

国元证券 (000728.SZ) 证券业行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

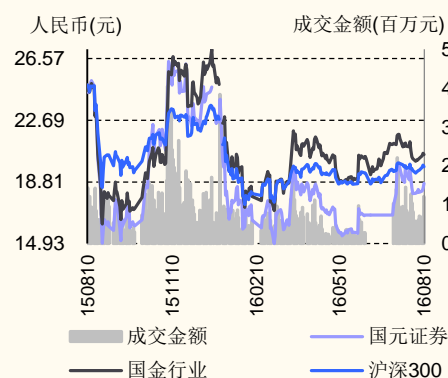
市场价格 (人民币): 18.73 元

员工持股、定增助力发展，新国元整装待发

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,964.10
总市值(百万元)	36,787.59
年内股价最高最低(元)	26.45/14.93
沪深 300 指数	3243.34
深证成指	10511.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.7	1.4	0.9	1.0	1.2
每股净资产(元)	8.9	10.2	10.5	11.2	11.5
市盈率(倍)	150.5	32.3	27.1	23.5	19.4
市净率(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
净利润增长率(%)	106.6%	102.9%	-40.0%	17.6%	15.4%
净资产收益率(%)	8.3%	14.9%	8.1%	8.9%	10.1%
总股本(亿股)	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 2012-2015 年，公司业绩一直保持高速增长，2016 年受市场下跌影响，业务同比出现下跌。公司当前净杠杆率处在较低水平，2016Q1 为 2.3 倍，行业平均 3.5 倍，存在较大提升空间。
- 公司将以投行和信用业务为抓手，作为拉动型业务，带动整体业务的协同发展，形成协同优势。公司将充分发挥在安徽省内具有的显著区域优势，同时向省外市场积极拓展。安徽省内 90 多家上市公司，其中将近一半由国元投行承做，未上市资产储备丰富，目前已与 16 个地市建立联席保荐机制；公司信用业务近年来发展迅猛，2016 年 Q1，业务占比已达到 31.3%。
- 定增发行提升公司资本实力，引入战投提升业务实力。此次定增拟募集不超过 42.9 亿元，发行价 14.57 元/股，主要用于发展信用业务，拟投入不超过 30 亿元，定增发行后，预计净资产将超过 230 亿元，净资本实力得到进一步提升。同时此次定增，也为公司引入粤高速等重要的战略合作伙伴，将助力公司拓展和巩固广东市场业务。
- 实施员工持股计划，充分发挥员工积极性，已获省国资委批准。公司实施员工持股股份来自于 2015 年 9 月响应救市回购的股份，合计共回购 2956 万股，占总股本 1.5%。员工持股计划的实施，可以有效地将股东、公司和员工个人利益结合在一起，充分调动员工的积极性，提升公司经营效率。

投资建议

- 对于金融企业的发展，最重要的因素主要为三点，即牌照、资本和人才，此次员工持股计划和定增的推进，将为国元发展带来新一轮起飞的动力，通过深耕安徽、辐射全国，发展投行和信用业务拉动其他业务发展，公司新一轮的起飞值得期待，同时，公司对于员工持股计划的探索，也将为行业考虑人才激励产生积极的重要的影响。

估值

- 我们看好公司未来发展，预计 2016/2017/2018 年 EPS 为 0.9/1.0/1.2 元，对应 PB 为 1.9X/1.8X/1.7X，给予“买入”评级。

风险

- 市场周期性变化造成的盈利波动风险等。

相关报告

- 1.《增持回购显示信心，业绩发展重启增长-国元证券业绩点评》，2015.10.29
- 2.《受益安徽经济发展，业务发展空间较大-国元证券业绩点评》，2015.9.7

徐飞

分析师 SAC 执业编号：S1130515110001
(8621)60230241
xufeij@gjzq.com.cn

陈卉

联系人
(8621)60753932
chen_hui@gjzq.com.cn

单击此处输入文字。

内容目录

1、公司概况	3
1.1、公司发展背景	3
1.2、大股东为国元控股，旗下资产众多	4
1.3、公司业务多元化布局发展	4
2、投行、信用业务拉动公司未来业务增长	5
2.1、公司近年来业绩保持高速增长，杠杆率仍有较大提升空间	5
2.2、公司目前经纪业务占比较高，投行、信用业务提升空间较大	5
2.3、投行、信用业务拉动公司未来业务增长	7
2.4、增资股权托管中心，为投行项目储备丰富资源	8
3、员工持股、定增助力发展，新国元整装待发	8
3.1、定增发行提升公司资本实力，引入战投提升业务实力	8
3.2、实施员工持股计划，充分发挥员工积极性	9
4、投资建议和估值	9
5、风险	9

图表目录

图表 1：公司发展历程	3
图表 2：公司营业网点设置	3
图表 3：公司股权结构图(截至 2016 年 3 月末)	4
图表 4：国元旗下子公司	4
图表 5：公司归母净利润及增长率（亿元，%）	5
图表 6：公司营业收入及增长率（亿元，%）	5
图表 7：公司净杠杆率	5
图表 8：2015 年国元与行业各业务收入结构对比	6
图表 9：2016 年 Q1 国元与行业各业务收入结构对比	6
图表 10：公司经纪业务收入及增长率（亿元，%）	6
图表 11：公司自营业务收入及增长率（亿元，%）	6
图表 12：公司融资融券利息收入及增长率（亿元，%）	6
图表 13：公司资管业务收入及增长率（亿元，%）	6
图表 14：公司投行业务收入及增长率（亿元，%）	7
图表 15：公司融资融券业务收入及增长率（亿元，%）	8
图表 16：安徽省股交中心经营状况	8
图表 17：财务指标摘要	9

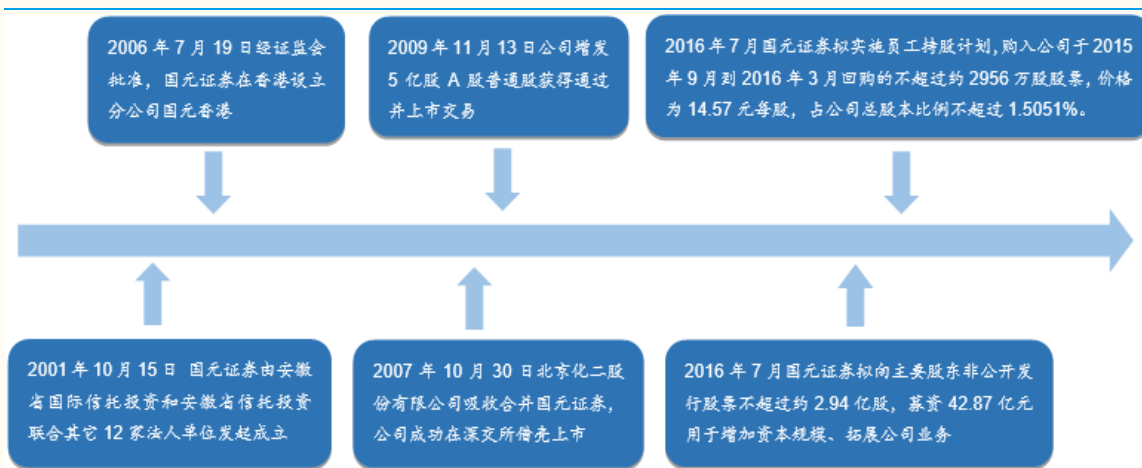
1、公司概述

1.1、公司发展背景

国元证券于 2001 年 10 月 15 日成立，2007 年 10 月，公司借壳北京化二实现深交所上市。截至 2016 年上半年，公司总资产达到 672.4 亿元，净资产达到 196.4 亿元。

公司现设有 98 家营业部，主要分布在东部和中部地区，其中 43 家营业部在安徽省内，公司在安徽省拥有显著区域优势。2015 年，公司在安徽省营业收入达到 15.7 亿元，占总营业收入比例为 27.2%。

图表 1：公司发展历程



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 2：公司营业网点设置



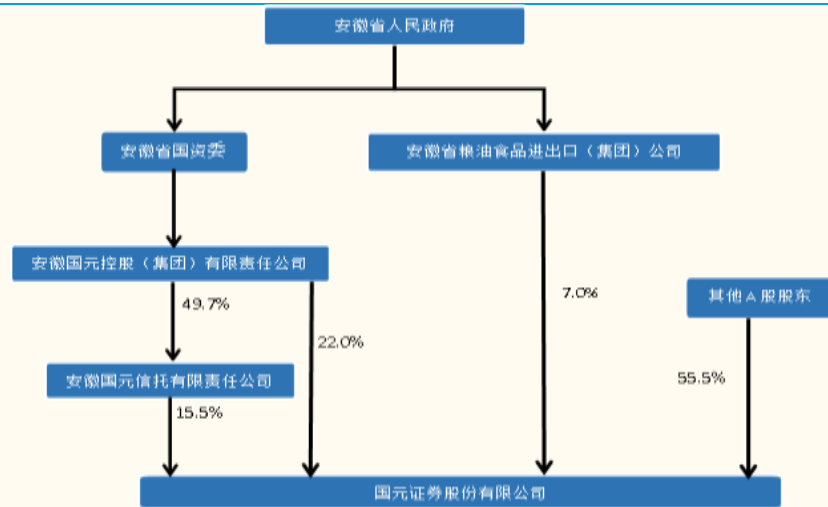
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、大股东为国元控股，旗下资产众多

截至 2016 年 3 月末，国元控股及其控股子公司国元信托合计持有公司 37.46% 的股份，国元控股为公司的控股股东，安徽省国资委为公司实际控制人。

国元控股是安徽省重要的省属独资企业，安徽省国资委持有该公司 100% 的股份，2016 年 Q1，公司总资产达到 836.5 亿元，净资产 313.8 亿元。国元控股旗下资产众多，截至 2015 年末，公司拥有国元证券、国元信托、国元农险、国元投资、国元创投、国元实业投资、国元保险经纪及 2 家酒店，并持有港股上市的徽商银行 7.2% 股份。此外，公司和子公司国元证券合计持有安徽股交中心 66.5% 的股份。公司在金融领域布局广泛，旗下金融企业有效对接实体经济，各业务间可以形成良好的协同机制。

图表 3：公司股权结构图(截至 2016 年 3 月末)



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、公司业务多元化布局发展

公司旗下主要有 5 家子公司，覆盖期货、创投、期权、海外证券交易及股权投资等领域。公司还参股安徽安元投资基金有限公司、长盛基金管理有限公司和安徽安元投资基金管理有限公司，直接持股比例分别为 43.33%、41%、30%。公司子公司国元直投参与设立中电科国元产业投资基金，拟出资 675 万元，持股 45%。

图表 4：国元旗下子公司

参控公司	参控关系	投资额(万元)	持股比例 (%)	币种	2015 年营收 (万元)	2015 年净利润 (万元)
国元证券(香港)有限公司	全资子公司	100,000.00	100.00	港元	15,823.43	6,553.38
国元股权投资有限公司	全资子公司	100,000.00	100.00	人民币	37,563.95	26,477.96
国元创新投资有限公司	全资子公司	150,000.00	100.00	人民币	15,082.88	13,847.75
国元期货有限公司	控股子公司	60,000.05	98.41	人民币	6,551.25	640.33
安徽省股权托管交易中心有限责任公司	控股子公司	10,000.00	50.00	人民币	3,588.41	1,105.14
长盛基金管理有限公司	参股子公司	7,749.00	41.00	人民币	65,829.02	17,594.92
安徽安元投资基金有限公司	参股子公司	129,990.00	43.33	人民币	648.69	22.42
安徽安元投资基金管理有限公司	参股子公司	1,500.00	30.00	人民币	568.63	180.35

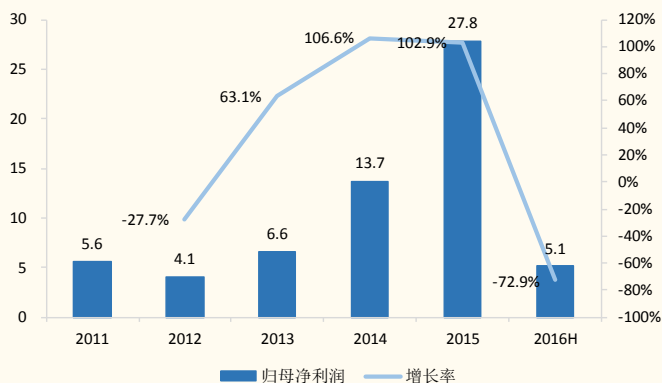
来源：公司公告，国金证券研究所

2、投行、信用业务拉动公司未来业务增长

2.1、公司近年来业绩保持高速增长，杠杆率仍有较大提升空间

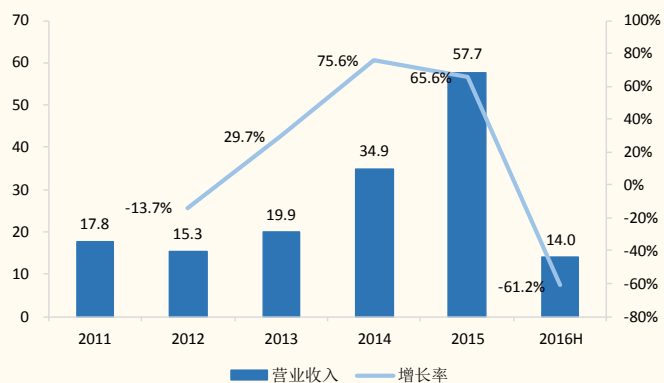
2015年，国元证券实现营业收入57.7亿元，同比增长65.6%；实现归母净利润27.8亿元，同比增长102.9%。2012年以来，公司业绩持续稳定增长，且增幅提升明显。2016年上半年，受市场波动影响，公司实现归母净利润4.1亿元，同比下降71.9%；营业收入12.1亿元，同比下降59.9%。

图表5：公司归母净利润及增长率（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

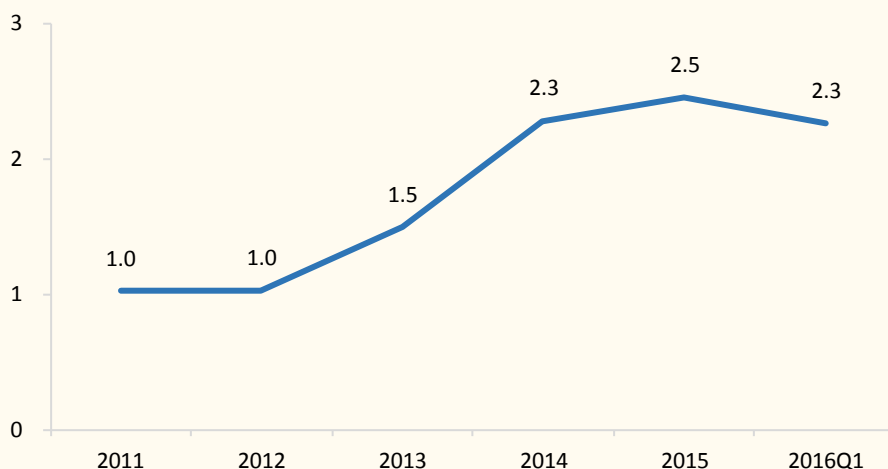
图表6：公司营业收入及增长率（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

公司净杠杆率目前仍处在较低水平，2015年为2.5倍，2016Q1为2.3倍，相比行业平均3.5倍，仍有较大提升空间。

图表7：公司净杠杆率



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、公司目前经纪业务占比较高，投行、信用业务提升空间较大

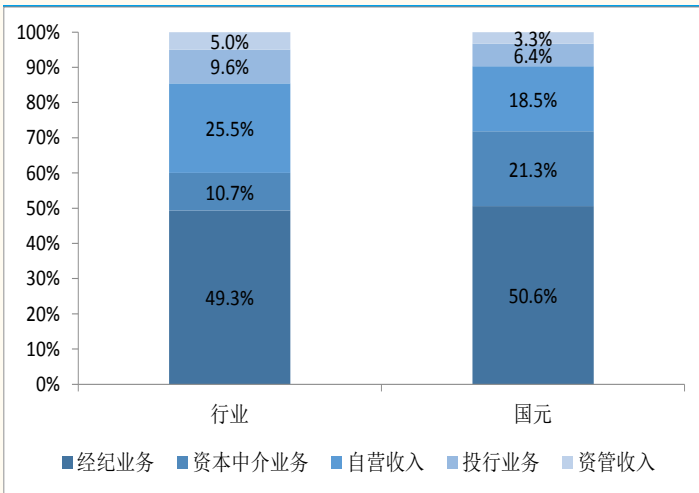
公司目前经纪业务占比较高，2016年Q1，公司经纪业务占比为44.7%，较2015年占比50.6%有所下降，但高于行业占比水平，行业2016年Q1占比为42.1%，2015年为49.3%。

2016年Q1，公司资本中介业务占比有明显提升，达到31.3%，较2015年21.3%，提升10个百分点，行业2016年Q1为11.2%，2015年为10.7%。

公司投行业务2016年Q1占比为5.3%，相较于2015年6.4%，有所下降，行业投行业务今年占比上升较大，2016年Q1为21.9%，2015年9.6%。

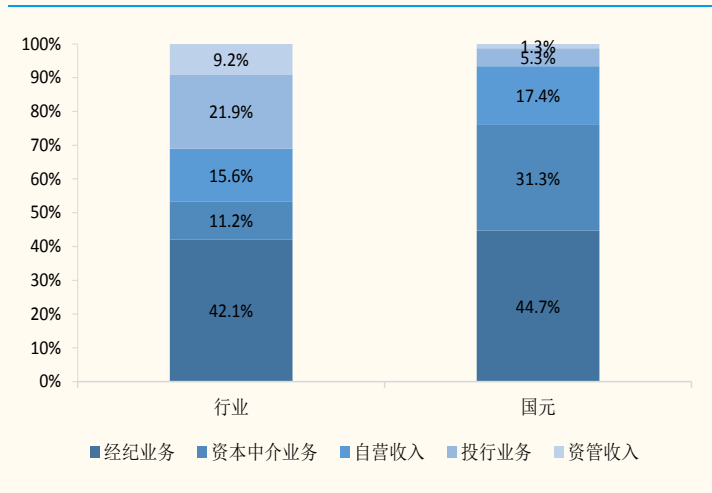
公司在安徽省有较强的区域优势，依托安徽省内的资源基础，同时覆盖全国市场，未来公司在投行和信用业务上有较大的提升空间，投行业务和信用业务也是公司未来业务增长的主要拉动业务。

图表 8：2015 年国元与行业各业务收入结构对比



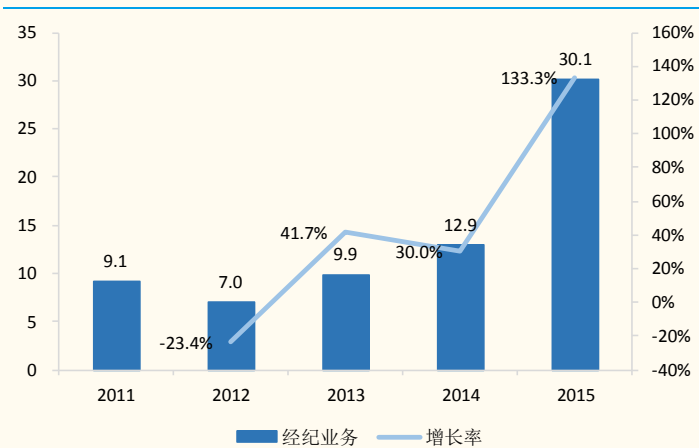
来源：证券业协会，国金证券研究所

图表 9：2016 年 Q1 国元与行业各业务收入结构对比



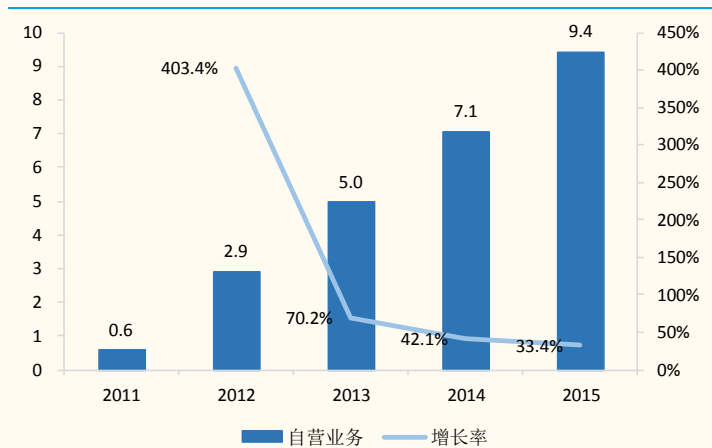
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司经纪业务收入及增长率（亿元，%）



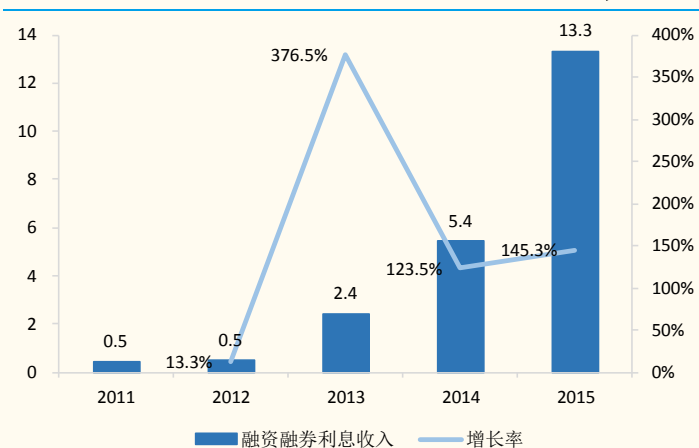
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：公司自营业务收入及增长率（亿元，%）



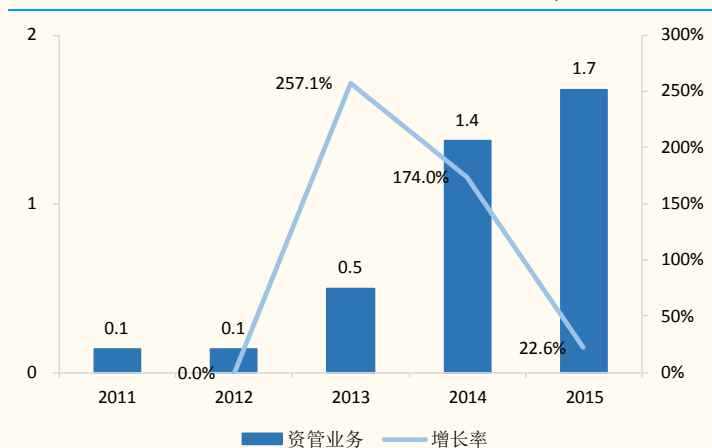
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：公司融资融券利息收入及增长率（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：公司资管业务收入及增长率（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

2.3、投行、信用业务拉动公司未来业务增长

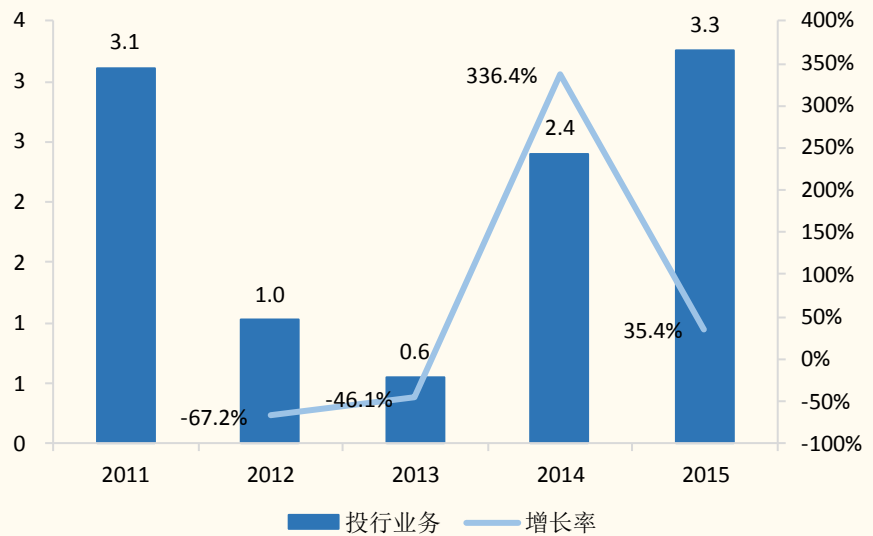
业务发展方面，公司将以投行和信用业务为抓手，作为拉动型业务，带动公司整体业务发展。

对于投行业务未来发展，公司将充分发挥在安徽省内具有的显著区域优势，同时向省外市场积极拓展。安徽省内有 90 多家上市公司，其中将近一半公司由国元投行负责承做，今年承做的项目共有 200 家，包括 IPO 首发、新三板、再融资等。安徽未上市的资产很丰富，各地市资产项目会首先考虑与公司投行合作，目前已与 16 个地市建立联席保荐机制。同时，公司在重点发展区域如广东，也有很大拓展空间。公司已在广东布局 9 家网点，近期又通过定增与粤高速开展合作，粤高速通过定增成为公司的战略投资者。借助粤高速在广东的资源优势，公司在广东的业务将会有很大提升。

2015 年，公司投行业务完成 IPO 项目 3 个、定向增发 7 个，股权承销金额 59.5 亿元；承销债券 24 个，承销金额 33.8 亿元，实现业务收入 3.3 亿元，同比增长 35.4%。

2016 年上半年，公司完成定向增发 4 个，股权承销金额 48.6 亿元，其中公司担任主承销商的科大国创已于 7 月 8 日在创业板上市，公司保荐的皖天然气及黄山胶囊均已于近期顺利过会；完成债券承销 9 个，承销金额 85 亿元，是去年全年的 3 倍，债券业务取得了突破。新三板业务方面，今年以来公司已完成 31 家企业挂牌。

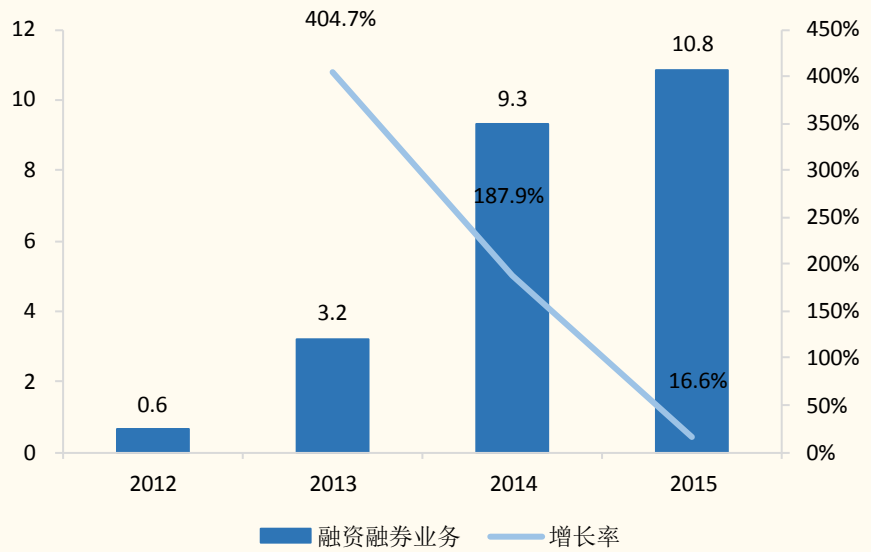
图表 14：公司投行业务收入及增长率（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

自 2010 年取得两融业务资格后，公司两融收入高速增长，2012 年业务收入仅为 0.6 亿元，2015 年达 10.8 亿元，排业内 20 名。截至今年 6 月末，公司信用业务规模 149.08 亿元，其中融资融券 94.90 亿元、约定购回 5.88 亿元、股票质押 48.30 亿元，行业排名分别为 19 位、5 位、25 位。此次定增募集资金中，将有 30 亿元用于发展信用业务，也是此次募集资金的最主要用途。通过发展信用业务来拉动经纪业务，同时也可以与投行业务发展相结合，挖掘更多高净值客户和机构客户，改善公司客户结构。

图表 15：公司融资融券业务收入及增长率（亿元，%）



来源：wind，国金证券研究所

2.4、增资股权托管中心，为投行项目储备丰富资源

安徽省股权托管交易中心有限责任公司成立于 2013 年 8 月，2015 年末，公司出资 1.03 亿元参与股交中心增资，股交中心注册资本提升至 2 亿元，国元证券持有该中心股份提升至 50%，股交中心成为公司控股子公司。

此次深度参与省级股权交易中心的建设，将为公司投行业务储备丰富资源。安徽股交中心致力于为小微企业提供服务，分为成长板、农业板、科技板、文旅板等，提供包括股权质押、融资租赁、私募债发行、股权定向增资在内的融资服务。截至 2016 年 7 月 15 日，股交中心挂牌企业 787 家，托管企业 997 家，累计为挂牌企业融资 80 多亿元，对安徽多层次资本市场建设有重要影响。2015 年，安徽股交中心总资产达到 2.9 亿元，净资产 2.4 亿元，实现营业收入 3588 万元，净利润 1105 万元。控股安徽股交，是公司加快区域多层次资本市场体系建设，完善区域性股权交易市场服务功能的重要举措，同时也将有效拓展公司的投行业务覆盖面，将提升公司的业务贡献。

图表 16：安徽省股交中心经营状况

市场数据（截至 2016 年 8 月 9 日）		2015 年经营数据	
挂牌企业	817 家	总资产	2.9 亿元
托管企业	1023 家	净资产	2.4 亿元
推荐商会员	36 家	营业收入	3588 万元
专业服务商会员	78 家	营业利润	1493 万元
战略会员	60 家	净利润	1105 万元

来源：安徽省股交中心网站、公司年报，国金证券研究所

3、员工持股、定增助力发展，新国元整装待发

3.1、定增发行提升公司资本实力，引入战投提升业务实力

此次定增拟发行不超过 2.94 亿股，募集不超过 42.9 亿元，发行价 14.57 元/股，发行对象为大股东国元控股、建安投资、粤高速、安徽铁路基金、安徽全柴集团、嘉华优势。

此次定增资金，主要用于发展信用业务，拟投入不超过 30 亿元，同时，募集资金中不超过 5 亿元用于发展自营业务，4 亿元用于拓展资管业务等。公司定增发行后，预计净资产将超过 230 亿元，净资本实力得到进一步提升。

同时此次定增，也为公司引入重要的战略合作伙伴，将进一步助力公司业务拓展，如此次入股的粤高速，公司借助粤高速在广东的资源优势，可以拓展和巩固广东市场业务。

3.2、实施员工持股计划，充分发挥员工积极性

2015 年 8 月，证监会、国资委等四部委下发《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，支持上市公司回购股份；8 月底，证监会召开维护资本市场稳定专题工作会议，鼓励上市券商回购股份用于员工持股计划。

为积极响应救市号召，公司于 9 月开始实施股份回购用于员工持股，合计共回购 2956 万股，占公司总股本的 1.5%，回购股票均价为 15.92 元，支付总金额约 4.7 亿元。2016 年 7 月，安徽省国资委发函，同意公司实施回购股份用于员工计划方案。

公司员工持股计划对象为公司及下属子公司的全体员工，购买价格为 14.57 元/股，员工认购锁定期为 1 年，中层以上管理人员为 3 年。公司回购股票支付金额与员工持股计划购买回购股票金额之间的差额，将相应扣减公司资本公积。

人才对于券商发展是最重要的资源，员工持股计划的实施，可以有效地将股东、公司和员工个人利益结合在一起，充分调动员工的积极性，提升公司经营效率。

4、投资建议和估值

对于金融企业的发展，最重要的因素主要为三点，即牌照、资本和人才，此次员工持股计划和定增的推进，将为国元发展带来新一轮起飞的动力，通过深耕安徽、辐射全国，发展投行和信用业务拉动其他业务发展，公司新一轮的起飞值得期待，同时，公司对于员工持股计划的探索，也必将为行业考虑人才激励产生积极的重要的影响。

我们看好公司未来发展，预计 2016/2017/2018 年 EPS 为 0.9/1.0/1.2 元，对应 PB 为 1.9X/1.8X/1.7X，给予“买入”评级。

5、风险

市场周期性变化造成的盈利波动风险等。

图表 17：财务指标摘要

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产：						
货币资金	68.7	142.8	237.4	243.3	260.0	266.4
融出资金	44.7	104.7	151.9	155.7	166.4	170.5
交易性金融资产	8.8	2.4	14.3	14.7	15.7	16.1
买入返售金融资产	39.1	61.1	46.6	47.8	51.1	52.3
应收款项	2.3	5.5	4.7	4.8	5.2	5.3
应收利息	2.2	4.2	4.6	4.7	5.1	5.2
存出保证金	1.7	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5
可供出售金融资产	93.2	149.8	192.7	197.5	211.0	216.3
长期股权投资	3.6	4.1	8.9	9.1	9.7	10.0
固定资产	15.2	15.1	15.2	15.6	16.6	17.0

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
商誉	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
递延所得税资产	1.4	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0
其他资产	7.5	8.6	2.5	2.6	2.8	2.8
资产总计	304.9	531.4	725.5	743.4	794.5	814.1
负债:						
短期借款		6.4	10.5	10.7	11.5	11.8
交易性金融负债		43.3	52.1	53.4	57.1	58.5
卖出回购金融资产款	21.0	112.9	57.2	58.6	62.6	64.2
代理买卖证券款	71.2	132.4	232.4	238.1	254.4	260.7
应付职工薪酬	1.7	3.1	5.6	5.8	6.2	6.3
应交税费	0.9	2.8	4.3	4.4	4.7	4.8
应付款项	1.9	2.4	1.7	1.7	1.8	1.9
应付利息	1.1	1.4	3.6	3.7	3.9	4.0
应付债券	49.8	49.8	104.9	107.4	114.8	117.6
递延所得税负债	0.8	2.2	2.0	2.0	2.2	2.2
其他负债	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
负债合计	148.6	356.8	524.9	537.8	574.8	588.9
所有者权益(或股东权益):						
股本	19.6	19.6	19.6	20.1	21.5	22.0
资本公积金	99.0	98.8	98.8	101.2	108.1	110.8
其它综合收益		6.0	5.6	5.7	6.1	6.2
盈余公积金	6.6	7.9	10.5	10.8	11.5	11.8
未分配利润	19.2	27.0	44.5	45.6	48.8	50.0
一般风险准备	12.7	15.3	21.1	21.6	23.1	23.6
归属于母公司所有者权益合计	156.4	174.6	199.3	204.3	218.3	223.7
所有者权益合计	156.4	174.6	200.6	205.6	219.7	225.1
负债及股东权益总计	304.9	531.4	725.5	743.4	794.5	814.1
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	19.9	34.9	57.7	34.6	40.7	47.0
手续费及佣金净收入	10.1	15.2	30.9	18.6	21.8	25.2
利息净收入	4.1	6.1	11.1	6.6	7.8	9.0
投资净收益	6.1	15.4	18.8	11.3	13.3	15.3
公允价值变动净收益	(0.5)	(2.0)	(3.0)	(1.8)	(2.1)	(2.4)
汇兑净收益	0.0	0.1	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
其他业务收入	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
营业支出	11.5	16.9	21.2	12.7	15.0	17.3
营业税金及附加	0.7	1.7	3.1	1.9	2.2	2.5
管理费用	10.8	13.8	18.0	10.8	12.7	14.7
资产减值损失	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
其他业务成本	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
营业利润	8.3	18.0	36.5	21.9	25.8	29.7
利润总额	8.4	17.9	36.7	22.0	25.9	29.8
净利润	6.6	13.7	27.8	16.7	19.6	22.7
归属于母公司所有者的净利润	6.6	13.7	27.8	16.7	19.6	22.7
加: 其他综合收益	1.0	6.5	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
综合收益总额	7.7	20.2	27.4	16.5	19.4	22.3

来源: 公司公告, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-19	买入	13.71	N/A
2	2014-10-28	买入	14.04	20.00~21.00
3	2015-09-07	买入	16.02	21.00~21.00
4	2015-10-29	买入	21.07	28.00~28.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD