

上市券商评级保持稳定，龙头优势仍然明显

——非银金融行业动态跟踪报告

强于大市（维持）

日期：2019年07月31日

事件：

近日证监会公布2019年券商分类评级结果。

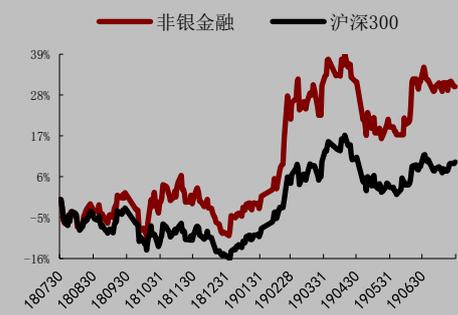
投资要点：

- **2019年上市券商分类评级的变化：**1、7家上调，中原证券、华林证券和国海证券上调评级幅度较大（分别上调5级、2级和2级）；2、21家不变，6家连续三年维持AA级（中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券和中信建投）；3、13家下调，长江证券、广发证券下调评级幅度较大（分别下调3级、2级）。
评级变化带来两方面直接影响：1、风险资本准备系数方面，中信证券、华泰证券、海通证券等11家券商预计减少0.1，有利于释放资金；2、投保基金占营收比例方面，中原证券、华林证券、东北证券、中信证券、华泰证券、海通证券等12家券商投保基金缴纳比例预计降低，有助于增厚利润。
- **现行券商分类监管规定系2017年修订，在从严监管、强化风控、聚焦主业、增加授权等方面进行指标优化：**1、从严监管，完善日常监管措施及针对立案调查、风险事件的扣分规则；2、提高净资本加分门槛，强化风险管理能力评价指标体系；3、引导行业聚焦主业，关注综合实力、跨境服务能力等因素的指标；4、增加中证协授权条款，为后续完善评价体系留出空间。
- **分类评级对于券商的主要影响：**1、监管措施存在差异，包括监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面；2、影响风险控制指标计算，影响风险资本准备系数时，连续三年A类为0.7，A类为0.8，B类为0.9，C类为基准；3、直接挂钩部分业务资格和规模，以前评级主要作为银行贷款或者发债时的参考，目前新业务申请，部分业务如公司债、股票质押和场外期权等直接与券商评级挂钩；4、投保基金缴纳比例不同，进而影响当期利润。
- **投资建议：**整体来看，2019年上市券商的评级保持稳定，中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券和中信建投连续三年保持AA级，中原证券、华林证券和国海证券上调评级幅度较大，长江证券、广发证券下调评级幅度较大。
券商中期快报略好于预期，短期考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年行业仍将保持较高速度的业绩增长，长期看券商作为资本市场的重要纽带，必将享受金融供给侧结构性改革带来的长期红利，我们维持行业“强于大市”评级。目前券商板块估值处于合理偏下区间，我们认为分类评级将继续强化证券行业的马太效应，仍然建议关注龙头券商中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），以及低估值的海通证券（600837.SH）。此外，关注分类评级提升较多、2018年下半年低基数的低估值中小券商。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；资本市场波动超预期

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.09	21.48	买入
华泰证券	0.61	0.97	21.07	买入
海通证券	0.45	0.80	17.29	增持

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：2019年07月31日

相关研究

万联证券研究所 20190729_非银金融行业周观点(7.22-7.26)_券商分类评级发布，经纪管理办法征求意见

万联证券研究所 20190729_东方财富半年报点评_AAA_经纪两融向好，业绩略超预期

万联证券研究所 20190723_行业专题报告_AAA_从利润久期看上市险企成长性与估值

分析师： 张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508510

邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 孔文彬

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com

目录

1、现行券商分类监管规定系 2017 年修订，优化相关指标	3
2、券商分类评级的计算规则	4
3、分类评级对于券商的主要影响	6
3.1 具体监管措施存在差异	6
3.2 影响风险控制指标计算	6
3.3 直接影响业务资格和规模	6
3.4 影响投保基金缴纳比例，进而影响当期利润	6
3、2019 年上市券商分类评级的变化	7
4、投资建议	8
5、风险提示	9
图表 1：《证券公司分类监管规定》主要修订内容	3
图表 2：证券公司分类监管指标主要计算规则	5
图表 3：与券商评级挂钩的业务规定	6
图表 4：券商缴纳投保基金占营业收入的比例表	7
图表 5：2019 年上市券商分类评级变化统计	7

1、现行券商分类监管规定系 2017 年修订，优化相关指标

2017年7月7日，证监会发布第二次修订后的《证券公司分类监管规定》（之前于2009年5月发布，并于2010年5月进行第一次修订），制度总体框架未变，主要对相关指标进行优化。主要修改方向包括：

- 1、从严监管，完善日常监管措施及针对立案调查、风险事件的扣分规则；
- 2、强化风险管理能力评价指标体系，提高净资本加分门槛，实现风险管理全覆盖；
- 3、引导行业聚焦主业，剔除部分偏离主业、过度投机的业务因素影响，关注综合实力、跨境服务能力等因素的指标；
- 4、为后续完善评价体系留出空间，增加授权条款，委托中证协在条件具备时对具体情况进行专项定量评价，逐步提升风险管控能力在分类评价中的比重。

图表1：《证券公司分类监管规定》主要修订内容

修改方向	具体修改内容	新规	旧规
从严监管，完善风险事件的扣分规则	将出具警示函的扣分指标拆分细化	公司被采取出具警示函，责令公开说明，责令参加培训，责令定期报告的，每次扣 0.5 分。	无
		公司被采取出具警示函并在辖区内通报，责令改正，责令增加内部合规检查次数的，每次扣 1 分。	公司被采取出具警示函，责令公开说明，责令参加培训，责令定期报告，责令增加内部合规检查次数的，每次扣1分。
		公司被采取责令处分有关人员，或者董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被监管谈话的，每次扣1.5分。	公司被采取出具警示函并在辖区内通报，责令改正，责令处分有关人员，或者董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被监管谈话的，每次扣1.5分。
	增加被自律组织采取书面监管措施的扣分规定	<p>证券公司被证券期货行业自律组织采取书面自律监管措施的，每次扣 0.25 分；</p> <p>被采取纪律处分的，每次扣 0.5 分；</p> <p>证券公司被中国证监会授权履行相关职责的单位采取措施的，比照执行。</p>	证券公司被证券行业自律组织纪律处分的，每次扣 0.5分。
增加对恶意规避监管行为的惩戒	存在挪用客户资产、违规委托理财、财务信息虚假、 恶意规避监管 或股东虚假出资、抽逃出资等违法违规行为的，将公司分类结果下调 3 个级别；情节严重的，将公司分类结果直接认定为 D 类。	就同一事项对证券公司实施多项行政处罚、监管措施、纪律处分、 自律监管措施 的，按最高分值扣分，不重复扣分，但因限期整改不到位再次被实施行政处罚、监管措施、纪律处分、 自律监管措施 的除外。	就同一事项对证券公司采取多项行政处罚措施、监管措施、纪律处分的，按最高分值扣分，不重复扣分，但因限期整改不到位再次被采取行政处罚措施、监管措施、纪律处分的除外。
强化风险管理能力评价指标体系	提高净资本加分门槛	证券公司净资本达到规定标准 10 倍及以上 的，每一倍数加 0.1 分，最高可加 3 分。	公司净资本达到规定标准5倍及以上的，每一倍数加 0.1分，最高可加3分。
		删除	公司净资本与负债的比例、净资本与各项风险资本准备之和的比例达到规定标准2倍及以上的，分别加 0.5分。

<p>引导行业聚焦主业，关注综合实力</p>	<p>增加营业收入、机构客户投研、境外业务、新业务、IT投入等加分项</p>	<p>证券公司市场竞争力符合以下条件的，按以下原则给予相应加分：</p> <p>(一) 上一年度营业收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>(二) 上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名，且营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业中位数以上的，分别加 2 分、1 分、0.5 分或上一年度营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分，前述两项按孰高分值加分；</p> <p>(三) 上一年度承销与保荐业务、财务顾问业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>(四) 上一年度资产管理业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>(五) 上一年度机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例达到 40%、30%、20%，且经纪业务收入位于行业中位数以上的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>(六) 上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达到 40%、30%、20%，且营业收入位于行业中位数以上的，分别加 4 分、3 分、2 分；</p> <p>(七) 新业务市场竞争力或者信息系统建设投入指标，位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分，具体指标及计算口径由证券业协会依据行业发展情况确定。</p>	<p>证券公司市场竞争力符合以下条件的，按以下原则给予相应加分：</p> <p>(一) 上一年度代理买卖证券业务净收入或营业部平均代理买卖证券业务净收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分；</p> <p>(二) 上一年度承销与保荐业务、并购重组等财务顾问业务净收入或股票主承销家数或债券主承销家数位于行业前5名、前10名的，分别加2分、1分；</p> <p>(三) 上一年度资产管理业务净收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分；</p> <p>(四) 上一年度净利润为正且成本管理能力位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分；</p> <p>(五) 创新成果评价期内在行业推广的，单项或累计最高可加5分。</p>
<p>为续完善评价体系留出空间</p>	<p>增加对政协授权条款</p>	<p>中国证监会可以委托中国证券业协会对证券公司的全面风险管理能力、合规管理能力、社会责任履行情况等项进行专项评价。</p>	<p>无</p>

资料来源：证监会、万联证券研究所

2、券商分类评级的计算规则

证监会以风险管理能力为基础，结合公司市场竞争力和持续合规状况，对券商进行评分，将券商分为A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E等5大类11个级别。

具体来看，证监会在评价时，设定正常经营的证券公司基准分为 100 分，再根据证券公司风险管理能力评价指标与标准、市场竞争力、持续合规状况等方面情况，进行相应加分或扣分。得出券商的评级计分后，在证监会结合行业发展情况、历史评价结果，首先确定 A、B、C 三大类别公司的相对比例，并根据评价计分的分布情况，具体确定各类别、各级别公司的数量 (B类BB级及以上公司的评价计分应高于基准分100分、评价计分为0分为E类公司、评价计分低于60分为D类公司)。

整体来看，券商评级与风险管理能力、市场竞争力和持续合规状况挂钩，资本充足、治理完善、业务合规、风控能力强、市占率高的大型券商优势明显。

图表2：证券公司分类监管指标主要计算规则

风险管理能力评价指标	
评价维度	内容
资本充足	主要反映证券公司净资本以及以净资本为核心的风险控制指标情况，体现其资本实力及流动性状况。
公司治理与合规管理	主要反映证券公司治理和规范运作情况，体现其合规风险管理能力。
全面风险管理	主要反映证券公司识别、计量、监测、预警、报告、防范及处理各类风险的情况，体现其流动性风险、市场风险、信用风险、声誉风险管理能力。
信息系统安全	主要反映证券公司IT治理及信息技术系统运行情况，体现其技术风险管理能力。
客户管理和权益保护	主要反映证券公司客户资产安全性、客户服务及客户管理水平，体现其操作风险管理能力。
信息披露	主要反映证券公司报送信息的真实性、准确性、完整性和及时性，体现其会计风险及诚信风险管理能力。
主要加分项	
最近2、3个评价期内主要风险控制指标持续达标的，分别加2、3分。	
净资本达到规定标准10倍及以上的，每一倍数加0.1分，最高可加3分。	
净资本收益率位于行业前5、10、中位数以上的，分别加2、1、0.5分。	
上年度净利润为正且成本管理能力位于行业前5、10、20名的，分别加2、1、0.5分。	
市场竞争力	
市场竞争力主要根据证券公司经纪业务、投行业务、资产管理业务、综合实力、创新能力等方面的情况进行评价。	
主要加分项	
上年度营业收入位于行业前5、10、20名的，分别加2、1、0.5分。	
上年度代理买卖证券业务收入位于行业前5、10、20名，且营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业中位数以上的，分别加2、1、0.5分。	
上年度承销与保荐业务、财务顾问业务收入位于行业前5、10、20名的，分别加2、1、0.5分。	
上年度资产管理业务收入位于行业前5、10、20名的，分别加2、1、0.5分。	
上年度机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例达到40%、30%、20%，且经纪收入位于行业中位数以上的，分别加2、1、0.5分。	
上年度境外子公司证券业务收入占营收比例达到40%、30%、20%，且营收位于行业中位数以上的，分别加4、3、2分。	
新业务市场竞争力或者信息系统建设投入指标，位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分。	
持续合规状况	
主要根据司法机关采取的刑事处罚措施，中国证监会及其派出机构采取的行政处罚措施、监管措施及证券期货行业自律组织纪律处分、自律监管措施的情况进行评价。	

资料来源：证监会、万联证券研究所

3、分类评级对于券商的主要影响

3.1 具体监管措施存在差异

对于分类评级不同的券商，监管层在监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面区别对待。

3.2 影响风险控制指标计算

影响券商风控指标，主要是由于风险资本准备计算比例存在差异。具体来看，根据《证券公司风险控制指标计算标准》规定，在计算风险资本准备时，根据分类评级结果进行系数调整，连续三年A类为0.7，A类为0.8，B类为0.9，C类为基准。而风险覆盖率等于净资本除以各项风险资本准备之和。

3.3 直接影响业务资格和规模

一方面，在2017年券商分类监管规定修订之前，分类评级并不直接影响券商业务的开展，主要是在券商获得银行贷款或者发行债券时，作为风险考量的指标之一，对券商的融资规模和成本有所影响。

另一方面，在现行分类监管规定中，券商分类结果愈发对券商的业务资格和规模直接相关，既是申请增加业务种类、新设营业网点、发行上市等事项的审慎性条件，也是确定新业务、新产品试点范围和推广顺序的依据。具体来看，目前公司债、股票质押和场外期权业务均直接与券商评级挂钩，预计未来分类评级对券商业务的约束作用愈发明显。

图表3：与券商评级挂钩的业务规定

时间	文件	相关规定
2017年6月	中证协关于修改《公司债券承销业务规范》的决定（征求意见稿）	一是公司债主承销资格与分类评级结果挂钩，必须最近两年内，至少有一年评级在A以上；二是非A类券商的公司债主承销资格与其公司债承销金额行业排名挂钩，必须进入前20位。
2018年1月	中证协《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	分类评级为A类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的150%；分类评级为B类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的100%；分类评级为C类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的50%。
2018年5月	场外期权业务新规	未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务，交易商资格获得以评级为基础。一级交易商须最近一年分类评级在A类AA级以上；二级交易商须最近一年分类评级在A类A级以上。

资料来源：证监会、万联证券研究所

3.4 影响投保基金缴纳比例，进而影响当期利润

中国证券投资者保护基金公司根据证券公司分类结果，确定不同级别的证券公司缴纳证券投资者保护基金的具体比例。根据2013年证监会发布的《关于进一步完善证券公司缴纳证券投资者保护基金有关事项的补充规定》，根据保护基金规模、券商盈利情况，不同评级的券商缴纳不同比例的保证金，总体上看，评级较高的券商缴纳保证金占营业收入的比例较小，有利于当期利润的留存。

图表4：券商缴纳投保基金占营业收入的比例表

保护基金规模	证券公司上一年度亏损情况	券商评级									
		A			B			C			D
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
200亿元以上	-	0.5%	0.75%	1%	1.5%	1.75%	2%	2.5%	2.75%	3%	3.5%
		连续三年（含缴纳当年）A类且当年为AA级以上（含）：0.5%									
		连续三年（含缴纳当年）A类且当年为A级：0.75%									
	亏损面10%—30%（含）	0.5%	0.5%	0.5%	0.75%	0.75%	0.75%	1%	1%	1%	1.25%
	亏损面超过30%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
200亿（含）以下	-	0.5%	1%	1.5%	2%	2.5%	3%	3.5%	4%	4.5%	5%

资料来源：证监会、万联证券研究所

3、2019年上市券商分类评级的变化

我们对2019年上市券商的分类评级情况进行统计，1) 7家评级上调，中原证券、华林证券和国海证券上调评级幅度较大（分别上调5级、2级和2级）；2) 21家评级不变，6家连续三年维持AA级（中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券和中信建投）；3) 13家评级下调，长江证券、广发证券下调评级幅度较大（分别下调3级、2级）。

分类评级的变化会直接影响风险资本准备系数的计算和投保基金缴存比例的变化。我们根据现有资料简单统计2019年的情况，1) 在风险资本准备系数方面，中信证券、华泰证券、海通证券等11家券商预计减少0.1，系数减少有利于释放资金，安信证券、红塔证券预计增加0.2，广发证券、山西证券、长江证券、长城证券预计增加0.1；2) 在缴纳投保基金占营收比例方面，中原证券将减少1.50pct，华林证券将减少0.75pct，东北证券等4家券商将减少0.50pct，中信证券、华泰证券、海通证券等6家券商将减少0.25pct，缴纳比例减少有助于增厚利润，长江证券、广发证券等11家券商缴纳比例预计将提升。

图表5：2019年上市券商分类评级变化统计

序号	公司名称	2019	2018	变化	2017	2019 风险资本准备系数	增减	2019 投保基金/营业收入	增减
1	中信证券	AA	AA	-	AA	0.7	-0.1	0.50%	-0.25%
2	华泰证券	AA	AA	-	AA	0.7	-0.1	0.50%	-0.25%
3	国泰君安	AA	AA	-	AA	0.7	-	0.50%	-
4	海通证券	AA	AA	-	AA	0.7	-0.1	0.50%	-0.25%
5	招商证券	AA	AA	-	AA	0.7	-	0.50%	-
6	中信建投	AA	AA	-	AA	0.7	-	0.50%	-
7	国信证券	AA	A	1	A	0.7	-0.1	0.50%	-0.25%
8	天风证券	AA	A	1	A	0.7	-0.1	0.50%	-0.25%
9	华林证券	A	BB	2	A	0.8	-0.1	1.00%	-0.75%
10	东北证券	A	BBB	1	BBB	0.8	-0.1	1.00%	-0.50%
11	国元证券	A	BBB	1	A	0.8	-0.1	1.00%	-0.50%

12	财通证券	A	A	-	A	0.7	-	0.75%	-
13	东方财富	A	A	-	BBB	0.8	-	1.00%	-
14	东吴证券	A	A	-	A	0.8	0.1	0.75%	-
15	东兴证券	A	A	-	BBB	0.8	-	1.00%	-
16	方正证券	A	A	-	C	0.8	-	1.00%	-
17	光大证券	A	A	-	A	0.7	-	0.75%	-
18	国金证券	A	A	-	A	0.7	-	0.75%	-
19	华安证券	A	A	-	A	0.7	-	0.75%	-
20	华创证券	A	A	-	BB	0.8	-	1.00%	-
21	华西证券	A	A	-	A	0.7	-	0.75%	-
22	南京证券	A	A	-	A	0.7	-	0.75%	-
23	兴业证券	A	A	-	BBB	0.8	-	1.00%	-
24	浙商证券	A	A	-	A	0.7	-0.1	0.75%	-0.25%
25	东方证券	A	AA	-1	A	0.7	-	0.75%	-
26	申万宏源	A	AA	-1	AA	0.7	-	0.75%	-
27	银河证券	A	AA	-1	AA	0.7	-	0.75%	-
28	国海证券	BBB	B	2	B	0.9	-	1.50%	-0.50%
29	中原证券	BBB	C	5	A	0.9	-0.1	1.50%	-1.50%
30	广州证券	BBB	BBB	-	A	0.9	-	1.50%	-
31	安信证券	BBB	A	-1	A	0.9	0.2	1.50%	0.75%
32	长城证券	BBB	A	-1	BBB	0.9	0.1	1.50%	0.50%
33	红塔证券	BBB	A	-1	A	0.9	0.2	1.50%	0.75%
34	山西证券	BBB	A	-1	B	0.9	0.1	1.50%	0.50%
35	广发证券	BBB	AA	-2	AA	0.9	0.1	1.50%	0.75%
36	国盛证券	BB	BB	-	BBB	0.9	-	1.75%	-
37	第一创业	BB	BBB	-1	BBB	0.9	-	1.75%	0.25%
38	西南证券	BB	BBB	-1	C	0.9	-	1.75%	0.25%
39	太平洋证券	B	BB	-1	A	0.9	-	2.00%	0.25%
40	西部证券	B	BB	-1	BBB	0.9	-	2.00%	0.25%
41	长江证券	CCC	BBB	-3	A	1	0.1	2.50%	1.00%

资料来源：证监会、万联证券研究所

4、投资建议

整体来看，2019年上市券商的评级保持稳定，中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券和中信建投连续三年保持AA级，中原证券、华林证券和国海证券上调评级幅度较大，长江证券、广发证券下调评级幅度较大。《证券公司分类监管规定》2017年二修后，券商评价与风险管理能力、市场竞争力和持续合规状况挂钩，不同分类评级的券商在具体监管措施、风险控制指标计算、部分业务资格申请和规模上限、投保基金缴纳比例方面存在差异。

总体来看，资本规模大、风控能力强、各业务排名靠前的券商优势明显，预计分类评级将继续强化证券行业的马太效应。从券商中期业绩预告的情况看，略好于预期，短期考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧维持较高速度的利润增速，长期看券商作为资本市场的重要纽带，必将享受

金融供给侧结构性改革带来的长期红利，我们维持行业“强于大市”评级。目前券商板块估值处于合理偏下区间，我们仍然建议关注龙头券商中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），以及低估值的海通证券（600837.SH）。此外，关注分类评级提升较多、2018年下半年低基数的低估值中小券商，业绩改善幅度和确定性更强。

5、风险提示

外围不确定因素超预期；宏观经济下行风险；资本市场波动超预期

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2019年07月30日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	23.41	30.40	21.48	21.48	1.86	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	20.44	33.51	21.07	17.77	1.59	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.80	0.92	10.24	13.80	30.67	17.29	14.95	1.35	增持

资料来源：万联证券研究所

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

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。

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，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。研究员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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场