会发布了证券服务机构从事证券服务业务的备案管理规定第九条的适用意见，即监管规则适用指引科技监管第 1 号。葛一苗表示，监管规则适用指引是涉及备案有关问题进行了明确，从备案系统、备案程序、材料方面进行阐述，确保备案工作的可操作性，证监会相关的备案采集系统已经运行，全程支持在线备案，证监会将依法支持证券服务业务开展信息系统备案工作。（财联社）

【证监会高莉:将在精选层推出再融资制度 研究推出可转债】财联社 10 月 23 日讯，证监会新闻发言人高莉提到，将进一步深化新三板改革，优化公开发行审核机制，在精选层推出再融资制度，研究推出可转债，进一步畅通公募基金等长期资金入市渠道，促进市场功能更好发挥。（财联社）

【外汇局：推动统一 QFII/RQFII 资格要求 并将降低准入门槛同时扩大投资范围】财联社 10 月 23 日讯，国家外管局副局长、新闻发言人王春英在国新办发布会上表示，将积极推动资本市场双向开放，服务实体经济发展。统一 QFII/RQFII 资格要求，降低准入门槛，扩大投资范围；统一银行间债券市场和交易所债券市场开放政策，简化准入管理，引入多级托管，优化资金汇出；启动新一轮 QDII 额度发放。下一步，外汇局将继续围绕深化改革、扩大开放、服务实体，稳步推进金融市场改革开放，同时合理把握改革开放的方向、节奏和重点，保障改革平稳、开放有序。（财联社记者 张晓翀）

【消息称蚂蚁提前至 11 月 5 日在港挂牌】财联社 10 月 23 日讯，据媒体报道，蚂蚁由原本初步计划 11 月 6 日挂牌，现将提前一日至 11 月 5 日，另消息指已加入 10 个新的联席账簿管理人，包括瑞信、建银国际、农银国际及法巴等。此外，承销商瑞信及大摩给予的估值都高至约 3.6 万亿元，高于早前传出的估值目标。 (香港信报)

【陆金所 IPO 融资额超 20 亿美元 与此前市场传闻基本一致】财联社 10 月 23 日讯，美东时间 22 日，陆金所更新招股书，公布定价区间为 11.5-13.5 美元，拟发行 1.75 亿股 ADS，以此计算，此次拟募资规模约为 20.13-23.63 亿美元。招股文件显示，陆金所上市承销商有 2625 万股 ADS 配售权。如全额行使“绿鞋机制”，陆金所此次募集金额约在 23.14 亿美元 27.17 亿美元。融资额与此前市场传闻的 20-30 亿美元规模相当。（财联社记者 路英）

- **公司公告集锦:**

东方财富: 公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入59.5亿元，同比+92.0%，归母净利润34.0亿，同比+143.66%，加权平均净资产收益率14.26%。

中信建投: 公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入158.6亿元，同比+63.55%，归母净利润74.9亿，同比+96.11%，加权平均净资产收益率14.60%。

西部证券: 公司披露三季报，2020前三季度公司实现营业收入36.6亿元，同比+22.53%，归母净利润9.3亿，同比+77.28%，加权平均净资产收益率5.14%。

方正证券: 公司披露前三季度业绩快报，2020前三季度公司实现营业收入57.2亿元，同比+14.25%，归母净利润14.8亿，同比+37.90%，加权平均净资产收益率3.78%。

东方财富: 公司拟发行总额不超过人民币158亿元（含158亿元）的可转债，采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本次可转债发行首日，转股期自本次可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

中信建投: 公司第一大股东北京国管中心根据北京市国资委通知，拟将所持公司 27 亿股（占总股本的35.11%）无偿划转至北京金控集团，本次无偿划转完成后，北京国管中心不再持有公司股份；北京金控集团将直接持有公司27亿股，占公司总股本的 35.11%，成为公司第一大股东，本次无偿划转未改变公司无控股股东、实际控制人的情况

东兴证券: 东兴基金于2020年3月17日完成工商注册登记手续，并于近日取得中国证监会核发的《经营证券期货业务许可证》。

华林证券: 证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过40亿元公司债券的注册申请。

申万宏源: 申万宏源证券拟设立全资资产管理子公司“申万宏源证券（上海）资产管理有限公司”，资产管理子公司向中国证监会申请开展证券资产管理业务、公开募集证券投资基金管理业务以及监管机构允许开展的其他业务，公司拟设立资产管理子公司的投资总额不超过25亿元人民币，提供不超过42亿元人民币的净资本担保。

国元证券: 公司配股以股权登记日2020年10月13日（R日）深圳证券交易所收市后公司总股本34亿股为基数，按照每10股配3股的比例配售，共计可配售股份总数为10亿股，发行价格为5.44元/股。

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