

## 深耕机构结构均衡, 评级 AA 龙头归来

■事件: 2017H 中信证券实现营业收入 187 亿元 (YoY +3%), 净利润 49 亿元 (YoY -6%), 归母净资产 1437 亿元 (YoY +0.7%), 加权平均 ROE 为 3.39%, 杠杆率为 3.1 倍。我们认为公司中报核心边际变化有: (1) 子公司收入合计同比增长 13%, 利息收入超预期同比增长 33%; (2) 经纪业务收入降幅好于预期, 原因是佣金率企稳且维持万分之 4.9 的领先水平; (3) 评级重回 AA 级, 多项核心业务维持行业第一, 行业集中度提升背景下龙头券商强者恒强, 估值处于历史低位具备估值优势。

■收入结构趋于均衡, 子公司成长迅速。上半年市场交易整体清淡, 监管层从严监管, 导致公司经纪 (21%)、投行 (10%) 和资管 (14%) 收入占比下降; 而公司子公司业务增速较快, 收入占比 (25%) 超过传统券商业务, 其中国际业务顺利完成整合, 利润提升 3.3 亿元, 配合“一带一路”的国家战略业绩有望逐步释放; 产业基金和中信投资投资能力增强, 合计提升利润近 10 亿元。在新收入结构下, 公司经营业绩受单一因素变化的影响降低, 稳定性提升。

■深耕机构衍伸产业, 打造平台业务协同。

(1) 深耕机构客户, 佣金收入稳定。经纪业务收入 40 亿元 (YoY -15%), 降幅小于同业, 主因是佣金率 (万分之 4.9) 基本与 2016 年持平 (-0.1BP), 稳定性好于我们预期。公司深耕社保、年金、银行等机构客户, 能提供高费率的综合财富管理业务, 并向其他产业链条延伸, 可支撑领先的佣金率水平和市场份额。我们预计公司佣金率可维持在万分之 4.8 左右, 市场份额维持 5.7% 左右。

(2) 客户融资需求旺盛, 利息收入稳步提升。利息净收入同比增长 33%, 其中股票质押回购资产规模升至 696 亿元 (较年初增长+77%), 大超此前预期。由于公司主要服务的机构客户融资需求大, 资金成本在行业内具有明显优势, 公司在激烈的竞争中具备规模和利差的双重优势, 我们提升公司股票质押回购资产规模预测至 850 亿元。

(3) 资管主动管理行业领先。公司资产管理业务主要服务社保、银行等机构客户, 客户资源、资金稳定性和资管规模均领先同业, 主动管理规模 (二季度月均 6396 亿元) 排名行业第一。

■客户基础扎实, 投行规模领先。因政策变化导致公司再融资和财务顾问业务不及预期, 但公司证券承销业务依然凭借扎实的机构客户基础保持行业领先地位。截至 8 月 26 日公司已上会 IPO 单数 22 家, 将持续受益于 IPO 发行常态化, 同时从边际变化来看, 再融资和债券发行规模均环比回升, 并购重组回暖态势, 公司投行业务有望回暖。

■自营业绩稳定, 救市资金浮盈。公司自营业绩稳定性较高, 自营投资收益 43 亿元 (YoY+4%), 收益率约 1.8%, 固定收益类证券与净资产之比远高于市场平均水平。上半年公司参与第二批救市的 54 亿元资金已经返还, 剩余救市资金浮盈约 1%。

■行业集中评级回升, 估值低位龙头归来。2016 年以来金融套利空间逐步减小, 净资本规模和风险管理能力重要性提升, 行业进一步集中利好龙头券商。公司评级回升不仅降低保护基金计提和业务限制 (创新业务试点、FICC、公司债券主承销资格等), 还可从机构“禁投池”中解禁, 带来交易性机会。截至 2017 年 8 月 25 日公司估值为 1.47 倍 PB, 处于公司上市以来的历史低位, 估值优势显现。

■投资建议: 买入-A 投资评级, 6 个月目标价 23.24 元。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.89 元、0.98 元和 1.14 元, 6 个月目标价 23.24 元。

■风险提示: 运营风险、股市风险、政策风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	56,013	38,002	41,351	46,548	51,656
净利润	20,360	10,981	10,771	11,831	13,779
每股收益(元)	1.68	0.91	0.89	0.98	1.14
每股净资产(元)	11.70	12.03	12.93	14.05	15.32

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	10.20	18.91	19.28	17.55	15.07
市净率(倍)	1.47	1.42	1.33	1.22	1.12
净利润率	36.35%	28.90%	26.05%	25.42%	26.67%
净资产收益率	14.36%	7.53%	6.88%	6.95%	7.43%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价: **23.24 元**  
股价 (2017-08-25) **17.14 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	207,683.81
流通市值(百万元)	168,223.30
总股本(百万股)	12,116.91
流通股本(百万股)	9,814.66
12 个月价格区间	15.48/17.96 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.66	-0.5	-7.4
绝对收益	-0.08	6.62	1.11

**赵湘怀** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450515060004  
zhaoxh3@essence.com.cn  
021-35082987

**贺明之** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450517060001  
hemz@essence.com.cn  
021-35082968

**蒋中煜** 报告联系人  
jiangzy@essence.com.cn  
021-35082609

### 相关报告

中信证券: 行业龙头地位  
难撼, 投行信用业务领先/ 2017-03-23  
赵湘怀  
中信证券: 中信证券公司  
快报/赵湘怀 2016-10-31

2017 年上半年中信证券实现营业收入 187 亿元 (YoY +3%)，净利润 49 亿元 (YoY -6%)，归母净资产 1437 亿元 (YoY +0.7%)，加权平均 ROE 为 3.39%，杠杆率为 3.1 倍。我们认为公司中报核心边际变化有：(1) 子公司收入同比增长 13%，利息收入超预期同比增长 33%；(2) 经纪业务收入降幅好于预期，原因是佣金率企稳且维持万分之 4.9 的领先水平；(3) 评级重回 AA 级，多项核心业务维持行业第一，行业集中度提升背景下龙头券商强者恒强，估值处于历史底部具备估值优势。

## 1. 子公司收入大增，龙头地位稳固

**业绩龙头地位稳固。**根据公司年报披露，公司 2017 年上半年实现营业收入 187 亿元，同比增长 3%；归母公司净利润 49 亿元，同比下滑 6%，业绩表现好于上市券商平均水平。横向比较已披露半年报或业绩预告的券商，中信证券公司营业收入、归母公司净利润排名保持行业第一，业绩龙头地位稳固。

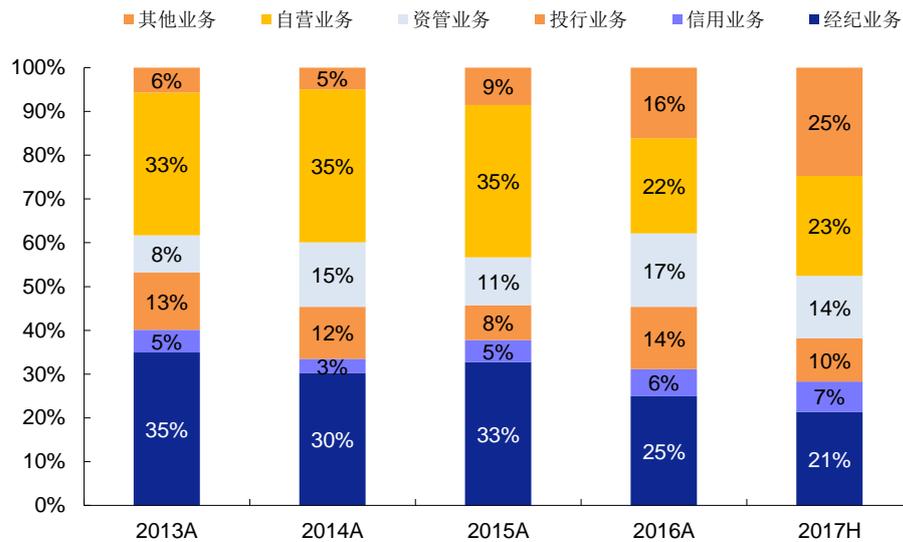
**表 1：按已披露 2017 年半年报和业绩预告，中信证券业绩位列上市券商股第一**

营业收入排名	证券名称	营业收入	同比	归母净利润	同比
1	中信证券	187	3%	49	-6%
2	广发证券	101	-1%	43	7%
3	海通证券	128	6%	40	-6%
4	华泰证券	81	10%	30	5%
5	招商证券	59	13%	26	14%
6	申万宏源	61	0%	20	-3%
7	国信证券	54	-12%	20	-9%
8	东方证券	46	60%	18	37%
9	长江证券	28	7%	10	-11%
10	方正证券	30	-34%	8.2	-62%
11	东兴证券	14	-14%	5.6	-26%
12	浙商证券	21	-4%	5.3	-3%
13	国元证券	16	12%	5.1	1%
14	西部证券	14	-16%	4.4	-26%
15	东北证券	21	21%	3.1	-47%
16	山西证券	21	125%	2.4	31%
17	第一创业	8.7	5%	1.9	-18%
18	中原证券	8.4	-13%	1.3	-56%
19	太平洋	3.7	-37%	-1.2	—
	<b>合计</b>	<b>901</b>	<b>3%</b>	<b>292</b>	<b>-7%</b>

资料来源：公司公告，安信证券研究中心。浅蓝色部分为公司的业绩预告。

**营业收入结构趋于均衡。**2017 年上半年市场交易整体清淡，监管层对于再融资和券商资管推出了从严监管的政策，导致公司经纪业务、投行业务和资管业务占比下降。为降低券商受市场周期变化的影响，中信证券积极推进业务结构多元化，国际业务、大宗商品、产业投资业务等子公司业绩开始释放，其他业务的营业收入占比升至 25%，高于五大传统券商业务。在新的收入结构之下，公司经营业绩受单一因素变化的影响降低，稳定性提升。

图 1：公司营业收入结构趋于均衡



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

子公司、信用业务和自营业务对业绩起正面贡献。我们采用盈利因子分析法可以发现：公司其他业务收入对利润贡献度达 13%，子公司对集团业绩贡献最大。信用交易业务、自营业务对收入均有正面贡献，经纪业务负面影响较 2016 年降低，但投行业务不及预期。

表 2：2017 年公司其他业务、信用业务和自营业务对业绩起正面贡献

盈利因子	2014A	2015A	2016A	2017H
传统经纪业务贡献	20%	33%	-16%	-4%
信用交易业务贡献	1%	6%	-1%	2%
投行业务贡献	8%	3%	2%	-6%
资管业务贡献	18%	6%	0%	-2%
自营业务贡献	31%	32%	-20%	1%
其他业务贡献	3%	11%	2%	13%
营业支出节约贡献	11%	18%	-16%	-8%
所得税变化贡献	-2%	-5%	2%	1%
其他损益贡献	26%	-30%	-1%	-2%
归母公司净利润增长	116%	75%	-48%	-6%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

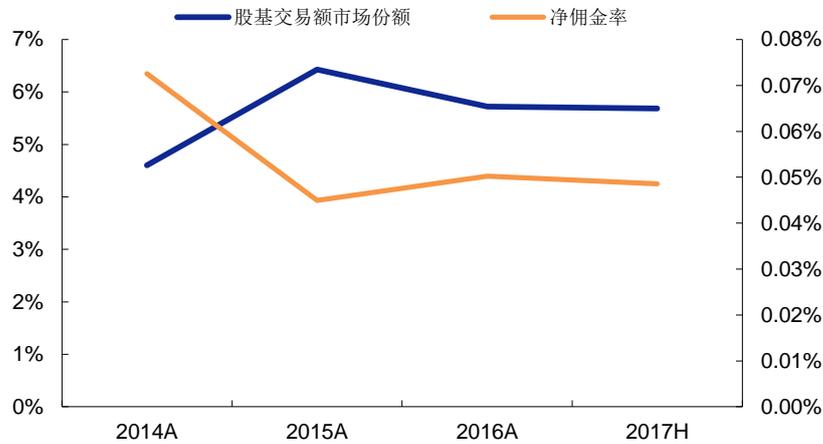
## 2. 服务机构佣金稳定，经纪业务领先地位

立足机构客户，佣金率与收入稳定。2017 年上半年公司代理买卖手续费净收入 40 亿元 (YoY -15%)，降幅小于同业 (-26%)，主要原因是公司佣金率基本与 2016 年持平并维持行业领先水平。公司经纪业务深耕上市公司、同业机构、资产管理机构等机构客户，能提供综合的财富管理业务，因此公司佣金率维持万分之 4.9 的行业领先水平，较 2016 年仅下降 0.1BP，稳定性好于我们预期。另一方面，公司股基交易额市场份额 5.68%，维持行业第二的领先地位。

**表 3: 中信证券股基交易额市场份额行业领先**

排名	券商名称	股基交易额 (亿元)	市场份额
1	华泰证券	88,274.70	7.89%
2	中信证券	63,607.75	5.68%
3	中国银河	52,005.61	4.65%
4	海通证券	50,615.16	4.52%
5	广发证券	48,322.32	4.32%
6	申万宏源	47,545.69	4.25%
7	招商证券	44,114.45	3.94%
8	国信证券	35,998.59	3.22%
9	中信建投证券	34,069.81	3.05%
10	中泰证券	27,243.46	2.44%

资料来源: Choice, 安信证券研究中心

**图 2: 公司净佣金率保持高水平**


资料来源: Choice, 公司公告, 安信证券研究中心

### 3. 信用交易稳居第一，资金成本具优势。

根据公告，2017H 公司利息净收入 13 亿元 (YoY +33%)，增长的主要原因是股票质押回购业务利息收入同比上涨 41%。由于公司主要服务的机构客户融资需求大，资金成本在行业内具有明显优势，公司股票质押回购资产规模 696 亿元，同比增长 77%，推动利息收入大幅提升。另一方面，截至 2017 年上半年末公司两融余额 613 亿元，规模排名行业第一，利息收入基本维持稳定。

**表 4: 股票质押回购利息收入大增 41%**

单位: 亿元	2017H	2016A	较年初增速
融资融券余额	613	563	9%
约定回购资产规模	28	12	136%
股票质押回购资产规模	696	394	77%
	2017H	2016H	同比增速
利息收入	63	58	8%
两融利息收入	23.6	24.2	-3%
股票质押回购利息收入	16	11	41%
利息净收入	13	10	33%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4. 证券承销业务领先，IPO 储备丰富

**证券承销业务保持行业领先。**2017 上半年公司证券承销业务手续费及佣金净收入 18.4 亿元，同比下降 37%。收入下降原因主要是因政策变化导致公司再融资和债券承销规模增速不及预期，但公司证券承销业务依然保持行业领先地位。2017H 公司完成 A 股主承销项目 40 单，承销规模 1135 亿元，市场份额较 2016 年上升 1.8 个百分点升至 13.54%，主承销金额保持市场第一。其中，受政策变化的影响，IPO 主承销项目 12 单，承销规模 72 亿元，承销单数和规模均同比增长 2 倍以上；再融资主承销项目 28 单，承销规模 1063 亿元，同比下降 20% 以上。公司机构客户基础扎实，债券承销规模实现逆市增长，上半年公司主承销各类债券 196 只，承销规模 1997 亿元，市场份额较 2016 年上升 1.8 个百分点升至 4.34%，债券承销规模和承销只数排名均升至第一。

表 5: IPO 承销规模翻倍，债券承销逆市上涨

		2017H	2016H	同比
IPO	规模 (亿元)	72	20	264%
	家数	12	4	200%
再融资	规模 (亿元)	1063	1449	-27%
	家数	28	35	-20%
债券承销	规模 (亿元)	1997	1898	5%
	家数	196	141	39%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据 WIND 统计，截至 2017 年 8 月 26 日中信证券 IPO 已上会项目数为 22 家，排名行业第五，将持续受益于 IPO 发行常态化。根据公司计划，公司推动投行业务由“中介服务型投行”向“产业服务型投行”转变，重点开展企业资产证券化业务，推进境内并购交易业务和新三板业务，拓展境外承销、并购等业务。从 7、8 月的边际变化来看，再融资和债券发行规模均环比回升，ABS 大幅上涨，并购重组现回暖态势，公司投行业务有望回暖。

#### 5. 自营业绩稳定，救市资金浮盈

**自营业绩稳定。**2016 年公司自营业务投资收益 (含公允价值变动但不含对联营企业的投资) 43 亿元，同比增长 4%；自营规模 2312 亿元，同比增长 1%。据测算，公司自营投资收益率 (自营投资收益/平均自营资产规模) 1.8%，基本与同期持平，在行业中处于中等水平。从杠杆角度看，自营固定收益类证券与净资本之比降至 127%，远高于市场平均水平，因此公司自营业绩稳定性较高；受益于上半年股市整体向好，公司自营权益类证券及证券衍生品与净资本之比小幅升至 39%。

**救市资金浮盈。**根据公司公告，2017 年上半年公司用于救市的专户投资成本较年初下降 54 亿元，意味着公司参与第二批救市的资金已经返还，按公允价值/投资成本计算，剩余救市资金浮盈约 1%。

表 6: 公司收入对利率变化敏感性

利率基点变化对收入敏感性 (单位: 亿元)	集团		母公司	
	2017H	2016H	2017H	2016H
上升 25 个基点	-1.78	-1.43	-1.22	-1.34
下降 25 个基点	1.80	1.43	1.23	1.36

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 6. 主动资管行业领先，基金业绩不及预期

母公司资管规模第一，基金业绩不及预期。2017 年上半年，公司受托客户资产管理业务净收入 26.7 亿元，同比下降 14%，主因是公募基金管理费收入大幅下降且母公司资管规模增速不及预期。2017 年上半年华夏基金净利润 5.3 亿元，同比下降 23%，主要原因是华夏基金本部资产管理规模同比下降 12%（其中，公募类基金规模 3420 亿元，同比下降 34%）。受政策变化和产品到期的影响，母公司分类资管规模均发生下降，不及此前预期。

表 7：母公司资管规模和收入稳定

类别	资产管理规模 (亿元)		管理费收入 (亿元)	
	2017H	2016A	2017H	2016H
集合理财	1658	1816	2.5	2.6
定向理财	17032	17368	7.5	7.3
专项理财	19	26	0.1	0.2
合计	18710	19210	10	10

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

深耕机构客户，加强主动管理和交叉销售。根据中国基金业协会的数据，二季度中信证券月均主动管理资产规模 6396 亿元，排名行业第一。公司资产管理业务主要深耕社保、年金、保险、银行和非金融企业等机构客户，客户资源、资金稳定性和资管规模均领先同业。在此基础上，公司进一步挖掘客户需求，提供各类融资服务（投行、股票质押等）、各类投资服务（代理买卖、投研等），形成业务协同。

图 3：公司主动管理规模排名行业第一



资料来源：中国基金业协会，安信证券研究中心

## 7. 国际和投资子公司业绩释放

中信国际整合见效，业绩开始逐步释放。2017 年上半年中信国际实现净利润 9219 万元，而 2016 年同期为净亏损 2.4 亿元。为扭转国际业务的亏损，2017 年公司完成了中信证券和里昂证券（CLSA）的整合，实现管理一体化，逐步关停了在盈利困难地区的业务，重点布局原里昂证券具有投行业务优势的“一带一路”国家，大幅提升了境外公司的 ROE 水平。受益于香港市场的火热，上半年中信国际月均交投量上升 13%，市场份额有所上升；投行团队参与了斯里兰卡政府美元债发行等标志性的“一带一路”项目，公司在伦敦的 FICC 业务交

易量及利润稳步提升并开拓了新加坡业务。随着公司国际业务的整合结束，公司国际业务进入正常运营阶段，配合“一带一路”的国家战略，子公司业绩有望稳步提升。

**产业基金获益颇丰，中信投资实力增强。**2017 年上半年中信投资产业基金大幅扭亏为盈，实现净利润 3.3 亿元，较 2016 年同期提升 8.2 亿元；中信证券投资净利润达 3.5 亿元，较 2016 年同期翻番。其中，中信投资获母公司增资 110 亿元，开展 FICC 业务的能力大幅提升。与业绩具有较大波动性的中信产业基金和金石投资不同，中信投资的 FICC 业务业绩相对较为稳健，增长更具可持续性。

## 8. 行业集中评级回升，估值底部龙头归来

**行业或进一步集中，利好龙头券商。**2016 年以来金融套利的空间减小，券商业务将回归本源。在当前监管环境下，净资本规模和风险管理能力对券商的重要性提升，评级结果对券商经营的重要性可能还将逐步加强。以中信证券为代表的内部管理能力强，资本雄厚的龙头券商将获得更多业务扩张的机会，行业集中度可能进一步提升。

**评级回升的券商将获得机构资金青睐。**2016 年大批券商遭到降级，机构投资者将部分评级下降的公司股票“投入”禁投池当中，中信证券评级回升有望重新获得机构投资者的青睐，带来交易性的机会。

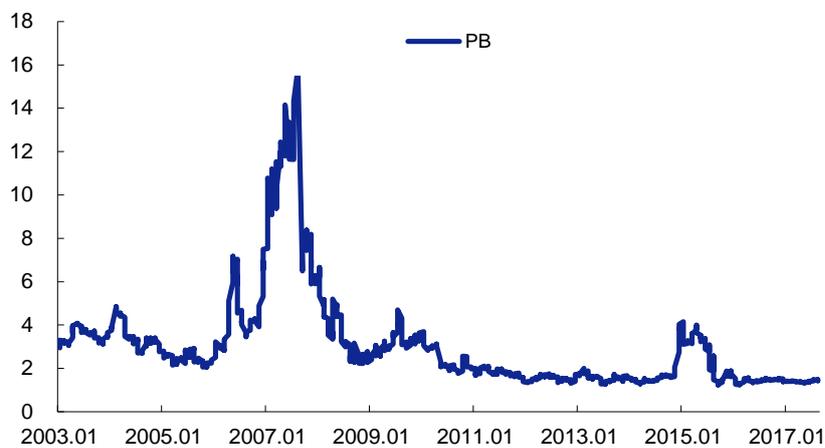
**表 8：2017 年中信证券评级回升至 AA 级**

上市公司	2017 年度评级	变化	2016 年度评级	变化	2015 年度评级
中信证券	AA	+2	BBB	-2	AA
广发证券	AA	+2	BBB	-2	AA
华泰证券	AA	+2	BBB	-2	AA
海通证券	AA	+2	BBB	-2	AA
银河证券	AA	+1	A	-1	AA
招商证券	AA	0	AA	0	AA
申万宏源	AA	0	AA	0	AA
长江证券	A	+2	BB	-3	AA
浙商证券	A	+1	BBB	-1	A
国信证券	A	+1	BBB	-2	AA
太平洋	A	+1	BBB	-1	A
华安证券	A	0	A	0	A
中原证券	A	0	A	0	A
国元证券	A	0	A	-1	AA
东吴证券	A	0	A	0	A
东方证券	A	-1	AA	0	AA
国金证券	A	-1	AA	0	AA
光大证券	A	-1	AA	+1	A
东兴证券	BBB	+1	BB	-3	AA
兴业证券	BBB	0	BBB	-2	AA
江海证券	BBB	0	BBB	0	BBB
第一创业	BBB	0	BBB	0	BBB
西部证券	BBB	-1	A	0	A
东北证券	BBB	-1	A	0	A
华创证券	BB	+1	BBB	0	BBB
国海证券	B	-2	BBB	-1	A
山西证券	B	-2	BBB	-1	A
方正证券	C	0	C	-6	A
西南证券	C	-6	A	-1	AA

资料来源：证监会，安信证券研究中心；

中信证券估值处于历史低位。据 WIND 统计，截至 2017 年 8 月 25 日，中信证券 PB 为 1.47 倍，处于公司上市以来的估值低位区间。中信证券作为行业龙头，具有更强的资本实力和更为稳健的业绩，估值优势显现。

图 4：中信证券估值处于历史低位



资料来源：中国基金业协会，安信证券研究中心

**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
<b>总资产</b>	616,108	597,439	650,259	701,844	765,168	<b>营业收入</b>	56,013	38,002	41,351	46,548	51,656
客户资金存款	116,139	100,994	75,746	71,958	75,556	手续费及佣金净收入	29,631	22,444	22,084	23,840	25,602
自有货币资金	63,179	31,862	35,049	36,801	40,481	其中:代理买卖证券业务净收入	18,367	9,495	9,497	10,094	10,313
客户备付金	27,415	28,883	21,662	20,579	21,608	证券承销业务净收入	4,477	5,389	5,299	5,947	6,614
自有结算备付金	5,727	4,851	5,336	5,602	6,163	资产管理业务收入	6,106	6,379	6,453	6,897	7,708
融出资金	75,523	65,021	66,810	68,988	72,619	利息净收入	2,791	2,348	4,075	3,644	3,816
交易性金融资产	136,792	159,619	167,600	192,740	212,014	投资净收益	18,801	10,028	10,211	13,544	16,429
衍生金融资产	11,595	3,780	3,780	3,780	3,780	公允价值变动收益	1,355	-1,413	116	14	-321
买入返售金融资产	36,771	59,175	128,360	143,149	152,137	汇兑收益	-41	120	-6	24	46
可供出售金融资产	92,135	84,879	76,391	84,030	100,836	其他业务收入	3,477	4,476	4,871	5,483	6,084
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>营业支出</b>	28,359	23,800	28,007	31,294	34,032
其他资产合计	50,831	58,375	69,526	74,216	79,974	营业税金及附加	2,768	797	867	976	1,083
<b>总负债</b>	474,371	451,650	493,646	531,644	579,593	管理费用	20,106	16,972	18,468	20,789	23,070
应付短期融资款	12,848	21,346	32,019	38,423	42,266	资产减值损失	2,481	1,935	1,672	2,030	1,879
交易性金融负债	25,939	31,218	33,857	36,464	39,752	其他业务成本	3,004	4,096	7,000	7,500	8,000
衍生金融负债	4,765	2,577	3,480	3,748	4,086	<b>营业利润</b>	27,654	14,202	13,344	15,254	17,624
卖出回购金融资产款	127,789	121,414	115,344	126,878	139,566	加:营业外收入	104	198	853	385	479
代理买卖证券款	150,457	134,398	100,798	95,758	100,546	减:营业外支出	471	138	208	273	206
应付职工薪酬	9,686	134	9,882	10,643	11,603	<b>利润总额</b>	27,287	14,263	13,989	15,367	17,897
应付债券	72,833	70,552	98,773	108,650	119,515	减:所得税费用	6,927	3,281	3,219	3,535	4,118
其他负债合计	70,054	70,011	99,493	111,080	122,260	<b>净利润</b>	20,360	10,981	10,771	11,831	13,779
<b>所有者权益</b>	141,737	145,789	156,612	170,200	185,575	减:少数股东损益	561	616	604	664	773
股本	12,117	12,117	12,117	12,117	12,117	<b>归母公司净利润</b>	19,800	10,365	10,167	11,168	13,006
少数股东权益	2,599	3,093	3,322	3,611	3,937	<b>每股及估值指标</b>					
<b>归母公司净资产</b>	139,138	142,696	153,290	166,589	181,638	<b>每股盈利 (元)</b>	1.68	0.91	0.89	0.98	1.14
<b>ROAE</b>	16.63%	7.36%	13.75%	7.24%	7.75%	<b>每股净资产 (元)</b>	11.70	12.03	12.93	14.05	15.32
<b>ROAA</b>	3.72%	7.36%	3.31%	1.75%	1.88%	<b>市盈率 (倍)</b>	10.20	18.91	19.28	17.55	15.07
<b>杠杆率 (倍)</b>	3.18	3.11	3.46	3.51	3.54	<b>市净率 (倍)</b>	1.47	1.42	1.33	1.22	1.12

## ■ 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、贺明之声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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