

环比业绩回升，龙头延续优势

——券商行业 7 月数据点评

强于大市（维持）

日期：2018 年 08 月 09 日

行业事件：

截至 8 月 8 日，共计 38 家券商发布了 2018 年 7 月财务数据简报，其中 27 家可比上市券商共实现单月营业收入 165.65 亿元，单月净利润 65.80 亿元，较 6 月分别环比上升 25.18% 和 63.55%；1-7 月共实现累计营业收入 975.04 亿元，累计净利润 368.47 亿元，较去年同期分别下降 8.98% 和 17.68%。

投资要点：

- **总体情况：**7 月二级市场维持震荡走势，上市券商业绩依旧承压，但呈现边际向好趋势。从目前公布的经营数据来看，上市券商的业绩较上个月环比回升明显。27 家可比上市券商中半数以上取得利润正增长，且涨幅较大。累计业绩方面，1-7 月业绩低于去年同期，但已经缺口较前期已经有所收窄。大型券商显示韧性，表现相对稳定。其中申万宏源成为当月营收和净利润的双料第一。中小券商同样整体回暖，第一创业和西部证券两家券商净利润大幅上升，涨幅分别达到 2000% 和 1500% 左右。
- **分业务情况：**1) **经纪与信用业务方面：**7 月市场有所上涨，但振幅较大，投资者情绪无明显改善，成交量、两融月等数据基本与 6 月持平。2) **投行业务方面：**股权业务持续承压，7 月 IPO 发行规模为 34 亿元，同比下降 61.67%，继续拖累投行业务。而另一方面，债券市场的活跃使得公司债发行规模由 6 月的 816 亿元大幅上升为 7 月的 1,496 亿元。债承业务的良好表现对于业绩增长贡献较大。3) **资管业务方面：**管新规细则落地，控嵌套、去资金池、净值化等大方向不动摇。在这一背景下，券商资管加速转型，资金池业务和通道业务规模进一步缩减。4) **自营业务方面：**7 月利好与利空交织，权益市场震荡，各类指数涨跌互现。而债券市场则延续慢牛走势，表现良好。受此影响，自营业务的权益、固收类投资收益依旧有所分化。
- **投资策略：**中长期来看，券商板块估值已经处于历史底部区间（板块 PB 为 1.29X，龙头券商平均 PB 为 1.10X），下行空间有限，安全边际较高。当前市净率来看，受益多重政策利好的大型券商有着极高的配置价值，建议投资者重点关注资本强、牌照全、评级高的头部券商。

风险提示：

金融监管超预期；业绩波动风险；中美贸易摩擦加剧

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018 年 08 月 09 日

相关研究

万联证券研究所 20180807_行业研究报告_AAA_基金周报第十二期_内外扰动强烈，股混基金低迷

万联证券研究所 20180806_行业研究报告_AAA_非银行业周报(7.30-8.3)_场外期权交易分级，关注保险中报行情

万联证券研究所 20180803_行业研究报告_AAA_券商中报展望_业绩整体下滑，龙头强者恒强

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com.cn

研究助理：喻刚

电话：010-66060126

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

研究助理：张译从

电话：010-66060126

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

目录

1、综合统计.....	3
1.1 市场表现.....	3
1.2 经营数据.....	3
2、分业务统计.....	5
2.1 经纪与信用业务.....	5
2.2 投行业务.....	6
2.3 资管业务.....	7
2.4 自营业务.....	8
3、投资建议.....	8
4、风险提示.....	9
图 1：7 月券商板块市场表现.....	3
图 2：7 月券商个股市场表现.....	3
图 3：上市券商 7 月营业收入情况（亿元，%）.....	5
图 4：上市券商 7 月净利润情况（亿元，%）.....	5
图 5：日均股基交易额（单月）.....	6
图 6：日均股基交易额（累计）.....	6
图 7：融资融券情况（亿元，%）.....	6
图 8：股权发行情况（亿元）.....	7
图 9：债券发行情况（亿元）.....	7
图 10：7 月股票市场指数表现.....	8
图 11：7 月债券市场指数表现.....	8
表 1：2018 年 7 月券商经营数据.....	4
表 2：2018 年 7 月券商投行子公司经营数据.....	7
表 3：2018 年 7 月券商资管子公司经营数据.....	7

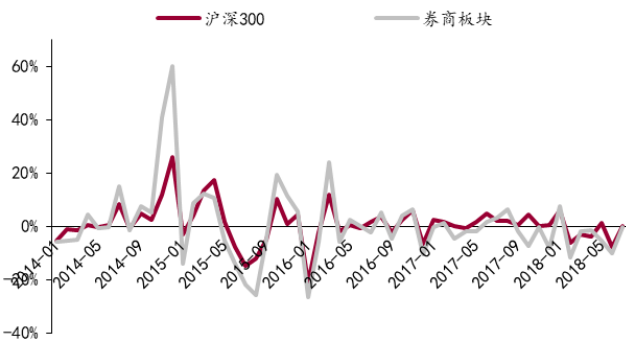
1、综合统计

1.1 市场表现

市场方面，7月份券商板块的涨跌幅为-0.16%，稍稍落后于沪深300指数(0.19%)。6月份券商板块一路下行，最终单月下跌将近10%。相较之下，7月份券商股结束单边下跌走势，整体有所震荡，股价在中旬有所冲高，最终回落。

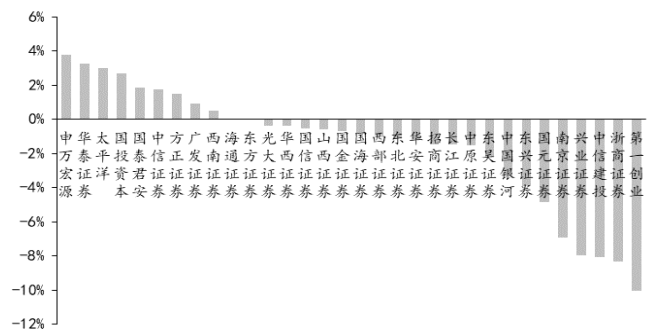
个股来看，上市券商中，申万宏源(3.79%)、华泰证券(3.27%)、太平洋(2.99%)领涨券商板块。国泰君安(1.83%)、中信证券(1.75%)、广发证券(0.90%)作为Top 5券商，保持稳定，表现处于前列。表现落后的券商包括兴业证券(-7.97%)、浙商证券(-8.33%)、第一创业(-10.04%)，以追溯的角度来看，可能的下跌主因分别是股权质押方面的“踩雷”。此外次新券商方面，南京证券和中信建投均大幅下跌，跌幅分别为-6.91%和-8.09%。

图 1：7月券商板块市场表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图 2：7月券商个股市场表现



资料来源：wind，万联证券研究所

1.2 经营数据

截至8月8日，共计38家券商发布了2018年7月财务数据简报，共实现单月营业收入193.37亿元，单月净利润72.91亿元；1-7月共实现累计营业收入1,107.83亿元，累计净利润402.85亿元；7月末净资产为14,073.29亿元。上市券商层面，27家可比上市券商共实现单月营业收入165.65亿元，单月净利润65.80亿元，较6月分别环比上升25.18%和63.55%；1-7月共实现累计营业收入975.04亿元，累计净利润368.47亿元，较去年同期分别下降8.98%和17.68%；7月末净资产为12,225.97亿元，同比上升6.46%。

整体来看，7月券商业绩端表现有以下几点值得关注：

- 1) **单月业绩环比大幅上升，回暖明显。**6月券商业绩的全面下滑，除中信证券外均取得净利润负增长，相较之下7月业绩呈现了明显的回暖趋势。27家可比上市券商中半数以上取得利润正增长，且涨幅较大。
- 2) **1-7月累计业绩低于去年同期，但呈现收窄趋势。**今年以来，二级市场的持续低迷使各家券商在多条业务线承压。在交易量走低、两融余额下降的背景下，券商经纪信用业务收入承压，此外对部分权益类投资占比较高的券商而言，自营业务也有不同程度浮亏。进入七月，业绩环比回暖明显，导致累计经营数据的同比下趋势有所改善。
- 3) **大型券商显示韧性，表现相对稳定。**营收、净利润居于前10位的券商基本保持稳定，申万宏源和招商证券表现抢眼，分别取得146.52%和

404.98%的净利润环比增幅。其中申万宏源成为当月营收和净利润的双料第一，打破中信证券连续数月的垄断。公司业绩的大幅改善主要是因为收到子公司分红款。大型券商中，中信证券和广发证券在7月表现不及预期，但考虑到其前期相对较高的基数，本月业绩波动仍属正常范畴。

4) 中小券商同样整体回暖，但三家券商业绩分化明显。第一创业和西部证券两家券商在7月业绩大幅上升。第一创业方面，由于其在6月份取得极低的净利润基数，本月环比增长超2000%；而西部证券也扭亏为盈，净利润涨幅将近1500%。相比之下，另一家上市券商太平洋证券的业绩则显得格外惨淡，在6月高光表现的对比下，7月公司净利润环比下降540%。

表 1：2018年7月券商经营数据

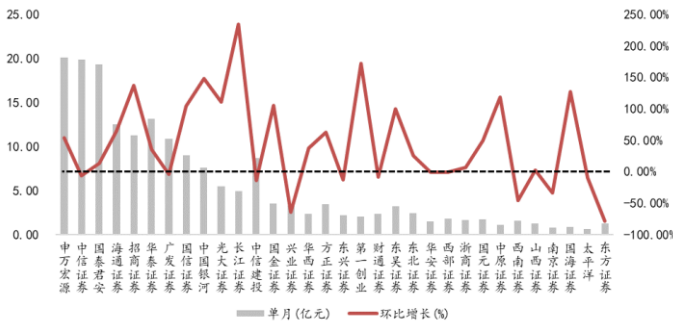
公司简称	营业收入(亿元, %)				净利润(亿元, %)				净资产(亿元, %)	
	单月	环比增长	年度累计	同比增长	单月	环比增长	年度累计	同比增长	单月	同比增长
申万宏源	20.10	53.97%	75.32	27.61%	13.75	146.52%	36.65	53.89%	695.42	31.05%
中信证券	19.90	-6.82%	122.85	17.47%	7.92	-0.90%	49.48	17.47%	1289.39	3.58%
国泰君安	19.34	13.03%	118.76	6.48%	7.03	3.32%	46.94	-8.32%	1255.37	2.54%
华泰证券	13.18	34.79%	87.89	-17.41%	4.80	17.45%	45.26	-22.83%	1057.66	21.71%
海通证券	12.52	64.93%	68.89	-12.22%	5.59	43.65%	37.86	-10.18%	1105.99	3.09%
招商证券	11.30	137.63%	54.78	-9.15%	5.13	404.98%	22.65	-13.92%	774.47	2.10%
广发证券	10.86	-4.21%	69.86	-18.79%	4.80	4.30%	30.80	-19.43%	797.70	4.20%
国信证券	8.99	104.54%	49.49	-21.09%	3.73	158.01%	16.22	-32.54%	507.70	4.57%
中国银河	7.55	148.11%	46.68	-24.10%	2.99	431.64%	14.37	-37.15%	646.42	2.82%
光大证券	5.49	111.31%	32.10	-5.27%	1.84	389.38%	9.41	-36.73%	497.83	1.63%
长江证券	4.93	234.22%	25.75	-13.32%	1.37	298.67%	5.45	-48.95%	275.37	3.57%
国金证券	3.49	105.27%	18.56	-20.97%	1.15	131.01%	5.62	-16.77%	188.70	4.61%
方正证券	3.44	62.49%	22.13	-25.17%	0.84	157.40%	2.47	-72.88%	458.75	2.11%
兴业证券	3.26	-64.55%	28.57	-19.67%	0.95	-82.09%	12.38	-10.35%	317.60	1.47%
东吴证券	3.24	99.50%	12.89	-19.53%	0.64	234.84%	1.55	-65.39%	196.96	-1.32%
东北证券	2.39	25.70%	11.33	-8.43%	0.61	32.19%	2.52	-40.72%	153.53	-1.76%
东兴证券	2.15	-12.85%	15.33	-0.92%	0.84	71.98%	6.03	-4.20%	195.21	5.19%
第一创业	2.06	171.89%	8.36	3.93%	0.74	2201.90%	1.97	-22.33%	95.11	0.73%
西部证券	1.76	-1.18%	12.21	-20.04%	0.59	1446.85%	3.42	-36.43%	175.38	1.35%
国元证券	1.68	49.22%	10.71	-31.04%	0.38	278.36%	1.97	-60.24%	237.65	20.35%
西南证券	1.55	-45.57%	15.21	1.26%	0.28	143.62%	3.70	-19.59%	188.27	0.73%
华安证券	1.45	-1.12%	8.38	-20.35%	0.59	36.39%	2.80	-35.79%	121.18	1.58%
东方证券	1.28	-79.04%	32.73	-26.11%	-0.68	-127.46%	7.72	-56.49%	516.68	25.86%
山西证券	1.23	2.33%	8.55	-32.29%	0.19	-54.56%	1.58	-61.86%	132.99	-0.26%
中原证券	1.06	118.70%	6.36	-15.39%	0.34	180.92%	1.19	-43.14%	99.16	-2.21%
国海证券	0.81	127.35%	6.19	-48.43%	0.06	121.14%	0.34	-90.63%	132.03	-1.81%
太平洋	0.63	-9.25%	5.16	38.61%	-0.66	-540.43%	-1.89	-23.74%	113.45	-0.63%
可比上市	165.65	25.18%	975.04	-8.98%	65.80	63.55%	368.47	-17.68%	12,225.97	6.46%

券商合计

中信建投	8.70	-14.14%	18.83	-	1.25	-63.98%	4.71	-	466.65	-
华西证券	2.37	37.74%	15.37	-	0.94	62.56%	6.14	-	179.98	-
财通证券	2.31	-8.88%	19.36	-	0.73	-34.86%	6.44	-	198.72	-
浙商证券	1.60	7.00%	12.41	-	0.41	-38.03%	3.92	-	129.44	-
南京证券	0.81	-33.67%	2.03	-	0.08	-29.45%	0.21	-	104.51	-
上市券商合计	181.43	21.42%	1,043.05	-2.63%	69.21	49.89%	389.88	-12.89%	13,305.26	15.85%
安信证券	5.27	59.34%	27.92	23.28%	1.72	124.25%	8.84	24.17%	308.87	0.68%
华创证券	2.02	101.15%	9.13	28.40%	0.62	1010.72%	1.91	47.49%	107.73	0.81%
江海证券	1.36	284.16%	6.78	25.17%	0.74	135.55%	-0.78	48.60%	98.55	0.55%
广州证券	1.35	35.30%	7.29	22.78%	0.36	211.29%	0.19	211.43%	111.32	0.29%
国联证券	1.11	-0.15%	8.25	2.75%	0.34	0.96%	3.43	6.58%	86.65	3.33%
华鑫证券	0.83	43.02%	5.41	18.01%	-0.08	68.75%	-0.62	-14.18%	54.90	-0.53%
券商合计	193.37	23.34%	1,107.83	-1.52%	72.91	63.19%	402.85	-11.85%	14,073.29	14.92%

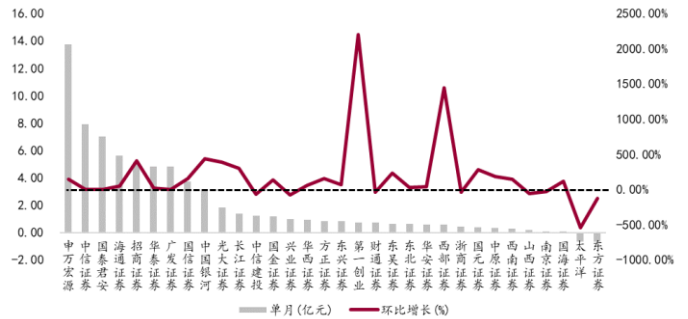
资料来源：券商月报、万联证券研究所

图 3：上市券商 7 月营业收入情况（亿元，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图 4：上市券商 7 月净利润情况（亿元，%）



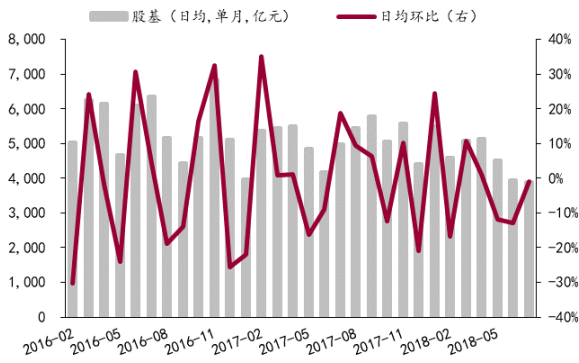
资料来源：wind，万联证券研究所

2、分业务统计

2.1 经纪与信用业务

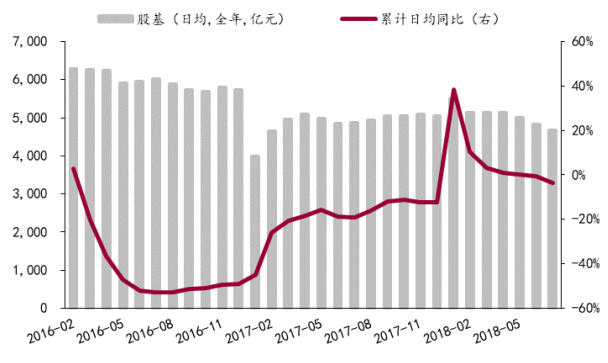
7 月市场有所上涨，但振幅较大，投资者情绪无明显改善。7 月 A 股日均成交额 3,906 亿元，与 6 月环比持平，而从年度累计数据上来看，A 股日均成交额 4,676 亿元，同比下降 4%。融资融券方面，7 月两融日均余额为 8917.40 亿元，环比下降 3.01%。其中融资余额 8843.64 亿元，融券余额 73.76 亿元。

图 5: 日均股基交易额 (单月)



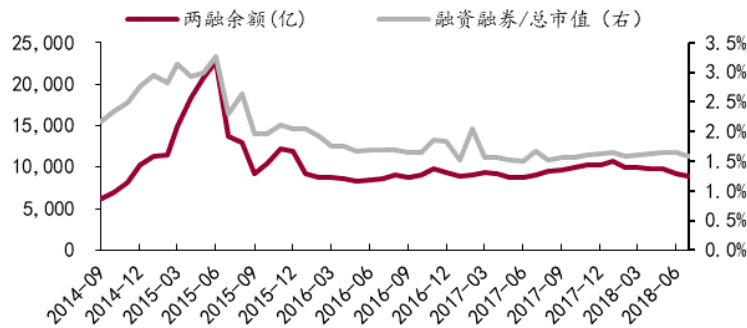
资料来源: wind, 万联证券研究所

图 6: 日均股基交易额 (累计)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图 7: 融资融券情况 (亿元, %)

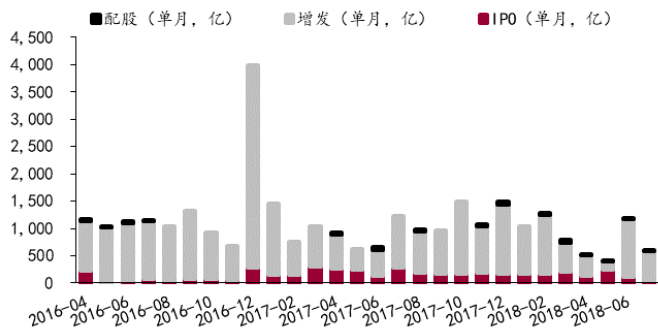


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 投行业务

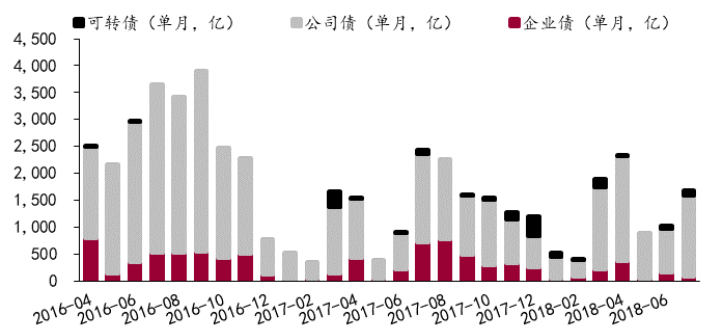
股权业务持续承压，公司债发行活跃带动业绩增长。7月 IPO 发行规模为 34 亿元，同比下降 61.67%，继续拖累投行业务。证监会方面在 7 月仅核发了 5 家 IPO 批文，而 6 月的较高基数（独角兽企业集中上市）也造成了 7 月业务规模环比降幅较大。再融资方面表现平淡，单月增发规模为 538 亿元，环比下降 49.53 亿元，同样受到高基数效应影响（6 月农行单独增发 1000 亿元）。整体来看，上市公司再融资意愿仍然偏弱。债券发行方面，利率持续下行，债券一级市场有所回暖。根据 wind 数据显示，6 月核心债券发行规模为 1,672 亿元，同比增长 64.55%，其中公司债由 6 月的 816 亿元大幅上升为 7 月的 1,496 亿元。公司债承销业务的回暖对于投行业务及证券整体业绩增长贡献较大。从当前公布月报数据的投行子公司来看，8 家投行子公司共计实现营业收入 2.52 亿元，环比下降 9%，实现净利润 0.29 亿元，环比大幅上升。其中，第一创业证券承销保荐和申万宏源证券承销保荐两家子公司表现良好，净利润指标环比增长将近 200%。

图 8: 股权发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图 9: 债券发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

表 2: 2018年7月券商投行子公司经营数据

公司名称	营业收入(亿元, %)				净利润(亿元, %)			
	单月	环比增长	年度累计	同比增长	单月	环比增长	年度累计	同比增长
摩根士丹利华鑫证券有限责任公司	0.10	-26%	0.67	18.11%	-0.11	-17%	-0.81	-285.75%
长江证券承销保荐有限公司	0.17	188%	1.55	-9.18%	-0.05	41%	-0.09	-119.15%
中德证券有限责任公司	0.35	167%	1.57	-56.51%	0.02	129%	-0.36	-138.76%
第一创业证券承销保荐有限责任公司	0.27	1212%	0.53	-45.50%	0.08	180%	-0.42	-6900.55%
华泰联合证券有限责任公司	0.90	-50%	9.47	-17.99%	0.22	-46%	2.55	-28.61%
申万宏源证券承销保荐有限责任公司	0.35	301%	2.04	-46.79%	0.12	195%	0.46	-66.63%
瑞信方正证券有限责任公司	0.15	-16%	0.94	-9.22%	-0.01	-121%	-0.24	-14.36%
东方花旗证券有限公司	0.25	-29%	4.79	-15.51%	0.02	-47%	1.30	-13.99%
合计	2.52	-9%	21.56	-25.50%	0.29	5955%	2.39	-67.92%

资料来源: 券商月报, 万联证券研究所

2.3 资管业务

资管新规细则落地, 券商加速转型。资管新规细则落地, 控嵌套、去资金池、净值化等大方向不动摇。在这一背景下, 券商资管加速转型, 资金池业务和通道业务规模进一步缩减。此前, 券商资管的规模已经持续收缩, 根据证券业协会的数据, 6月末券商资管规模(含直投基金)合计15.28万亿元, 较年初下降了9.52%。

资管子公司方面, 目前公布月报的13家资管子公司在7月合计实现营业收入10.99亿元, 环比下降37%, 实现净利润5.12亿元, 环比下降38%。其中华泰资管和广发资管延续前期抢眼表现, 净利润在此超过1亿。1-7月, 13家资管子公司累计实现营收80.11亿元, 同比增长25%, 实现净利润33.87亿元, 同比增长11%。从1-7月的表现来看, 东方证券资管子公司可谓一枝独秀, 其累计营业收入和净利润分别大幅上涨112%和222%。

表 3: 2018年7月券商资管子公司经营数据

公司名称	营业收入(亿元, %)				净利润(亿元, %)			
	单月	环比增长	年度累计	同比增长	单月	环比增长	年度累计	同比增长
华泰证券(上海)资产管理有限公司	2.21	13%	12.99	-1%	1.14	2%	7.00	-4%
兴证证券资产管理有限公司	0.48	139%	2.19	-9%	0.12	1318%	0.87	-14%

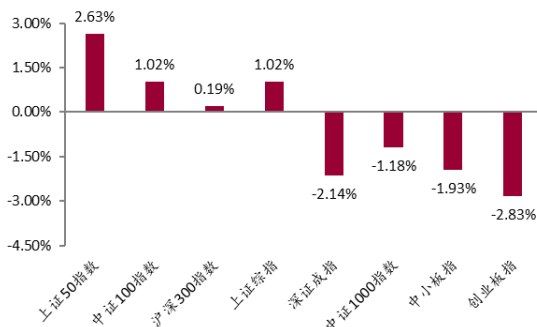
上海海通证券资产管理有限公司	0.75	12474%	3.41	-26%	0.41	13%	1.97	-22%
东证融汇证券资产管理有限公司	0.10	-56%	0.97	-9%	0.03	-39%	0.40	-20%
上海国泰君安证券资产管理有限公司	0.98	-75%	11.20	34%	0.30	-84%	4.32	3%
浙江浙商证券资产管理有限公司	0.16	-88%	1.32	105%	-0.01	-101%	0.01	-95%
财通证券资产管理有限公司	0.39	-39%	3.23	-	0.03	-62%	0.54	-
银河金汇证券资产管理有限公司	0.34	-72%	4.35	21%	0.05	24%	0.52	-15%
广发证券资产管理(广东)有限公司	1.90	-9%	9.33	-4%	1.21	5%	5.27	-8%
招商证券资产管理有限公司	0.93	-24%	7.16	19%	0.55	-10%	3.91	5%
上海东方证券资产管理有限公司	1.65	-52%	17.47	112%	0.70	-59%	6.87	222%
长江证券(上海)资产管理有限公司	0.32	-38%	2.60	-22%	0.15	12%	0.58	-65%
上海光大证券资产管理有限公司	0.78	-13%	3.88	24%	0.42	2%	1.61	91%
合计	10.99	-37%	80.11	25%	5.12	-38%	33.87	11%

资料来源：券商月报，万联证券研究所

2.4 自营业务

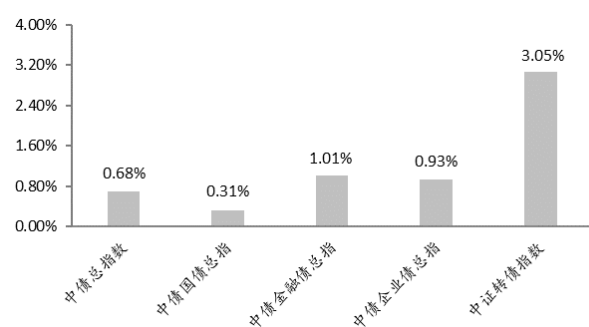
7月利好与利空交织，权益市场震荡，各类指数涨跌互现。而债券市场则延续慢牛走势，表现良好。受此影响，自营业务的权益、固收类投资收益依旧有所分化。7月末沪深300指数报3517.66点，环比上涨0.19个百分点，中债总指数（净价）报115.40点，环比上涨0.68%。其他指数方面，上证综指单月上涨1.02%，深证成指下跌2.14%，创业板指下跌2.83%，中证全转债指数则单月上涨3.05%。今年以来，市场持续震荡，风险偏好受到压制，而上市券商方面受到IFRS9新规影响，金融资产受益波动较大。

图 10：7月股票市场指数表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图 11：7月债券市场指数表现



资料来源：wind，万联证券研究所

3、投资建议

7月二级市场维持震荡走势，上市券商业绩依旧承压，但呈现边际向好趋势。从目前公布的经营数据来看，上市券商的业绩较上个月环比回升明显。27家可比上市券商中半数以上取得利润正增长，且涨幅较大。累计业绩方面，1-7月业绩低于去年同期，但已经缺口较前期已经有所收窄。具体来看，大型券商显示韧性，表现相对稳定。营收、净利润居于前10位的券商基本保持稳定，其中申万宏源成为当月营收和净利润的双料第一，打破中信证券连续数月的垄断。中小券商同样整体回暖，第一创业和西部证券两家券商净利润大幅上升，涨幅分别达到2000%和1500%左右。

从各业务条线来看：1) 经纪与信用业务方面，7月市场有所上涨，但振幅较大，投资者情绪无明显改善，成交量、两融月等数据基本与6月持平。2) 投行业务方面股权业务持续承压，7月IPO发行规模为34亿元，同比下降61.67%，继续拖累投行业务。而另一方面，债券市场的活跃使得公司债发行规模由6月的816亿元大幅上升为7月的1,496亿元。债承业务的良好表现对于业绩增长贡献较大。3) 资管业务方面，资管新规细则落地，控嵌套、去资金池、净值化等大方向不动摇。在这一背景下，券商资管加速转型，资金池业务和通道业务规模进一步缩减。4) 自营业务方面，7月利好与利空交织，权益市场震荡，各类指数涨跌互现。而债券市场则延续慢牛走势，表现良好。受此影响，7月自营业务的权益、固收类投资收益依旧有所分化。

消息面来看，7月监管层出台两项重磅名单，同时释放了杠杆方面的积极信号。券商最新分类评级名单与场外期权分级交易商名单在本月先后发布，显示监管层扶优限劣，引导业态规范化发展的态度。预计未来会有更多政策资源向中大型券商倾斜，行业内马太效应将继续强化。此外，7月中旬的国际货币论坛上，证监会相关人员表示优秀券商可适度加杠杆。券商重资产业务在中长期将有所起色。

我们认为：当前市场处于相对底部，A股有望在外围不确定性逐步减弱的情况下迎来技术性反弹，国常会和政治局会议关于财政政策的积极信号将成为重要催化剂。中长期来看，板块估值已经处于历史底部区间(板块PB为1.29X，龙头券商平均PB为1.10X)，下行空间有限，安全边际较高。此外，就当前市净率来看，受益多重政策利好的大型券商有着极高的配置价值，我们建议投资者重点关注资本实力强劲、牌照齐全、分类评级靠前的头部券商。

4、风险提示

金融监管超预期；业绩波动风险；中美贸易摩擦加剧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wljq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484