

增持

——维持

第一创业 (002797.SZ)

证券研究报告/公司研究/公司深度

日期: 2016年7月28日

行业: 资本市场服务



分析师: 虞婕雯

Tel: 021-53686153

E-mail: yujiewen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870515070001

基本数据 (2015Y)

报告日股价 (元)	35.58
12mth A 股价格区间 (元)	12.77-45.28
总股本 (百万股)	2189
无限售 A 股/总股本	90%
流通市值 (亿元)	77.92
每股净资产 (元)	3

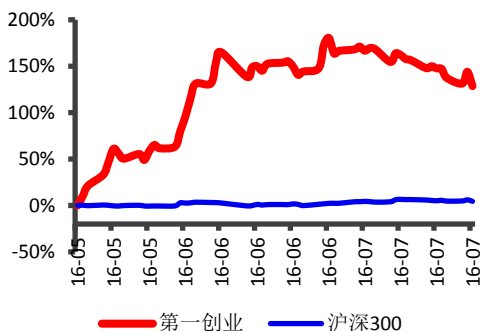
主要股东 (2016Y5M)

华熙昕宇投资有限公司	15.41%
北京首都创业集团有限公司	13.27%
南海能兴 (控股) 集团有限公司	8.49%

收入结构 (2015Y)

证券经纪业务	34.91%
固定收益业务	25.32%
资产管理业务	16.21%
证券自营业务	10.23%

近 6 个月公司走势与沪深 300 比较



报告编号: YJW16-CL01

报告日期: 2016年7月28日

相关报告:

固定收益特色鲜明 收入结构均衡

主要观点

走差异化战略—固定收益行业领先

公司的固定收益业务是第一大收入来源,公司多年来一直以成为“中国一流的债券交易服务提供商”为发展目标。目前,公司的固定收益业务拥有领先的市场地位,投资银行业务已具备市场竞争力,资产管理业务有了长足进步,证券经纪业务实现了更为全面的布局。公司正通过产品、业务创新,不断开发新的收入和利润增长点,而公司均衡的收入结构提高了本公司抵御市场波动风险的能力。

成功上市打破资金瓶颈增强公司实力

目前,证券公司的是以核心净资本为监管机制,并且相关业务规模与其净资本规模紧密相关。我们认为公司此次成功上市募资,能够快速提升公司的净资本,公司的抗风险能力和市场竞争力进一步得到增强,有助于公司打破净资本限制的瓶颈,各项业务得以进一步发展壮大,同时,公司的知名度和影响力进一步提升。

投资建议

未来六个月内,给予公司“增持”评级

公司是以固定收益业务为特色,旨在成为“中国一流的债券交易服务提供商”,走的是差异化战略。我们认为今年公司已成功完成上市,打破资本限制瓶颈,有助于公司未来的业务发展。同时,公司经纪业务收入占比以及权益类投资的占比明显低于行业,资本市场大幅波动以及成交量的骤降或将对公司的影响有限。因此我们看好公司未来发展,给予“增持”评级。我们预计公司 2016 年、2017 年 EPS 为 0.33 元和 0.40 元,对应 PE 是 107.82 倍和 88.95 倍。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2015A	2016E	2017E
营业收入	3,010.16	2,188.82	2,663.27
年长率	61.93%	-27.29%	21.68%
归属于母公司的净利润	1,021.27	726.19	882.93
年增长率	-28.89%	21.58%	-28.89%
每股收益 (元)	0.52	0.33	0.40
PER (X)	68.42	107.82	88.95

资料来源: wind、上海证券研究所

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

目 录

一、	公司概况	4
1.1	公司经营情况概述	4
1.2	公司股权结构	4
二、	公司主要业务简况	6
2.1	公司主要业务及行业地位	6
2.2	固定收益业务	7
2.3	投资银行业务	9
2.4	资产管理业务	10
2.5	证券经纪业务	11
2.6	证券自营业务	13
2.7	其他业务	13
三、	成功上市 增强公司实力	14
四、	盈利预测及评级	15
4.1	盈利预测及评级	15
五、	风险及不确定因素提示	15
六、	附表	15

图

图 1 公司近三年收入净利情况 (单位: 百万元)	4
图 2 公司股权结构 (截至 2016 年 5 月 11 日)	5
图 3 公司近三年分业务收入占比 (单位: %)	6
图 4 公司近三年固定收益业务收入情况 (单位: 亿元)	9
图 5 公司近三年投行承销金额情况 (单位: 亿元)	10
图 6 公司近三年资产管理规模 (单位: 亿元)	11
图 7 公司近三年代理买卖证券市场份额及佣金水平	12
图 8 公司融资融券余额及市场份额	12
图 9 公司近三年股票、基金及衍生品投资规模、收益情况以及 整体收益率 (单位: 万元)	13
图 10 公司近三年总资产、净资产及净资本情况 (单位: 亿元)	15

表

表 1 公司前十大股东 (截至 2016 年 5 月 11 日)	5
表 2 公司全资及控股子公司一览表 (截至 2016 年 4 月 25 日)	6
表 3 公司近三年业务规模及行业排名	7
表 4 公司拥有的债券承销业务资质	7
表 5 公司近年来在银行间固定收益现券交易中的业务地位	8
表 6 本次公开发行股票募集资金投资项目	14

一、公司概况

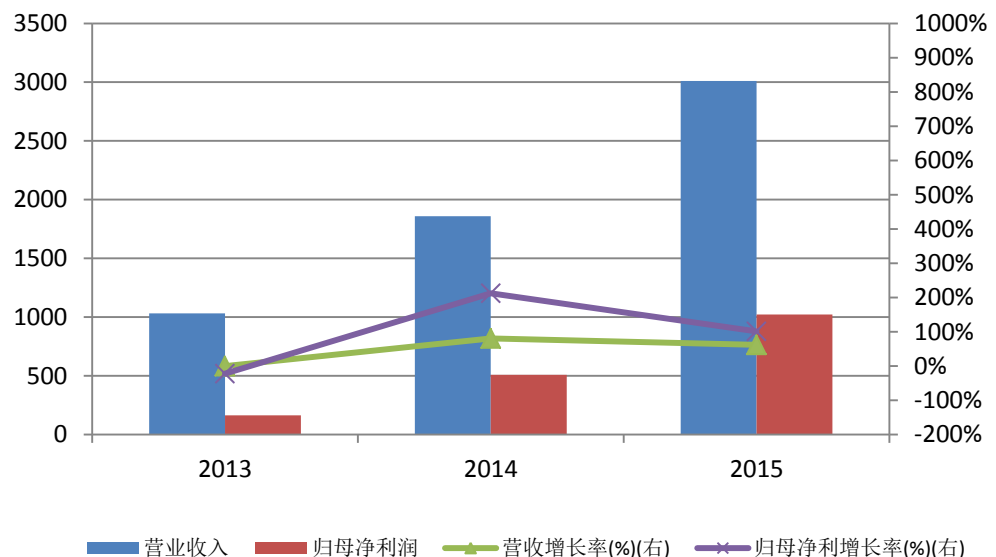
1.1 公司经营情况概述

第一创业由一创有限整体变更设立，一创有限的前身为佛山证券公司，成立于1992年11月，注册资本为1000万人民币。佛山证券公司脱钩改制为有限责任公司并经历四次增资后，公司整体变更为第一创业证券股份有限公司，注册资本19.70亿元，并2016年于5月11日在深圳证券交易所成功挂牌上市。

公司业务范围涵盖证券经纪业务、固定收益业务、资产管理业务、证券自营业务、投资银行业务等。其中，固定收益业务、投资银行业务和证券经纪业务为公司主营业务收入的重要来源，资产管理业务发展迅速，整体来看业务结构较为均衡。

公司秉承“从牌照经营向以专业服务为核心转变”与“以项目经营为核心向以公司经营为核心转变”的“两个转变”方针，根据外部经济和市场环境适时调整经营策略，争取实现最大价值。近几年，公司在资本市场剧烈波动及激烈的竞争环境中实现了业绩的稳步增长。

图1 公司近三年收入净利情况（单位：百万元）



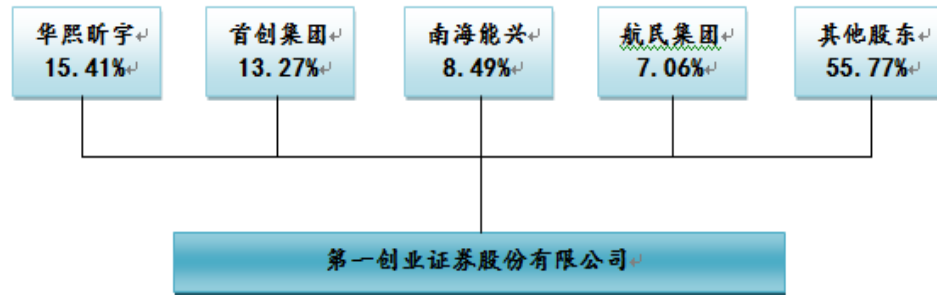
数据来源：Wind、上海证券研究所

1.2 公司股权结构

截至2016年5月11日，公司的主要股东是华熙昕宇投资有限

公司和北京首都创业集团有限公司，分别持股 15.41%和 13.27%。公司 40 家法人股东都是公司发起人，由于发行人的股权结构、董事会决策机制及董事会成员构成特点，公司的经营方针及重大事项的决策系由全体股东充分讨论后确定，无任何单独一方能够决定和实质控制，因此公司无实际控制人。

图 2 公司股权结构（截至 2016 年 5 月 11 日）



数据来源：上海证券研究所整理

截至 2016 年 5 月 11 日，公司的前十大股东见下表。

表 1 公司前十大股东（截至 2016 年 5 月 11 日）

股东名称	持股数量 (股)	比例 (%)	股本性质
华熙昕宇投资有限公司	337,324,000	15.41	限售流通 A 股
北京首都创业集团有限公司	290,429,000	13.27	限售流通 A 股
南海能兴(控股)集团有限公司	185,834,000	8.49	限售流通 A 股
浙江航民实业集团有限公司	154,482,366	7.06	限售流通 A 股
福州景科投资有限公司	82,760,994	3.78	限售流通 A 股
厦门市有兴商贸有限公司	82,186,591	3.75	限售流通 A 股
广州市黄埔龙之泉实业有限公司	74,910,000	3.42	限售流通 A 股
海城大酒店有限公司	68,680,000	3.14	限售流通 A 股
福建省保诚合创担保有限公司	50,000,000	2.28	限售流通 A 股
无锡通达进出口贸易有限公司	37,493,000	1.71	限售流通 A 股
合计	1,364,099,951	62.31	

数据来源：Wind、上海证券研究所

公司旗下主要有 5 家境内子公司，其中 3 家为全资子公司，通过子公司进行相应业务开展。公司主要通过第一创业投资管理有限公司和深圳第一创业创新资本管理有限公司进行投资业务；通过子公

司第一创业期货开展期货业务，公司还通过控股创金合信基金和第一创业摩根大通证券分别开展相关资产管理业务和投资银行业务。

表 2 公司全资及控股子公司一览表 (截至 2016 年 4 月 25 日)

子公司名称	持股比例 (%)	业务性质
第一创业投资管理有限公司	100.00	投资管理、投资业务
深圳第一创业创新资本管理有限公司	100.00	投资管理、投资业务
第一创业期货有限责任公司	100.00	期货业务
创金合信基金管理有限公司	70.00	基金募集、基金销售
第一创业摩根大通证券有限责任公司	66.70	投资银行业务

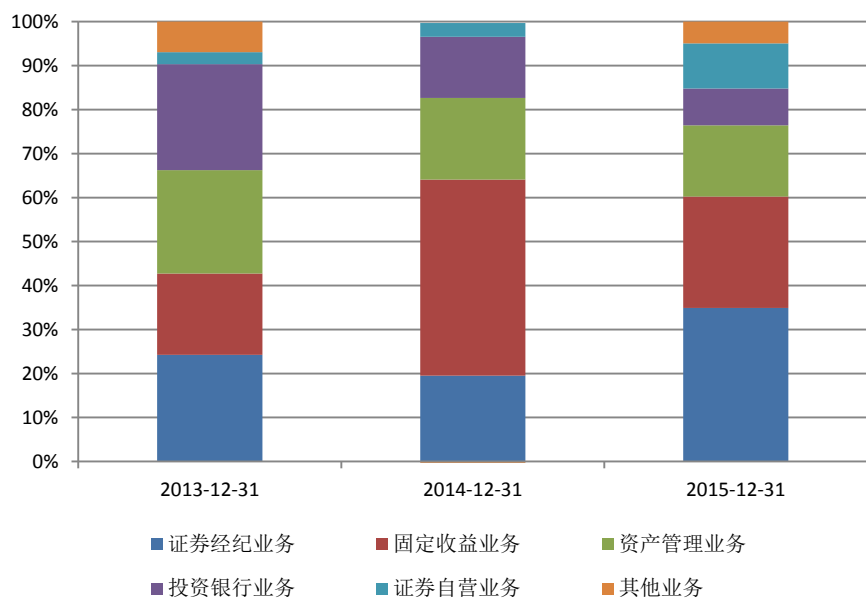
数据来源：公司招股书、上海证券研究所

二、公司主要业务简况

2.1 公司主要业务及行业地位

近几年，固定收益业务、投资银行业务、资产管理业务和证券经纪业务是公司的主要收入来源，这四项目业务贡献了公司绝大部分的收入和利润。公司始终坚持差异化经营策略，固定收益业务成为了公司的特色业务，不光是公司的第一大收入来源，其固定收益业务也走在行业前列。

图 3 公司近三年分业务收入占比 (单位：%)



数据来源：招股说明书、上海证券研究所

经过二十多年的发展，中国证券市场已具备了相当的规模，截

至 2015 年末，证券行业共有 125 家证券公司。而根据中国证券业协会公告的《证券公司会员经营业绩排名情况》，公司 2013、2014 年和 2015 年各项重要指标均位于国内同业的中游水平偏上。公司其规模及排名情况如下：

表 3 公司近三年业务规模及行业排名

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	规模 (万元)	行业排名	规模 (万元)	行业排名	规模 (万元)	行业排名
总资产	2,538,474	61	1,852,407	51	1,079,629	50
净资产	599,444	55	511,915	49	457,702	47
净资本	435,541	60	311,141	56	297,129	51
营业收入	255,247	59	150,456	47	75,606	58
净利润	94,806	57	44,866	56	16,103	53

数据来源：证券业协会、上海证券研究所

2.2 固定收益业务

公司自 2002 年以来，始终坚持差异化经营策略，在长期实践的基础之上，逐步形成了以固定收益业务为特色的经营战略。固定收益业务已发展成为公司的特色业务和优势业务，同时，也是公司的最主要的收入来源之一。公司的固定收益业务分为固定收益产品销售业务和固定收益产品交易业务。

在固定收益产品销售方面：2012 年起，公司已成为央行公开市场业务一级交易商，截止目前，获得该资质证券公司仅 4 家，其他 3 家是中信证券、国泰君安证券和中金公司。同时，公司还拥有多项债券承销业务资质，是财政部指定发行国债的承销团成员，拥有国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行金融债券承销商资格，而总体上取得这些业务资质的证券公司并不多，而公司的债券承销业务资质相较其他券商齐全，处于行业领先的市场地位。

表 4 公司拥有的债券承销业务资质

序号	业务资质名称	拥有此业务资质的证券公司数量	批准单位	最近批准日期
1	央行公开市场业务一级交易商	4	中国人民银行公开市场业务操作室	2015.02.28
2	记账式国债乙类承销商	13	财政部	2014.12.30
3	国开行金融债券承销商	20	国家开发银行	2015.02.27
4	农发行金融债 A 类承销商	12	中国农业发展银行	2015.02.26

5	进出口银行金融债承销商	10	中国进出口银行资金运营部	2016.02.15
6	银行间债券市场尝试做市机构	17	全国银行间同业拆借中心	2015.07.23

数据来源：公司招股书、上海证券研究所

在固定收益产品交易方面：该业务主要包括做市交易、自营投资和撮合交易三类。根据中国债券信息网公布的数据，2013年、2014年和2015年1-6月，公司在银行间固定收益现券交易量市场占有率分别为1.80%、1.35%和1.06%，在银行间债券市场证券公司中分别位列第5名、第4名和第5名，市场领先地位明显。

表5 公司近年来在银行间固定收益现券交易中的业务地位

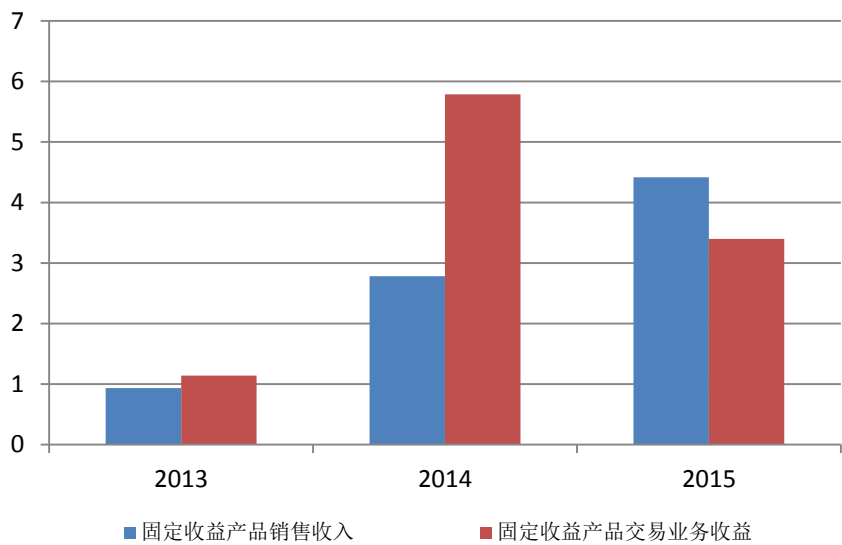
时间	交易量排名	市场份额
2013	5	1.80%
2014	4	1.35%
2015H1	5	1.06%

数据来源：公司招股书、上海证券研究所

公司固定收益业务收入是公司的第一大收入来源，主要分别是固定收益产品销售收入和固定收益产品交易收益。公司为了切实提高固定收益产品交易和销售的广度和深度，公司建立了涵盖银行、基金、保险公司、投资公司和非金融企业在内的广泛的客户群，与各金融机构确立的良好的合作关系。公司大力发展做市交易业务，不仅仅在前台交易系统中施行双边报价，还借助于公司强大的销售平台及遍布全国的广泛客户群，通过各个渠道在市场中为客户提供覆盖全部期限品种债券的双边报价，完善债券市场价格发现机制，为客户提供包括债券的投资交易需求、新老债券的置换、大单匿名交易、散单打包销售、组合投资管理等多种服务，提高客户服务质量和品质，提升客户满意度，增强客户对本公司的认可和信赖。

从收入来看，固定收益产品销售收入近三年来保持了持续增长的态势，2014、2015年分别增长197.42%和58.75%。同时，固定收益产品交易业务也为公司带来了较好的收益回报。

图 4 公司近三年固定收益业务收入情况（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、上海证券研究所

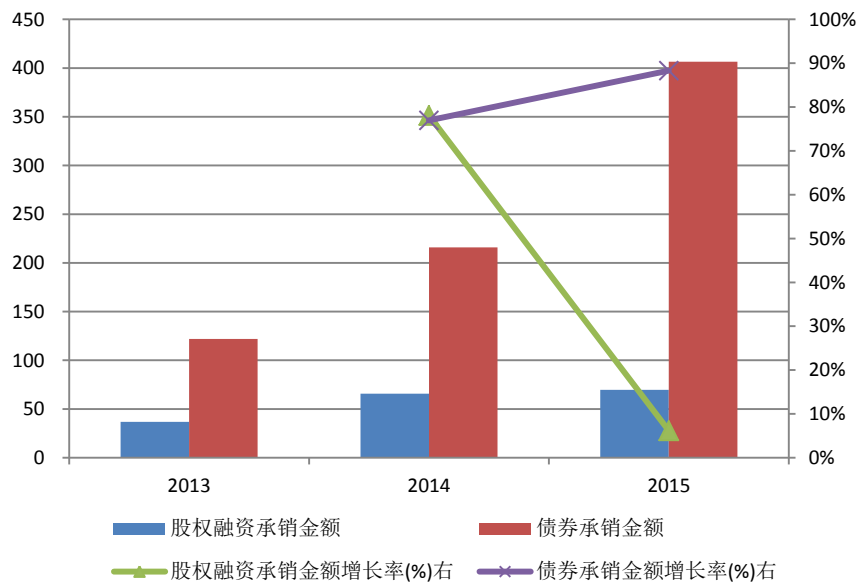
2.3 投资银行业务

公司是国内首批证券发行上市保荐机构，首批股权分置改革试点保荐机构以及首批 IPO 询价对象。2010 年，为进一步提升公司的投资银行的竞争力，公司与摩根大通成立了一创摩根进行相关的投资银行业务，包含股票与公司债券（不含中小企业私募债券）的承销与保荐以及相关的财务顾问业务。

一创摩根致力于为各类优质客户提供全覆盖、股债结合的长期优质服务，并不断提升业务的覆盖面，继续发展股权融资业务，大力拓展债券业务，同时积极推动并购重组财务顾问业务，实现各项业务的全面发展。一创摩根秉承以一流方式做一流业务的理念，为客户提供长期的全方位的服务，不断提高投资银行业务的市场占有率和知名度。

根据中国证券业协会公布的数据，2013 年、2014 年和 2015 年，公司投资银行业务净收入分别位列行业的第 20 名、17 名和 28 名。同时，公司投资银行业务其他主要业绩指标如股票主承销金额、股票主承销家数、债券主承销金额和债券主承销家数等均保持了良好的行业排名，凸显了公司富有竞争力的投行业务。

图5 公司近三年投行承销金额情况(单位:亿元)



数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

2.4 资产管理业务

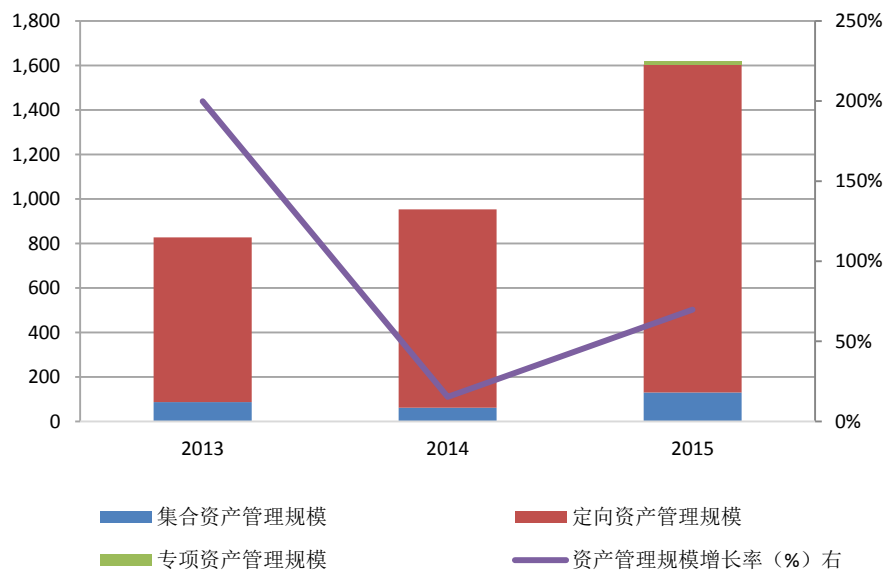
1、券商资产管理业务

在资产管理业务创新方面,公司组建了一支专业能力强、业务经验丰富的投资和研究团队,将投研优势转化为产品优势和品牌优势,实现从证券投资向资产配置的转型,积极进行产品创新,以绝对收益为目标,为个人和机构投资者创造稳定增值回报,公司资产管理业务实现了快速发展。

公司在资产管理业务上也坚持创新不断,公司成立的创金避险增值集合资产管理计划是国内第一只采用恒定比例投资组合保险方法来实现降低本金风险和增值目标的证券公司集合资产管理计划产品;2012年5月21日,公司推出创金季享收益集合资产管理计划,这是中国境内市场上首批明确提出绝对收益目标的债券型券商集合理财计划之一。

截止2015年末,公司的受托资产管理规模达到了1618.43亿元,其中,定向资产管理规模1473.39亿元,集合资产管理规模129.95亿元,专项资产管理规模15.09亿元。

图6 公司近三年资产管理规模（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、上海证券研究所

2、基金业务

公司的控股子公司创金合信基金管理有限公司于2014年7月成立，注册资本1.7亿元人民币，经营范围包括基金募集、基金销售、特定客户资产管理、资产管理和中国证监会许可的其他业务。创金合信设立了基金投资部、资管投资部、量化投资部、固定收益部、研究部、交易部等18个一级部门。

截至2015年12月31日，创金合信设立并尚在存续期的产品有103只，其中特定客户资产管理计划96只，证券投资基金7只，合计受托管理资金规模1004.02亿元。

2.5 证券经纪业务

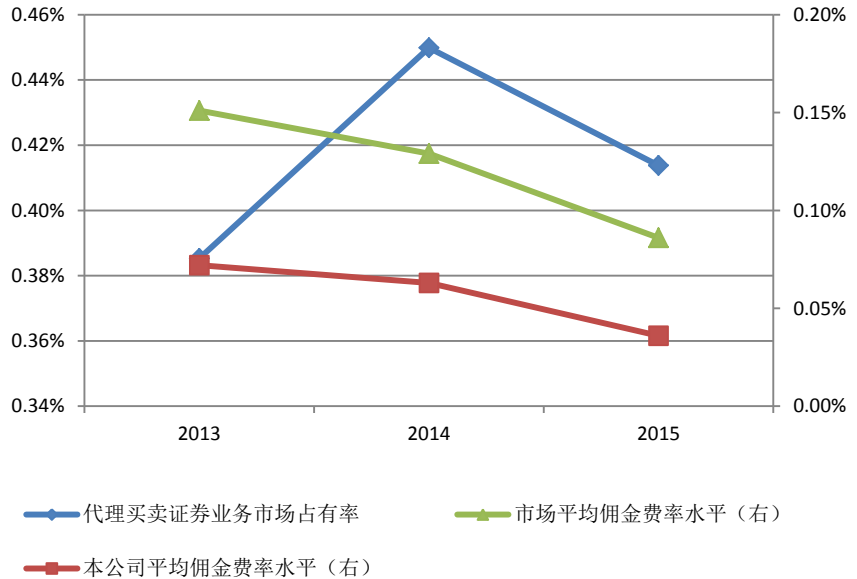
证券经纪业务的收入占比明显低于行业，2011-2014年中，公司的证券经纪业务收入占比在15%~25%之间，即使受益于2015年的高成交量，公司2015年的经纪业务收入占比也仅在35%，显著低于行业平均水平。

虽然公司的经纪业务非第一收入来源，但公司也率先在业内率先引入投资顾问业务模式以及理财服务理念，为客户提供个人理财服务，并将营业部定位为为客户提供全面金融服务解决方案的终端。

近年来，公司通过合理化布局，在北上广等经济相对发达地区进行布局，同时，加大了对客户的拓展力度，丰富了公司金融产品线，因此，公司实现了机构客户和个人客户数量、资金账户户均市值稳定增长的态势。

2013年至2015年，公司的代理买卖证券市场份额有小幅的波动，但公司的佣金率的下滑低于行业平均佣金水平，因此，公司在代理买卖收入市占率排名继续在往上升，说明公司在佣金市场化竞争加剧的情况下取得了市场份额的提升。

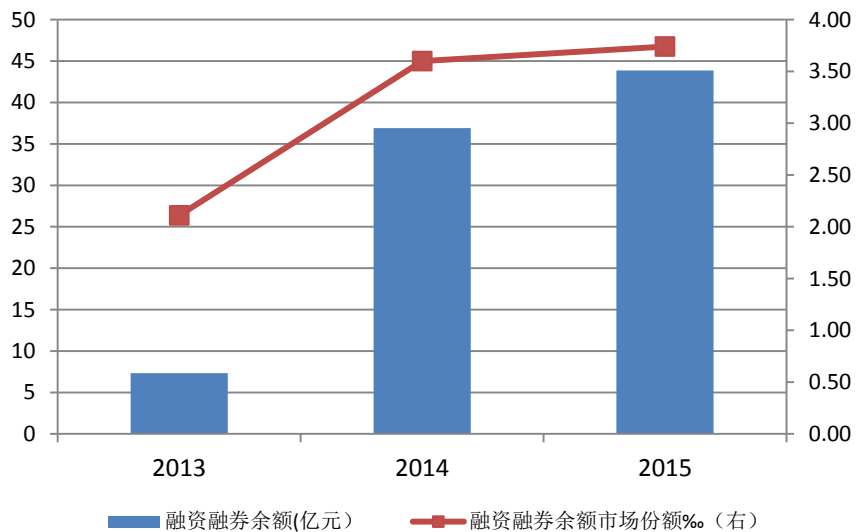
图7 公司近三年代理买卖证券市场份额及佣金水平



数据来源：公司招股书、上海证券研究所

公司于2012年7月4日获得融资融券业务资格。随着融资融券业务由试点转向常规，以及转融通业务的逐步开展，融资融券业务将带动公司经纪业务的增长，成为公司新的利润增长点。

图8 公司融资融券余额及市场份额



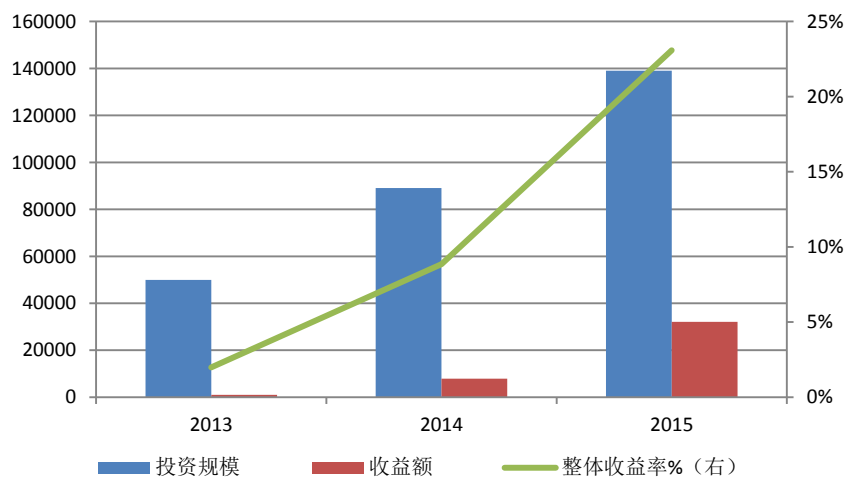
数据来源：公司招股书、Wind、上海证券研究所

2.6 证券自营业务

公司的自营业务主要是对股票、基金及其衍生品的投资。近几年，公司严格控制风险，积极挖掘投资机会，采用灵活的投资策略与合适的仓位控制，利用股指期货等金融工具对冲投资风险。而相较于固定收益类方面的投资，公司整体对于权益类上的投资占比（自营权益类证券及证券衍生品/净资本）整体偏低，近三年大致保持在 25%~40% 之间，而固定收益类的投资占比（自营固定收益类证券/净资本）近三年保持在 150%~190% 之间。

近三年，受益于资本市场的行情，公司在 2013 年、2014 年和 2015 年整体收益率也逐步上升。

图 9 公司近三年股票、基金及衍生品投资规模、收益情况以及整体收益率（单位：万元）



数据来源：公司招股书、上海证券研究所

2.7 其他业务

期货业务：公司主要通过全资子公司一创期货从事商品期货经纪业务和金融期货经纪业务。一创期货拥有郑州商品交易所会员资格、上海期货交易所会员资格、大连商品交易所会员资格和中国金融期货交易所会员资格。

直投业务：公司主要通过全资子公司一创投资开展直接投资业务。一创投资秉持“成为中国有影响力的股权投资管理机构”的公司愿景，依托专业成熟的母公司平台，积极寻找挖掘符合国家产业政策、经营风格稳健、成长性良好的目标公司进行投资，在实现

回报和提升品牌形象同时帮助被投资企业发展壮大，最终实现双方共赢。

研究业务：公司研究所在 2009 年以前主要为公司内部各部门提供研究支持及服务，2009 年以后逐渐转型为对外部机构客户提供研究服务，研究领域涉及宏观经济、固定收益、电力设备、医药、电子元器件等十几个领域。2013 年 7 月份后，公司研究所做出了战略调整，定位于宏观经济及固定收益研究。

新三板业务：公司高度重视新三板业务，并于 2011 年 8 月设立了场外市场股权交易部，在 2014 年更名为企业融资部。未来，公司将整合客户资源及专业优势，积极为中小企业提供融资服务，推荐更多优质中小企到新三板挂牌上市。

三、成功上市 增强公司实力

2016 年 5 月 11 日，公司成功在深交所上市，此次共计发行 A 股股票 2.19 亿股，每股发行价格为人民币 10.64 元，扣除发行费用 9623 万元后，实际募集资金净额为 22.33 万元，公司将全部用于补充公司资本和扩展公司主营业务。

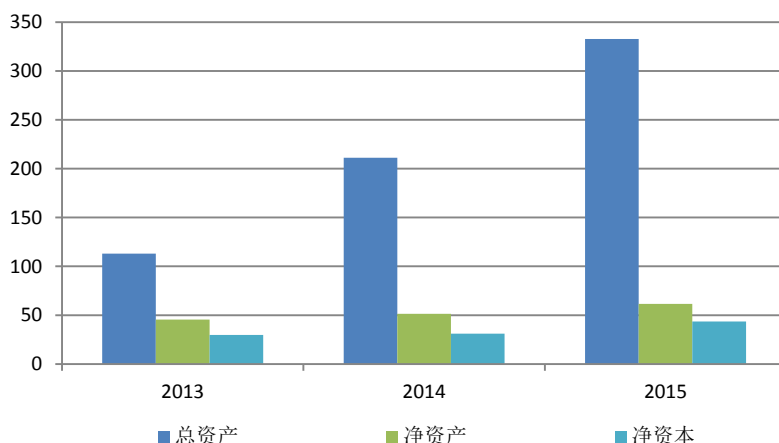
表 6 本次公开发行股票募集资金投资项目

序号	募集资金投资项目
1	增加固定收益业务投入
2	增加融资融券等创新业务投入
3	增加资产管理业务投入
4	增加研究部门投入
5	增加对子公司的投入
6	增加信息系统建设投入

数据来源：公司招股书、上海证券研究所

目前，证券公司的是以核心净资本为监管机制，并且相关业务规模与其核心净资本规模紧密相关。我们认为公司此次成功上市募资，能够快速提升公司的核心净资本，公司的抗风险能力和市场竞争力进一步得到增强，有助于公司打破净资本限制的瓶颈，各项业务得以进一步发展壮大，同时，公司的知名度和影响力进一步提升。

图 10 公司近三年总资产、净资产及净资本情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind、上海证券研究所

四、盈利预测及评级

4.1 盈利预测及评级

公司是以固定收益业务为特色,旨在成为“中国一流的债券交易服务提供商”,走的是差异化战略。我们认为今年公司已成功完成上市,打破资本限制瓶颈,有助于公司未来的业务发展。同时,公司经纪业务收入占比以及权益类投资的占比明显低于行业,资本市场大幅波动以及成交量的骤降或将对公司的影响有限。因此我们看好公司未来,给予“增持”评级。我们预计公司 2016 年、2017 年 EPS 为 0.33 元和 0.40 元,对应 PE 是 107.82 倍和 88.95 倍。

五、风险及不确定因素提示

- 1、资本市场出现大幅调整,由于行业景气度与市场高度相关,公司各项业务出现下滑;
- 2、行业监管持续趋严。

六、附表

附表: 利润表 (单位: 百万元)

指标名称	2015A	2016E	2017E
------	-------	-------	-------

一、营业总收入	3,010.16	2,188.82	2,663.27
手续费及佣金净收入	1,750.70	1,371.92	1,616.01
其中：代理买卖证券业务净收入	757.54	303.01	333.32
证券承销业务净收入	660.24	726.26	871.52
受托客户资产管理业务净收入	285.54	342.64	411.17
利息净收入	217.51	87.00	104.40
投资净收益	1,183.15	709.89	922.86
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	156.61	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-201.83	0.00	0.00
汇兑净收益	1.19	0.00	0.00
其他业务收入	59.44	20.00	20.00
二、营业支出	1,701.83	1,252.63	1,523.06
营业税金及附加	193.92	153.22	186.43
管理费用	1,454.57	1,094.41	1,331.63
资产减值损失	41.83	0.00	0.00
其他业务成本	11.52	5.00	5.00
三、营业利润	1,308.33	936.19	1,140.21
加：营业外收入	13.02	10.00	10.00
减：营业外支出	0.45	1.00	1.00
四、利润总额	1,320.90	945.19	1,149.21
减：所得税	283.20	207.94	252.83
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00
五、净利润	1,037.70	737.25	896.38
减：少数股东损益	16.42	11.06	13.45
归属于母公司所有者的净利润	1,021.27	726.19	882.93
六、EPS（元）	0.52	0.33	0.40
PE	68.42	107.82	88.95

数据来源：Wind、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 虞婕雯

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。