



非银行金融行业研究

买入（维持评级）
行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） shusiqin@gjzq.com.cn
 分析师：洪希柠（执业 S1130525050001） hongxining@gjzq.com.cn
 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001） huangjiahui@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003） xiachangsheng@gjzq.com.cn
 联系人：方丽 fangli@gjzq.com.cn

25H1 业绩改善趋势明确，券商再融资进一步放松

证券板块

东吴证券拟定增 60 亿，再融资再现放松信号。7 月 18 日，东吴证券发布向特定对象发行 A 股股票预案。公司拟向包括控股股东国发集团及其一致行动人苏州营财在内的不超过 35 名特定对象发行 A 股股票，发行数量不超过 14.91 亿股。与此前定增不同的是，中泰、天风、南京的定增取得进展属于存量项目消化，首次公告时间均在 2023 年收紧 IPO、再融资之前。若东吴的定增顺利推进，意味着监管在再融资的合理性和必要性的前提下对券商再融资进一步放松。

券商板块业绩改善趋势明确。截至目前，26 家披露业绩预告/业绩预增公告的上市券商中，国联民生（+1183%）、华西证券（+1025%~+1354%）、东北证券（+226%）25H1 归母净利润同比增速位列前三。业绩高增长主要源于两大核心驱动：市场活跃度提升直接推升经纪业务收入；投资能力释放，自营业务在权益市场回暖下实现收益兑现。

投资建议：建议关注三条主线：（1）稳定币主题催化，建议关注稳定币主题相关券商：已有牌照的国泰君安；券商板块上半年业绩同比改善趋势明确，高盈利与低估值的显著错配凸显配置性价比，建议关注主动基金超低配的权重券商以及估值显著低于平均水平的头部优质券商；券商并购预期增强，建议关注券商并购潜在标的机会。（2）业绩增速亮眼的多元金融，建议关注有望迎来戴维斯双击的香港交易所：未来将继续受益于互联互通深化、A 股企业赴港上市带来的市值扩容与交易活跃提升（25/06 ADT 为 2302 亿元，同比+107%；截至 25/06 末上市公司数量 2645 家，同比+28 家）；以及九方智投控股。（3）四川双马：科技赛道占优，创投业务有望受益。公司管理基金的已投项目：屹唐半导体（科创板待上市）、奕斯伟材料（科创板 IPO 申报）、奕斯伟计算以及群核科技（港交所 IPO 申报）、邦德激光、丽豪半导体等有望在 25 年上市；公司参投基金已投：傅利叶 2025/1/7 完成新一轮融资，奇瑞汽车、慧算账向港交所递表。

保险板块

Q2 人身险产品预定利率研究值或低于 2.25%，险企新业务负债成本将迎来再次下调。7 月 18 日，财联社消息，结合宏观经济形势、市场利率走势等分析，部分保险公司及业内专家普遍预计，二季度普通型人身险产品预定利率研究值或低于 2.25%，且自公布之日起 2 个月内，各家保险公司将进行产品切换。7 月初已有公司及时跟进市场利率变化，结合自身经营情况调整产品定价，部分公司将于 8 月底完成新旧产品切换。在相对收益优势吸引减缩的当前，人身险产品正从收益工具转向风险保障、财产保全、长期领取等多重功能，险企未来产品设计将主要聚焦浮动型及保障型。

银保高增驱动寿险正增，财险增速整体放缓。上市险企披露半年度保费情况。1）人身险：2025H1，新华、太保分别同比+22.7%、+9.7%至 1212.6 亿元、1680.1 亿元，预计由新单保费与续期保费共同拉动。太保披露了具体数据，其中新单保费增长 20.6%，主要由银保渠道+90.2%拉动，个险、团险分别-20.0%、+6.3%。2）财险：2025H1 太保、众安分别同比+0.9%、+9.3%至 1134.0 亿元、166.6 亿元，其中太保车险、非车险分别+2.8%、-0.8%。人身险银保高增驱动寿险保费高速增长，分红转型+高基数下，代理人渠道预计普遍低迷。财险增速整体放缓，太保业务选择持续，众安增速放缓预计主要受退运险业务压降影响，健康险、车险仍旧延续高增长。

投资建议：基本面过度悲观预期改善带来的价值重估将继续，叠加二季报好于预期有望带来股价催化（Q2 单季利润大部分公司有望正增长）。当前估值仍然非常便宜，同时可以获取市场上涨的期权，仍有较大的长期配置价值。后续关注三条主线：1）2 季报表现预计较好的众安在线、新华保险；2）主动基金超低配及低估值的权重股、业务质地较好（负增成本低、资产负债情况较好）的头部寿险公司；3）财险板块防御属性标的，基本面扎实，建议逢低配置。

风险提示

1）权益市场波动；2）长端利率大幅下行；3）资本市场改革不及预期。



内容目录

一、市场回顾.....	3
二、数据追踪.....	3
三、行业动态.....	8
风险提示.....	9

图表目录

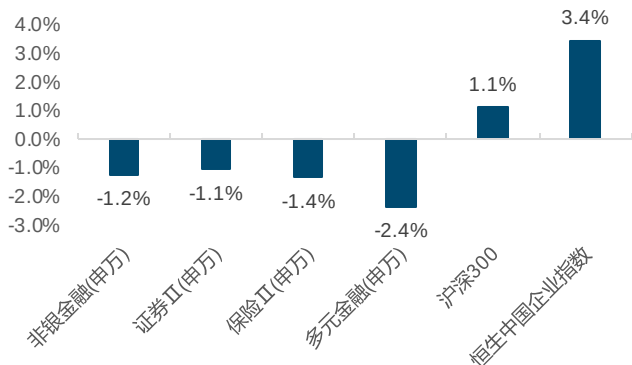
图表 1： 本周非银金融子行业表现.....	3
图表 2： 保险股周涨跌幅.....	3
图表 3： 券商股周涨跌幅.....	3
图表 4： 周度日均 A 股成交额（亿元）.....	4
图表 5： 月度日均股基成交额（亿元）及增速.....	4
图表 6： 融资融券余额走势（亿元）.....	4
图表 7： 各月权益公募新发份额（亿份）.....	4
图表 8： 各月股权融资规模（亿元）及增速.....	4
图表 9： 各月债承规模（亿元）及增速.....	4
图表 10： 非货公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 11： 权益公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 12： 联交所市场平均每日成交额（百万港元）.....	5
图表 13： 沪深港通日均成交额.....	5
图表 14： 2025H1 上市券商业绩预告梳理（亿元）.....	5
图表 15： 长端利率走势（%）.....	6
图表 16： 红利风格指数表现.....	6
图表 17： 2024 年来保险公司举牌/增持信息汇总.....	7



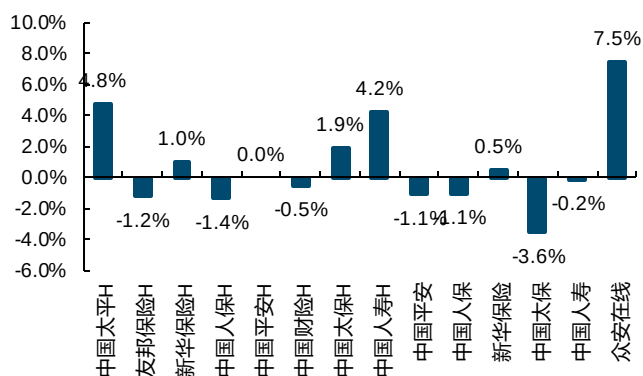
一、市场回顾

本周 A 股行情方面，沪深 300 指数+1.1%，非银金融（申万）-1.2%，跑输沪深 300 指数 2.3pct，其中证券、保险、多元金融分别-1.1%、-1.4%、-2.4%，超额收益分别为-2.1pct、-2.4pct、-3.4pct。

图表1：本周非银金融子行业表现



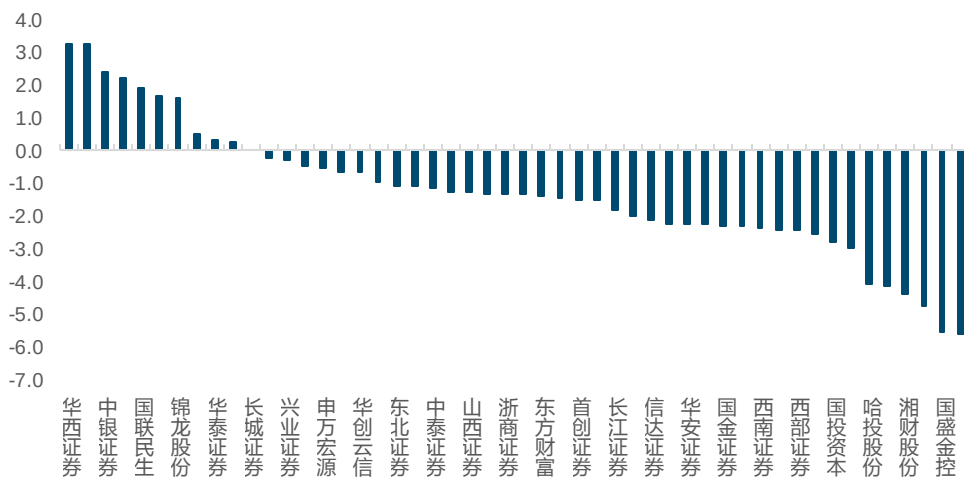
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 7 月 14 日至 7 月 20 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 7 月 14 日至 7 月 20 日

图表3：券商股周涨跌幅



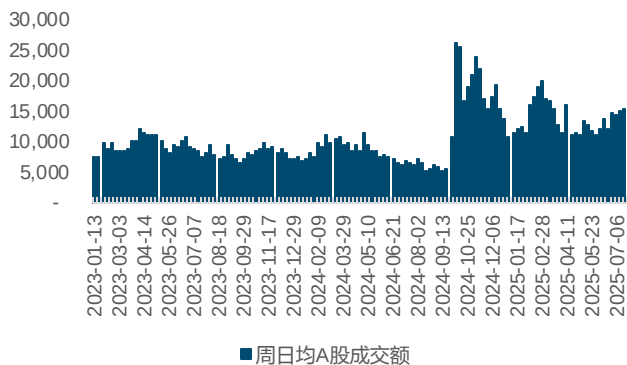
来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 7 月 14 日至 7 月 20 日

二、数据追踪

券商：1）经纪业务：①交投：本周 A 股日均成交额 15463 亿元，环比+3.3%。25 年 1-6 月日均股基成交额 16432 亿元，同比+65.7%。②代销业务：25 年 1-6 月新发权益类公募基金份额合计 2401.2 亿份，同比+117.8%。**2）投行业务：**①股权承销：2025 年 6 月 IPO/再融资累计募资规模分别 374/7243 亿元，同比分别+15%/+416%。②债券承销：2025 年 6 月债券累计承销规模 73290 亿元，同比+19.7%。**3）资管业务：**截至 25 年 5 月末，公募非货公募 19.3 万亿元，较上月末+1.1%，权益类公募 8.1 万亿元，较上月末-0.1%。截至 25 年 6 月末，私募基金 20.3 万亿元，环比-0.1%。



图表4：周度日均A股成交额（亿元）



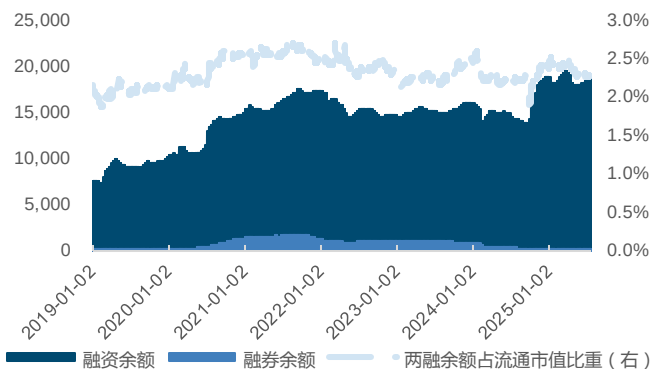
图表5：月度日均股基成交额（亿元）及增速



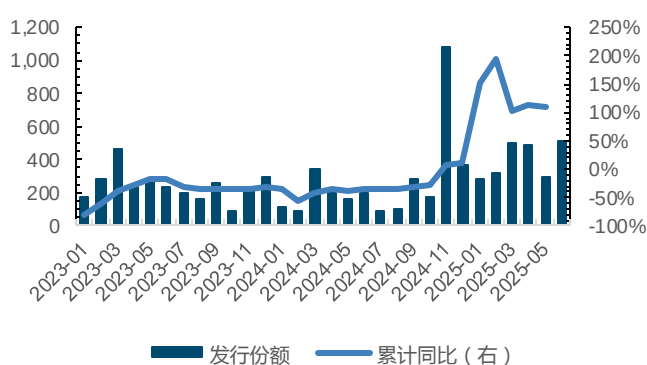
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表6：融资融券余额走势（亿元）



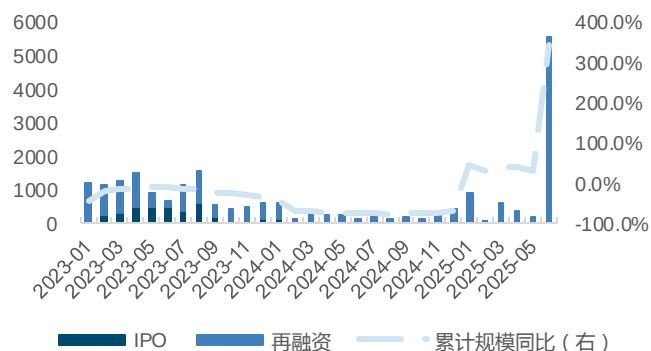
图表7：各月权益公募新发份额（亿份）



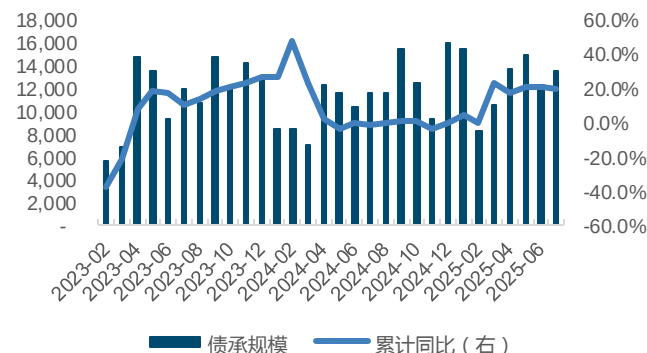
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表8：各月股权融资规模（亿元）及增速



图表9：各月债承规模（亿元）及增速

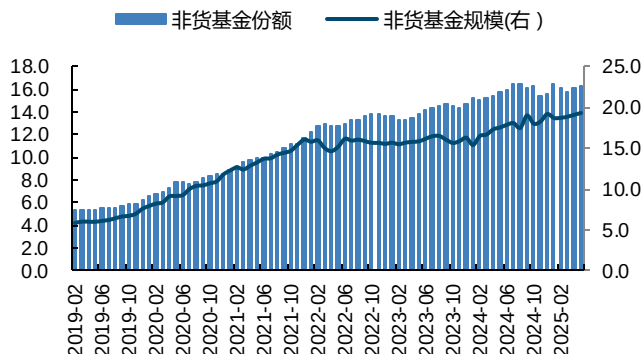


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

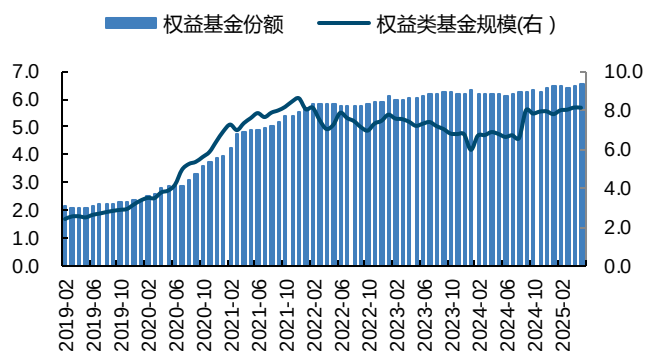


图表10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



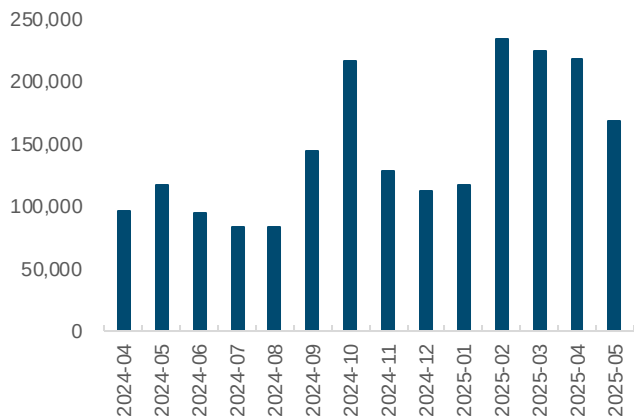
来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



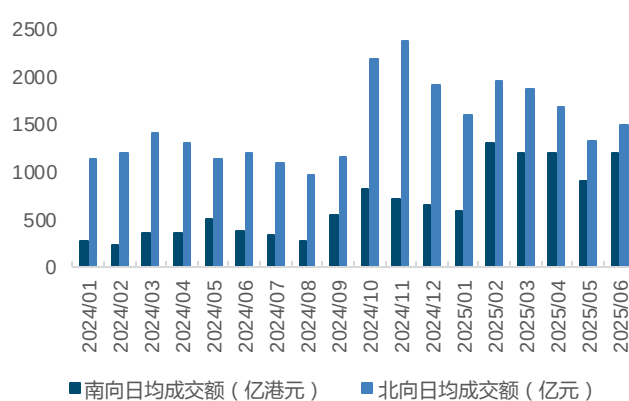
来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 联交所市场平均每日成交额 (百万港元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 沪深港通日均成交额



来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 2025H1 上市券商业绩预告梳理 (亿元)

公司	25H1 归母净利润	同比增速	25Q2 归母净利润	同比增速	环比增速
国泰海通	152.83~159.57	205%~218%	30.41~37.15	20%~47%	-75%~-70%
中国银河	63.62~68.01	45%~55%	33.46~37.85	21%~37%	11%~26%
国信证券	47.80~55.30	52%~76%	24.51~32.01	28%~68%	5%~37%
中信建投	44.30~45.73	55%~60%	25.87~27.30	59%~68%	40%~48%
申万宏源	41.00~45.00	93%~111%	21.23~25.23	187%~241%	7%~28%
中金公司	34.53~39.66	55%~78%	14.11~19.24	43%~95%	-31%~-6%
东方证券	32.50~36.00	54%~71%	18.14~21.64	48%~77%	26%~51%
方正证券	22.96~24.32	70%~80%	11.01~12.37	94%~118%	-8%~+4%
东吴证券	17.48~19.81	50%~70%	7.68~10.01	8%~41%	-22%~+2%
长江证券	16.52~18.10	110%~130%	6.72~8.30	75%~116%	-31%~-15%

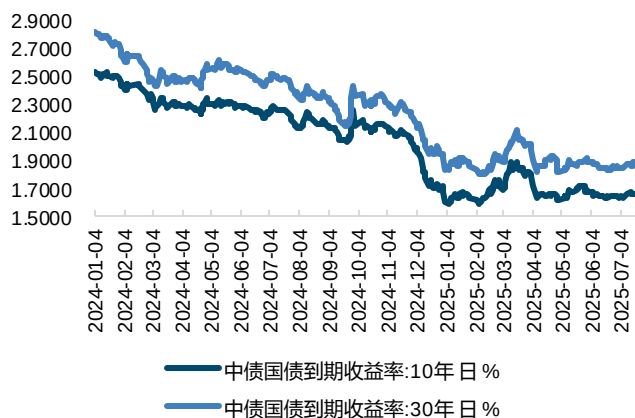


公司	25H1 归母净利润	同比增速	25Q2 归母净利润	同比增速	环比增速
国元证券	14.05	41%	7.64	42%	19%
长城证券	13.35~14.07	85%~95%	7.30~8.02	98%~117%	21%~32%
国联民生	11.29	1183%	7.53	146%	100%
国金证券	10.92~11.37	140%~150%	5.09~5.54	479%~530%	-13%~-5%
华安证券	10.35	45%	5.10	17%	-3%
信达证券	9.21~10.44	50%~70%	7.16~8.39	67%~95%	250%~310%
中泰证券	7.23	80%	3.53	405%	-5%
红塔证券	6.51~6.96	45%~55%	3.55~4.00	8%~21%	20%~35%
山西证券	5.04~5.44	58%~71%	2.54~2.94	59%~84%	2%~18%
华西证券	4.45~5.75	1025%~1354%	1.44~2.74	扭亏为盈	-52%~-9%
东北证券	4.31	226%	2.29	106%	13%
国海证券	3.70	159%	1.70	246%	-15%
财达证券	3.63~4.04	51%~68%	2.45~2.86	89%~121%	107%~142%
华林证券	2.70~3.50	119%~184%	1.67~2.47	144%~261%	62%~140%
湘财股份	1.20~1.60	64%~118%	0.71~1.11	扭亏为盈	44%~125%
太平洋	1.05~1.35	54%~98%	0.37~0.67	11%~100%	-45%~-1%
天风证券	0.28~0.33	扭亏为盈	0.04~0.09	-93%~-83%	-84%~-63%

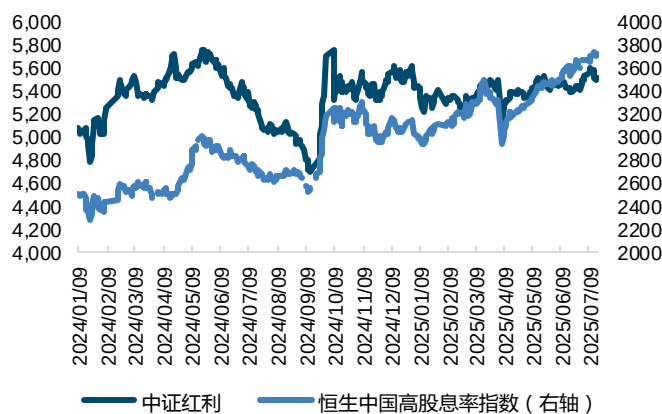
来源：公司公告，国金证券研究所

保险：本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别-0.01bps、+1.44bps 至 1.67%、1.89%。7 月分别+1.83bps、+2.74bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、7 月分别-0.85%、+1.78%；恒生中国高股息率指数本周、7 月分别+0.68%、+3.37%。

图表15：长端利率走势（%）



图表16：红利风格指数表现



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所



保险资金持续举牌。7月16日，大家人寿增持大唐环境H股2967.5万股，平均每股作价1.05港元，涉及资金3,115.9万港元，增持后最新持股比例升至24.06%。据不完全统计，2024年至今保险资金举牌/增持共计39家公司，红利风格尤其是H股红利偏好明显，除中国平安增持/举牌工行、建行、邮储、农行、招商等大型银行外，公用事业、交通运输也是重要方向。

图表17：2024年来保险公司举牌/增持信息汇总

时间	举牌险资	举牌公司	证券代码	持股数量 (亿股)	占A股/H股 比例	占总股本 比例	持股余额(亿 元)	2024年 股息率	行业
2024.1.2	紫金财险	华光环能	600475.SH	0.47	4.94%	4.94%	7.16	2.97%	公用事业
2024.1.11	阳光人寿	首程控股	0697.HK	5.87	8.06%	8.06%	10.05	2.38%	非银金融
2024.3.27	中国太保及一致行动人	光大环境	0257.HK	3.65	5.94%	5.94%	13.72	5.57%	环保
2024.6.30	长城人寿	中原高速	600020.SH	2.05	9.13%	9.13%	9.87	3.53%	交通运输
2024.8.7	瑞众人寿	中国中免	1880.HK	0.06	5.00%	0.28%	2.85	2.12%	商贸零售
2024.8.30	新华保险	国泰君安	2611.HK	4.23	30.41%	2.40%	59.53	3.04%	非银金融
2024.9.30	长城人寿	江南水务	601199.SH	0.96	10.23%	10.23%	5.29	2.35%	环保
2024.9.30	长城人寿	城发环境	000885.SZ	0.41	6.34%	6.34%	5.71	2.54%	环保
2024.10.22	中邮保险	安徽皖通高速公路	0995.HK	0.25	5.04%	1.45%	2.76	5.42%	交通运输
2024.11.1	中国太保及一致行动人	华能国际电力	0902.HK	2.83	6.03%	1.80%	12.39	6.09%	公用事业
2024.11.1	中国太保及一致行动人	华电国际电力	1071.HK	1.21	7.02%	1.11%	4.67	5.41%	公用事业
2024.11.12	新华保险	上海医药	601607.SH	1.49	5.35%	4.02%	28.31	1.95%	医药生物
2024.11.12	新华保险	国药股份	600511.SH	0.38	5.07%	5.07%	11.43	2.68%	医药生物
2024.11.15	利安人寿	深圳国际	0152.HK	1.21	5.00%	4.93%	8.86	7.41%	交通运输
2024.11.29	中国太保及一致行动人	中远海能	1138.HK	0.65	5.04%	1.37%	3.82	7.35%	交通运输
2024.12.05	新华保险	海通证券	6837.HK	2.06	6.05%	1.58%	12.12	0.51%	非银金融
2024.12.18	中国平安	建设银行	0939.HK	120.54	5.01%	4.61%	930.06	5.13%	银行
2024.12.30	长城人寿	绿色动力环保	1330.HK	1.22	30.11%	8.74%	5.65	6.46%	环保
2025.1.27	阳光保险	中国儒意	0136.HK	11.42	7.96%	7.96%	35.46	0.00%	传媒
2025.2.12	平安资管	工商银行	1398.HK	165.11	19.02%	4.63%	930.98	5.42%	银行
2025.2.20	长城人寿	中国水务	0855.HK	0.82	5.02%	5.02%	4.77	4.38%	环保
2025.3.5	长城人寿	大唐新能源	1798.HK	3.64	14.55%	5.00%	7.73	4.25%	公用事业
2025.3.7	长城人寿	赣粤高速	600269.SH	1.66	7.09%	7.09%	8.56	3.29%	交通运输
2025.3.12	瑞众人寿	中信银行	0998.HK	7.44	5.00%	1.34%	51.38	5.09%	银行
2025.3.20	瑞众人寿	中国神华	1088.HK	1.69	5.00%	0.85%	49.76	7.57%	煤炭
2025.3.27	长城人寿	无锡银行	600908.SH	1.57	7.17%	7.17%	9.91	3.49%	银行
2025.4.8	中国人寿	大唐环境	1272.HK	0.94	14.99%	3.15%	1.02	7.42%	环保
2025.4.16	长城人寿	新天绿色能源	0956.HK	1.84	10.03%	4.39%	6.87	5.62%	公用事业
2025.5.8	瑞众人寿	龙源电力	0916.HK	5.32	16.04%	6.36%	33.29	3.62%	公用事业
2025.5.14	新华保险	上海医药	2607.HK	0.46	5.00%	1.24%	5.23	3.23%	医药生物
2025.5.30	新华资管	北京控股	0392.HK	0.75	6.00%	6.00%	22.32	4.99%	公用事业
2025.6.6	新华保险	杭州银行	600926.SH	3.63	5.09%	5.00%	62.54	3.77%	银行
2025.6.12	长城人寿	秦港股份	3369.HK	2.58	31.09%	4.62%	5.36	4.08%	交通运输



时间	举牌险资	举牌公司	证券代码	持股数量 (亿股)	占 A 股/H 股 比例	占总股本 比例	持股余额(亿 元)	2024 年 股息率	行业
2025. 6. 12	长城人寿	秦港股份	601326. SH	0. 21	0. 45%	0. 38%	0. 70	2. 60%	交通运输
2025. 6. 17	中国平安	农业银行	1288. HK	49. 46	16. 09%	1. 41%	241. 06	4. 93%	银行
2025. 6. 17	平安资管	招商银行	3968. HK	6. 94	15. 12%	2. 75%	328. 30	4. 22%	银行
2025. 6. 30	弘康人寿	郑州银行	6196. HK	1. 35	6. 68%	1. 49%	1. 73	1. 55%	银行
2025. 6. 30	平安人寿	邮储银行	1658. HK	26. 01	13. 10%	2. 17%	138. 86	4. 82%	银行
2025. 7. 1	中邮人寿	东航物流	601156. SH	0. 79	5. 00%	5. 00%	10. 80	4. 98%	交通运输
2025. 7. 2	利安人寿	江南水务	601199. SH	0. 47	5. 03%	5. 03%	2. 60	2. 35%	环保
2025. 7. 3	信泰人寿	华菱钢铁	000932. SZ	3. 45	5. 00%	5. 00%	18. 48	1. 87%	钢铁
2025. 7. 3	信泰人寿	龙源电力	0916. HK	3. 41	10. 27%	4. 08%	21. 33	3. 62%	公用事业
2025. 7. 16	大家人寿	大唐环境	1272. HK	1. 50	24. 06%	5. 06%	1. 64	7. 42%	环保

来源: wind、ifind、中保协、披露易、各公司公告, 国金证券研究所 注: 长城人寿举牌后仍有增持江南水务、城发环境, 因此数据已根据三季报更新, 无锡银行更新至 2024 年年报; 港股数据均已更新至最新; 中国平安及一致行动人增持/举牌数据, 仅保留持股比例最高的一条

三、行业动态

【国家金融监管总局强化人身险公司数据报送工作, 按“谁管业务, 谁管数据”建立责任制】

近日,《蓝鲸新闻》消息, 国家金融监管总局保险和非银机构检查局下发《关于加强 2024 版人身保险公司标准化监管数据报送工作的通知》。其中要求, 各人身保险公司要按照“谁管业务, 谁管数据”的原则, 建立数据表责任制, 明确每张数据表的责任部门及责任人, 负责表中所有数据项的数据逻辑、数据质量及数据治理等工作, 从根本保证数据与业务的一致性。

【国寿养老、平安资管等入围中证协网下专业机构投资者“白名单”】

7 月 11 日, 中证协发布 2024 年网下专业机构投资者“白名单”拟定名单并进行公示。国寿养老、平安资管、华泰资管、泰康资管等四家保险及保险资管公司入围。据悉, 中证协在日常管理工作中对“白名单”网下投资者采取下列激励措施: 开通网下投资者注册绿色通道、减免信息报送要求; 在入会、登记、备案、注册、业务创新安排等工作中, 提供优先办理、简化程序或者材料等服务; 选任专业委员会委员时优先考虑“白名单”机构的工作人员; 将“白名单”分类管理所列证券公司记入执业声誉信息库等。

【年内超 9 成保险资管产品净值实现增长, 最高净值涨至 30.22%】

财联社统计, 截至 7 月 11 日, 披露保险资管 7 月份净值数据的产品共有 1410 只, 其中固定收益类 955 只, 权益类 249 只, 混合类 189 只, 其他类 17 只。从净值表现来看, 1338 只产品今年净值实现增长, 占比达到 94.89%; 权益类资产整体收益最佳, 最高净值涨至 30.22%。

【险资加速布局 ABS、REITs 等另类资产】

《上海证券报》统计, 截至 7 月 17 日, 年内险企共登记 40 多只资产支持计划 (ABS), 合计规模超 2000 亿元, 同比增长约 50%; 在 REITs 投资方面, 共有 40 多家险资机构作为战略投资者参与 10 余只 REITs 配售, 而去年同期仅有 10 家险资机构参与 7 只 REITs 配售。

【中保投资 10 亿元入股华电新能, 成为最大 IPO 配售方】

7 月 17 日,《上海证券报》消息, 中保投资发起设立的中国保险投资基金专项基金, 成功投资华电新能 IPO 战略配售项目, 投资规模 10 亿元, 成为华电新能 IPO 战略配售投资规模最大的投资者。



【年内已有超 1200 家保险公司分支机构被裁撤】

《金融时报》统计，今年前 6 个月，已有超 1200 家保险公司分支机构被裁撤，同期新设分支机构仅 180 余家，机构数量呈现出明显的收缩态势。

【国寿寿险清仓杭州银行，四次减持或套现 39 亿元】

7 月 15 日，杭州银行发布公告称，国寿寿险拟在公告披露之日起三个交易日后的三个月内，通过集中竞价或大宗交易方式减持其所持杭州银行全部股份，合计不超过 5078.943 万股，即不超过杭州银行普通股总股本的 0.70%。目前，国寿寿险四轮减持合计从杭州银行约套现 39.02 亿元。

【中国太保获批 1.8 亿元投资上海国智技术公司】

7 月 15 日，国家金融监管总局上海监管局发布行政许可信息，中国太保获批 1.8 亿元投资上海国智技术公司，出资比例 18%。公开信息显示，上海国智技术公司成立于 2025 年，注册资本 10 亿元，经营范围为互联网信息服务。主要股东为国泰海通证券、上海国际信托、中国太保、深圳华锐分布式技术公司等。

【上交所：发布实施进一步深化科创板改革配套业务规则】

7 月 13 日，上交所发布了新制定的《科创板上市公司自律监管指引第 5 号——科创成长层》、《发行上市审核规则适用指引第 7 号——预先审阅》、《发行上市审核规则适用指引第 8 号——资深专业机构投资者》等 3 项业务指引，以及修订的《会员管理业务指南第 2 号——风险揭示书必备条款》和《证券交易业务指南第 6 号——证券特殊标识》等 2 项业务指南。此前发布的《中国证监会关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》明确了在科创板设置科创成长层的基本要求，《科创成长层指引》从业务规则的角度对有关要求加以细化。本次面向优质科技型企业试点 IPO 预先审阅机制，进一步提升上交所预沟通服务质效乃至股票发行上市审核工作整体质效的重要创新。

【东吴证券：2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案】

7 月 18 日，东吴证券发布向特定对象发行 A 股股票预案。公司拟向包括控股股东国发集团及其一致行动人苏州营财在内的不超过 35 名特定对象发行 A 股股票，发行数量不超过 14.91 亿股（不超过本次发行前公司总股本的 30%），募集资金总额不超过 60 亿元。其中，国发集团认购金额为 15 亿元，苏州营财认购金额为 5 亿元。

风险提示

- 1) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；
- 2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；
- 3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究