

半年度策略：业绩向上，价值重估

——行业专题报告

投资要点

经营展望

23Q1 券商业绩高增主要由投资增长驱动，随着成交、两融数据继续提升，IPO 规模好转，轻资产业务收入将较 23Q1 改善，继续看好 2023 年行业业绩修复。

(1) 交投活跃度高：2023 年 1-4 月日均股基成交额分别为 0.97/1.00/1.04/1.26 万亿，成交额逐月提高。4 月日均股基成交额同比增长 31%，环比增长 22%，5 月初以来日均股基成交额为 1.16 万亿，同比增长 27%，交投活跃状态有望延续。

(2) 风险偏好提升：年初以来权益市场上行，投资者风险偏好开始提升。截至 2023 年 5 月 12 日，市场两融余额较年初增长 5%，4 月初以来微增 0.4%。4 月以来日均两融余额为 1.63 万亿元，较去年同期增长 2%。2-4 月新发基金中股票+混合型基金发行份额分别为 289/462/249 亿份，同比增速分别为 42%/14%/77%。

(3) 一级市场好转：截至 2023 年 5 月 12 日，4 月初以来市场 IPO 承销规模为 771 亿元，同比下滑 10%，降幅较 23Q1 (-64%) 已大幅收窄，全面注册制落地后预计承销规模将改善。跟投收益方面，随着市场环境回暖，券商科创板跟投数据好转，2022 年几家头部券商均出现跟投亏损，23 年前 4 个月大部分实现跟投浮盈，投资收益率也已转正。

(4) 利好政策频发：全面注册制改革、互联互通标的扩容、调降结算备付金缴纳比例、下调转融通保证金等利好政策频发，有利于提高券商资金使用效率、提振市场情绪，后续市场流动性、活跃度有望进一步提高。

中特主题

低估值、ROE 向上的央企有望实现价值重估。

板块估值处于低位：和其他 30 个申万一级行业相比，证券板块 ROE 排名第 17，但是 PB、PE 分别排名第 27/21，大幅落后于 ROE 排名。板块内部比较，国有券商的估值低于民营券商。截至 2023 年 5 月 11 日，国有券商平均 PB 估值为 1.52 倍（其中中央国有 1.61 倍，地方国有 1.45 倍），非国有券商平均 PB 估值为 2.57 倍，剔除东方财富的平均估值为 1.80 倍，国有券商估值更低。

ROE 向上有支撑：券商多项业务进行改革，如传统经纪业务加速转型财富管理，投行业务在全面注册制改革下向综合化、专业化发展，资管业务方面结构不断优化、积极进行主动管理转型，同时还有科创板做市等新的业务方向出现。业务改革以及创新业务有望支撑 ROE 抬升。当前板块 PB 估值处于十年 10%分位，ROE 处于十年 50%分位数，且长期有提升趋势，估值与业绩严重错配。

央企份额有望提高：央企券商的净利润占比从 2019 年的 35%提升至 2022 年的 42%，份额呈提升趋势。央企券商的股东往往是在多业务领域均有布局的大型集团，能够发挥旗下产业的协同作用。央企券商的证监会评级较优秀，在申请创新业务试点资格、谋求新的业务方向方面更具优势，价值重估有基本面支撑。

投资建议

行业层面：23Q1 上市券商净利润同比+85%，预计全年仍保持较高增速，盈利能力显著改善，当前估值与业绩错配严重。根据浙商证券宏观团队预测，三季度可能全面降准，四季度可能降息，且超额储蓄或较难大规模形成消费或进入地产，资本市场或成为超额储蓄的核心外溢方向，增量资金入市有望催化券商行情。

选股思路：中特估方面，① 估值性价比高、ROE 呈提升趋势、分红率优于行业的标的，推荐中信证券、华泰证券，建议关注招商证券；② 受益于注册制改革、ROE 领跑行业的标的，推荐中金公司，建议关注中信建投。业绩修复方面：推荐财富管理、自营业务弹性较高的标的：东方证券、广发证券、东方财富。

风险提示

宏观经济大幅下行；权益市场修复不及预期；资本市场改革不及预期；行业数据测算偏差风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

研究助理：洪希柠

hongxining@stocke.com.cn

研究助理：胡强

huqiang@stocke.com.cn

相关报告

1 《中国特色估值体系：券商重估》 2023.05.15

2 《投资亮眼，业绩复苏》 2023.05.04

3 《低点已过，等待反转》 2023.04.08

正文目录

1 经营展望	4
2 中特主题	7
3 投资建议	9
4 风险提示	11

图表目录

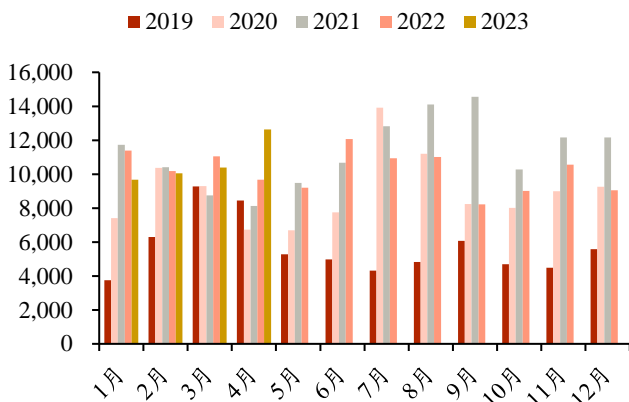
图 1: 市场日均股基成交额 (亿元)	4
图 2: 市场新发基金份额与数量	4
图 3: 市场两融余额	4
图 4: 市场 IPO 承销规模及家数	4
图 5: 中央+地方国有券商市场份额	8
图 6: 中央国有券商市场份额	8
图 7: 券商板块 PB 估值	9
图 8: 券商板块在公募基金中的重仓持股比例	9
表 1: 头部券商科创板跟投收益及收益率	5
表 2: 2023 年证券行业主要政策	5
表 3: 证券板块估值排名落后于 ROE 排名	7
表 4: 中特估选股指标	9

1 经营展望

交投活跃度提高：2023年1-4月单月日均股基成交额分别为0.97/1.00/1.04/1.26万亿元，成交额逐月提高，4月日均股基成交额同比增长31%，环比增长22%，前四月日均成交额已同比实现1%的正增长。5月初以来日均成交额1.16万亿元，同比增长27%，延续活跃状态。

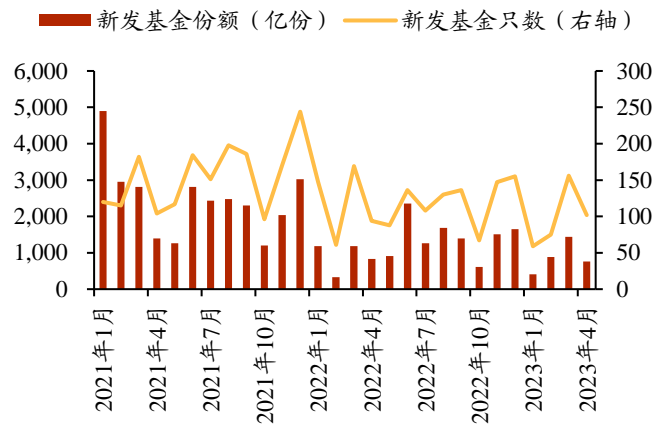
风险偏好提升：两融余额较年初增长5%，4月初以来微增0.4%，4月以来日均两融余额为1.63万亿元，较去年同期增长2%。2-4月新发基金中股票+混合型基金发行份额分别为289/462/249亿份，同比增速分别为42%/14%/77%。年初以来权益市场上行，投资者风险偏好开始提升。

图1：市场日均股基成交额（亿元）



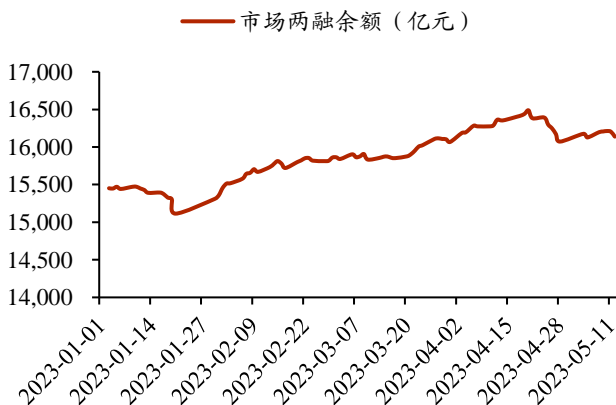
资料来源：wind，浙商证券研究所

图2：市场新发基金份额与数量



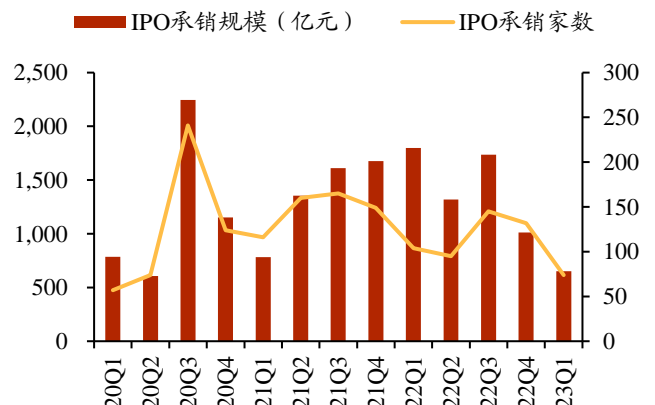
资料来源：wind，浙商证券研究所

图3：市场两融余额



资料来源：wind，浙商证券研究所

图4：市场IPO承销规模及家数



资料来源：wind，浙商证券研究所

一级市场好转：4月初以来市场IPO承销规模为771亿元，同比下滑10%，降幅较23Q1（-64%）已经大幅收窄，全面注册制落地后预计承销规模将改善。跟投收益方面，随着市场环境回暖，券商科创板跟投数据好转，2022年几家头部券商均出现跟投亏损，23年前4个月大部分已实现跟投浮盈，投资收益率也转正。

表1: 头部券商科创板跟投收益及收益率

公司名称	跟投浮盈 (亿元)					跟投收益率				
	2019	2020	2021	2022	4M23	2019	2020	2021	2022	4M23 (未年化)
中信证券	4	15	19	-17	8	96%	112%	74%	-40%	18%
中金公司	4	23	5	-12	15	89%	76%	13%	-22%	27%
华泰证券	2	7	9	-8	-1	69%	86%	59%	-40%	-7%
中信建投	3	9	11	0	1	76%	49%	46%	1%	4%
国泰君安	2	9	5	-6	3	104%	174%	60%	-39%	18%
海通证券	1	21	9	-15	10	127%	144%	43%	-49%	27%
招商证券	1	5	3	-2	3	61%	121%	55%	-31%	36%
广发证券	1	2	4	-3	-0	53%	99%	199%	-151%	-2%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

利好政策频发: 全面注册制改革、互联互通标的扩容、调降结算备付金缴纳比例、下调转融通保证金等利好政策频发, 有利于提高券商资金使用效率、提振市场情绪、增加市场流动性。

表2: 2023 年证券行业主要政策

发布时间	发布机构	文件/政策名称	主要内容
2023/1/6	中证协	《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》(征求意见稿)	鼓励有条件的公司 2023 年至 2025 年三个年度信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的 8% 或平均营业收入的 6%。此外, 中证协将为网络和信息安全情况纳入券商信息科技分类监管评级提供公允的参考依据。
2023/1/13	证监会	《证券经纪业务管理办法》	在明确证券经纪业务内涵、加强客户行为管理、优化业务管理流程、保护客户合法权益、强化内部风控合规、严格行政监管问责等六方面作出了相关规定。删除核准制相关内容, 统一适用注册制, 并将北交所由参照适用调整为直接适用, 同时完善对保荐机构的监管措施; 进一步强调廉洁从业要求; 对投行业务执业质量评价作出原则性规定; 增加对持续督导违规行为的问责措施类型; 完善保荐业务资格条件、年度执业情况报送形式、违规人员薪酬退回等要求。
2023/2/1	证监会	《证券发行上市保荐业务管理办法(修订草案征求意见稿)》	提升主板转融券业务的市场化水平和成交效率、拓宽主板转融通标的证券范围和出借人范围、大幅降低证券公司参与转融券业务成本、优化退市标的证券的处理机制。实现了全市场转融券业务模式的整合统一, 重点将科创板、创业板行之有效的转融券优化措施推广到主板, 并为在北交所市场推广预留了空间。
2023/2/17	中证金融	《中国证券金融股份有限公司转融通业务规则(试行)(2023 年修订)》	将对注册制下 IPO 保荐业务执业质量较低、内控风险较大的保荐人, 实施现场督导、专项自查的差异化监管安排, 如项目撤否率较高、受到违规处理较多等。同时, 上交所为督促保荐人、独立财务顾问、证券服务机构切实履行对申报项目的核查把关责任, 也在同日发布的《上交所发行上市审核规则适用指引第 3 号——现场督导》中明确拓宽现场督导的启动情形, 增加督导对象的整改要求, 遏制和打击“一督即撤”行为。这其中也提到将启动对申报项目撤否率高且执业质量评价低的保荐人、独立财务顾问、证券服务机构的现场督导。
2023/2/17	深交所	《关于进一步督促会员提升保荐业务执业质量的通知》	一是精简优化发行上市条件; 二是完善审核注册程序; 三是优化发行承销制度; 四是完善上市公司重大资产重组制度; 五是强化监管执法和投资者保护。此外, 全国股转公司注册制有关安排与证券交易所总体一致, 并基于中小企业特点作出差异化安排。
2023/2/17	证监会	全面实行股票发行注册制制度规则发布实施	根据新修订的实施办法, 上交所将沪港通下港股通标的范围扩大至与深港通下港股通一致, 纳入符合条件的恒生综合小型股指数成份股。同时, 港股通股票标的范围在现行股票标的基础上, 纳入恒生综合指数内符合有关条件的在港主要上市外国公司股票。深交所将深股通股票基准指数由现行深证成份指数和深证中小创新指数扩展为深证综合指数, 基准指数成份股基本覆盖全部深市股票, 成份股数量较扩大前 1000 只大幅提高。另外, 适应深市小市值股票占比较高的特点, 调入深股通股票的市值门槛由 60 亿元调降至 50 亿元。
2023/3/3	上交所、深交所、港交所	沪深交易所分别发布《上海证券交易所沪港通业务实施办法(2023 年修订)》和《深圳证券交易所深港通业务实施办法(2023 年修订)》	

2023/3/17 证监会	《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》	本办法共八章 52 条，主要包括总则、衍生品交易与结算、禁止的交易行为、交易者、衍生品经营机构、衍生品市场基础设施、监督管理与法律责任、附则等内容。起草的主要思路：一是功能监管。二是统筹监管。三是严防风险。四是预留空间。
2023/3/24 证监会	《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》	推动扩募发行常态化、扩大市场参与主体范围，加强公募 REITs 市场体系建立。
2023/4/7 中国结算	中国结算拟正式启动股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化调降工作	根据各结算参与人的资金收付时点，差异化设定最低结算备付金缴纳比例，将股票类业务最低缴纳比例由 16% 调降至平均 15% 左右。
2023/4/28 中证协	《证券公司文化建设实践评估指标（2023 年修订稿）》	一是考察公司紧扣新时代金融行业核心任务；二是突出党建和文化对公司战略牵引和支撑作用的考察；三是突出公司治理、内部控制、全面风险管理、合规管理事项，分别作为独立的重点关注事项进行考察；四是强调职业道德建设要求，考察从业人员职业道德水平建设、着力提升从业人员职业操守情况；五是加强薪酬管理要求，考察稳健薪酬管理制度建立及执行情况；六是考察公司持续增强内外部文化认同情况；七是将公司落实《工作安排》和《荣誉观通知》情况予以考察；八是引导行业形成特色文化，将公司推动文化品牌建设情况纳入考察。
2023/4/28 中基协	《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》	一是募集方面，明确私募证券投资基金初始募集及存续规模，强化投资范围及投资者适当性要求，规范申赎管理、预警止损线相关安排等。二是投资方面，提出以组合投资为核心的基本投资管理要求，禁止多层嵌套，规范债券投资行为及衍生品交易等。三是运作管理方面，要求建立健全内控制度，加强流动性管理、信息披露及信息报送要求。《运作指引》还针对存量基金的不同情况提出差异化整改要求，对重点条款的整改给予充分的过渡期安排。

资料来源：证监会，上交所，深交所，中证协，中基协，浙商证券研究所

2 中特主题

估值排名落后于 ROE 排名：和其他 30 个申万一级行业相比，证券板块 ROE 排名第 17，但是 PB、PE 分别排名第 27/21，大幅落后于 ROE 排名。板块内部比较，国有券商的估值低于民营券商。截至 2023 年 5 月 11 日，国有券商平均 PB 估值为 1.52 倍（其中中央国有 1.61 倍，地方国有 1.45 倍），非国有券商平均 PB 估值为 2.57 倍，剔除东方财富的平均估值为 1.80 倍，国有券商估值更低。

表3：证券板块估值排名落后于 ROE 排名

行业名称	PB 估值	PE 估值	2017-2021ROE 均值 (%)
食品饮料	5.8	31	20.03
家用电器	2.3	14	17.17
建筑材料	1.5	19	15.65
煤炭	1.3	7	12.21
钢铁	1.0	24	11.90
银行	0.5	5	11.86
房地产	0.9	15	10.91
医药生物	3.0	28	10.39
建筑装饰	1.0	11	10.01
美容护理	4.8	49	9.95
基础化工	2.0	17	9.89
电子	2.6	41	9.02
轻工制造	2.0	30	8.39
汽车	2.1	29	7.75
农林牧渔	2.8	30	7.49
交通运输	1.5	13	7.36
证券II	1.2	20	7.26
电力设备	3.2	22	6.92
环保	1.5	23	6.91
机械设备	2.3	29	6.48
有色金属	2.3	14	6.32
公用事业	1.7	25	6.28
纺织服饰	1.8	26	5.90
石油石化	1.3	15	5.69
计算机	3.8	68	4.62
社会服务	3.4	87	4.59
商贸零售	2.1	39	4.50
国防军工	3.3	55	3.50
通信	2.2	29	2.09
综合	1.8	43	2.01
传媒	3.1	51	1.62

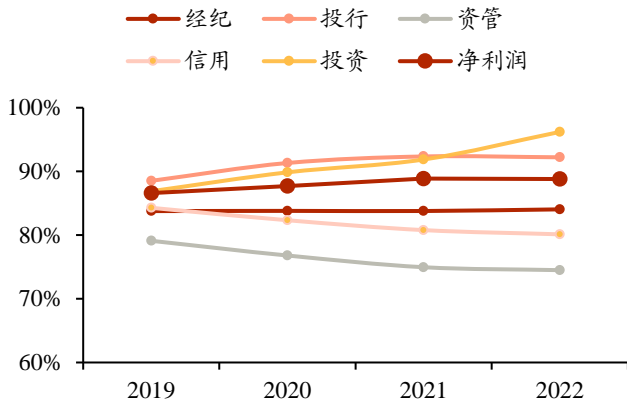
资料来源：wind，浙商证券研究所 注：数据截至 2023 年 5 月 11 日。

ROE 向上有支撑：近年来券商多项业务进行改革，如传统经纪业务加速转型财富管理，投行业务在全面注册制改革下向综合化、专业化发展，资管业务方面结构不断优化、积极进行主动管理转型，同时还有科创板做市等新的业务方向出现。业务改革以及金融科技赋能有望支撑 ROE 抬升。当前板块 PB 估值处于十年 10%分位，ROE 处于十年 50%分位数，且长期有提升趋势，估值与业绩严重错配。

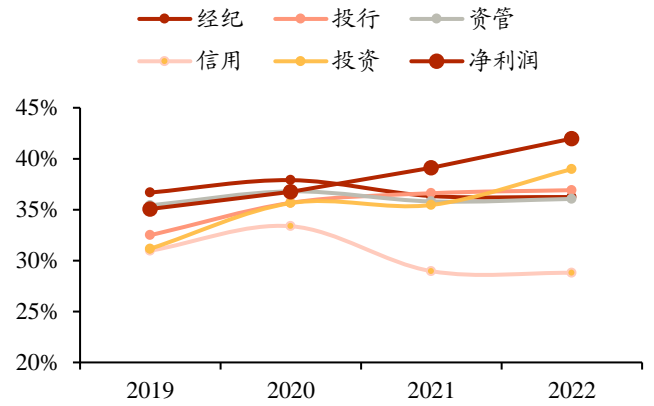
央企份额有望提高：中央国有券商的净利润占比从 2019 年的 35%提升至 2022 年的 42%，份额呈提升趋势。央企券商的股东往往是在多业务领域均有布局的大型集团，能够发挥旗下产业的协同作用，为券商导流资源。央企券商的证监会评级较优秀，在申请创新业务试点资格、谋求新的业务方向方面更具优势。央企券商资金实力雄厚，且融资成本较低，有能力做大业务规模，价值重估有基本面支撑。

图5：中央+地方国有券商市场份额

图6：中央国有券商市场份额



资料来源：wind，浙商证券研究所 注：占上市券商合计比重



资料来源：wind，浙商证券研究所 注：占上市券商合计比重

3 投资建议

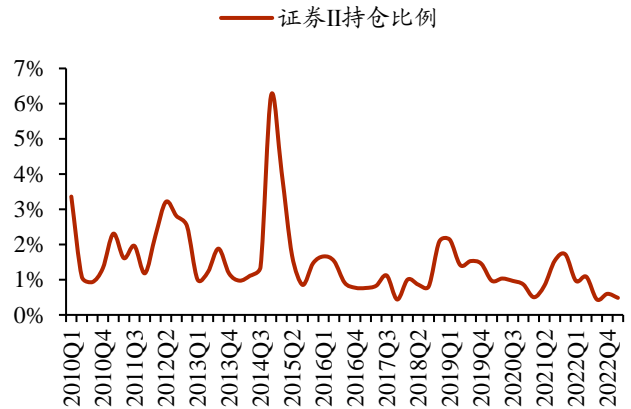
券商板块估值分位数及公募持仓比例均较低。当前券商板块 PB 估值为 1.2 倍，仅略高于 2018 年熊市时的水平，但目前 ROE 与资产质量远优于 2018 年。从公募持仓来看，券商板块在公募基金中的重仓持股比例处于低位，22Q4 为 0.48%，低于 2018 年 1% 左右的水平。

图7：券商板块 PB 估值



资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：券商板块在公募基金中的重仓持股比例



资料来源：wind，浙商证券研究所

行业层面：23Q1 上市券商净利润同比增长 85%，预计全年仍保持较高增速，盈利能力显著改善，当前估值与业绩错配严重。根据浙商证券宏观团队预测，三季度可能全面降准，四季度可能降息，且超额储蓄或较难大规模形成消费或进入地产，资本市场或成为超额储蓄的核心外溢方向，增量资金进入市场有望催化券商行情。

选股思路：中特估方面，①估值性价比高、ROE 呈提升趋势、分红率优于行业的标的，推荐中信证券、华泰证券，建议关注招商证券；②受益于注册制改革、ROE 领跑行业的标的，推荐中金公司，建议关注中信建投。业绩修复方面：推荐财富管理、自营业务弹性较高的标的：东方证券、广发证券、东方财富。

表4：中特估选股指标

公司名称	PB 十年分位数	PE 十年分位数	2017-2021 年平均分红率	2018 ROE%	2019 ROE%	2020 ROE%	2021 ROE%	2022 ROE%	公司属性
中信建投	30.08	46.42	34.41	6.79	11.51	18.18	15.80	9.99	地方国有企业
信达证券	25.37	20.90	NA	0.75	2.26	7.85	9.89	9.39	中央国有企业
中金公司	31.37	60.78	5.10	8.83	9.64	13.52	14.64	8.88	中央国有企业
中信证券	14.99	21.92	41.95	6.20	7.76	8.43	12.07	8.67	中央国有企业
中国银河	44.93	34.62	30.82	4.40	7.64	9.84	12.29	8.21	中央国有企业
国泰君安	8.93	30.51	39.35	5.42	6.75	8.54	11.05	7.88	地方国有企业
招商证券	12.29	25.53	38.22	5.58	9.51	10.85	11.52	7.54	中央国有企业
华泰证券	9.29	11.18	39.43	5.32	7.94	8.61	9.84	7.49	地方国有企业
华林证券	23.56	78.74	24.30	8.84	8.69	14.33	7.93	7.39	民营企业
广发证券	3.29	30.39	32.05	5.07	8.48	10.60	10.67	7.23	公众企业
浙商证券	5.71	17.40	23.39	5.42	6.75	9.78	9.90	6.58	地方国有企业

国信证券	5.85	29.17	33.99	6.66	9.46	10.61	12.71	6.50	地方国有企业
华安证券	12.04	13.58	34.52	4.47	8.63	9.05	8.39	5.98	地方国有企业
兴业证券	14.02	29.40	70.37	0.41	5.25	11.07	12.04	5.74	地方国有企业
首创证券	15.56	78.89	NA	4.36	10.19	10.59	9.21	5.55	地方国有企业
国元证券	9.72	3.52	61.02	2.68	3.66	5.28	6.03	5.32	地方国有企业
光大证券	48.93	35.92	113.65	0.21	1.20	4.74	6.43	5.27	中央国有企业
方正证券	13.94	16.32	12.71	1.76	2.65	2.81	4.50	5.09	公众企业
中银证券	17.48	34.19	10.21	5.97	6.44	6.15	6.26	5.03	公众企业
长江证券	13.32	8.51	51.02	0.99	6.35	7.58	8.34	5.02	公众企业
财通证券	11.17	46.40	34.36	4.05	9.28	10.53	10.68	4.96	地方国有企业
东吴证券	10.94	14.19	50.23	1.75	5.07	6.61	8.42	4.62	地方国有企业
国联证券	6.55	31.25	16.08	0.66	6.64	6.41	7.27	4.62	地方国有企业
国金证券	7.77	28.41	11.76	5.28	6.48	8.63	9.90	4.17	民营企业
东方证券	22.83	26.46	48.60	2.37	4.61	4.85	9.02	4.16	地方国有企业
长城证券	7.81	34.42	37.48	3.95	5.95	8.58	9.38	4.03	中央国有企业
海通证券	10.12	45.81	31.60	4.42	7.81	7.88	8.09	3.99	地方国有企业
南京证券	14.69	24.52	49.61	2.32	6.55	6.74	6.06	3.92	地方国有企业
山西证券	10.12	11.51	57.53	1.78	4.08	5.09	4.72	3.32	地方国有企业
申万宏源	14.24	93.80	29.08	6.19	7.41	9.05	10.26	2.93	中央国有企业
第一创业	10.35	36.68	21.01	1.41	5.83	7.31	5.26	2.76	公众企业
财达证券	15.57	80.53	19.30	0.84	7.11	6.05	6.58	2.71	地方国有企业
东兴证券	11.67	87.28	34.93	5.19	6.16	7.44	7.37	1.96	中央国有企业
华西证券	20.96	56.28	15.75	4.81	7.53	9.28	7.47	1.89	地方国有企业
中泰证券	29.35	71.77	8.76	2.49	7.06	7.73	9.25	1.61	地方国有企业
西部证券	9.60	32.42	46.88	1.15	3.50	6.18	5.31	1.58	地方国有企业
国海证券	8.39	55.42	67.33	0.54	3.54	4.06	4.16	1.34	地方国有企业
东北证券	13.20	34.62	33.59	1.96	6.63	8.28	9.37	1.28	公众企业
西南证券	6.58	58.31	54.46	1.20	5.46	4.97	4.11	1.23	地方国有企业
中原证券	12.97	77.27	79.44	0.66	0.59	0.93	3.78	0.78	地方国有企业
红塔证券	16.83	28.08	22.65	3.48	6.78	10.21	9.03	0.17	中央国有企业
太平洋	19.41	NA	11.72	-11.99	4.57	-7.62	1.26	-4.85	公众企业
天风证券	24.14	NA	8.23	2.64	2.53	2.79	2.56	-6.26	地方国有企业

资料来源: wind, 浙商证券研究所

4 风险提示

1、宏观经济大幅下行：宏观经济大幅下行会影响资本市场景气度、居民收入与风险偏好，可能导致个人、机构投资者减少股票、基金投资，进而影响证券公司盈利能力。

2、权益市场修复不及预期：证券公司业绩反转依赖权益市场投资收益率、新发基金份额等指标的恢复，若修复不及预期，业绩反转力度可能受到影响。

3、资本市场改革不及预期：证券公司多项业务受益于资本市场改革带来的行业景气度上行，若改革进度远不及预期，公司业绩表现可能受到影响。

4、行业数据测算偏差风险：报告内涉及的行业数据测算均基于一定前提假设条件，或存在实际达不到、造成预测结果不及预期的风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>