

区域贡献显著 受益制度改革

——西部证券（002673）新股定价报告

2012年4月27日

西部证券 新股定价

摘要:

- **公司亮点在于新三板业务，有望率先受益制度改革。**公司是总部位于西安的唯一一家综合性证券公司，公司股东背景为陕西国资委。从公司盈利结构看，营业收入对经纪业务的依赖度仍较高，因此易受二级市场波动的影响；从公司各项业务的发展看，公司最大的看点在于新三板业务，公司在该项业务上的先发优势有望首先受益于新三板的扩容以及相应的制度改革。
- **经纪业务立足陕西，区域贡献较高。**公司经纪业务的主要经营区域布局在陕西省内，省内营业部数量占比和经纪业务收入占比分别达到 73% 和 87%，区域贡献较高。陕西省内的相对弱势竞争使公司维持了高于同业的佣金率水平，另一方面，省内经纪业务的活跃程度不足一定程度上影响了公司经纪业务的市场份额。
- **投行业务关注中小企业，定向资产管理业务有相对优势，自营风格较为稳健。**公司投行业务实行差异化竞争战略，已完成的 IPO 项目均为中小板或创业板项目。公司在开展定向资产管理业务上具有相对优势，同时成立了纽银西部基金，未来有望贡献稳定的利润。公司的自营业务以长线投资为原则，自营风格较为稳健。
- **创新业务处于起步阶段，尚未贡献利润。**公司即将获得融资融券业务，尚未开展直投业务，期货业务目前仍未获得盈利。公司的各项创新业务仍处于起步阶段，尚未贡献实质性利润。
- **上市首日股价波动区间为 8.26-10 元。**根据 PE 估值法，公司的合理股价区间为 8.41-10.8 元；根据 PB 估值法，估值区间为 7.83-8.95 元，根据可比公司估值法，估值区间为 9.16-10.41 元。考虑到公司的区位优势、新三板业务的亮点以及市场对证券行业政策红利所给予的溢价，我们预计上市首日公司股价的波动区间为-5%-15%，对应的股价区间为 8.26-10 元。

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：黄琳

010-66554013

msn: haunglin329@msn.cn

首日股价区间

8.26-10.00

发行上市资料

总股本（万股）	120,000
发行量（万股）	52,000
发行日期	
发行方式	网上网下
保荐机构	招商证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.17
净资产收益率（%）	9.07
资产负债率（%）	67.82

主要股东和持股比例

陕西电投	36.24%
上海城投	30.7%
西部信托	15%

财务指标预测

指标	11A	12E	13E
营业收入（百万元）	1,032.79	1,228.60	1,406.32
增长率（%）	-32.78	18.96	14.47
净利润（百万元）	222.67	288.92	367.37
增长率（%）	-58.54	29.75	27.15
每股收益（元）	0.22	0.24	0.31
净资产收益率（%）	9.07	9.6	11.12

目 录

1. 受益制度改革的区域型中小券商.....	3
2. 传统业务优势明显 创新业务起步.....	4
2.1 经纪业务：立足陕西 区域贡献显著	4
2.2 投行业务：差异化定位中小项目 新三板将受益制度改革	6
2.3 自营业务：长线投资 风格稳健	7
2.4 资产管理类业务：定向具有相对优势 布局基金业务	7
2.5 创新业务：处于起步阶段 未形成业绩贡献	8
3. 盈利预测.....	8
4. 估值分析：股价区间为 8.26-10 元.....	10
5. 风险提示.....	11

表格目录

表 1：2011 年公司经纪业务的区域情况.....	5
表 2：公司近四年来 IPO 项目情况.....	6
表 3：公司近三年来投行业务项目情况	6
表 4：纽银西部基金产品情况.....	8
表 5：市场情况及公司占有率预测明细	8
表 6：利润表预测.....	8
表 7：资产负债表预测.....	9
表 8：上市券商 2011 年主要收入指标一览表.....	11

插图目录

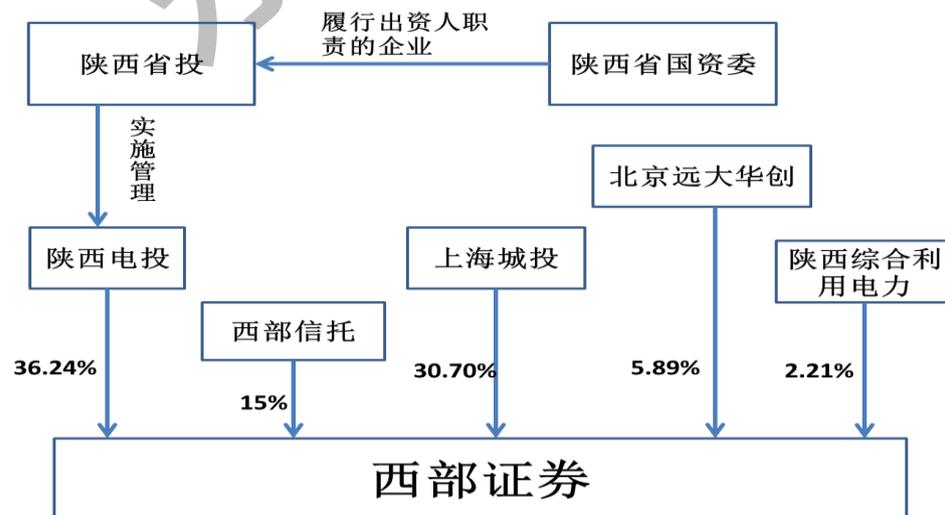
图 1：西部证券股权结构.....	3
图 2：2008-2011 年西部证券营收结构	4
图 3：公司营业部的区域分布情况.....	4
图 4：公司经纪业务收入的区域贡献情况	4
图 5：2008-2011 年行业与公司平均佣金率水平	5
图 6：陕西省经纪业务市场份额及公司经纪业务市场份额	5
图 7：2008-2011 年公司自营业务规模及收益	7
图 8：2008-2011 年公司自营业务收益率	7
图 9：公司近四年来定向资产管理产品收益情况	7

1. 受益制度改革的区域型中小券商

西部证券总部位于西安，是总部位于陕西省的唯一一家综合性证券公司。西部证券成立于 2001 年 1 月，是在陕西证券、宝鸡证券以及陕西信托和西北信托整体或所属证券营业部合并重组的基础上，以发起设立方式设立的股份有限公司。2006 年，公司托管并收购健桥证券的 12 家证券营业部和 6 家证券服务部，形成当前的证券资产范围。

当前，公司的前三大股东分别为陕西省电力建设投资开发公司（简称陕西电投）、上海城投控股股份有限公司（简称上海城投）和西部信托有限公司（简称西部信托），持股比例分别为 36.24%、30.70%和 15%，其中陕西电投持有西部信托 57.78%的股权，因此陕西电投直接和间接持有公司 51.24%的股权，为公司的控股股东。陕西省投资集团公司为陕西省国资委履行出资人职责的企业，对陕西电投实施管理，为公司的实际控制人。

图 1：西部证券股权结构

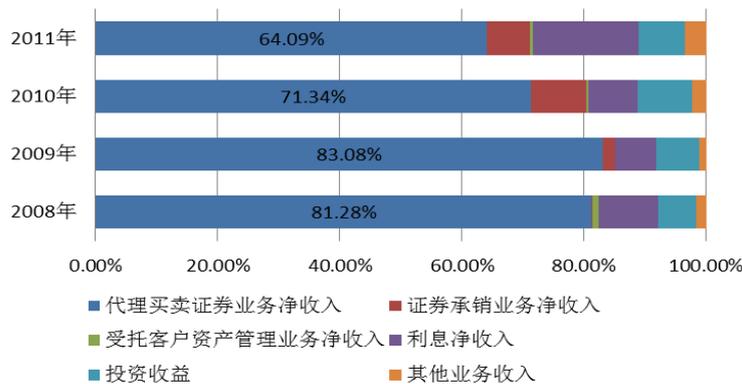


资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

目前，公司业务包括经纪业务、投行业务、资产管理业务和自营业务等传统业务，还包括 IB 业务和新三板业务等创新业务，同时公司已于 3 月 14 日获得证券业协会关于融资融券业务的专业评价，将于近期获得开展融资融券业务的资格。当前，证券行业正处于改革的节点上，以“新三板”为主的场外市场建设是其中的重要内容，公司在新三板业务上的领先市场份额以及经验优势有望成为公司带来新的业务增长点，公司将首先受益于“新三板”扩容及相应的制度改革。

从营业收入结构上看，代理买卖证券业务净收入、承销业务净收入、投资收益和利息净收入是主要的收入来源。其中，营业收入对经纪业务收入的依赖度虽逐年下降，但仍高于行业的平均水平，2011 年代理买卖证券业务收入占营业收入的比重仍高达 64.09%，因此，从这个层面上来看，公司营业收入受二级市场波动的影响较大。

图 2: 2008-2011 年西部证券营收结构



资料来源: 公司招股书 东兴证券研究所

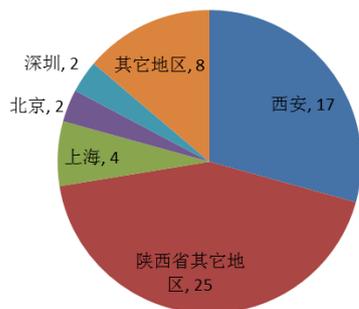
2. 传统业务优势明显 创新业务起步

2.1 经纪业务: 立足陕西 区域贡献显著

经纪业务是公司最主要的收入来源, 2011 年公司经纪业务的市场份额为 0.567%。公司作为总部位于陕西省内的唯一一家综合性证券公司, 其经纪业务具有明显的区域优势, 公司在陕西省内营业部数量占全省营业部数量的 40%, 其在陕西省内的市场份额高达 32%。公司经纪业务的区位优势还表现在区域营业收入在公司营业收入中的高贡献度以及较高的佣金率水平。

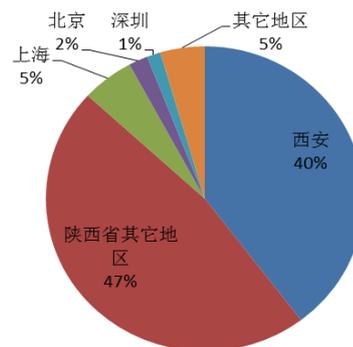
公司共有 60 家营业部 (含两家在筹), 其中陕西省内为 44 家 (含两家在筹), 占比高达 73%; 从总体区域来看, 公司营业部主要布局于西北部和东部地区, 包括陕西、北京、上海、深圳、山东、江苏、河南、河北、广西、甘肃、宁夏等地区。从营收贡献上看, 陕西省内营业部收入对经纪业务的贡献度达到了 87%, 显著高于营业部数量占比; 从部均收入分析, 陕西省内、尤其是西安地区部均收入远高于其他地区营业部的水平。

图 3: 公司营业部的区域分布情况



资料来源: 公司招股书 东兴证券研究所

图 4: 公司经纪业务收入的区域贡献情况



资料来源: 公司招股书 东兴证券研究所

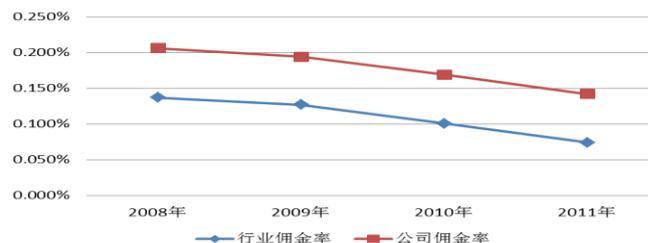
表 1：2011 年公司经纪业务的区域情况

省市名称	营业部数量	收入（万元）	占经纪业务收入比例	部均收入（万元）
西安	17	30,738.19	39.65%	1,808.13
陕西省其它地区	25	36,561.39	47.16%	1,462.46
上海	4	4,116.34	5.31%	1,029.09
北京	2	1,511.02	1.95%	755.51
深圳	2	1,079.78	1.39%	539.89
其它地区	8	3,511.77	4.53%	438.97
合计	58	77,518.49	100.00%	1,336.53

资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

经纪业务的激烈竞争使行业的佣金费率水平呈现快速下降，2008-2011 年全行业的佣金率分别为 0.137%、0.127%、0.101% 和 0.074%；陕西省内经纪业务的相对弱竞争态势以公司在陕西省内的高市场份额使公司得以维持高于行业的佣金率水平，公司近三年的佣金率水平分别为 0.201%、0.194%、0.169% 和 0.142%，远高于行业平均水平。随着地方证券业协会对于佣金率水平的管理，行业佣金率下降的趋势得到一定程度的缓解，佣金率降幅趋缓；陕西省证券业协会对于佣金率也出台了监管措施，可以预计未来公司的佣金率水平仍有下降的可能，但是降幅将不断缩小。

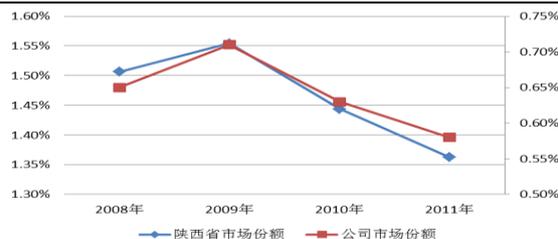
图 5：2008-2011 年行业与公司平均佣金率水平



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

值得注意的是，相对于全国范围而言，陕西省内证券交易活跃度相对不足，2009 年以来，陕西省股票成交金额的市场份额呈逐年下降趋势；公司经纪业务以陕西省为主要经营范围，受此影响，公司的市场份呈现下降趋势。

图 6：陕西省经纪业务市场份额及公司经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯 公司招股书 东兴证券研究所

2.2 投行业务：差异化定位中小项目 新三板将受益制度改革

公司投行业务按照股票保荐承销、债券承销、财务顾问服务和代办股份转让系统的四个主要业务模块进行分部门管理。公司先后完成了 5 家企业的 IPO 项目、3 家股票的增发、7 家企业债券的主承销、7 家上市公司的股改保荐以及 8 家上市公司的并购重组财务顾问业务。在 IPO 项目上，公司实行差异化竞争战略，专注于中小板和创业板项目，已完成的 5 个项目包括 2 个中小板项目和 3 个创业板项目。

表 2：公司近四年来 IPO 项目情况

名称	招股日期	上市板	实际募资(亿元)	省份	证监会行业
尔康制药	2011-9-6	创业板	8.27	湖南省	制造业
盛路通信	2010-6-22	中小企业板	4.63	广东省	信息技术业
启源装备	2010-10-22	创业板	6.20	陕西省	制造业
金杯电工	2010-12-14	中小企业板	11.83	湖南省	制造业
宝德股份	2009-10-9	创业板	2.94	陕西省	制造业

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

表 3：公司近三年来投行业务项目情况

发行类型		承销数量			承销金额 (万元)			承销收入 (万元)		
		2011 年	2010 年	2009 年	2011 年	2010 年	2009 年	2011 年	2010 年	2009 年
权益类	主承销商	2	3	1	138,822	226,601	29,400	5,760	12,116	1,764
	副主承销商		2			46,000			360	
	分销		3			46,290			11	
可转债	主承销商									
	副主承销商		1			20,000			500	
	分销									
债券	主承销商	3	2	1	307,000	66,700	114,000	4,579	1,740	3,424
	副主承销商	1	1	7	2,000	26,660	4	500		
	分销	4	6	2000	15,000	26,000	6	43	65	
	合计	10	18	9	449,822	447,251	169,400	10,349	15,270	5,253

资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

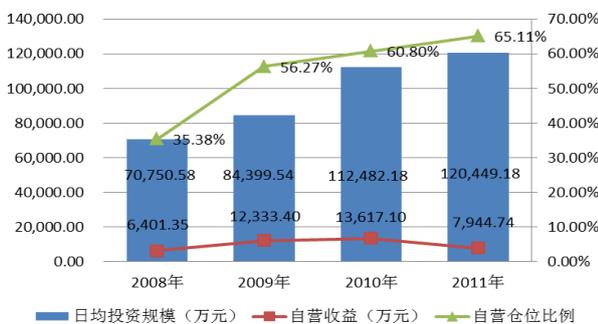
公司在新三板业务处于行业领先地位，有望受益于新三板扩容所带来的业务量增加以及制度改革带来的红利。公司于 2007 年 4 月取得代办股份转让业务资格，2008、2009、2010 和 2011 年分别完成 2 家、5 家、1 家和 2 家的挂牌工作，挂牌总量仅次于申银万国证券，与国信证券并列行业第二位。

当前，新三板扩容以及相应的制度改革正在讨论和推进过程中，高新科技园区的扩容无疑将增大新三板企业的挂牌数量，做市商制度将为券商提供稳定的收入来源，转板制度的建立使新三板业务能为证券公司投行业务带来丰富的项目储备。公司在新三板业务上的领先市场地位和业务开展经验，有望在新三板业务改革以及场外市场的建立过程中获得新的业务优势。

2.3 自营业务：长线投资 风格稳健

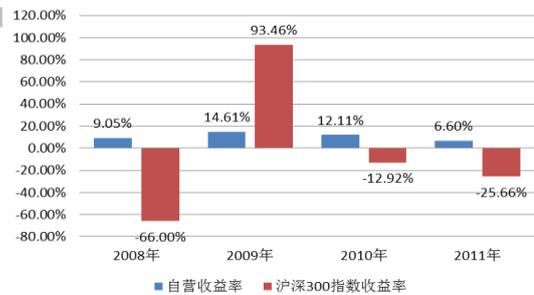
公司于 2001 年设立投资管理总部负责自营业务，2009 年在此基础上组建上海第一分公司专门从事自营业务，目前自营业务已成为公司第三大收入来源。2008-2011 年，公司的董事会确定的自营业务期初规模分别为 20 亿元、15 亿元、18.5 亿元和 18.5 亿元，公司的自营仓位均低于规模上限，最高仓位比例为 2011 年的 65.11%，整体表明公司自营业务风格较为稳健。从收益率上看，公司近四年来自营业务收益率在 10% 左右，较沪深 300 指数收益率波动较小，体现了公司自营业务“长线投资、长线人生、快乐工作”的价值投资理念。

图 7：2008-2011 年公司自营业务规模及收益



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

图 8：2008-2011 年公司自营业务收益率



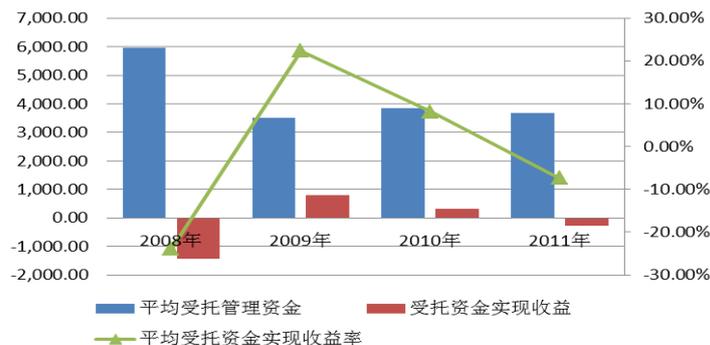
资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

2.4 资产管理类业务：定向具有相对优势 布局基金业务

公司于 2002 年 6 月获得受托投资管理业务资格，开展资产管理业务，并于 2009 年 6 月设立上海第二分公司，专门经营资产管理业务。公司目前的资产管理类业务主要包括定向资产管理、集合资产管理和基金管理业务。

公司资产管理业务以定向和小集合产品为主，公司定向资产管理业务开展较早，已逐渐形成了系列化的定向理财产品。公司于 2010 年 8 月 9 日发行第一只集合理财产品“财富长安 1 号”，截至 2011 年 12 月 31 日，产品的净值为 0.761 元，全年回报率为 -22.74%，在 125 只可比理财产品中排名第 88 位。

图 9：公司近四年来定向资产管理产品收益情况



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

2007年11月，公司于纽银梅隆签署《发行人暨合资协议》，双方将共同出资设立一家中外合资基金管理公司，其中公司持有该基金管理公司51%的股权；2010年7月20日，纽银西部基金在上海注册成立。纽银西部基金已于2011年设立了两只基金产品。截止到2011年底，纽银西部基金尚未盈利，但随着公司经营的成熟，基金管理业务仍有望为公司带来稳定的收入来源。

表 4: 纽银西部基金产品情况

基金简称	单位净值(元)	最新规模(亿元)	成立日期	投资类型
纽银策略优选	0.7370	3.7869	2011-1-25	普通股股票型基金
纽银新动向	0.8940	0.9708	2011-8-18	偏股混合型基金

资料来源: Wind 资讯 东兴证券研究所 (截至 2011 年 12 月 31 日)

2.5 创新业务: 处于起步阶段 未形成业绩贡献

公司的期货业务主要是通过西部期货开展，公司持有西部期货87.5%的股权。西部期货已取得商品期货、金融期货经纪业务及结算业务资格，是上海、大连郑州三家商品期货交易所会员，以及中国金融期货交易所交易结算会员。西部期货于2008年开展业务，公司也于2009年获得IB业务资格。截至2011年12月31日，西部证券总资产为35,144.43万元，净资产为6,706.14万元，净利润为-452.36万元。

公司已于3月14日获得证券业协会关于融资融券业务的专业评价，将于近期获得开展融资融券业务的资格。目前，公司尚未开展直接投资业务

3. 盈利预测

根据公司招股意向书中的募集资金用途，结合证券市场未来发展预期以及公司市场占有率预测，我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.24、0.31和0.37元。

表 5: 市场情况及公司占有率预测明细

项目	2012E	2013E	2014E
市场日均成交额(亿元)	2083	2300	2700
公司市场份额(%)	0.60	0.60	0.63
毛佣金率(%)	0.135	0.128	0.12
市场筹资额(亿元)	33,500	36,600	39,600
公司市场份额(%)	0.25	0.28	0.32

资料来源: 东兴证券研究所

表 6: 利润表预测

单位: 百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,536.42	1,032.79	1,228.60	1,406.32	1,586.44
手续费及佣金收入	1,272.43	772.93	925.91	1,044.91	1,172.40
代理买卖证券业务净收入	1,096.07	661.96	702.73	780.94	850.16
证券承销业务净收入	139.21	72.68	171.58	204.84	253.29

受托客户资产管理业务净收入	4.36	4.69	5.30	6.89	10.34
利息净收入	125.92	178.69	171.27	212.77	245.40
投资净收益+公允价值变动净收益	136.17	79.45	129.42	146.64	166.64
其中：公允价值变动净收益	(6.94)	6.13	13.65	(4.69)	3.34
其他业务收入	1.90	1.72	2.00	2.00	2.00
营业支出	831.52	730.87	841.17	912.88	989.66
营业税金及附加	80.72	57.28	68.19	78.05	88.05
管理费用	749.76	672.16	772.99	834.82	901.61
资产减值损失	0.06	0.29	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	0.97	1.13	0.00	0.00	0.00
营业利润	704.90	301.93	387.43	493.45	596.78
加：营业外收入	12.00	6.42	6.00	6.00	6.00
减：营业外支出	5.28	0.90	3.00	3.00	3.00
利润总额	711.63	307.44	390.43	496.45	599.78
减：所得税	174.54	84.78	101.51	129.08	155.94
净利润	537.09	222.67	288.92	367.37	443.84
减：少数股东权益	0.01	(0.57)	0.00	0.00	1.00
归属于母公司所有者的净利润	537.08	223.24	288.92	367.37	442.84

资料来源：东兴证券研究所

表 7：资产负债表预测

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
资产					
货币资金	9,674.28	7,183.80	9,646.74	11,353.96	12,790.39
结算备付金	538.70	308.12	551.16	661.50	750.14
交易性金融资产	351.82	581.78	649.27	750.16	880.19
买入返售金融资产	0.00	672.71	0.00	0.00	0.00
存出保证金	177.13	198.11	122.48	147.00	166.70
可供出售金融资产	1,312.71	573.26	717.62	814.44	925.96
长期股权投资	86.57	64.90	6.76	6.76	6.76
固定资产	193.16	178.86	156.66	138.46	123.54
其他资产	87.85	113.18	55.55	62.69	70.34
资产合计	12,422.22	9,874.71	11,906.24	13,934.98	15,714.03
负债					
卖出回购金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
代理买卖证券款	8,954.01	6,525.80	8,267.43	9,922.50	11,252.12
应付职工薪酬	160.65	117.06	126.43	132.75	139.39
其他负债	183.69	54.28	54.28	54.28	54.28

负债合计	9,298.36	6,697.15	8,448.14	10,109.53	11,445.78
所有者权益					
股本	1,000.00	1,000.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00
资本公积金	144.64	-24.33	1,599.47	1,629.67	1,667.90
盈余公积金	370.53	393.25	422.14	458.88	503.27
一般风险准备	368.88	391.60	420.49	457.23	501.62
交易风险准备	299.04	321.77	28.89	65.63	110.01
未分配利润	931.83	1,086.90	1,231.36	1,415.04	1,636.16
少数股东权益	8.94	8.37	8.37	8.37	8.37
归属于母公司所有者权益合计	3,114.92	3,169.19	3,458.11	3,825.48	4,268.32
所有者权益合计	3,123.86	3,177.56	3,458.11	3,825.48	4,268.32
负债和所有者权益合计	12,422.22	9,874.71	11,906.24	13,935.01	15,714.10

资料来源：东兴证券研究所

4. 估值分析：股价区间为 8.26-10 元

相对估值法（PE）。由于 2011 年市场指数的大幅下跌，证券行业盈利大幅下降，以此为衡量的证券公司估值水平偏高，因此为了反映当前的合理估值，我们以 2012 年上市券商的一致预期所对应的 PE 来综合考虑。18 家上市券商的加权平均 PE 为 31 倍，12 家中小型券商的平均 PE 为 45 倍。公司属于中小券商的范畴，因此合理的估值区间为 35-45 倍，对应的股价为 8.4-10.8 元。

相对估值法（PB）。以 2011 年报衡量，18 家上市券商平均的 PB 为 3.02 倍，12 家中小型券商平均的 PB 为 3.46 倍，考虑到公司上市后，由于募集资金导致的资产规模的增大，公司的 ROE 会相应下降，公司的 PB 应该有一定程度的折价。给予公司 PB 的 10% 的折价，公司的 PB 的合理区间为 2.72-3.11 倍，对应的估值区间为 7.83-8.95 元。

可比公司估值法。从收入规模和盈利水平上看，在 18 家上市券商中，公司各项指标最接近于山西证券、国金证券、西南证券和东北证券；从业务结构上看，国金证券和东北证券与公司最为接近，经纪业务在营业收入中所占比重均较高。当前，国金证券和东北证券的总市值分别为 136.83 亿元和 111.75 亿元，综合考虑公司与可比公司之间的收入与盈利差异，给予公司市价总值 110-135 亿元的区间，则对应的股价区间为 9.16-10.41 元。

综合判断：从三种估值法来看，可比公司估值法的估值中枢较高，PB 估值法的估值中枢较低，PE 估值法居中。从公司的经营特性看，公司是具有显著区位优势券商，在新三板业务上的市场先发优势是公司最大的亮点，同时当前证券公司正处于行业创新和改革的节点上，市场对于政策的预期给予了证券行业估值较大幅度的溢价，综合考虑，我们认为公司在上市首日的股价波动区间为 -5%-15%，对应的股价区间为 8.26 元-10 元。

表 8：上市券商 2011 年主要收入指标一览表

单位：百万元	营业收入	代理买卖证券业务净收入	净利润
中信证券	25,033.19	3,570.68	12,604.49
海通证券	9,292.73	3,041.43	3,282.00
华泰证券	6,230.34	3,590.94	1,820.74
广发证券	5,945.67	3,063.25	2,058.49
招商证券	5,225.16	2,269.32	2,008.29
光大证券	4,498.48	1,861.23	1,595.43
宏源证券	2,353.70	1,089.50	645.59
兴业证券	2,315.09	811.88	546.16
长江证券	1,863.52	1,258.69	434.98
国元证券	1,775.12	792.28	562.71
方正证券	1,709.03	1,129.83	251.26
东吴证券	1,297.89	796.95	235.69
国海证券	1,270.54	811.79	114.34
山西证券	1,098.09	555.60	193.67
国金证券	1,079.71	578.51	231.67
西南证券	1,040.25	507.67	262.68
西部证券	1,032.79	661.96	222.67
东北证券	809.64	688.06	-151.00
太平洋	665.62	279.53	156.68

资料来源：Wind 东兴证券研究所

5. 风险提示

公司盈利结构中经纪业务占比较大，若二级市场交易量持续低迷，则公司的营业收入有可能受到较大冲击，同时如果公司经纪业务不能适当扩大业务布局且省内经纪业务活跃度不能提高，则公司经纪业务的市场份额仍有下降的可能；如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。