



国元证券 (000728)

投资评级：增持

报告日期：2017-02-09



汪双秀

0551-65161830

wangshuangxiu92@163.com

S0010512090002

“员工持股+资本扩充”双轮驱动

主要观点：

□ 以安徽为中心的中等券商

公司是行业排名 20+ 的中等券商，传统业务与创新业务同步推进，业务基础扎实，初步形成综合性证券金融集团。公司拥有区域市场优势，多年在安徽市场精耕细作，客户服务能力稳步提高。公司杠杆率较低，位于上市券商倒数第二位。

□ 经纪业务：佣金率与行业持平

受益于区域市场优势，公司的佣金率水平曾高于行业平均。互联网金融的冲击和一人多户的放开，使得公司的佣金率水平持续走低。2016 年年中佣金率为 0.04%，与行业持平，在上市券商中处于较低水平。随着行业佣金率的持续下行，公司佣金率未来仍有下行的可能。

□ 投行业务：股、债双轮驱动

投行业务录得正增长，主要原因在于股、债均衡发展，尤其是债券增持强劲。前三季度，公司深耕安徽地区，投行业务逆行而上，营业收入同比增长 24.51%。A 股 IPO 排队企业数量持续增长，在市场回暖的背景下，未来 IPO 有望提速，对公司的投行业绩形成支撑。

□ 投资亮点

公司员工持股计划已完成股票过户，将员工利益与公司发展深度捆绑，有利于改善公司的激励机制，增强人才吸引力。公司拟通过非公开发行股票方式募集资金，资金总额不超过 42.87 亿元。定增完成后公司的资本实力将大大增强，有望提振经营业绩，有利于公司的长期发展。

□ 投资建议

公司杠杆率较低，定增资金到位后，杠杆率会进一步降低，减轻公司负担。公司安徽省内资源丰富，定增资金可加码资本中介、资管、自营业务，提振经营业绩。双向开放、国企改革等多维度资本市场改革持续推进，证券板块直接受益，给予公司“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5773.38	3376.83	4234.36	4735.21
收入同比 (%)	65.61%	-41.51%	25.39%	11.82%
归属母公司净利润	2784.23	1404.48	1574.28	1973.51
净利润同比 (%)	102.97%	-49.56%	12.08%	25.35%
ROE (%)	13.97	6.76	7.57	7.81
每股收益	1.42	0.72	0.80	0.98
P/E	13.57	26.04	25.54	22.57
P/B	1.71	1.92	1.64	1.57

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 以安徽为中心的中等券商	4
1.1 综合性证券金融集团	4
1.2 国资控股，协同机制良好	6
1.3 立足安徽，辐射全国	7
1.4 杠杆率处于较低水平	8
2 业务研究	9
2.1 经纪业务：佣金率与行业持平	10
2.2 投行业务：股、债双轮驱动	12
2.3 资管业务：主动管理增长较快	13
3 投资亮点	15
3.1 员工持股计划吸引人才	15
3.2 非公开发行提升资本实力	15
4 投资建议	15
5 风险提示	16

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	4
图表 2 上市券商 2016H 净资本.....	5
图表 3 国元证券净资本.....	5
图表 4 国元证券参控投子公司.....	5
图表 5 2015 年国元证券行业排名.....	6
图表 6 2016H 营业收入占比.....	6
图表 7 2016H 营业成本占比.....	6
图表 8 国元证券控股股东.....	7
图表 9 2016H 营业部分布.....	7
图表 10 2016H 营业利润地区分部.....	7
图表 11 2016 年三季度 GDP 排名.....	8
图表 12 GDP 同比增速.....	8
图表 13 证券行业杠杆率水平.....	8
图表 14 公司杠杆率水平.....	8
图表 15 上市券商杠杆率水平.....	9
图表 16 证券行业的收入结构.....	10
图表 17 国元证券收入结构.....	10
图表 18 公司营业收入及同比.....	10
图表 19 公司归母净利润及同比.....	10
图表 20 公司近十年的市场份额及排名.....	11
图表 21 行业及公司佣金率水平 (%).....	11
图表 22 上市券商佣金率水平.....	11
图表 23 IPO 筹资规模.....	12
图表 24 投行业务利润及同比.....	12
图表 25 2016 年券商承销统计.....	13
图表 26 资产管理业务利润及同比.....	14
图表 27 集合资产管理业务收入及同比.....	14
图表 28 2016H 上市券商资管业务收入.....	14
图表 29 本次非公开发行的认购对象及认购金额.....	15
图表 30 本次非公开发行的募资用途.....	15

1 以安徽为中心的中等券商

1.1 综合性证券金融集团

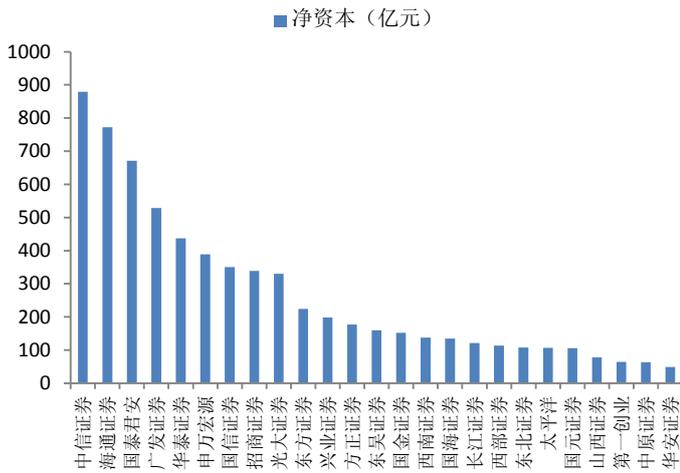
借壳“北京化二”实现上市

国元证券是由原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司作为主发起人，于 2001 年 10 月成立。2007 年公司借壳“北京化二”成功在深圳证券交易所上市。2009 年 10 月，公司公开增发 5 亿股，募集资金 99 亿。截止 2016 年中，公司净资本 106.15 亿元，处于上市券商较低水平。

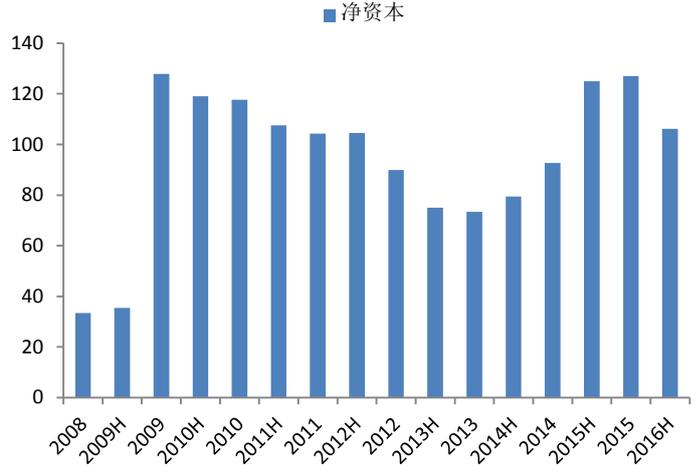
图表 1 公司发展历程

时间	事件
2001 年 10 月	公司正式挂牌开业。
2003 年 12 月	公司受让长江证券持有的“长盛基金”股权，成为“长盛基金”第一大股东。
2005 年 11 月	公司成为第 13 家创新试点券商。
2005 年 11 月	经中国证监会批准，公司托管天勤证券及所属 13 家证券营业部。
2006 年 6 月	中国证监会批准设立国元证券（香港）有限公司，同年 7 月 19 日，国元证券（香港）有限公司正式在香港特区注册成立。
2007 年 10 月	公司借壳“北京化二”在深圳证券交易所隆重挂牌上市，成功登陆 A 股市场。
2009 年 10 月	公司公开增发 5 亿 A 股圆满成功，募集资金 99 亿。
2010 年 8 月	中国证券监督管理委员会批准公司收购五矿海勤期货有限公司 100% 股权。
2011 年 3 月	公司获得上证综指 ETF 一级交易商资格。
2012 年 7 月	公司收到中国证券业协会《关于反馈证券公司中小企业私募债券承销业务试点实施方案专业评价结果的函》，标志着公司已取得了中小企业私募债券承销业务资格。
2013 年 7 月	公司 50 亿元公司债券成功发行。
2015 年 5 月	公司 35 亿元次级债成功发行。
2015 年 6 月	公司非公开发行股票获证监会发审会无条件审核通过。
2015 年 6 月	由公司领衔发起设立的安徽安元投资基金有限公司和安徽安元投资基金管理有限公司创新大会在公司总部召开。

资料来源：公司网站、华安证券研究所

图表 2 上市券商 2016H 净资本


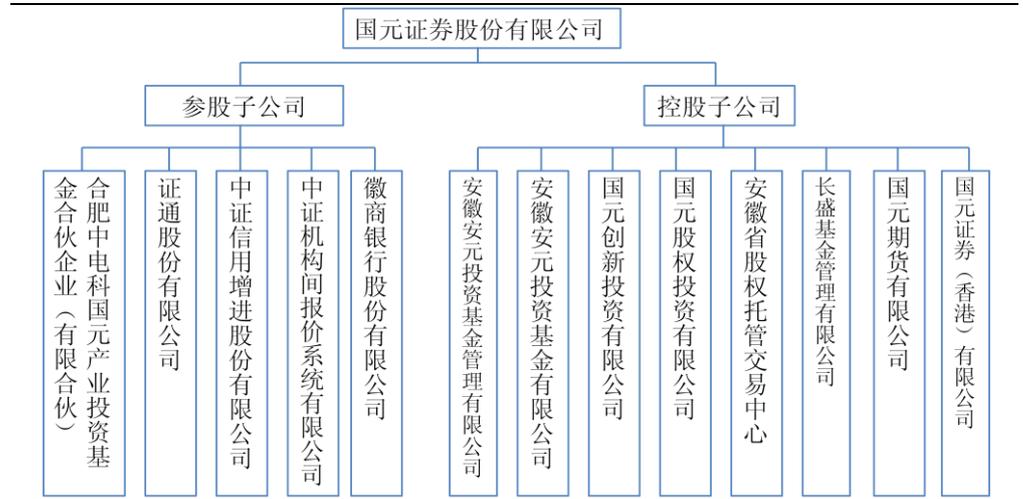
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 3 国元证券净资本


资料来源: wind、华安证券研究所

初步形成金融控股集团的架构

公司已经初步形成综合性证券金融集团。公司全资拥有国元证券(香港)、国元股权投资和国元创新投资, 控股国元期货、安徽省股权托管交易中心、安徽安元投资基金和安徽安元投资基金管理有限公司, 参股长盛基金、徽商银行、证通和中证监测中心, 初步形成了金融证券控股集团的经营架构。

图表 4 国元证券参控投子公司


资料来源: wind、华安证券研究所

排名 20+ 的中等券商

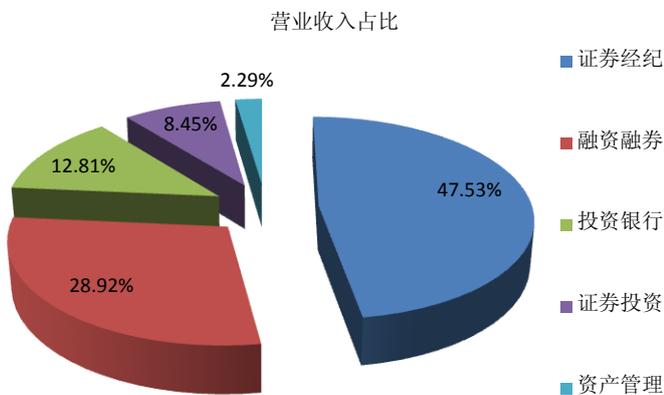
公司是行业排名 20+ 的中等券商, 业务基础扎实。根据中国证券业协会的统计数据, 截止 2015 年末, 公司总资产、净资产、净资本行业排名第 25、17、26 位, 总体实力较强。业务方面, 经纪业务、投行业务净收入行业排名第 27、47 位, 处于行业中游水平。

图表 5 2015 年国元证券行业排名

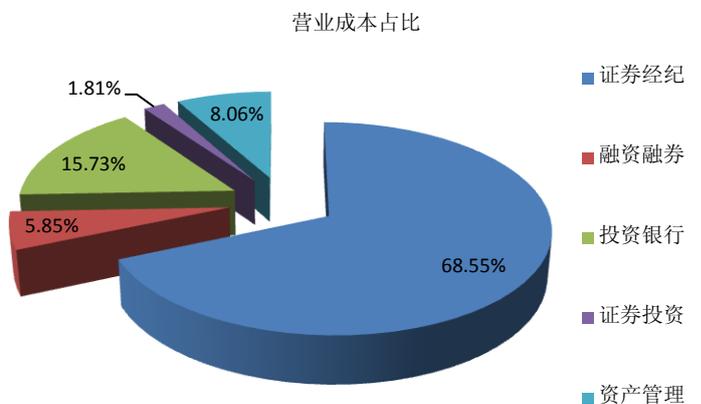
指标	国元证券排名
公司指标	
总资产	25
净资产	17
净资本	26
净利润	22
营业收入	28
净资本收益率	50
风险覆盖率	20
财务杠杆倍数	79
业务指标	
代理买卖证券业务净收入	27
客户资产管理受托资金规模	38
投资银行业务净收入	47

资料来源：证券业协会网站、华安证券研究所

经过近几年的转型努力，公司的传统业务与创新业务同步推进，融资融券等业务总体实现提升，收入占比不断提升，公司的业务结构日趋合理，多元化的业务结构初步建立。2016 年上半年，公司的证券经纪、两融、投资银行、证券投资业务的营业收入占比分别为 47.53%、28.92%、12.81%和 8.45%。

图表 6 2016H 营业收入占比


资料来源：wind、华安证券研究所

图表 7 2016H 营业成本占比


资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 国资控股，协同机制良好

公司实际控制人是安徽省国资委。国元控股集团是安徽省国资委的下属企业，国元控股及其控股子公司国元信托合计持有公司 37.46% 的股份，是公司的控股股东。

截至 2015 年末，国元集团合并总资产为 890 亿元，合并净资产 313 亿元。

国元控股旗下资产众多，初步形成了业务领域广泛的金融控股企业架构。目前国元集团拥有国元证券、国元信托、国元保险、国元投资、国元创投、安徽省股权托管交易中心等 10 家成员公司，这些公司还分别控股了 7 家典当公司、7 家小额贷款公司、4 家投资管理公司、2 家融资担保公司、1 家融资租赁公司和 1 家互联网金融服务公司，同时参股徽商银行和 8 家农村商业银行等金融机构等企业。旗下资产主要为金融及类金融企业，协同机制良好。

图表 8 国元证券控股股东



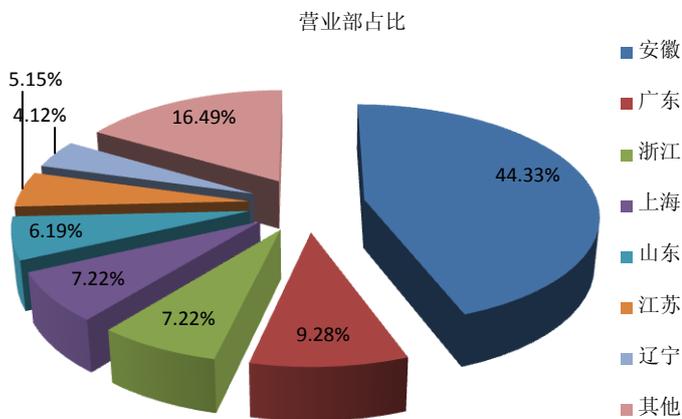
资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.3 立足安徽，辐射全国

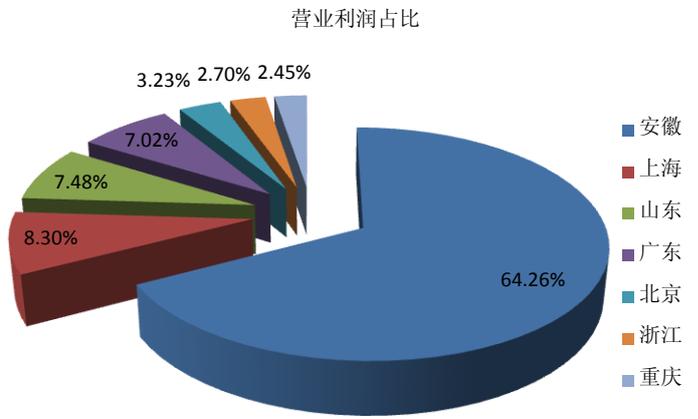
截止 2016 年上半年，公司拥有 120 家证券营业网点（含 8 家分公司），主要分布在东部沿海发达省份及中部地区，其中 43 家分布在安徽省内，营业部营业利润占比 64.26%，在安徽省排名靠前。安徽省经济总量在全国排名中等，经济增速在华东地区较快，为公司的业务发展提供了地域支撑。

公司拥有区域市场优势，多年在安徽市场精耕细作，客户服务能力稳步提高，与省内客户保持良好关系，积累了一批优质客户资源。

图表 9 2016H 营业部分布



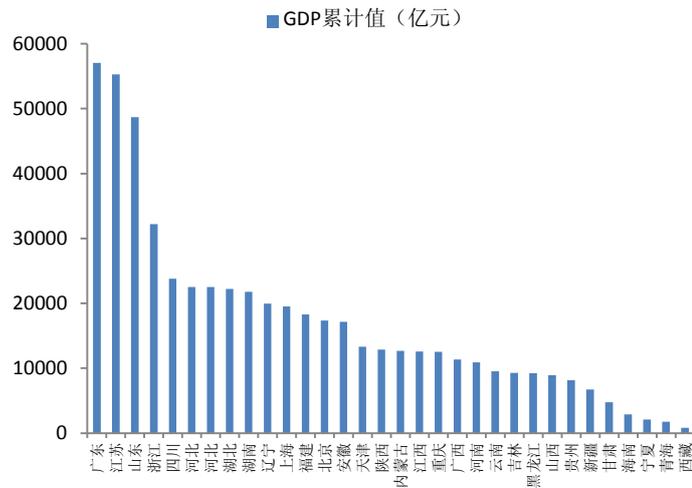
图表 10 2016H 营业利润地区分部



资料来源：wind、华安证券研究所

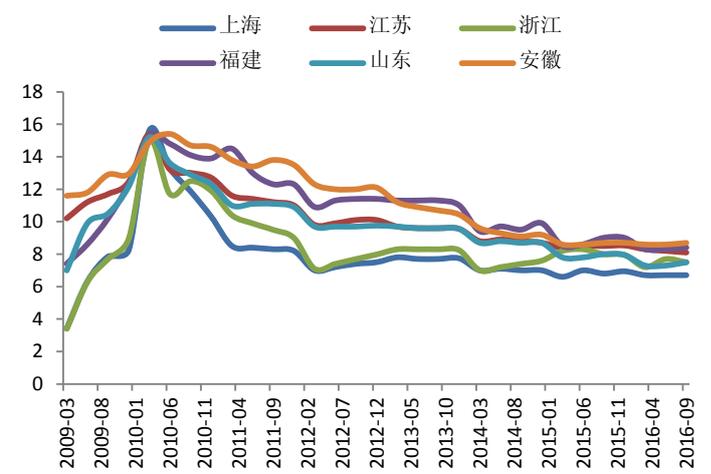
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 11 2016 年三季度 GDP 排名



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 12 GDP 同比增速

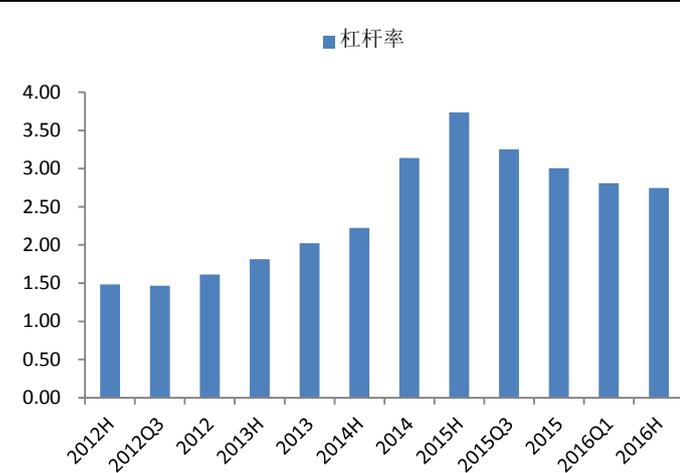


资料来源: wind、华安证券研究所

1.4 杠杆率处于较低水平

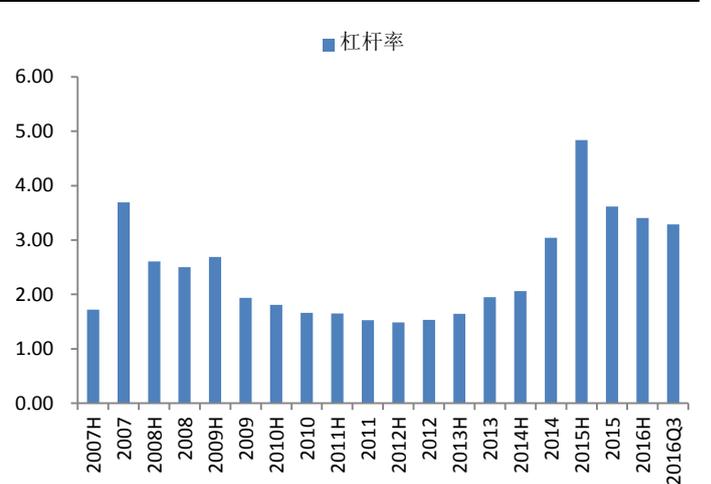
公司杠杆率较低。截止 2016 年上半年, 公司杠杆率为 1.93 倍, 低于行业平均的 2.75 倍, 位于上市券商倒数第二位。定增资金到位后, 杠杆率会进一步降低, 减轻公司负担, 未来加杠杆的空间较大。

图表 13 证券行业杠杆率水平



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 14 公司杠杆率水平



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 15 上市券商杠杆率水平

券商	杠杆倍数		同比增幅 (%)
	2016H1	2015 年末	
东方证券	4.59	4.54	1.1
东北证券	4.28	4.8	-10.83
长江证券	3.65	3.87	-5.68
招商证券	3.49	4.14	-15.7
东兴证券	3.42	3.59	-4.74
广发证券	3.37	3.82	-11.78
申万宏源	3.3	3.66	-9.84
国投安信	3.14	3.52	-10.08
西部证券	3.03	2.97	2.02
中信证券	3	3.3	-9.09
西南证券	2.97	2.48	19.76
国信证券	2.75	2.89	-4.84
国泰君安	2.61	2.82	-7.45
国海证券	2.59	2.64	-1.89
山西证券	2.56	2.21	15.84
海通证券	2.52	2.9	-13.1
方正证券	2.47	2.62	-5.73
太平洋	2.47	3.57	-30.81
兴业证券	2.39	4.24	-43.63
东吴证券	2.32	2.95	-21.36
华泰证券	2.32	2.82	-17.73
光大证券	2.31	2.68	-13.81
第一创业	2.18	3.11	-29.9
国元证券	1.93	2.1	-8.1
国金证券	1.83	1.91	-4.19

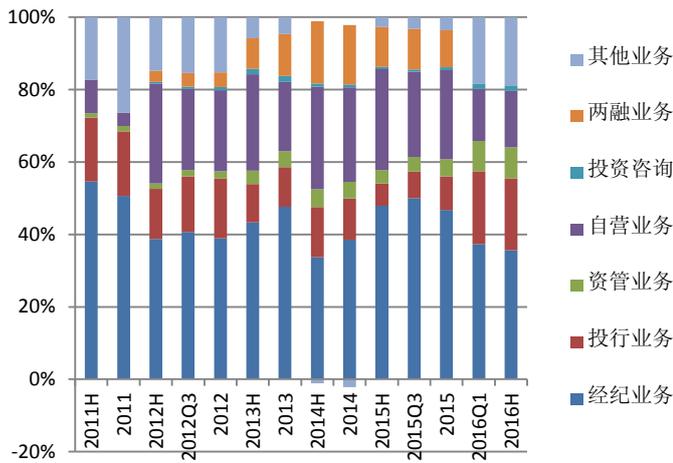
资料来源：wind、华安证券研究所

2 业务研究

公司是传统的老牌券商，经纪业务占比较高。截止 2016 年上半年，公司经纪业务占比 47.32%，高于行业平均的 35.64%，在上市券商中亦处于较高水平。两融业务发展较快，营业收入占比达到 28.79%，证券信用业务的营业利润率为 92.79%。

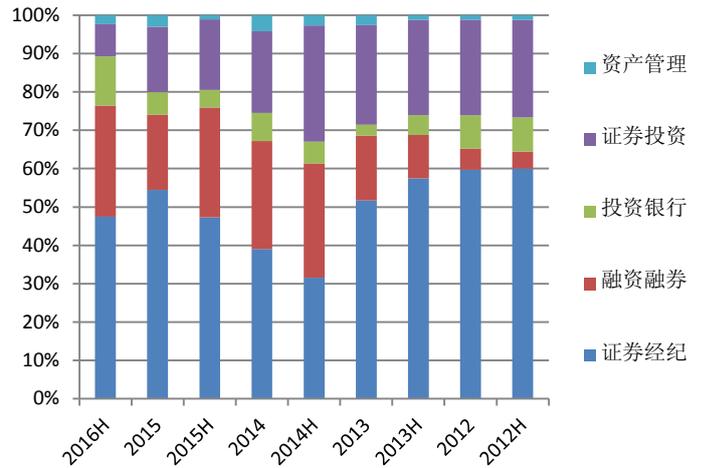
经历 2015 年的巨幅震荡后，16 年 A 股市场总体表现低迷，市场交易量明显萎缩。受制于市场行情，2016 年三季度 1-9 月份，公司共实现营业收入 24.02 亿元，同比下降 47.41%；归属于上市公司股东的净利润 9.54 亿元，同比下降 57.37%。

图表 16 证券行业的收入结构



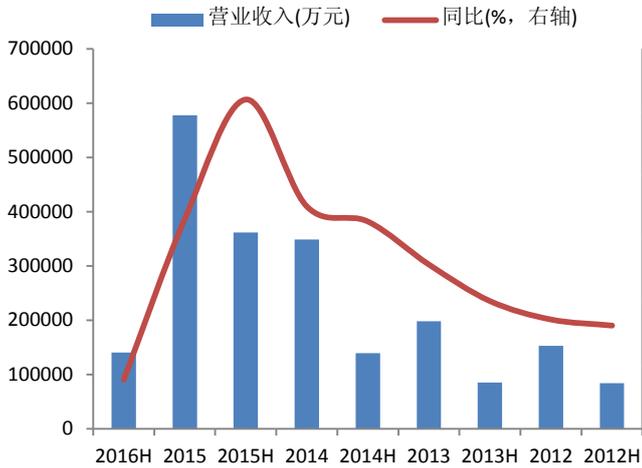
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 17 国元证券收入结构



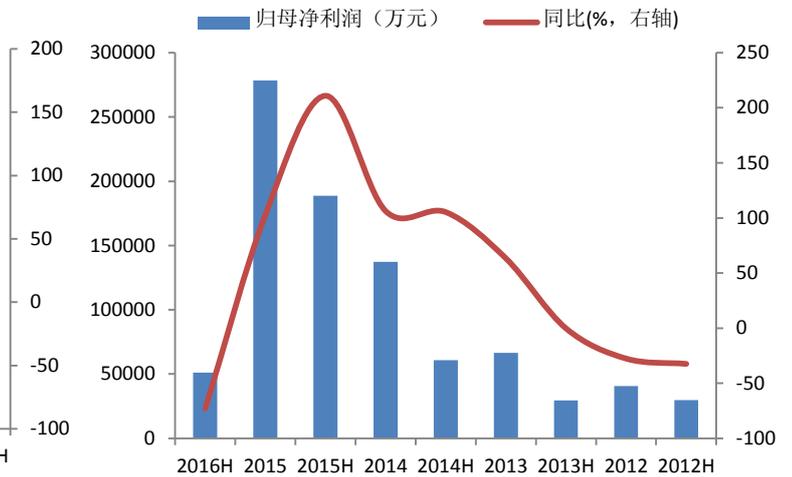
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 18 公司营业收入及同比



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 19 公司归母净利润及同比



资料来源: wind、华安证券研究所

2.1 经纪业务: 佣金率与行业持平

前三季度市场交投低迷, 交易量大幅减少导致券商业绩下滑。公司三季度实现经纪业务手续费净收入 2.22 亿元, 同比下降 58.82%。

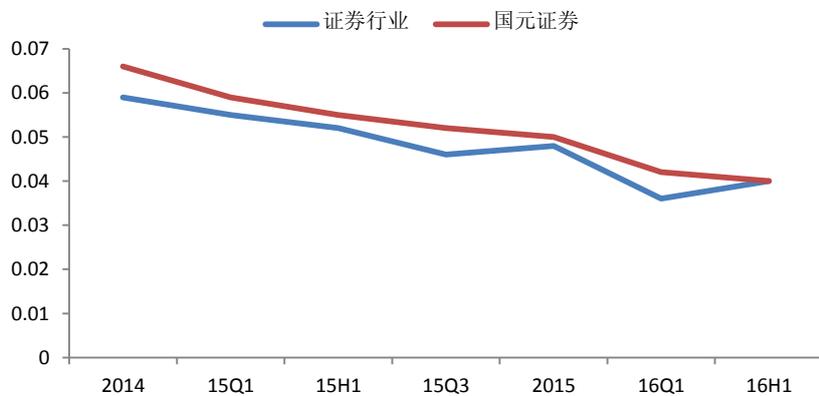
公司经纪业务市场占比较高, 2014-2016 年, 股基市场份额分别为 1.01%、0.93%和 0.90%, 行业排名分别为 22、25、27 位, 与公司的综合实力行业排名相当。“一人多户”收紧后, 不利于互联网券商的低佣金导流, 但有利于区域性券商维持市场份额的稳定。

图表 20 公司近十年的市场份额及排名

	股基成交额(亿元)	股基市场份额 (%)	成交额排名
2007	8,127.5436	0.8804	28
2008	5,088.0670	0.9560	24
2009	11,594.8443	1.0799	22
2010	11,461.9222	1.0484	23
2011	9,198.5944	1.0848	25
2012	6,840.6042	1.0525	22
2013	9,351.1830	1.0806	22
2014	15,890.2261	1.0179	22
2015	50,584.0965	0.9365	25
2016	24,980.0923	0.9062	27

资料来源: wind、华安证券研究所

受益于区域市场的佣金率优势, 公司的佣金率水平曾高于行业平均。互联网金融的冲击和一人多户的放开, 使得公司的佣金率水平持续走低。2016 年年中佣金率为 0.04%, 与行业持平, 在上市券商中处于较低水平。随着行业佣金率的持续下行, 公司佣金率未来仍有下行的可能。

图表 21 行业及公司佣金率水平 (%)


资料来源: wind、公司公告、华安证券研究所

图表 22 上市券商佣金率水平

名称	2016 上半年	2016 一季度	变动 (%)
华泰证券	2.47	2.59	4.59
第一创业	3.43	3.62	5.01
东兴证券	3.70	3.88	4.74
东吴证券	3.84	3.93	2.38
西南证券	3.96	4.31	8.12
国金证券	3.97	4.14	4.03
国元证券	4.00	4.20	4.81
长江证券	4.24	4.37	2.94

兴业证券	4.44	4.44	0.05
海通证券	4.50	4.26	5.66
广发证券	4.55	4.75	-4.10
东北证券	4.57	4.49	1.88
光大证券	4.69	4.85	-3.24
东方证券	4.72	4.94	-4.41
招商证券	4.84	5.17	-6.33
国海证券	5.04	5.79	-12.98
申万宏源	5.11	4.84	5.66
太平洋	5.46	5.31	2.85
山西证券	5.78	5.44	6.20
中信证券	5.83	5.75	1.28
国泰君安	5.97	6.45	-7.34
方正证券	6.05	6.09	-0.76
国信证券	6.17	6.27	-1.65
西部证券	7.52	7.98	-5.77

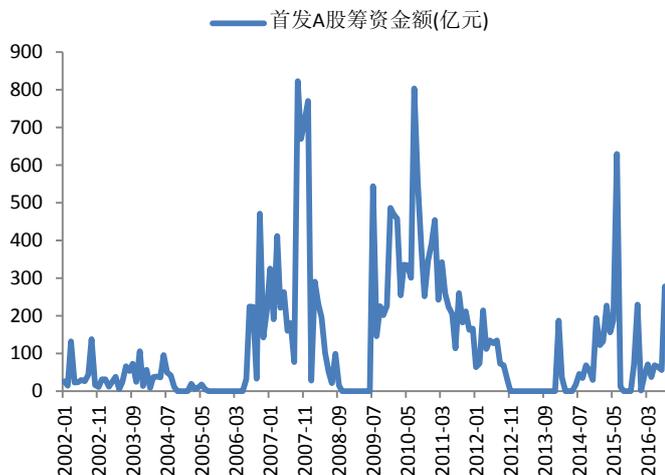
资料来源: wind、华安证券研究所

2.2 投行业务: 股、债双轮驱动

IPO 重启后, 投行业务迎来复苏。投行业务录得正增长, 主要原因在于股、债均衡发展, 尤其是债券增势强劲。前三季度, 公司深耕安徽地区, 投行业务逆市而上, 实现营业收入 3.48 亿元, 同比增长 24.51%。2016 年, 公司实现 4 家 IPO, 市场份额 1.59%; 实现 15 家债券发行, 市场份额 0.24%。

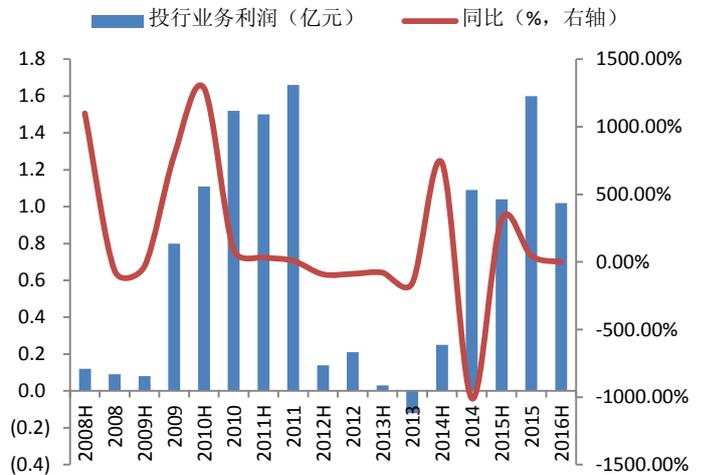
自 2015 年颁布新版公司债管理办法以来, 债券融资成本大为降低, 债券市场出现了爆发式增长。同时 A 股 IPO 排队企业数量持续增长, 在市场回暖的背景下, 未来 IPO 有望提速, 对公司的投行业绩形成支撑。

图表 23 IPO 筹资规模



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 24 投行业务利润及同比



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 25 2016 年券商承销统计

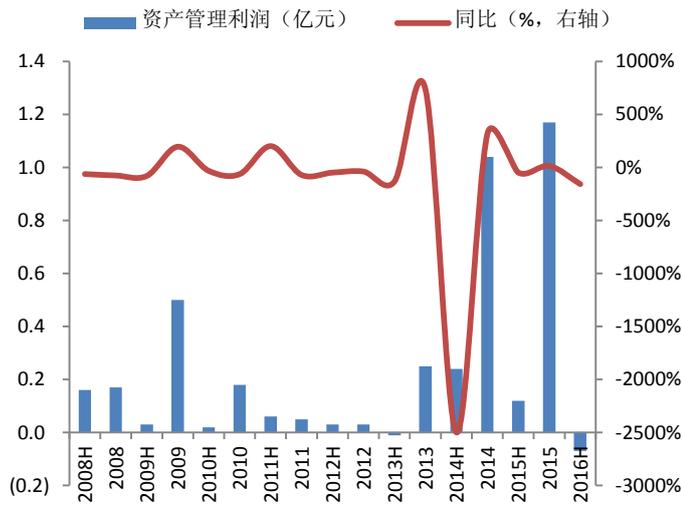
机构 名称	主承销合计		首发		增发		债券发行	
	家数	市场份额(%)	家数	市场份额(%)	家数	市场份额(%)	家数	市场份额(%)
中信建投	597	8.33	15	5.95	53	7.48	528	8.54
国泰君安	399	5.56	6	2.38	37	5.22	355	5.74
中信证券	363	5.06	19	7.54	43	6.06	297	4.80
招商证券	324	4.52	12	4.76	17	2.40	295	4.77
国金证券	296	4.13	8	3.17	21	2.96	267	4.32
广发证券	281	3.92	16	6.35	39	5.50	225	3.64
海通证券	268	3.74	4	1.59	29	4.09	233	3.77
国信证券	209	2.91	11	4.37	37	5.22	160	2.59
光大证券	203	2.83	2	0.79	7	0.99	193	3.12
国海证券	180	2.51	3	1.19	4	0.56	172	2.78
兴业证券	155	2.16	5	1.98	10	1.41	137	2.22
华泰联合	153	2.13	7	2.78	44	6.21	102	1.65
中山证券	133	1.85	0	0.00	0	0.00	133	2.15
西南证券	98	1.37	2	0.79	20	2.82	76	1.23
西部证券	87	1.21	2	0.79	2	0.28	83	1.34
东吴证券	86	1.20	0	0.00	9	1.27	76	1.23
中国银河	81	1.13	6	2.38	11	1.55	63	1.02
东兴证券	80	1.12	2	0.79	13	1.83	65	1.05
华泰证券	78	1.09	0	0.00	0	0.00	78	1.26
安信证券	52	0.73	12	4.76	19	2.68	21	0.34
长江证券	29	0.40	0	0.00	0	0.00	29	0.47
国元证券	28	0.39	4	1.59	9	1.27	15	0.24

资料来源：wind、华安证券研究所

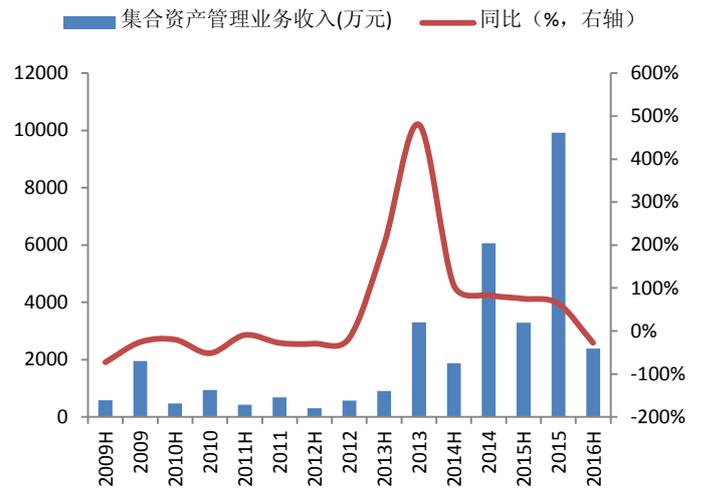
2.3 资管业务：主动管理增长较快

低息时期，存款搬家，资管业务迎来发展机会。资管新规发布后，资产管理业务的深度与广度不断提升。在制度创新和监管放松的重要契机下，券商资管迅猛发展，业务规模及业务收入均显著提升。2016 年上半年券商资管业务规模达 14.78 万亿元，同比增长 44.47%。

国元证券资管业务规模较小，发展速度较快。截止 2016 年年中，公司资管规模 944.33 亿元，同比增长 13.51%。主动管理业务增长较快，2011 年公司集合资产管理业务受托规模 6.09 亿元，2015 年为 103.80 亿元，增长了 16 倍。考虑到公司在安徽省的地域优势和居民可支配财富水平的上升，未来资管业务有望实现继续增长。

图表 26 资产管理业务利润及同比


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 27 集合资产管理业务收入及同比


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 28 2016H 上市券商资管业务收入

名称	资管业务收入			资管业务利润		
	本期金额 (万元)	占营业收入 比(%)	同比增长率 (%)	本期金额 (万元)	占营业利润 比(%)	同比增长率 (%)
中信证券	358182.48	19.72	(6.62)	142461.91	7.85	(24.94)
国泰君安	145985.43	10.65	36.40	103145.69	7.52	145.00
华泰证券	121205.40	16.48	37.14	85075.23	11.57	22.02
兴业证券	99600.84	28.18	(32.52)	50048.47	14.16	(46.47)
光大证券	61338.00	15.13	(48.86)	30780.00	7.59	(64.35)
海通证券	58681.01	4.86	(64.65)	20593.33	1.70	(72.05)
招商证券	34706.87	6.68	(30.43)	16918.53	3.25	(40.08)
第一创业	28736.50	34.62	—	15413.23	18.57	—
国信证券	25755.83	4.19	50.00	16650.05	2.71	92.16
长江证券	23667.60	9.19	38.59	17898.41	6.95	26.08
国金证券	19450.69	9.06	6.45	7034.78	3.28	(33.27)
东北证券	13893.23	7.93	63.64	9911.41	5.66	47.98
山西证券	7592.10	8.13	82.18	5688.50	6.09	110.72
西南证券	7093.87	3.54	(88.69)	5464.28	2.73	(90.53)
方正证券	6776.46	1.51	51.89	3928.91	0.88	28.31
太平洋	6479.48	10.91	(57.70)	2957.74	4.98	(72.05)
国海证券	5421.08	3.20	110.70	4301.61	2.54	164.14
西部证券	4184.21	2.46	111.66	1965.38	1.16	102.21
华安证券	3296.65	4.01	—	2128.47	2.59	—
联讯证券	2896.44	5.07	7.98	—	—	—
国元证券	2461.32	1.75	(23.84)	(1565.66)	(1.12)	(301.84)
中原证券	1940.55	2.02	—	760.90	0.79	—

资料来源: wind、华安证券研究所

3 投资亮点

3.1 员工持股计划吸引人才

员工持股计划是现阶段合伙人机制的主要形式。公司的员工持股计划已完成股票过户，第一期锁定期为 12 个月，第二期锁定期为 36 个月，显示了公司管理层对未来经营业绩的信心。

员工持股计划将员工利益与公司发展深度捆绑，有利于改善公司的激励机制，增强人才吸引力。

3.2 非公开发行提升资本实力

公司拟通过非公开发行股票方式募集资金，资金总额不超过 42.87 亿元，募资金用途主要在信用交易、自营、资产管理等业务。公司目前净资本仅为 106.15 亿元，定增完成后，公司的资本实力将大大增强，有望提振经营业绩，有利于公司的长期发展。

图表 29 本次非公开发行的认购对象及认购金额

认购对象	认购数量 (股)	认购金额 (元)	认购比例
安徽国元控股 (集团) 有限责任公司	51,411,432	728,499,991.44	16.99%
建安投资控股集团有限公司	143,952,011	2,039,799,995.87	47.58%
广东省高速公路发展股份有限公司	56,457,302	799,999,969.34	18.66%
安徽省铁路建设投资基金有限公司	35,281,256	499,935,397.52	11.66%
安徽全柴集团有限公司	10,282,286	145,699,992.62	3.40%
嘉华优势 (天津) 投资企业 (有限合伙)	5,141,142	72,849,982.14	1.70%
合计	302,525,429	4,286,785,328.93	100%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 30 本次非公开发行的募资用途

募集资金投资项目	具体使用金额
(1) 扩大信用交易业务规模，增强公司盈利能力	不超过 30.00 亿元
(2) 扩大自营业务投资规模，增加投资范围，丰富公司收入来源	不超过 5.00 亿元
(3) 拓展证券资产管理业务	不超过 4.00 亿元
(4) 其他营运资金安排	不超过 3.87 亿元

资料来源：公司公告、华安证券研究所

4 投资建议

公司杠杆率较低，定增资金到位后，杠杆率会进一步降低，减轻公司负担。公司安徽省内资源丰富，定增资金可加码资本中介、资管、自营业务，提振经营业绩。双向开放、国企改革等多维度资本市场改革持续推进，证券板块直接受益，给予公司“增持”评级。

5 风险提示

市场牌照放开的风险；
资本市场改革推进不及预期；
市场流动性风险。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。