下载日志已记录，仅供内部参考

以对冲思维应对扰动

202610 保险客户配置月报

报告发布日期 2026 年 10 月 14 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320
董翱翔 执业证书编号：S0860125030016
dongaoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
杨玮嘉 执业证书编号：S0860126040036
yangweijia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

股票对冲思维抓结构，商品回归供需找 beta：2026Q4 战略资产配置	2026-10-11
境外扰动增加，10 月对冲为上：战术配置月报 202610	2026-10-09
风险偏好震荡，红利择机配置：202610 红利配置月报	2026-10-09

险企观察 险资获注资提高权益投资可配比例

- **多家保险获财政部集中补充资本，进一步提高险资入市能力。**经测算，中国人保/中国人寿偿付充足率提升幅度最高，达 6.1/ 5.2 个百分点。中国人保综合偿付充足率静态测算由 246.6%升至 252.8%，跨过 250%档位；若按现行分档规则执行，其权益类资产配置上限可能由总资产的 30%提高至 40%。
- **人身险累计保费转负基本符合预期。**2026 年 1 至 8 月人身险/ 财产险保费收入分别为 35,719/ 12,473 亿元，同比分别-0.2%/ +2.2%。受去年同期高基数影响，人身险累计保费同比转负，财产险累计增速保持平稳，单月增速回落，车险同比持平，保费增量主要来自非车险。

资产观点 境外扰动增加，对冲思维应对

- **股票：** 横盘震荡，境内主线不显轮动加快。境外主线回归利率，能化和盈利预期确定性高的成长板块更具韧性。增长方面，9 月 PMI 走强，9.28 国常会后一系列新政策包括下调 PSL、抵押贷款利率补贴等难以在短期提振信贷，但释放了稳增长的政策意图，有助于改善增长预期。利率方面，境内利率受内需偏弱、供给压力可控等基本面支撑，但下行空间有限且伴随止盈压力，整体波动有限。境外利率预计波动不小，9 月美国非农不及预期但受季节性影响，经济韧性和通胀压力维持利率高位，而财政担忧导致的债券抛售推升期限溢价。在此基础上，境内风险偏好预计在中间水平，不至于悲观但也难言乐观，有可能受境外风偏传导；境外风险偏好则更易受高利率压制。
- **债券：** 10 月驱动大类资产的主要风险因子包括境外利率和风险溢价，根据《再论股债相关性：风险因子视角》，10 月股债跷跷板预计不显。当前债市波动较小，定向宽松对债市情绪的提振有限，但内需、资金面仍有支撑，当前关注票息策略，长债利差 9 月进一步压缩，重点关注仍有利差保护的品种。
- **其他资产：**黄金 9 月底滚动一个月波动和价格相关性转正，9 月非农不及预期难改美债利率上行势头，金价短期上行空间有限，但跟随利率波动会有阶段性机会。原油 10 月以来滚动一个月波动和价格相关性转负，美国中期选举前中东事件仍不排除升级可能，油价易上难下。优选票息高的信用债以国债期货对冲久期风险。股票风险对冲考虑当前股市的震荡行情，可构建领口策略控制风险或卖出认沽逢低入场。

资配模型 权益适当谨慎

- **主线择时全天候模型：**境外扰动增加，权益适当谨慎。商品中能化胜率相对更高，黄金/有色受利率波动影响可能存在阶段性机会，25 年以来策略年化 8.3%。

行业轮动 关注石油石化/煤炭/基础化工/央企类红利

- **行业轮动策略： 推荐石油石化/煤炭/基础化工等板块。**
- **红利轮动策略：关注央企类红利指数。**以央企为样本空间的红利指数在风险评价上行的背景下具备更好的经营稳定性，建议关注央企红利类，如央企红利 ETF 汇添富（560070）等，该指数聚焦高分红或高回购央企，当前持仓对上游资源品和油运等方向有一定暴露，有望兼顾红利防御属性与上游结构性机会。

风险提示

极端风险事件可能打破统计上的历史规律；量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、险企观察：险资获注资提高权益投资可配比例 4

二、资产观点： 境外扰动增加，对冲思维应对 4

三、资产配置模型建议：权益适当谨慎 5

四、行业轮动模型建议：关注石油石化/煤炭/基础化工/央企类红利 7

（一）全天候行业轮动策略：推荐关注石油石化/煤炭/基础化工/央企类红利等板块 7

（二）红利轮动策略： 关注央企类红利指数 9

风险提示 10

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：2026 人身险累计保费收入与 2025 走势相近.....4
图 2：人身险同比转负，环比累计四月为负.....4
图 3：主线择时全天候有更优的业绩表现.....6
图 4：境外扰动增加，重点关注能化和科技.....7
图 5：基于增长预期和利率预期的四象限框架.....7
图 6：红利增强策略表现较优.....9

表 1：保险公司注资后偿付充足率提高.....4
表 2：主线择时全天候有更优的业绩表现.....6
表 3：10 月行业推荐.....8
表 4：10 月行业 ETF 推荐.....8
表 5：红利增强策略表现较优.....9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、险企观察：险资获注资提高权益投资可配比例

多家保险获财政部集中补充资本，进一步提高险资入市能力。9 月 6 日，中国人寿集团/ 中国人保/ 中国太平集团/ 中国出口信保/ 中国再保险分别披露获得 350/ 150/ 70/ 100/ 30 亿元资本补充，合计 700 亿元。同时财政部明确相关中央金融企业当前经营发展稳健、资产质量稳定、主要监管指标处于安全健康范围。受资公司偿付能力得到进一步增强。经测算，中国人保/中国人寿偿付充足率提升幅度最高，达 6.1/5.2 个百分点。中国人保综合偿付充足率静态测算由 246.6%升至 252.8%，跨过 250%档位；若按现行分档规则执行，其权益类资产配置上限可能由总资产的 30%提高至 40%。

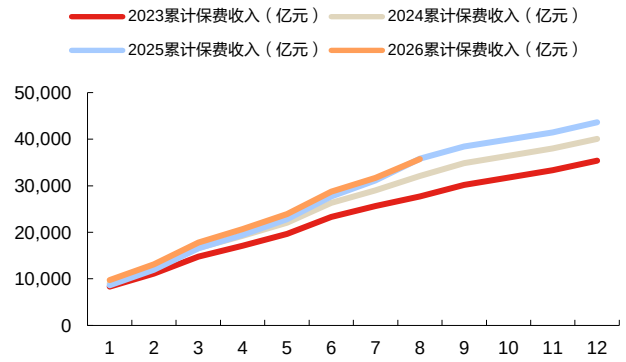
表 1：保险公司注资后偿付充足率提高

保险公司	增资规模（亿元）	核心偿付能力充足率			综合偿付能力充足率		
		注资前	注资后	提升幅度（pct）	注资前	注资后	提升幅度（pct）
中国人寿	350	157%	162%	5.2	198%	203%	5.2
中国人保	150	198%	204%	6.1	247%	253%	6.1
中国太平	70	142%	146%	4.8	213%	218%	4.8
中国再保	30	152%	156%	3.9	185%	189%	3.9

数据来源：各公司 2026 年中报静态测算，东方证券研究

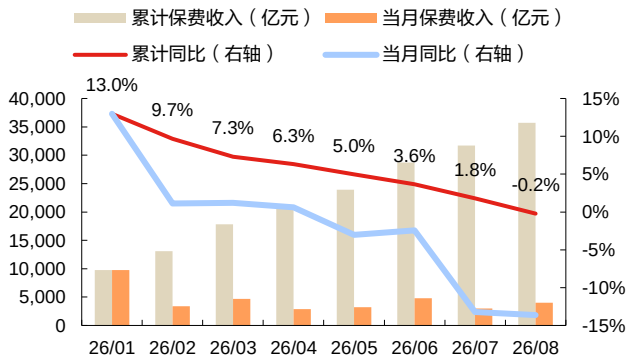
人身险累计保费转负基本符合预期。国家金融监督管理总局公布 2026 年 1 至 8 月保险公司经营情况。2026 年 1 至 8 月保险行业保费收入 48,192 亿元，同比+0.4%，其中人身险/ 财产险保费收入分别为 35,719/ 12,473 亿元，同比分别-0.2%/ +2.2%。受去年同期高基数影响，人身险累计保费同比转负，财产险累计增速保持平稳，单月增速回落，车险同比持平，保费增量主要来自非车险。

图 1：2026 人身险累计保费收入与 2025 走势相近



数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

图 2：人身险同比转负，环比累计四月为负



数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

二、资产观点： 境外扰动增加，对冲思维应对

股票：横盘震荡，境内主线不显轮动加快，风偏波动下择机以红利对冲。境外主线回归利率，能化和科技板块更具韧性。具体而言，驱动资产表现的核心风险因子包括增长预期、利率预期和风险溢价。增长方面，9 月 PMI 走强，9.28 国常会后一系列新政策包括下调 PSL、抵押贷款利率补

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

贴等难以在短期提振信贷，但释放了稳增长的政策意图，有助于改善增长预期。利率方面，境内利率受内需偏弱、供给压力可控等基本面支撑，但下行空间有限且伴随止盈压力，整体波动有限。境外利率预计波动不小，9 月美国非农不及预期但受季节性影响，经济韧性和通胀压力维持利率高位，而财政担忧导致的债券抛售推升期限溢价。在此基础上，境内风险偏好预计在中间水平，不至于悲观但也难言乐观，有可能受境外风偏传导，择机以红利进行对冲。境外风险偏好则更易受高利率压制，能化和科技相关板块相对更具韧性。

债券：10 月驱动大类资产的主要风险因子包括境外利率和风险溢价，根据《再论股债相关性：风险因子视角》，10 月股债跷跷板预计不显。当前债市波动较小，定向宽松对债市情绪的提振有限，但内需、资金面仍有支撑，当前关注票息策略，长债利差 9 月进一步压缩，重点关注仍有利差保护的品种。

其他资产：商品 ETF 方面，黄金 9 月底滚动一个月波动和价格相关性转正，9 月非农不及预期难改美债利率上行势头，金价短期上行空间有限，但跟随利率波动会有阶段性机会。原油 10 月以来滚动一个月波动和价格相关性转负，美国中期选举前中东事件仍不排除升级可能，油价易上难下。有色和豆粕 10 月仍受高利率和天气不确定影响但技术面暂无明确信号。衍生品方面，国债期货贴水小（部分合约升水）。优选票息高的信用债以国债期货对冲久期风险。股票风险对冲当前不建议上期货或直接买put（大涨大跌概率不大），考虑当前股市的震荡行情可构建领口策略控制风险或卖出认沽逢低入场。

三、资产配置模型建议：权益适当谨慎

我们在报告《资产配置以预期思维择主线》中提到全天候策略思路新思路。基于大类资产共同的三个因子，增长预期、利率预期和风险溢价，进一步地，我们结合当前产业升级转型、配置全球化和地缘扰动频发的背景，进一步拓展至六因子，示意如下：

$$V \approx \text{经济预期} + \text{利率预期} + \text{风险溢价}$$

$$\approx (\text{传统经济预期} + \text{新兴增长预期})$$

$$+ (\text{境内利率预期} + \text{境外利率预期})$$

$$+ (\text{境内风险溢价} + \text{境外风险溢价})$$

我们在报告中得到了上述六个因子和各类资产在历史上的映射关系，资产类型覆盖 A 股、中债、黄金 ETF、有色 ETF、能化 ETF、纳指 ETF 等，其中 A 股又进一步细分为金融地产、周期、消费、科技、先进制造、医药医疗等。在此基础上可以构建每一类因子对应的风险因子组合。与此同时，我们在报告中提出大类资产交易的主线有一定的持续性，而风险因子的择时相比收益择时理论上也应有更高的胜率（波动发生突变的概率更低）。我们可以结合大类资产交易主线的变化进行择时。具体而言，我们观察上述六个风险因子（各因子取代表性指标）每个因子在过去 1 期的变化，变化越大我们认为越有可能成为当前大类资产交易的主线之一。我们将上述主线进行择时可得主线择时全天候。策略效果较非择时全天候更优。

基于我们的跟踪框架，今年以来大类资产交易的主线如下：

（1）3 月配置主线：境外利率、境内/境外风险溢价

（2）4 月配置主线：境外利率、境内风险溢价、境内增长（传统/新兴）、境内利率（相对均衡）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

（3）5 月配置主线：境内/境外风险溢价、境外利率

（4）6 月配置主线：境内风险溢价、境外利率

（5）7 月配置主线：境内增长、境外利率

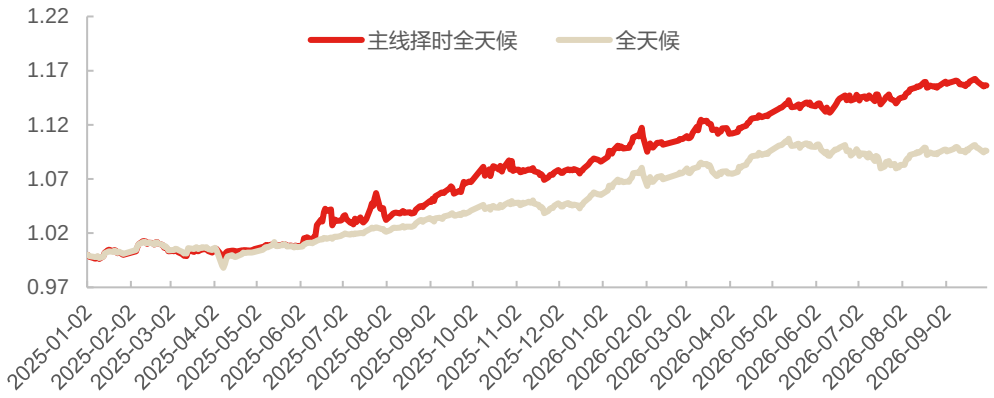
（6）8 月配置主线：境内传统增长、境内利率、境内风险溢价

（7）9 月配置主线：境内传统增长、境内风险溢价、境外风险溢价

（8）10 月配置主线：境外利率、境外风险溢价

3 月资产配置交易的主线较为极致，关注点在境外，对应加仓原油相关标的（如原油期货或能化 ETF）。4 月交易主线均衡，海外影响弱化，对应的是减仓原油相关标的。5 月大类资产交易主线聚焦境内外风险偏好，海外利率的影响仍在但不及 4 月以前，对应加仓风险资产。6 月相比 5 月，主线变化不大，境内资产仍然重点关注风偏相关性高的板块如科技。7 月境内主线重回增长，包括传统和新兴增长，海外主线仍在利率，对应股票市场结构更加均衡。8 月主线在传统增长、境内利率和风险溢价，海外影响钝化。整体风格仍然以均衡为主。9 月主线在传统增长、境内风险溢价和境外风险溢价。风险偏好主导的行情兼顾 K 型下端的修复，房地产等板块有所表现。10 月主线在境外利率和风险溢价，境内经济短期无悲无喜。境外扰动增加的背景下重点关注能化和科技相关板块对利率的对冲效果，风偏波动大的背景下适当以红利进行对冲。

图 3：主线择时全天候有更优的业绩表现



数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

表 2：主线择时全天候有更优的业绩表现

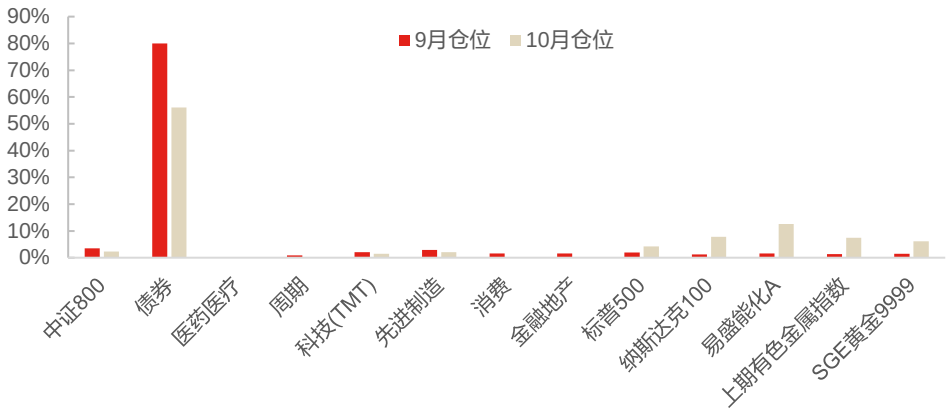
2025 年以来	主线择时全天候	全天候策略
年化收益	8.3%	5.3%
标准差	4.3%	3.2%
下行波动	4.2%	3.3%
最大回撤	-2.4%	-2.5%
夏普比	1.93	1.65
索提纳比	2.00	1.60
卡玛比	3.52	2.14

数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：境外扰动增加，重点关注能化和科技



数据来源：Wind，东方证券研究

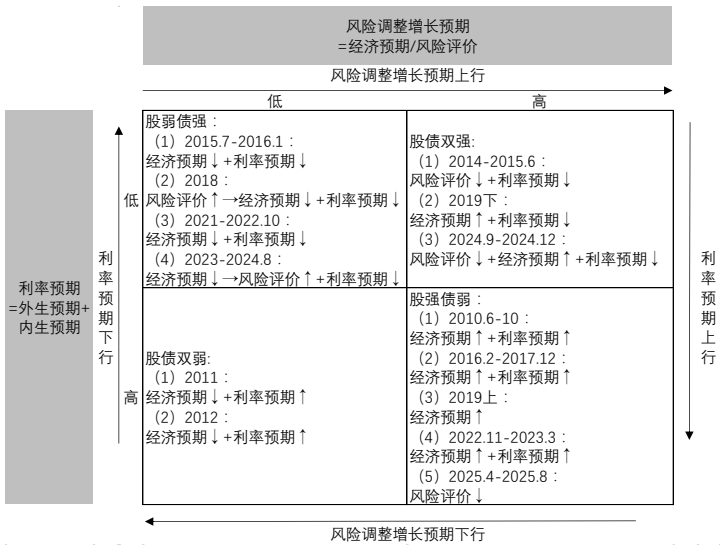
上述“9 月仓位”对应 8 月底动态全天候策略给出的各类资产仓位，“10 月仓位”对应截至 9 月底模型给出的各类资产仓位。主线择时全天候 10 月仓位整体较 9 月而言，境外扰动增加，重点关注能化和科技，商品中能化胜率相对更高，黄金/有色受利率波动影响可能存在阶段性机会。

四、行业轮动模型建议：关注石油石化/煤炭/基础化工/央企类红利

（一）全天候行业轮动策略：推荐关注石油石化/煤炭/基础化工/央企类红利等板块

全天候行业轮动策略通过对股债的四种状态——股强债弱/股弱债强/股债双强/股债双弱等市场环境下行业层面的价格规律进行挖掘，底层逻辑在于四种情况下市场活跃资金的行为存在差异。结合上述四种状态在历史上出现的概率，得到全天候行业轮动策略。（详见《股债跷跷板的成因、影响和策略应对》）

图 5：基于增长预期和利率预期的四象限框架



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：东方证券研究绘制

行业轮动在实操中通常有两种做法，在每月选前 5 的前提下，第一种做法为提高模型容错率和稳健性，降低换手率，每期的前五若在下期仍在前十则予以保留，否则剔除（以下简称“方案一”）。第二种做法为第一时间捕捉行业信号的变化，每月取最优的前五个行业（以下简称“方案二”）。方案一有更强的稳健性和更低的交易成本，方案二有更强的时效性和对信号的敏感性。此处对二者都进行展示，给投资者提供参考。

表 3：10 月行业推荐

10 月行业推荐	
全天候行业轮动（方法一）	全天候行业轮动（方法二）
石油石化	煤炭
电子	石油石化
机械设备	电子
建筑材料	通信
通信	建筑材料
基础化工	公用事业
煤炭	基础化工
公用事业	环保
环保	机械设备

数据来源：Wind，东方证券研究

综上，10 月看好石油石化/煤炭/基础化工等板块。上述行业策略基于申万一级行业指数，根据 ETF 和行业指数的对应关系，从相关性、跟踪误差、规模、成分股重合度等多个维度对 ETF 进行打分，选出各行业最接近的 ETF，得到基于 ETF 的行业轮动策略，供投资者参考。

表 4：10 月行业 ETF 推荐

基于 ETF 的全天候行业轮动（方法一）	基于 ETF 的全天候行业轮动（方法二）
通信 ETF	煤炭 ETF
信息技术 ETF	通信 ETF
中证 1000ETF	上证指数 ETF
建材 ETF	信息技术 ETF
上证指数 ETF	中证 2000ETF
化工 ETF	建材 ETF
煤炭 ETF	公用事业 ETF
公用事业 ETF	化工 ETF
中证 2000ETF	中证 1000ETF

数据来源：Wind，东方证券研究

综上，ETF 推荐煤炭/化工/中证 2000 等 ETF。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）红利轮动策略： 关注央企类红利指数

红利风格在长期低利率环境并非持续占优，而是轮动表现。红利投资应基于对市场的风格研究，围绕增长预期、利率预期和风险溢价三类风险因子进行配置决策。（详见《低利率环境红利投资需要择时》、《资产配置以预期思维择主线》）

上月我们判断红利风格预计弱化，9 月红利风格先抑后扬，在月末重新转强。展望 10 月，增长预期方面，9 月 28 日国常会提出落实一揽子增量政策助于稳定传统经济下限，但经济上行弹性仍然有限。利率预期方面，美国 AI 资本开支及政府债务融资需求仍强，全球储蓄供给相对不足，单纯调整政策利率难以化解长期债券供需矛盾，海外长端利率上行压力尚未消除；国内利率在稳增长政策和相对宽松的流动性环境下保持稳定。风险溢价方面，海外信用利差走扩，中欧贸易摩擦及中东局势仍存在不确定性，境内外风险评价有所上升，对风险偏好形成压制。

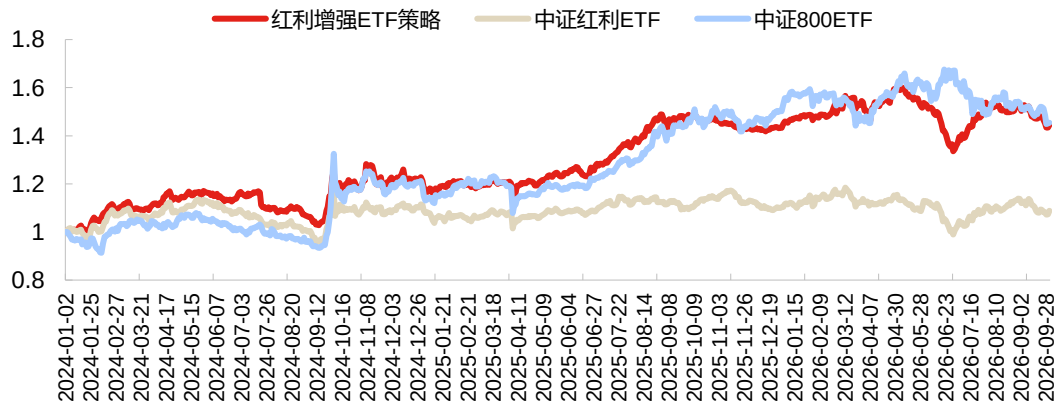
当前市场风险偏好处在相对低位，下行空间在国内政策托底下相对有限，但上行空间受限于增长预期和风险评价等因素。若风偏维持低位震荡，风险度居中的 A 股红利类指数相对较优，以央国企为样本空间的红利指数在风险评价上行的背景下具备更好的经营稳定性，建议关注央企红利类 ETF，如央企红利 ETF 汇添富（560070）等，该指数聚焦高分红或高回购央企，当前持仓对上游资源品和油运等方向有一定暴露，有望兼顾红利防御属性与上游结构性机会。若压制风偏的风险因素边际改善，可关注更受益于风偏上行的质量类红利，如红利质量 ETF 富国（560250）等。

表 5：红利增强策略表现较优

	今年以来收益率	24 年以来年化	最大回撤	夏普比	卡玛比
红利增强 ETF 策略	0.84%	14.33%	16.61%	0.94	0.863
中证红利 ETF	-1.36%	3.10%	16.42%	0.279	0.189
中证 800ETF	-3.19%	14.61%	18.62%	0.779	0.784

数据来源：Choice，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

图 6：红利增强策略表现较优



数据来源：Choice，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

基于以上研究结论，我们可以得到红利在战略配置上的轮动规律，以及战术上的择时思路，两者结合形成红利增强策略。由于本文研究的红利类指数在市场上均可找到挂钩的 ETF 产品，基于

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

ETF 的红利增强配置策略将标的从红利类指数替换为实际可投资的 ETF。（详见《低利率环境红利投资需要择时》）

今年以来红利风格整体承压，红利增强 ETF 策略有所回撤，但在较长持有期下整体相比于单一持有中证红利 ETF 仍存在收益增强效果：今年以来策略收益率为 0.84%，2024 年以来年化 14.33%，夏普比和卡玛比均优于单一持有中证红利 ETF 和中证 800ETF。

风险提示

1、 极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；

2、 量化指标失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的保险客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。