

定增增厚资本，股东优势明显

■事件：东兴证券2016年实现营业收入36亿元（YoY-33%），归母公司净利润14亿元（YoY-34%）；2017年一季度实现营业收入7.2亿元（YoY+7%），归母公司净利润3亿元（YoY+8%）。2016年和2017年一季度，公司年化加权平均ROE分别为9.1%和6.5%。

■经纪业务全面布局，信用业绩有望改善。

(1) 经纪业务加强线上线下双轮驱动。2016年和2017年一季度公司分别实现代理买卖证券业务手续费及佣金净收入10.6亿元（YoY-56%）和2亿元（YoY-29%），同比降幅收窄。根据Choice统计，公司2017年一季度股票交易额市场份额1.01%，近三年基本保持稳定；据测算，2016年公司佣金率为0.029%（YoY-1.3BP），低于行业平均水平。公司加强线上线下布局，线上公司成立互联网金融部并推出机器人投顾APP和“东兴198”综合APP等产品，2016年近93%（YoY+9pc）的新增客户通过手机端办理开户；线下未来还将继续在广州等地新设近30家分支机构。随着智能网络投顾平台与实体营业部共同推进，叠加公司加快向财富管理及投融资中介转型，公司经纪业务客户基数有望扩大、佣金率保持稳定。

(2) 股票质押高速增长，业绩有望改善。2016年公司信用业务明显分化，融资融券余额回落至95亿元（YoY-27%）；公司股票质押业务待回购余额提升至210亿元（YoY+63%），实现利息收入2.2亿元（YoY+182%），保持快速增长。但公司杠杆率较高（2016年3.3倍），2016年公司累计新增负债融资106亿元，利息支出达到19.6亿元，使得公司利息净收入亏损3.9亿元，但随着定增资本金补充、两融业务回暖和股票质押业务提升，亏损幅度在逐步缩小，2017年一季度利息收入仅亏损0.3亿元（2016年同期亏损1.8亿元）。预计2017年公司股票质押回购业务待回购余额还能保持50%左右的增长，两融业务继续回升，信用交易业务有望实现业绩改善。

■投行业务依托股东优势，实现多元业务布局。2016年和2017年一季度公司分别实现投行业务手续费及佣金净收入8.3亿元（YoY+19%）和1.7亿元（YoY-15%）。公司投行业务由过去主要依赖IPO项目收入转变为IPO、增发、并购重组、新三板、公司债等多元发展的格局。截至2016年底公司在审IPO保荐项目5个，在审再融资保荐项目12个，体现了投行业务可持续发展的能力。2017年公司将继续加大IPO业务投入，并依托大股东的资源及已有储备项目，为客户打造“投资+融资+投行”的综合金融服务，投行业务业绩有望保持平稳较快增长。

■自营收益领先，资管产品丰富。

(1) 自营收益领先同业。公司2016年投资收益（包含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益）为17亿元（YoY-15%），自营业务平均收益率为8.1%，在上市券商中属于较高水平；2017年一季度投资收益达3亿元（YoY+13%），同比实现正增长。2016年公司自营业务结构更加丰富，新增货币基金做市业务，权益投资形成以定增、二级市场投资、量化投资为主，新股、大宗交易和协同业务为辅的多元收入格局，固定收益类提前采取降杠杆、降久期等措施，多元化的投资结构有助于业绩的稳定。

(2) 资管产品丰富，加强与股东协作。公司2016年和2017年一季度受托客户资产管理业务净收入分别为3.2亿元（YoY-36%）和0.6亿元（YoY-24%），截至2016年末母公司和东兴投资基金合计管理规模突破千亿元。公司资管业务借助东方资产的全牌照牌照优势开拓客户资源，努力打造覆盖权益、固收、量化、衍生品、不良资产等创新产品的资管全产品线。公司充分利用大股东在不良资产管理和对接非标项目的客户基础与市场影响力，深化与大股东的合作，加强主动管理能力，预计资管业务有望继续保持较快增长。

■股东优势彰显，业务协同推进。公司是四大国有AMC旗下唯一的A股上市券商，大股东东方资产（持股比例53%）已实现金融全牌照的战略布局，形成了集资产管理、保险、证券、银行、租赁、信托、投资、小贷、评级和互联网金融于一体的金融控股集团，并将“协同”定位为集团实现战略发展目标的关键。在此基础上，东兴证券在互联网金融、投行、资管业务等领域共同挖掘项目、共享客户资源、互补长短，形成显著的协同效应。2016年公司与集团开展的各项协同业务累计规模超过1000亿元，协同业务预计总收入同比增长244%。

■定增增厚资本，财务杠杆将持续降低。公司IPO之后继续补充资本金，2016年10月公司通过定增募集资金约47亿元，主要用于加大互联网金融、信用交易等业务的投入，资本金的补充有助于公司业务发展和降低杠杆率。2017年5月30日公司将有9697万首发限售股解禁（IPO价格9.18元/股），2017年10月17日公司将有2.5亿定增限售股解禁（定增价格18.81元/股），2017年合计有3.5亿股解禁，建议关注交易性投资机会。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价26.52元。我们预计公司2017-2019年的EPS为0.59元、0.69元和0.84元。

■风险提示：市场下行风险、企业经营不善风险、信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5357	3573	4335	5043	5986
净利润	2044	1353	1638	1912	2307
每股收益(元)	0.82	0.49	0.59	0.69	0.84
每股净资产(元)	5.43	6.66	8.84	10.26	10.88

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	20.62	34.31	28.33	24.27	20.12
市净率(倍)	3.10	2.53	1.90	1.64	1.55
净利润率	38.15%	37.86%	37.80%	37.92%	38.54%
净资产收益率	15.05%	7.37%	6.72%	6.76%	7.69%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

证券

投资评级 买入-A

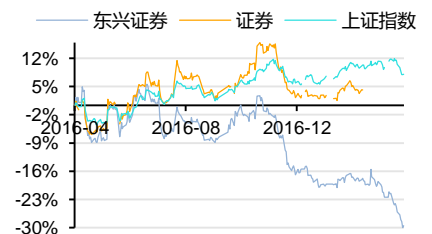
维持评级

6个月目标价：26.52元
股价(2017-04-24) 16.83元

交易数据

总市值(百万元)	46,085.52
流通市值(百万元)	15,105.84
总股本(百万股)	2,757.96
流通股本(百万股)	904.00
12个月价格区间	16.60/25.19元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.02	-14.3	-43.16
绝对收益	-12.24	-12.7	-35.94

相关报告

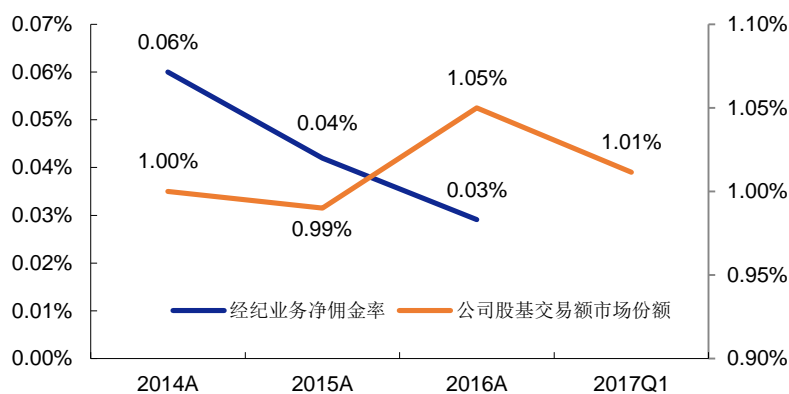
东兴证券：东兴证券公司快报	2016-11-01
东兴证券：依托股东优势，业务协同发展	2016-04-30

东兴证券2016年实现营业收入36亿元(YoY -33%),归母公司净利润14亿元(YoY -34%); 2017年一季度实现营业收入7.2亿元(YoY +7%),归母公司净利润3亿元(YoY +8%)。2016年和2017年一季度,公司年化加权平均ROE分别为9.15%和6.52%,杠杆率分别为3.28倍和3.09倍。

1. 经纪业务全面布局, 信用业绩有望改善

经纪业务加强线上线下双轮驱动。2016年和2017年一季度公司分别实现代理买卖证券业务手续费及佣金净收入10.6亿元(YoY -56%)和2亿元(YoY -29%),同比降幅收窄。根据Choice统计,公司2017年一季度股基交易额市场份额1.01%,基本保持稳定;据测算,2016年公司佣金率为0.029%(YoY -1.3BP),低于行业平均水平。公司加强线上线下双轮驱动,线上公司成立互联网金融部并推出机器人投顾APP和“东兴198”综合APP等产品,2016年近93%(YoY +9pc)的新增客户通过手机端办理开户;线下公司加快以分公司为核心的分支机构管理体系建设,2016年新增分公司和营业部数量5个,未来还将继续在广州等地新设近30家分支机构。随着智能网络投顾平台与实体营业部共同推进,叠加公司加快从传统通道向财富管理及投融资中介转型,公司经纪业务客户基数有望扩大,佣金率保持稳定。

图1: 公司股基交易额市场份额基本稳定, 佣金率低于市场平均水平



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图2: 公司加快从传统通道向财富管理及投融资中介转型



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

股票质押高速增长，业绩有望改善。2016 年公司信用业务明显分化，融资融券余额回落至 95 亿元 (YoY -27%)，股票质押余额保持快速增长，2016 年末公司股票质押业务待回购余额 210 亿元 (YoY +63%)，实现利息收入 2.2 亿元 (YoY +182%)。但受到杠杆率较高的影响 (2016 年 3.3 倍)，2016 年公司累计新增负债融资 106 亿元，利息支出达到 19.6 亿元，使得公司利息净收入亏损 3.9 亿元，但随着定增资本金补充、两融业务回暖和股票质押业务提升，亏损幅度在逐步缩小，2017 年一季度利息收入仅亏损 0.3 亿元 (2016 年同期亏损 1.8 亿元)。预计 2017 年公司股票质押回购业务待回购余额还能保持 50% 左右的增长，两融业务继续回升，信用交易业务有望实现业绩改善。

表 1：股票质押高速增长

	余额 (亿元)			利息收入 (亿元)		
	2015A	2016A	同比	2015A	2016A	同比
融资融券业务	130	95	-27%	13	7.6	-41%
股票质押回购业务	129	210	63%	0.8	2.2	182%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

2. 投行业务依托股东优势，实现多元业务布局。

2016 年和 2017 年一季度公司分别实现投行业务手续费及佣金净收入 8.3 亿元 (YoY +19%) 和 1.7 亿元 (YoY -15%)。公司寻求业务发展和收入模式的多样性，由过去主要依赖 IPO 项目收入转变为 IPO、增发、并购重组、新三板、公司债等齐头并进的格局。公司投行业务与大股东东方资产合作较多，集中于帮助关联方发债、评级公司客户引荐承销服务等，并在海外市场取得一定突破。

2016 年公司共完成发行 1 单 IPO 项目、14 单再融资项目、51 支公司债券和企业债券和 10 支资产支持证券产品，累计承销规模 756 亿元 (YoY +73%)，股票主承销家数行业排名为第 19 名 (YoY +28 名)。2016 年还完成了财务顾问项目 346 单 (YoY +22%)，其中并购重组项目 5 单，新三板新增挂牌 77 家，累计挂牌 162 家。

截至 2016 年底公司在审 IPO 保荐项目 5 个，在审再融资保荐项目 12 个，体现了投行业务可持续发展的能力。2017 年公司将继续加大 IPO 业务投入，并依托大股东的资源以及已有储备项目，为客户打造“投资+融资+投行”相结合的综合金融服务，投行业务业绩有望保持平稳较快增长。

表 2：投行业务多元推进

	承销金额 (亿元)			承销收入 (亿元)		
	2015A	2016A	同比	2015A	2016A	同比
IPO	2.9	2.6	-12%	0.002	0.2	9375%
再融资	35	147	316%	0.7	1.9	161%
债券	388	607	57%	3.1	3.7	17%
其他	10	-	-100%	0.1	-	-100%
小计	436	757	73%	3.9	5.8	47%

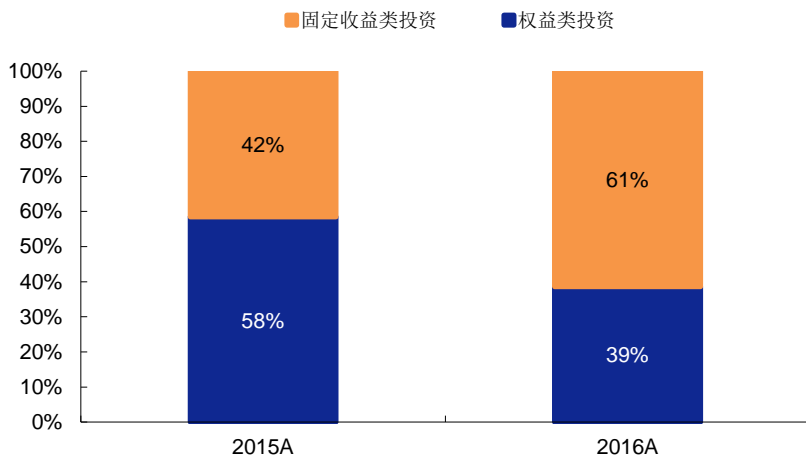
资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

3. 自营业绩领先，资管产品丰富

自营业绩领先同业。公司 2016 年投资收益 (包含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益) 为 17 亿元 (YoY -15%)，自营业务平均收益率为 8.1%，在上市券商中属于较高水平；2017 年一季度投资收益达 3 亿元 (YoY +13%)，同比实现正增长。2016 年公司自营业

务结构更加丰富，新增货币基金做市业务，权益投资形成以定增、二级市场投资、量化投资为主，新股、大宗交易和协同业务为辅的多元收入格局，固定收益类提前采取降杠杆、降久期等措施，多元化的投资结构有助于业绩的稳定。

图 3：固定收益类投资规模占比提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资管产品丰富，加强与股东协作。受市场震荡及通道业务规模和费率下行的影响，公司资管业务收入同比有所回落，公司 2016 年和 2017 年一季度受托客户资产管理业务净收入分别为 3.2 亿元 (YoY -36%) 和 0.6 亿元 (YoY -24%)，但集合资管收入明显提升。截至 2016 年末母公司和东兴投资基金合计管理规模突破千亿元，同比增长 66%。公司资管业务借助东方资产的全金融牌照优势开拓客户资源，努力打造覆盖权益、固收、量化、衍生品、不良资产等创新产品的资管全产品链。公司充分利用大股东在不良资产管理和对接非标项目的客户基础与市场影响力，深化与大股东的合作，加强主动管理能力，预计资管业务有望继续保持较快增长。

表 3：资管管理规模快速上升

	管理规模 (亿元)		
	2015A	2016A	同比
集合资管	219	285	30%
定向资管	376	634	68%
专项资管	5.0	16	213%
公募基金资管	4.7	72	1416%
合计	605	1,006	66%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心；基金管理业务规模为母公司以及东兴投资基金管理的总规模

4. 股东协同效应显著，定增带来投资机会

股东优势彰显，业务协同推进。公司是四大国有 AMC 旗下唯一的 A 股上市券商，大股东东方资产 (持股比例 53%) 已实现金融全牌照的战略布局，形成了集资产管理、保险、证券、银行、租赁、信托、投资、小贷、评级和互联网金融于一体的金融控股集团，并将“协同”定位为集团实现战略发展目标的关键。在此基础之上，东兴证券在互联网金融、投行、资管业务等领域共同挖掘项目、共享客户资源、互补长短，形成显著的协同效应。2016 年公司与集团开展的各项协同业务累计规模超过 1000 亿元，协同业务预计总收入同比增长 244%。

定增增厚资本，外延扩张加快发展。加大“货币资本”是公司 2016 年工作重点之一，2016

年 10 月公司完成非公开发行，发行股数为 2.5 亿股，每股 18.81 元，募集资金净额为 47.2 亿元，所募资金主要用于加大互联网金融、信用交易等业务的投入，资本金的补充有助于公司业务发展并且降低杠杆率。此外，公司于 2017 年 4 月完成向全资子公司东兴资本注资 2 亿元的相关工作，公司外延式扩张加快。母、子公司增资扩股利于公司扩大业务规模、增强业务协同，从而打开业绩成长空间。

限售股解禁带来交易性投资机会。2017 年 5 月 30 日公司将有 9697 万首发限售股解禁 (IPO 价格 9.18 元/股)，2017 年 10 月 17 日公司将有 2.5 亿定增限售股解禁 (定增价格 18.81 元/股)，2017 年合计有 3.5 亿股解禁，建议关注交易性投资机会。

表 4：2017 年合计有 3.5 亿股解禁

公司未来限售解禁股	限售股数 (股)	限售原因	解禁日	限售股/总股本	最新股价/持股成本
上海国盛集团资产有限公司	96,973,366	首发限售股	2017 年 5 月 30 日	4%	82%
山东高速股份有限公司	119,989,367	非公开发行限售股	2017 年 10 月 17 日	4%	-11%
中信证券股份有限公司 (18 只资管产品)	48,910,154	非公开发行限售股	2017 年 10 月 17 日	2%	-11%
福建天宝矿业集团股份有限公司	42,530,568	非公开发行限售股	2017 年 10 月 17 日	2%	-11%
新联合投资有限责任公司	42,530,568	非公开发行限售股	2017 年 10 月 17 日	2%	-11%
小计	350,934,023	——	——	13%	——
中国东方资产管理股份有限公司	1,454,600,484	首发限售股	2018 年 2 月 26 日	53%	82%
全国社会保障基金理事会	48,426,150	首发限售股	2018 年 2 月 26 日	2%	82%
合计	1,853,960,657	——	——	67%	——

资料来源：公司公告，安信证券研究中心；注：最新股价为 2017 年 4 月 21 日收盘价

5. 业绩优于同业

2016 年业绩优于同业。根据公司年报披露，东兴证券 2016 年实现营业收入 36 亿元 (YoY -33%)，归母公司净利润 14 亿元 (YoY -34%)，业绩表现好于同业。以归母口径计算，2016 年公司 ROE 为 7.39%，在上市券商中排名前十。

表 5：2016 年公司归母口径 ROE 属于中等偏上的水平

排名	公司简称	ROE	排名	公司简称	ROE
1	申万宏源	10.34%	12	海通证券	7.30%
2	广发证券	10.23%	13	中信证券	7.26%
3	国信证券	9.42%	14	方正证券	7.25%
4	招商证券	9.03%	15	中原证券	6.79%
5	中国银河	8.89%	16	国元证券	6.79%
6	长江证券	8.65%	17	第一创业	6.52%
7	华泰证券	7.43%	18	兴业证券	6.46%
8	国金证券	7.42%	19	光大证券	6.38%
9	东吴证券	7.41%	20	东方证券	5.72%
10	东兴证券	7.39%	21	太平洋	5.65%
11	国海证券	7.38%	22	华安证券	5.08%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心；注：归母口径 ROE=归母公司净利润/归母公司净资产，本表不含国投安信和国泰君安

表 6: 按已披露 2016 年年报和业绩预告, 东兴证券营收和利润跌幅好于同业

营业收入排名	证券简称	营业收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	归母净资产 (亿元)	同比
1	中信证券	380	-32%	104	-48%	1427	3%
2	海通证券	280	-26%	80	-49%	1101	2%
3	广发证券	207	-38%	80	-39%	785	1%
4	华泰证券	169	-36%	63	-41%	844	4%
5	申万宏源	147	-52%	54	-55%	523	4%
6	中国银河	132	-50%	52	-48%	580	2%
7	国信证券	127	-56%	46	-67%	484	-3%
8	招商证券	117	-54%	54	-50%	598	24%
9	光大证券	92	-45%	30	-61%	472	17%
10	方正证券	78	-29%	26	-37%	354	1%
11	兴业证券	76	-34%	20	-51%	317	71%
12	东方证券	69	-55%	23	-68%	405	16%
13	长江证券	59	-31%	22	-37%	255	52%
14	国金证券	47	-31%	13	-45%	175	6%
15	东吴证券	46	-32%	15	-45%	202	22%
16	东北证券	45	-33%	13	-51%		
17	国海证券	38	-23%	10	-43%	138	4%
18	东兴证券	36	-33%	14	-34%	183	35%
19	西部证券	34	-39%	11	-44%		
20	国元证券	34	-42%	14	-50%	207	4%
21	山西证券	24	-39%	4.6	-68%		
22	第一创业	20	-33%	5.6	-45%	86	40%
23	中原证券	20	-49%	7.2	-49%	106	30%
24	太平洋	18	-34%	6.7	-41%	118	60%
25	华安证券	17	-55%	6.0	-68%	118	77%
	总计	2570	-40%	872	-49%	10479	10%

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心; 注: 本表不含国投安信和国泰君安

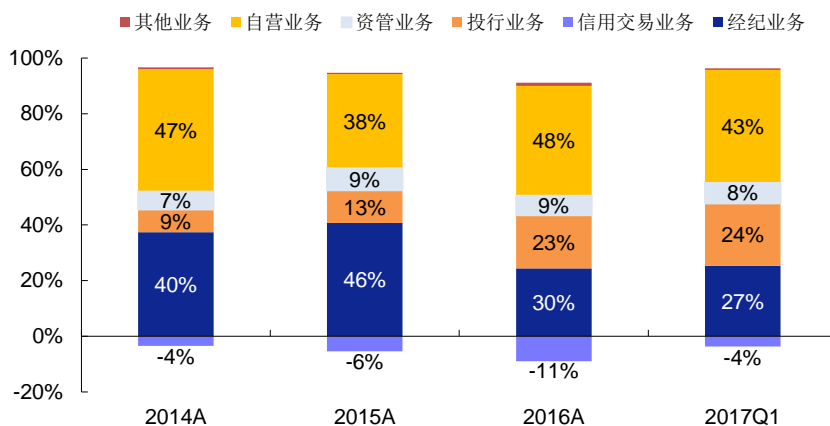
从结构来看, 公司自营业务已取代经纪业务成为公司最大的收入来源。从盈利因子来看, 投行业务全面提升、自营投资收益相对稳健和营业支出同比下降 31% 是推动公司 2016 年业绩好于同业的重要原因。从边际变化来看, 公司 2017 年一季度公司利息净收入亏损大幅减少和自营投资收益增长率由负转正均是 2017 年业绩跌幅收窄的主要原因。我们认为公司自营收益率较高, 相比其他上市券商更具弹性; 随着公司信用交易规模提升, 利息净收入亏损程度有望收窄, 2017 年公司业绩有望保持较快的增长速度。

表 7: 2016 年投行业务支撑业绩, 2017 年一季度信用交易业务和自营业务改善令降幅收窄

	2014A	2015A	2016A	2017Q1
传统经纪业务贡献	40%	134%	-67%	-29%
信用交易业务贡献	4%	-22%	-3%	53%
投行业务贡献	6%	45%	6%	-11%
资管业务贡献	12%	30%	-9%	-7%
自营业务贡献	21%	76%	-15%	13%
营业支出节约贡献	-13%	-144%	44%	-14%
所得税变化贡献	-13%	-24%	11%	4%
其他损益贡献	56%	96%	-34%	8%
归母公司净利润增长	40%	134%	-67%	-29%

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图 4：自营业务成为公司第一大收入来源



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

通过杜邦分解可以发现，公司杠杆率水平（权益乘数）高于上市券商平均水平，未来利息支出压力较大。其中公司净利润率较为稳定，而资产使用效率波动较大。

表 8：公司杠杆率较高

杜邦分解式	2013A	2014A	2015A	2016A	2017Q1
销售净利率 (NPM) = 净利润/营业总收入	32.87%	40.06%	38.15%	37.86%	42.64%
总资产周转率 (AU) = 营业总收入/调整后总资产	12.13%	8.14%	9.32%	5.89%	1.22%
ROA (调整后口径) = NPM*AU	3.99%	3.26%	3.56%	2.23%	0.52%
券商权益乘数 (EM) = 调整后总资产/调整后净资产	2.67	4.22	4.14	3.28	3.09
ROE (调整后口径) = NPM*AU*EM	10.66%	13.75%	14.72%	7.32%	1.61%

资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心；注：2017 年一季度的值未经年化处理

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	73,181	72,633	88,845	105,131	116,926	营业收入	5,357	3,573	4,335	5,043	5,986
客户资金存款	10,594	8,542	9,823	11,297	12,426	手续费及佣金净收入	3,663	2,254	2,556	3,020	3,592
自有货币资金	2,130	4,323	4,971	5,717	6,289	其中: 代理买卖证券业务净收入	2,441	1,063	1,145	1,228	1,290
客户备付金	5,123	3,472	3,993	4,592	5,051	证券承销业务净收入	701	831	932	1,167	1,520
自有结算备付金	800	613	705	811	892	资产管理业务收入	497	316	447	601	757
融出资金	12,949	9,576	11,012	12,664	13,931	利息净收入	-319	-388	-174	-222	-75
交易性金融资产	7,960	8,509	9,786	11,254	12,379	投资净收益	1,897	1,802	1,952	2,247	2,471
衍生金融资产	1	51	59	68	75	公允价值变动收益	114	-99	-2	-4	-4
买入返售金融资产	6,387	12,575	18,862	24,521	28,199	汇兑收益	0	1	0	0	0
可供出售金融资产	25,217	22,031	25,336	29,136	32,049	其他业务收入	2	2	2	2	1
持有至到期投资	-	239	275	317	348	营业支出	2,828	1,939	2,366	2,732	3,198
其他资产合计	2,020	2,702	4,022	4,756	5,287	营业税金及附加	350	86	104	121	143
总负债	59,596	54,278	64,461	76,846	86,926	管理费用	2,277	1,791	2,167	2,522	2,993
应付短期融资款	2,930	-	-	-	-	资产减值损失	201	62	94	89	61
交易性金融负债	-	-	-	-	-	其他业务成本	-	-	-	-	-
衍生金融负债	2	3	3	3	4	营业利润	2,529	1,634	1,969	2,311	2,788
卖出回购金融资产款	15,750	9,434	14,152	18,397	20,237	加: 营业外收入	4	7	18	7	8
代理买卖证券款	16,021	12,147	14,577	16,763	18,440	减: 营业外支出	4	2	3	2	2
应付职工薪酬	1,328	1,162	1,280	1,526	1,726	利润总额	2,528	1,639	1,985	2,316	2,794
应付债券	12,200	15,900	22,261	26,713	32,055	减: 所得税费用	484	286	346	404	487
其他负债合计	11,365	15,631	12,189	13,443	14,464	净利润	2,044	1,353	1,638	1,912	2,307
所有者权益	13,585	18,355	24,384	28,285	30,000	减: 少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
股本	2,504	2,758	2,758	2,758	2,758	归母公司净利润	2,044	1,353	1,639	1,912	2,307
少数股东权益	0	37	14	16	17	每股及估值指标					
归母公司净资产	13,585	18,318	24,370	28,269	29,983	每股盈利 (元)	0.82	0.49	0.59	0.69	0.84
ROAE	17.03%	9.15%	13.44%	7.26%	7.92%	每股净资产 (元)	5.43	6.66	8.84	10.26	10.88
ROAA	3.53%	1.86%	3.69%	1.97%	2.08%	市盈率 (倍)	20.62	34.31	28.33	24.27	20.12
杠杆率 (倍)	4.14	3.28	2.98	3.06	3.21	市净率 (倍)	3.10	2.53	1.90	1.64	1.55

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ **销售联系人**

上海联系人 葛娇娇
朱贤

021-35082701
021-35082852

gejy@essence.com.cn
zhuxian@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034