



等待资本市场的春天

——非银行业2019年投资策略

作者：赵湘怀

执业证书编号：S0930518120003

2019年01月16日

证券研究报告

券商篇

主题词

券商头部集中、股权质押风险、科创板启动

万得资讯

1.1 券商概览：大盘超预期下跌，市场情绪低迷

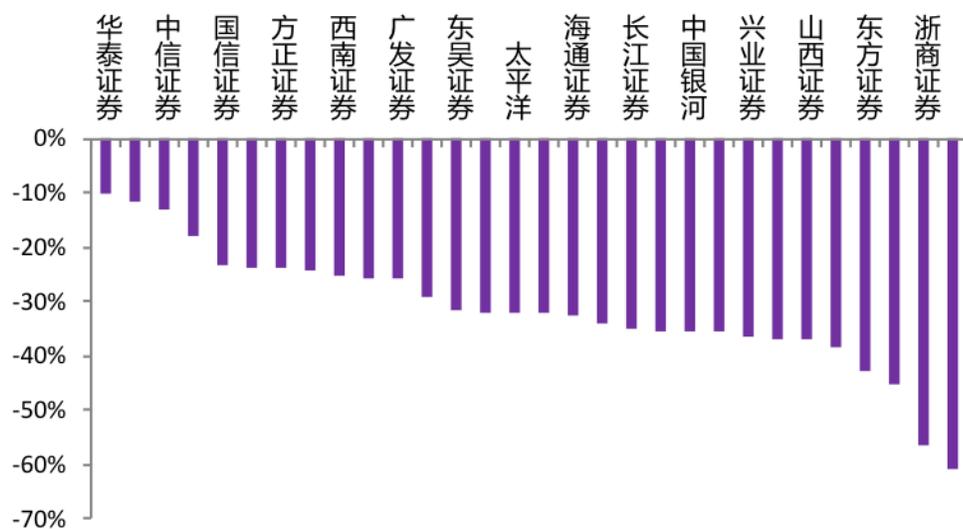
- **A股市场持续下跌**：2018年12月28日，上证综指收于2493.9点，较年初下跌25.52%；深证成指收于7239.79点，较年初下跌35.23%；创业板指收于1250.53，较年初下跌29.33%。
- **券商股表现不佳**：市场信心不足，投资者情绪持续低迷。



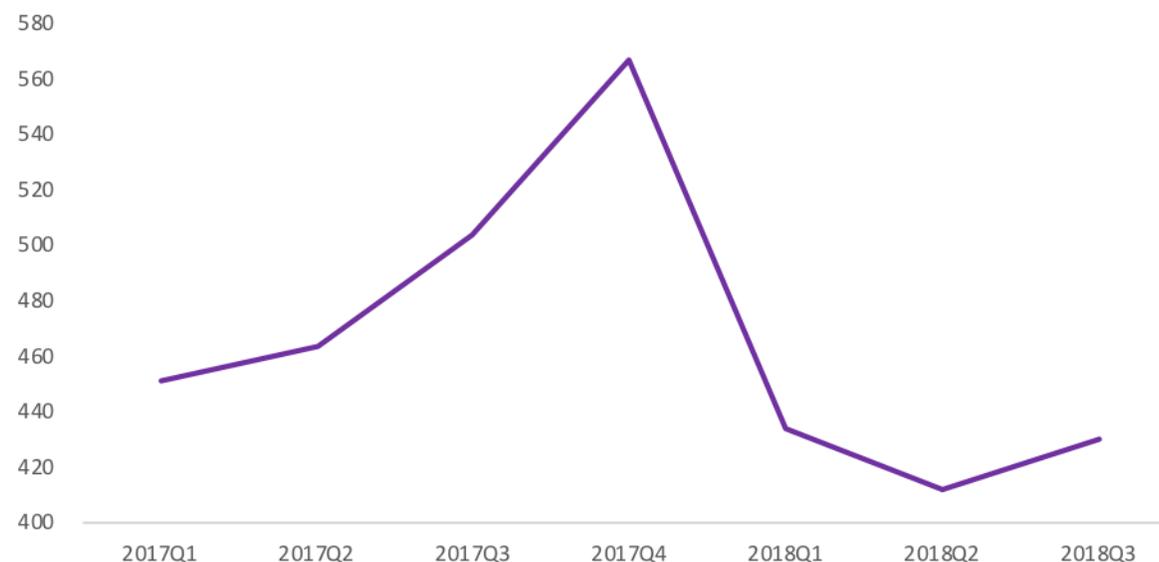
1.1 券商概览：券商板块大跌，行业整体收入下滑

- 2018年券商板块大跌，个股分化严重：2018年券商指数同比下跌23.72%，浙商证券、财通证券等个股跌幅超50%。
- 券商营收断崖式下降：2018年三季度，券商行业营收同比下降18.26%。

券商股年内跌幅情况



券商行业整体营业收入下滑 (亿元)

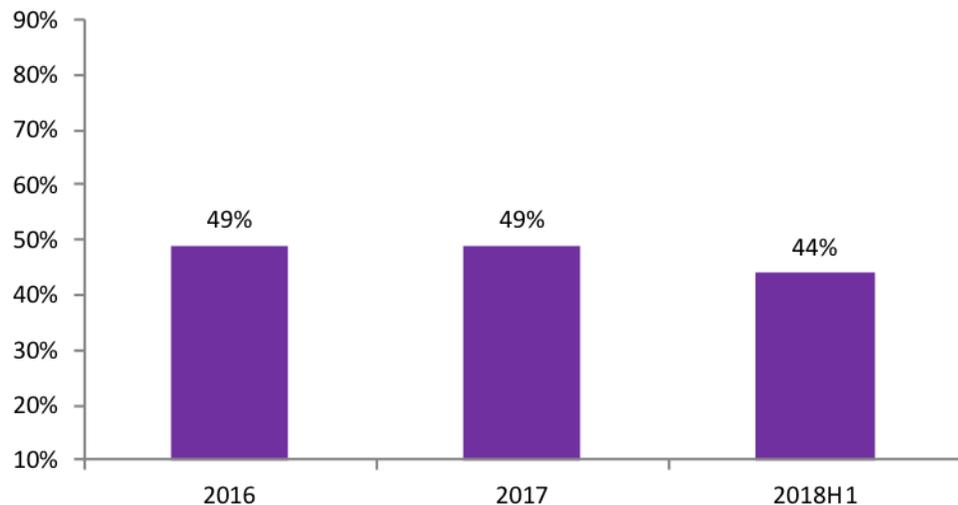


资料来源：wind，光大证券研究所

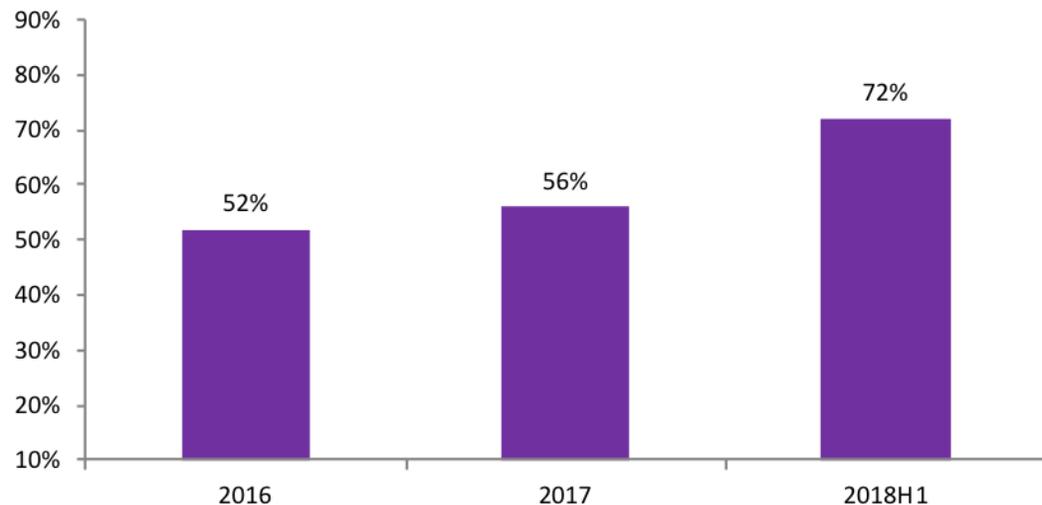
1.1 券商概览：马太效应呈现，行业收入利润向头部券商集中

- 近年，证券行业营业收入排名前十的券商合计收入在全行业的占比保持在44%以上。
- 2018年上半年，净利润排名前十的券商合计净利润占全行业的比重提升到72%，行业利润进一步向头部券商集中。

营业收入前十名券商占行业比重



净利润前十名券商占行业比重



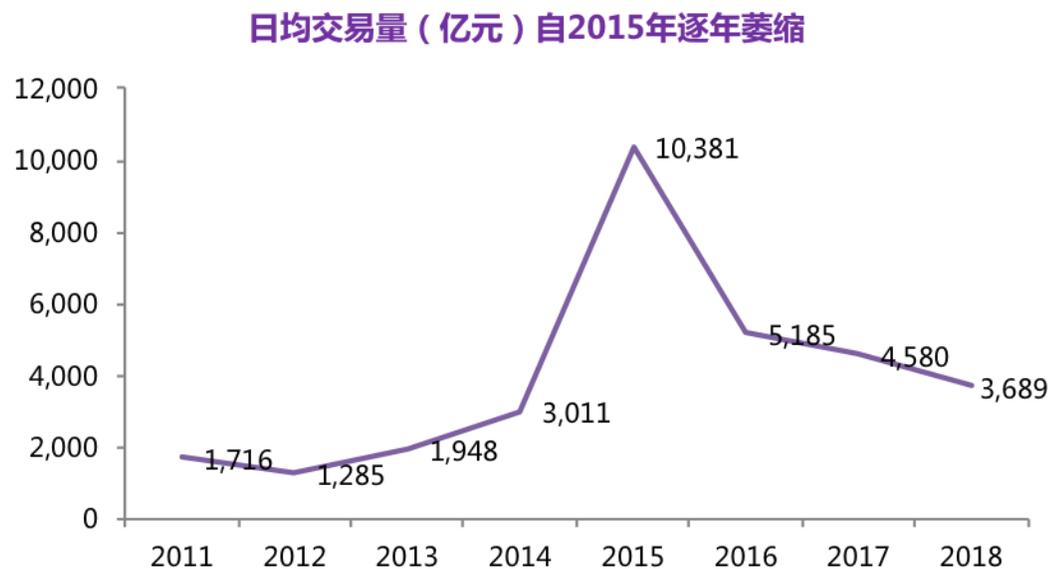
资料来源：证券业协会

1.1 券商概览：政策新规出台、中美贸易战升级

- **资管新规出台**：金融全面降杠杆，并打破刚性兑付。
- **中美贸易摩擦影响初显**：外贸萎缩，实体经济承压。
- **入市资金减少影响资金流向**：市场投资风险偏好改变，信用风险加大。

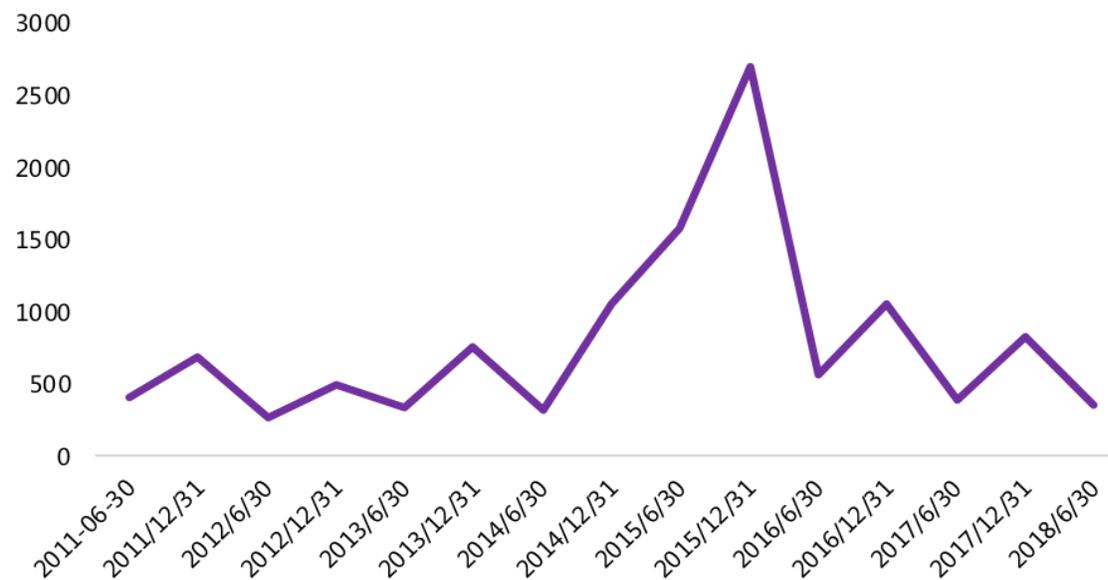
1.2 经纪业务：收入下滑，交易量萎缩

- **经纪业务收入下降**：日均交易量自2015年持续下滑，2018年日均交易量3689亿元，同比下降19%。
- **经纪业务向头部券商集中**：大型券商在综合佣金率方面更具优势，2018年前十大上市券商经纪业务市占率在70%以上，且有进一步提升趋势。主要原因：一是高净值客户向大型券商集中；二是机构业务转型卓有成效等。



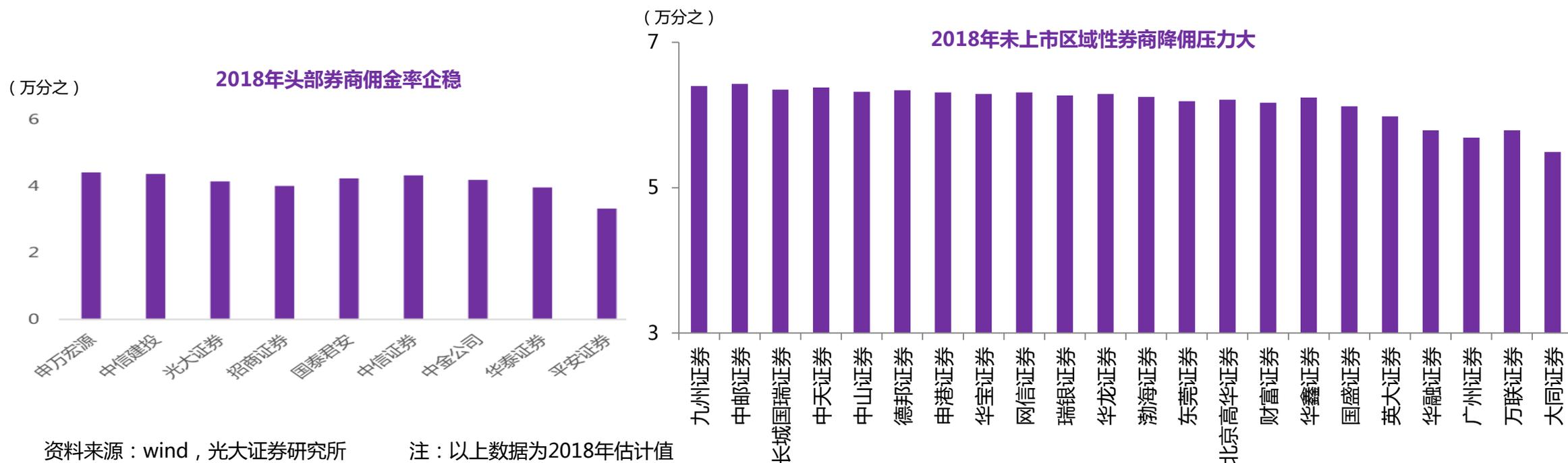
资料来源：wind，光大证券研究所

2018年H1代理买卖证券业务净收入（亿元）下滑



1.2 经纪业务：佣金率降幅趋缓，区域性中小券商压力较大

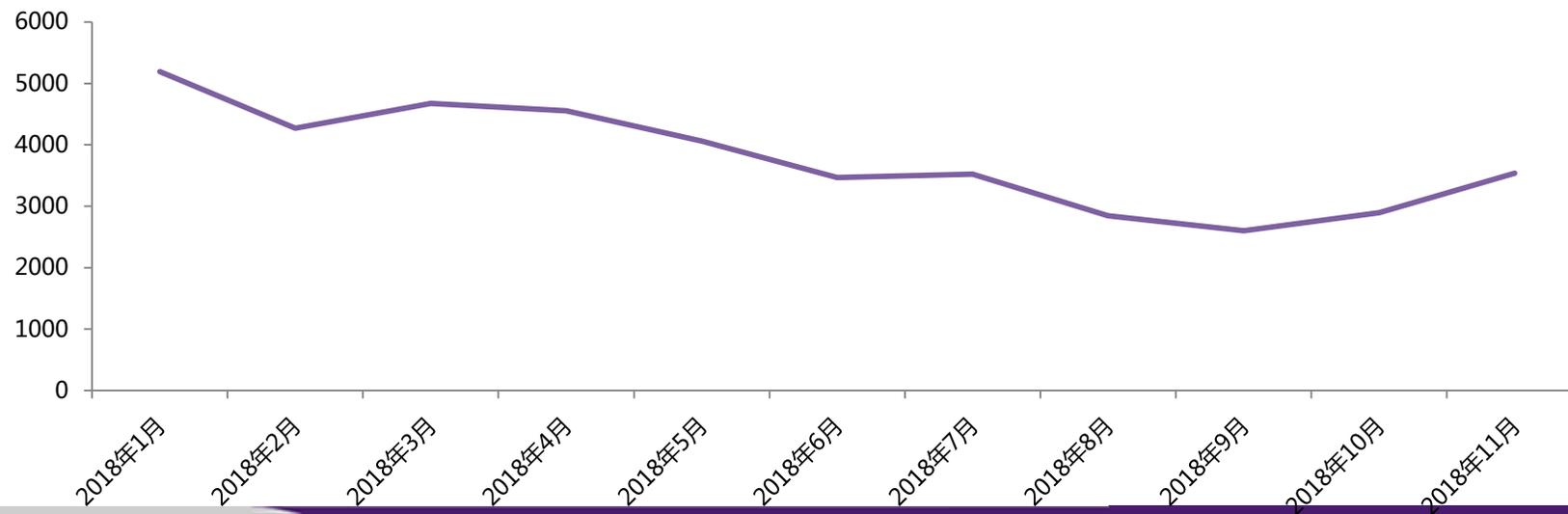
- 券商整体经纪佣金率企稳。2018年上市券商经纪业务综合佣金率继续下滑，但下降空间已不大。
- 区域性中小券商仍面临降佣压力。区域性中小券商佣金率仍面临较大的下行压力。
- 券商一直在谋求经纪业务突围。一方面布局科技金融，另一方面进行财富管理转型。



1.2 经纪业务：展望

- 经纪业务继续向财富管理转型。
- 交易量：预测2019年上半年交易量保持低位，但长期资金入市为市场注入新鲜血液，下半年有望回暖。
- 佣金率基本企稳：头部券商（中信、国君、中金）由于财富管理转型领先优势，佣金率或保持高位。
- 股基交易量成关键变量：随着佣金率的企稳，交易量边际变化成为影响券商经纪业务收入的关键变量。
- 2019年长期资金有望继续入市：比如保险资金、养老金以及海外资金等。

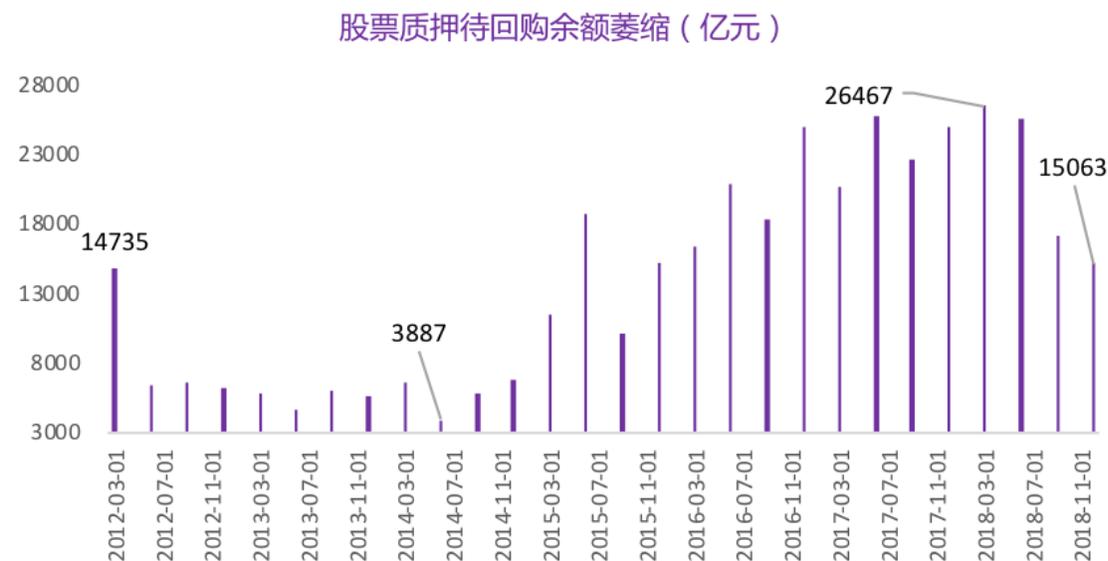
2018日均股基交易额（亿元）变化情况



资料来源：wind，光大证券研究所

1.3 信用业务：交易规模萎缩

- **两融业务规模萎缩**：截止2018年12月28日，两融余额为7558亿元，由于大盘下跌，市场情绪低迷，较2017年末下滑36%。
- **股票质押业务规模萎缩**：由于各类指数大跌，信用风险加大，股票质押新规等原因，2018年券商股票质押业务接连违约，规模持续萎缩。



资料来源：wind，光大证券研究所

1.3 信用业务：股票质押风险事件频出

- **长生生物**：长生生物2018年7月爆出疫苗造假丑闻，仅一个月内就ST，连续32日跌停。
- **乐视**：贾跃亭所有股票质押式回购交易已触及协议约定平仓线，且所有股票质押式回购交易均已违约。
- **上海莱士**：股权基本全部质押，曾经的“股神”五跌停，市值缩水400亿，股质押违约或遭强平。



资料来源：wind，光大证券研究所

1.3 信用业务：展望

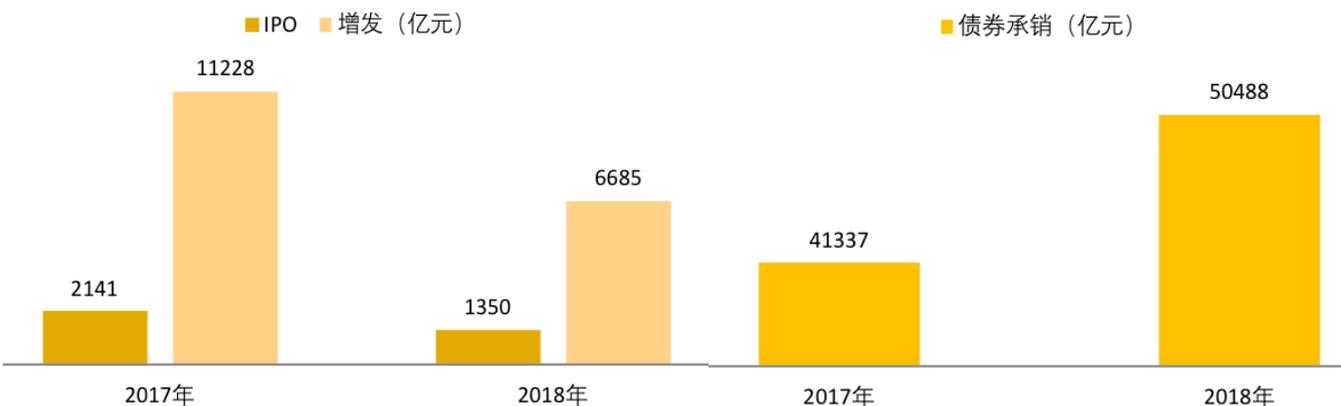
- **券商两融业务规模低位徘徊**，但利差继续扩大，长期资金入市有望推动两融业务复苏。
- **股权质押风险犹存**，但风险敞口趋窄，2019年下半年有望左侧布局。
- **头部券商更加受益**，一方面资本充裕并且融资成本偏低，另一方面风控能力更强。

1.4 投行业务：股债融资规模此消彼长，IPO审核趋严

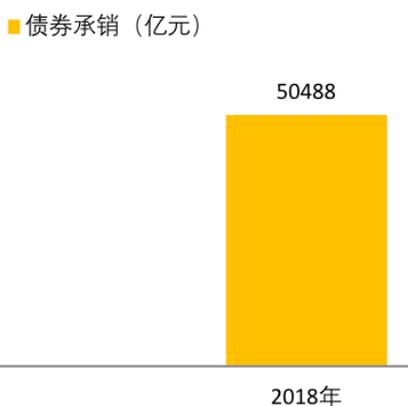
■ **股债承销此消彼长**：2018年前11个月，IPO募资规模合计1350亿元（-37%）；增发募资规模合计6685亿元（-40%）；债券承销规模50488亿（+22%）。

■ **IPO通过率骤降**：2018年1至11月，发审委审核首发企业通过率仅为55%，显示2017年底以来IPO严审核的趋势仍在持续。

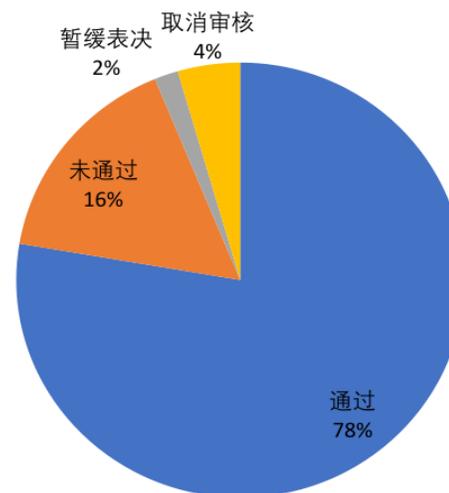
股权承销规模减少



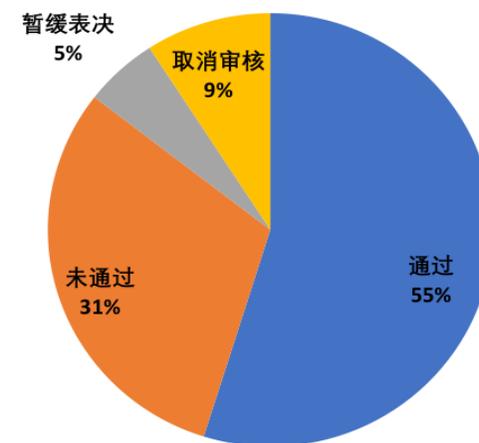
债券承销规模增加



2017年IPO审核情况



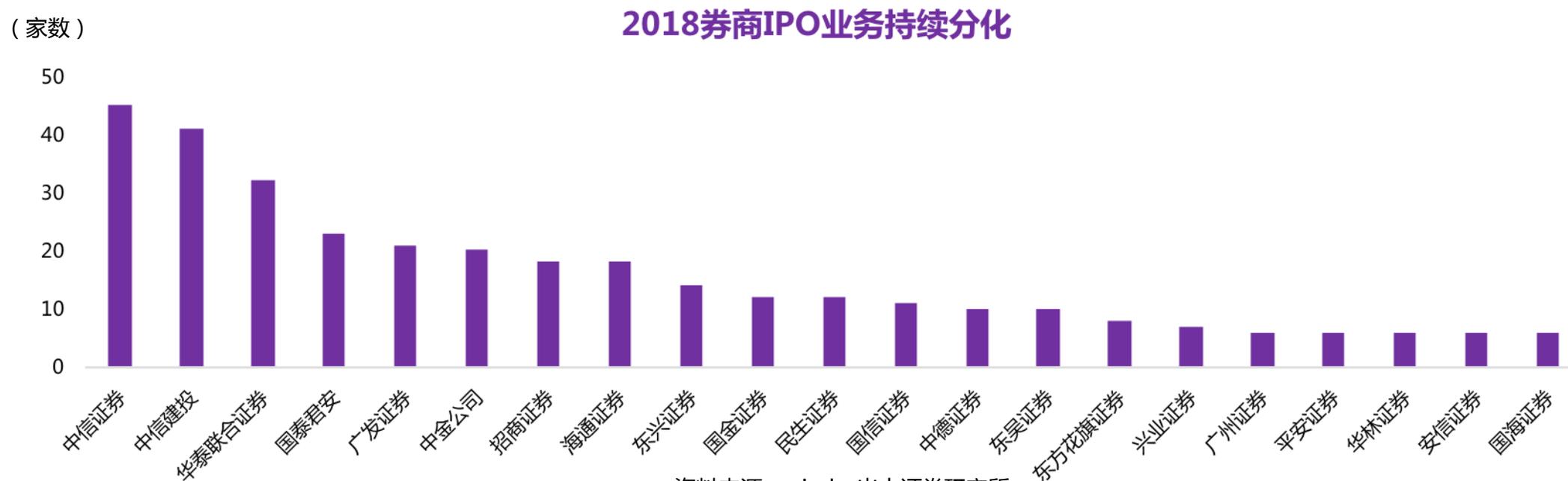
2018年1至11月IPO审核情况



资料来源：wind，光大证券研究所

1.4 投行业务：券商投行业绩持续分化

- 头部券商投行业绩市场份额不降反升。据Wind资讯统计：
 - (1) **中信证券**：2018年上半年股权承销收入占比为12%，同比增长17%。
 - (2) **中金公司**：2018年上半年股权承销收入占比为3.7%，同比增长53%。
 - (3) **股权承销收入市场份额前10券商**：2018年上半年市场份额合计为50.96%，同比增长6%。



资料来源：wind，光大证券研究所

1.4 投行业务：科创板或为券商投行业务带来新机遇

■ 科创板是战略机遇

(1) 国家主席习近平2018年11月5日于首届中国国际进口博览会上表示上交所将新设科创板，并试点实行注册制，重点服务新经济中小企业。

(2) 2019年上半年有望带来上市热潮，从而推动IPO业务回暖，利好头部券商。

(3) 科创板估值可能成为市场的“锚”。

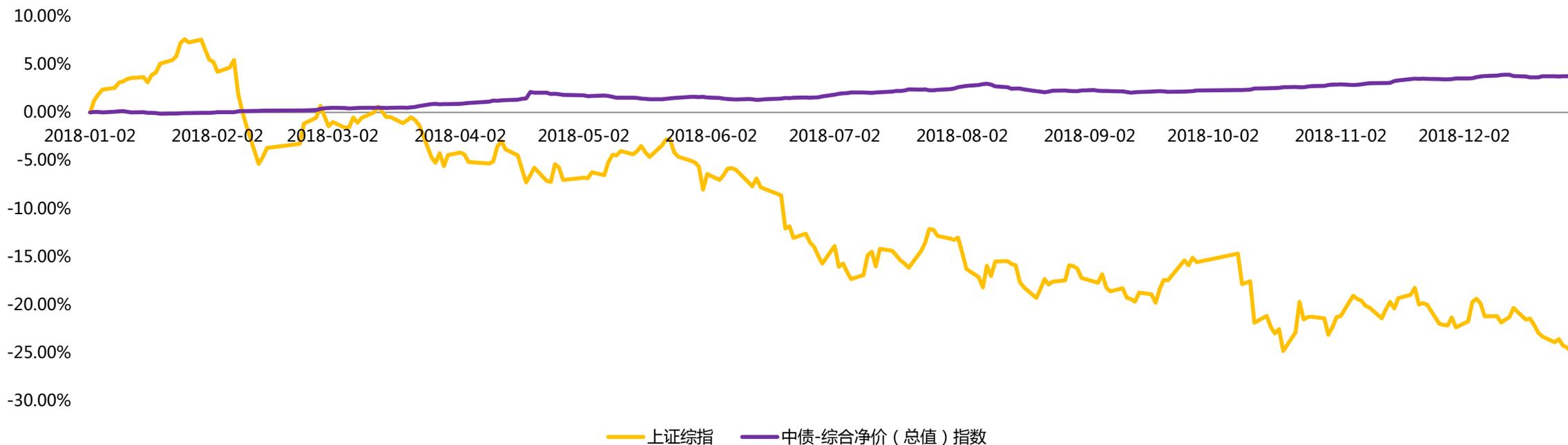
■ **债市承销**：承销规模持续增长，信用违约风险可能增大。

■ **再融资与并购重组**：政策红利有望带来交投活跃，相关政策有望进一步放松。

1.5 自营业务：股熊债牛，券商自营收入承压

- **券商自营业务萎缩，拖累整体业绩。** 2018年上证综指较年初下跌25.52%，受此影响证券全行业2018年上半年实现证券投资收益295.50亿元，同比下降19.24%。

2018年熊股牛债



资料来源：wind，光大证券研究所

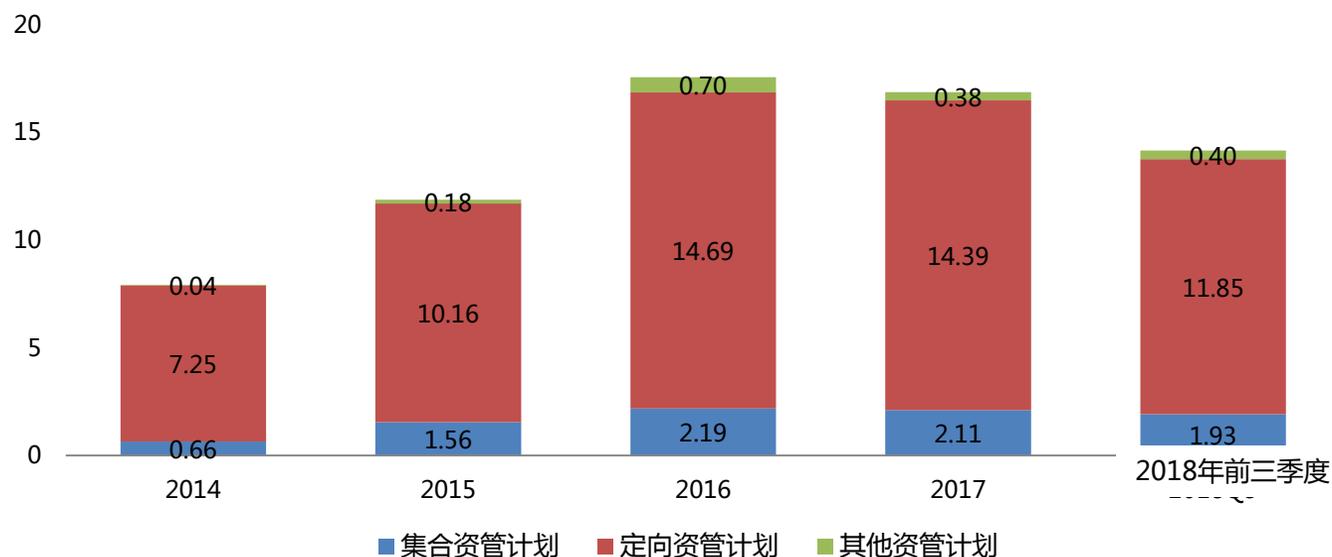
1.5 自营业务：分化严重，马太效应显著

- **强者恒强，马太效应显著。**以中信证券、中金公司为代表的龙头券商的自营业务收入逆市实现正增长。2018年上半年，中信证券实现投资收益53.34亿元,同比增长18.33%；中金公司实现投资收益28.88亿元，同比大增84.21%，中信证券的自营规模第一，中金公司的同比增幅第一。
- **多数券商自营业务呈现低收入、亏损状态。**太平洋、国元证券、国盛金控等自营业务呈现负收入。
- **自营业务展望**
 - (1) **大类资产：**股票与债券的投资比例重新调整。
 - (2) **股权投资：**科创板带来成长股的投资机会。
 - (3) **债权投资：**虽然实体经济低迷，信用风险仍存，但是债券投资可能仍是小牛市。

1.6 资管业务：去通道去杠杆，竞争分化强者恒强

- **资管新规靴子落地。** 资管新规在进一步细化资管行业“去通道、降杠杆”要求的基础上将过渡期延长至2020年底。监管窗口指导要求券商每年缩减1/3的通道业务，大集合产品面临改造。
- **券商竞争力分化。** 主动管理能力强或综合实力突出的券商将获得市场集中和政策红利；资管新规落地后券商资管将面临银行理财、公募、信托等资管机构的直接竞争，机构和高净值客户黏着难度加大。

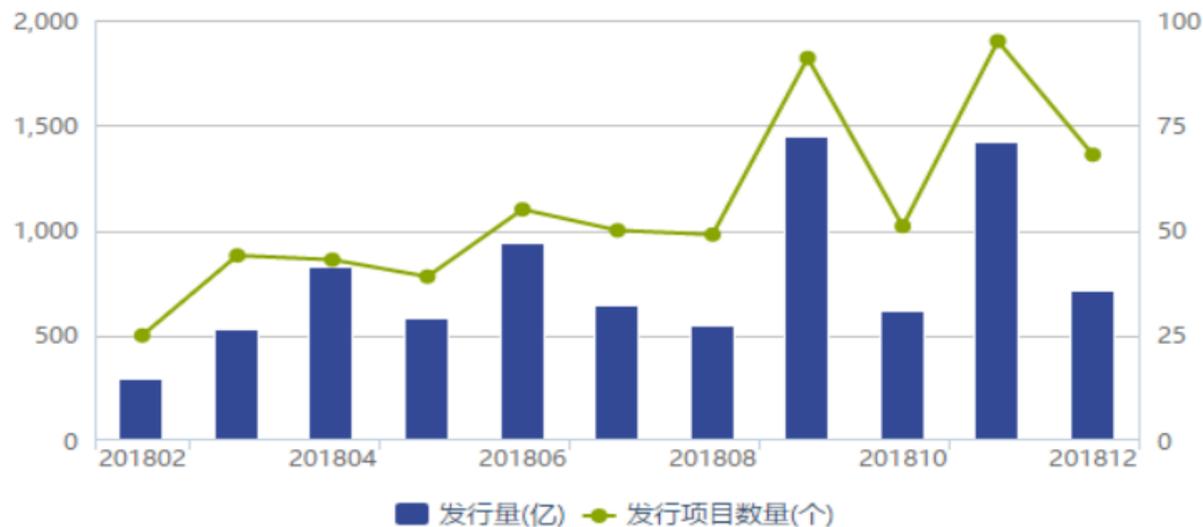
2018年前三季度券商资管规模进一步回落（万亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

1.6 资管业务：转型主动管理大势所趋

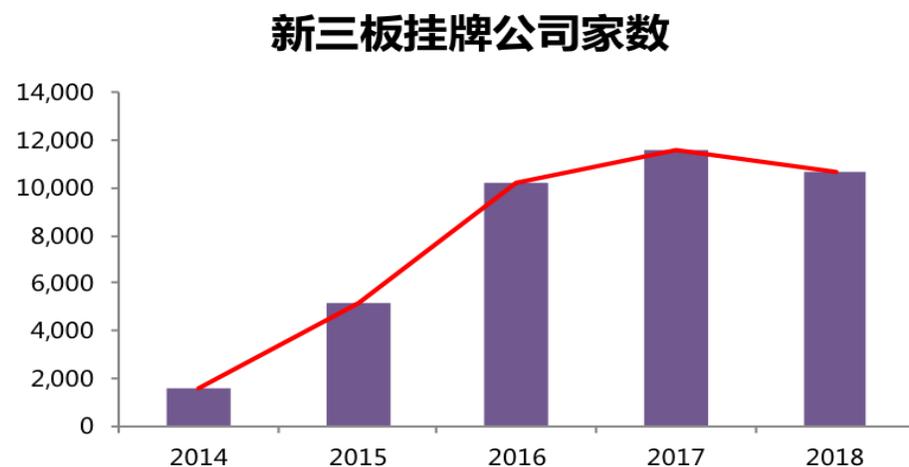
- **资管业务稳步向主动管理转型。**随着监管层加大力度整治通道类资管业务，券商资管规模明显下降，其中定向资管规模下降较大，大集合产品改造一般需要申请公募牌照。
- **直投基金和ABS业务迎来发展机遇。**政策对于可以支持实体经济发展的PE/VC和ABS业务持鼓励态度，或成为券商资管未来发展重点项目。
- **资产管理展望：**券商资管的大集合改造预计将在2020年完成，维持规模成为关键。



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：左轴—发行量（亿），右轴—发行项目数量（个）

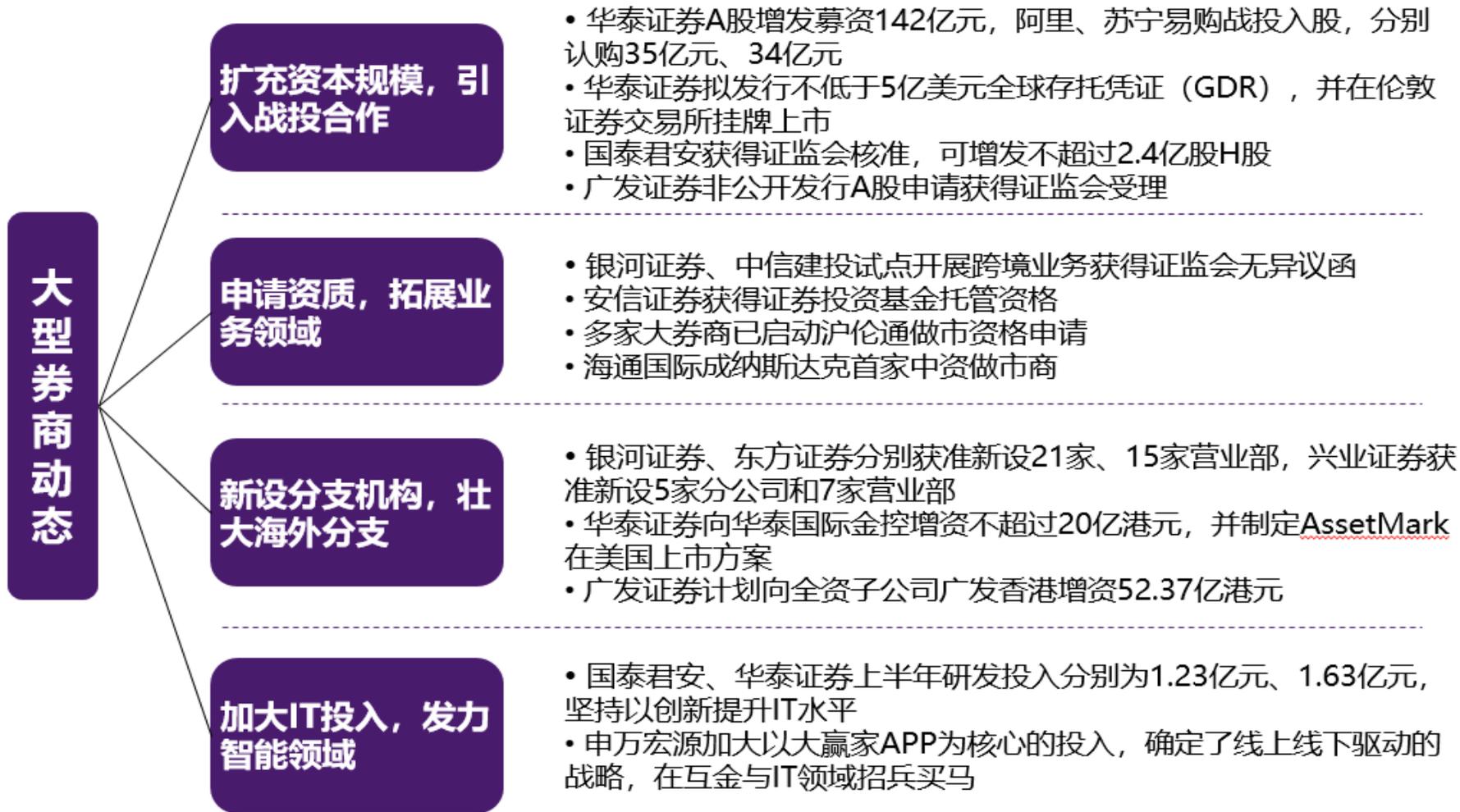
1.7 新三板发展遇冷

- **新三板成交金额及总市值下降**：2018年1-11月合计成交金额1622亿元，同比减少20.21%；2018年9月末，新三板挂牌公司总市值3.52万亿元，较2017年年末下降28.74%。
- **新三板新增挂牌数锐减**：2018年前三季度，新三板新增挂牌企业473家，相比2017年同期的1869家，降幅达75%。至2018年九月末，挂牌企业总数10946家，较年初减少660家。
- **新三板定向增发规模下降**：2018年1-11月，新三板定增发行规模合计576亿元，相比2017年同期减少约50%。
- **新三板展望**：现状总体低迷，市场活力、交易制度仍待进一步完善。



资料来源：证券业协会，Wind，光大证券研究所

1.8 大型券商多角度扩充自身实力



资料来源：光大证券研究所根据各券商公告、证监会网站等公开渠道信息整理

1.9 投资策略及风险提示

■ 综上所述，建议关注**中信证券（600030.SH）**、**国泰君安（601211.SH）**、**海通证券（600837.SH）**、**东方财富（300059.SZ）**。

■ **风险提示：**

- （1）宏观经济承压，市场交易不达预期可能导致券商经营业绩下滑；
- （2）科创板推出进度不理想，投行等业务可能收入贡献不达预期。

保险篇

主题词

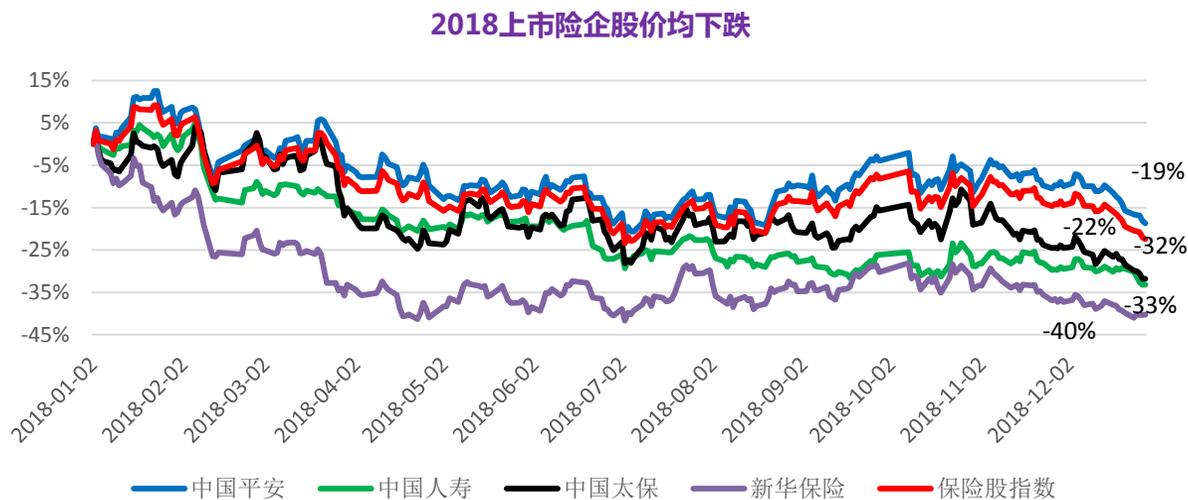
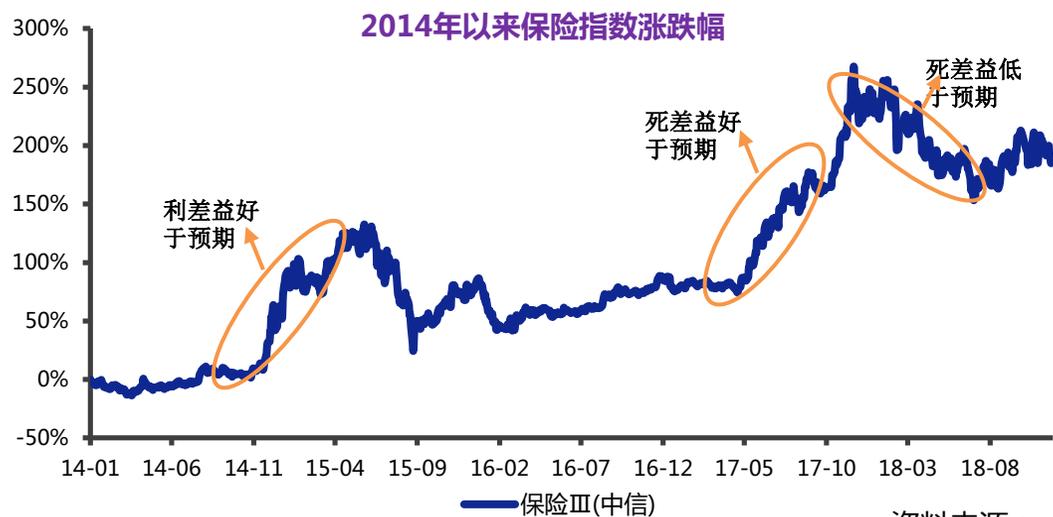
死差低于预期、总投资收益率下降、准备金释放

2.1 保险股整体下跌

■ 2018年以来，保险股下跌了22%，其中平安下跌19%，跌幅最小，新华下跌40%，跌幅最大，国寿下跌33%，太保下跌32%，其主要原因是：

(1) **死差低于预期**，寿险公司利润来自三差（死差/利差/费差），2016年以来死差成为险企价值变动的主要因素。

(2) **总投资收益率下降**，股票大盘单边大幅下滑，保险公司股权投资回报率承压。

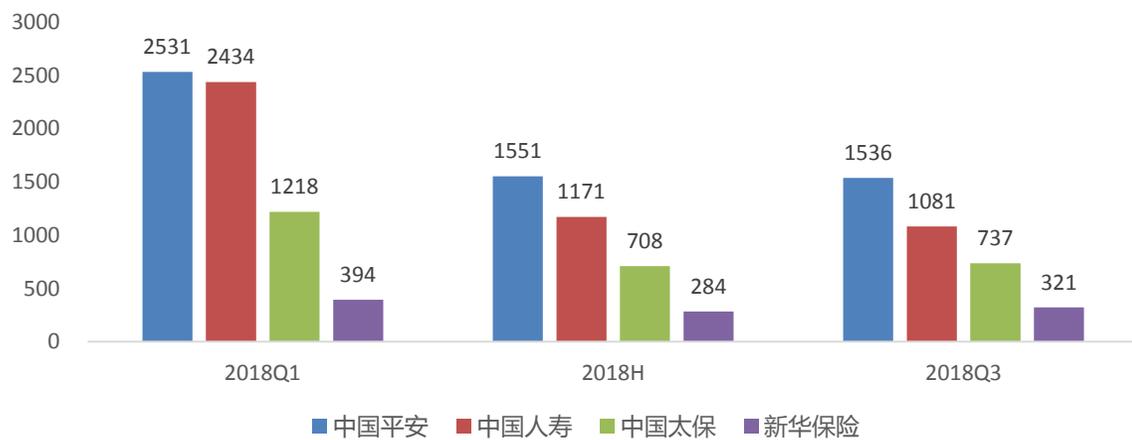


资料来源：wind，光大证券研究所

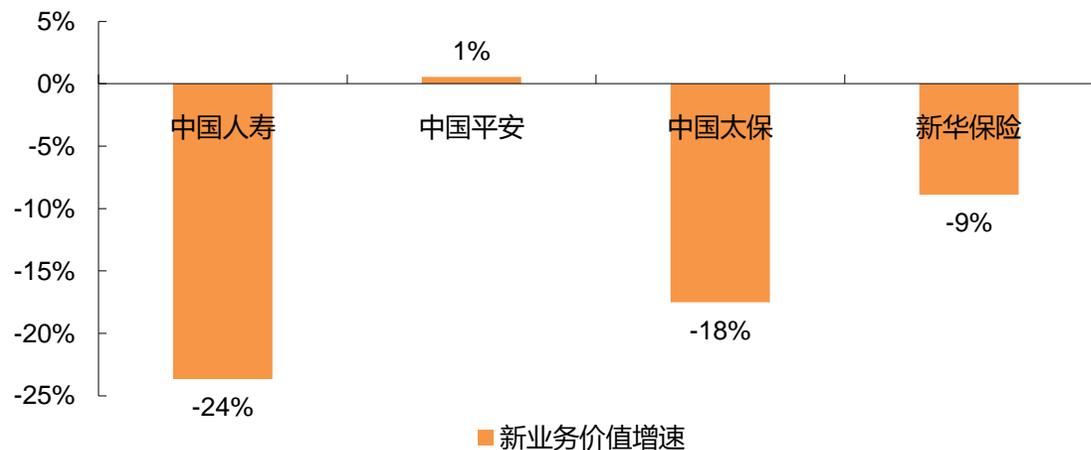
2.2 负债端：新单保费先抑后扬，新业务价值增速承压

- 2018年开门红个险新单保费大幅负增长，其主要原因是：一是受政策影响，快返型产品停售；二是理财产品收益率提高，削弱开门红产品吸引力；三是死差益具有周期性，周期为7年左右。
- 2018年上半年新业务价值增速大降。2018上半年新单保费增速大幅下滑，新业务价值增速同比大降（平安1%/新华-9%/太保-18%/国寿-24%），导致内含价值增速低于预期。

2018前三季度上市险企季度保费收入(亿元)



2018上半年新业务价值增速

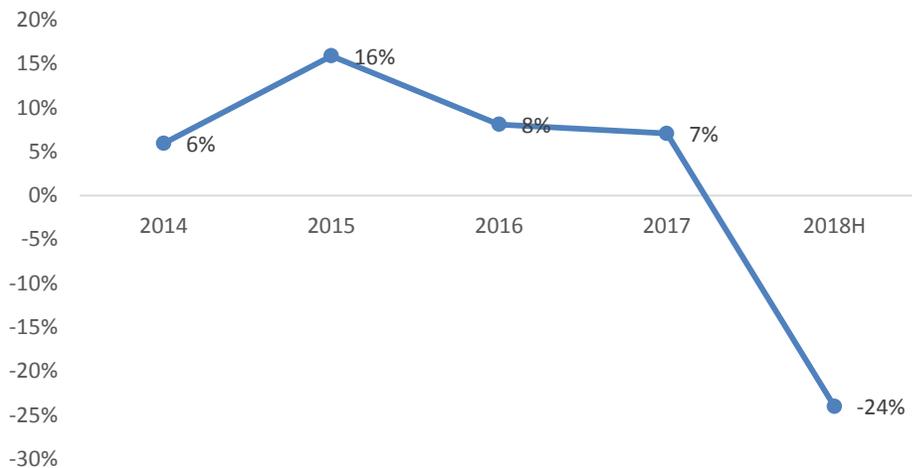


资料来源：wind，光大证券研究所

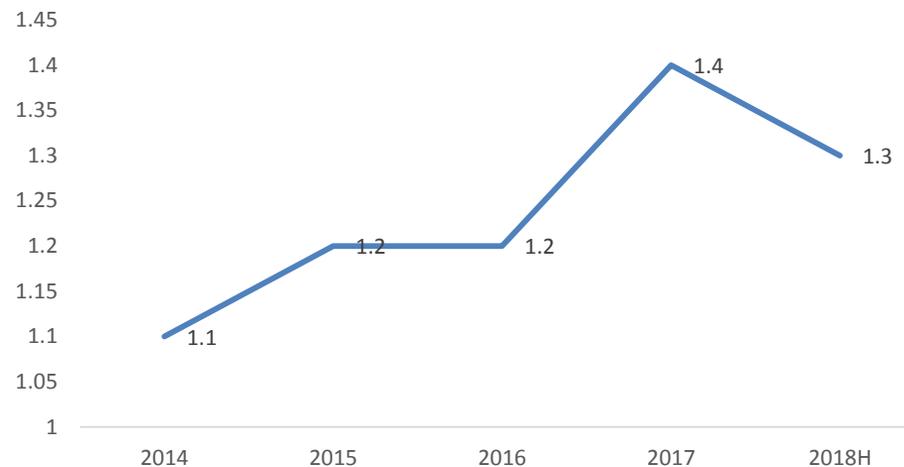
2.2 负债端：人均产能下滑，人均件数基本稳定

- **受监管政策及市场的影响，险企人均产能下滑。**快返型产品消失以及大额保单减少，使得险企人均产能大幅下滑。以平安为例，2018年上半年人均产能同比下滑24%。
- **人均件数基本稳定。**以平安为例，人均件数同比下降7%。

2014-2108中国平安人均产能同比增长率



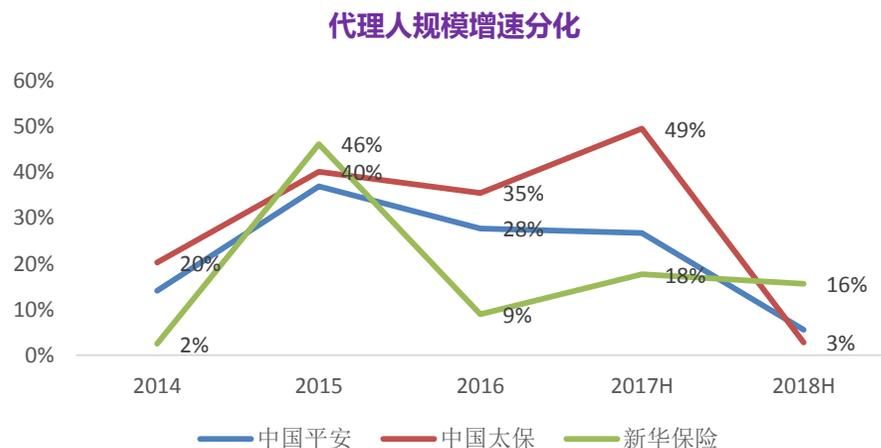
中国平安人均件数稳中有降



资料来源：wind，光大证券研究所

2.2 负债端展望：营销员人海战术终结，产能提升成为主旋律

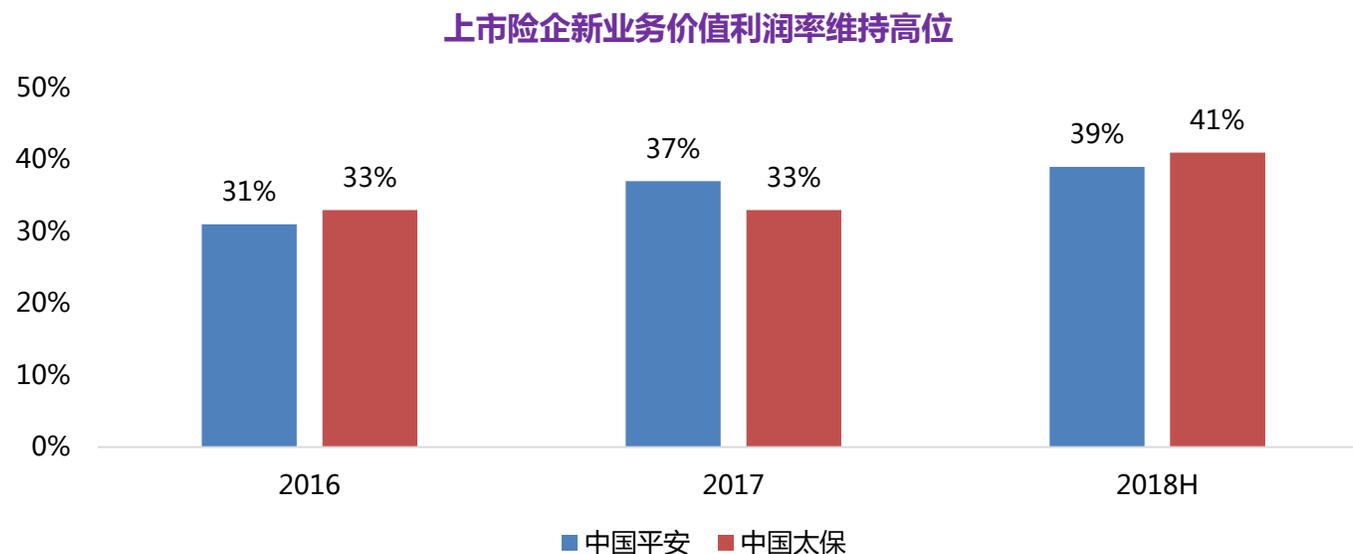
- **营销员规模增速维持。**人均产能下滑，使营销员收入降低，营销员规模增速趋平。
- **2019年提升险企营销员产能将为主旋律**，近年来银保个险此消彼长，寿险营销员持续高速增长，规模已超过800万人，基本饱和。人均产能将成为新增长点。
 - (1) 保险公司将加大考核体系中产能等指标的权重，并进一步加强培训，以提高人均件数；
 - (2) 保险公司将注重发展期缴业务和保障型业务，带来件均保费增长。



资料来源：wind，光大证券研究所

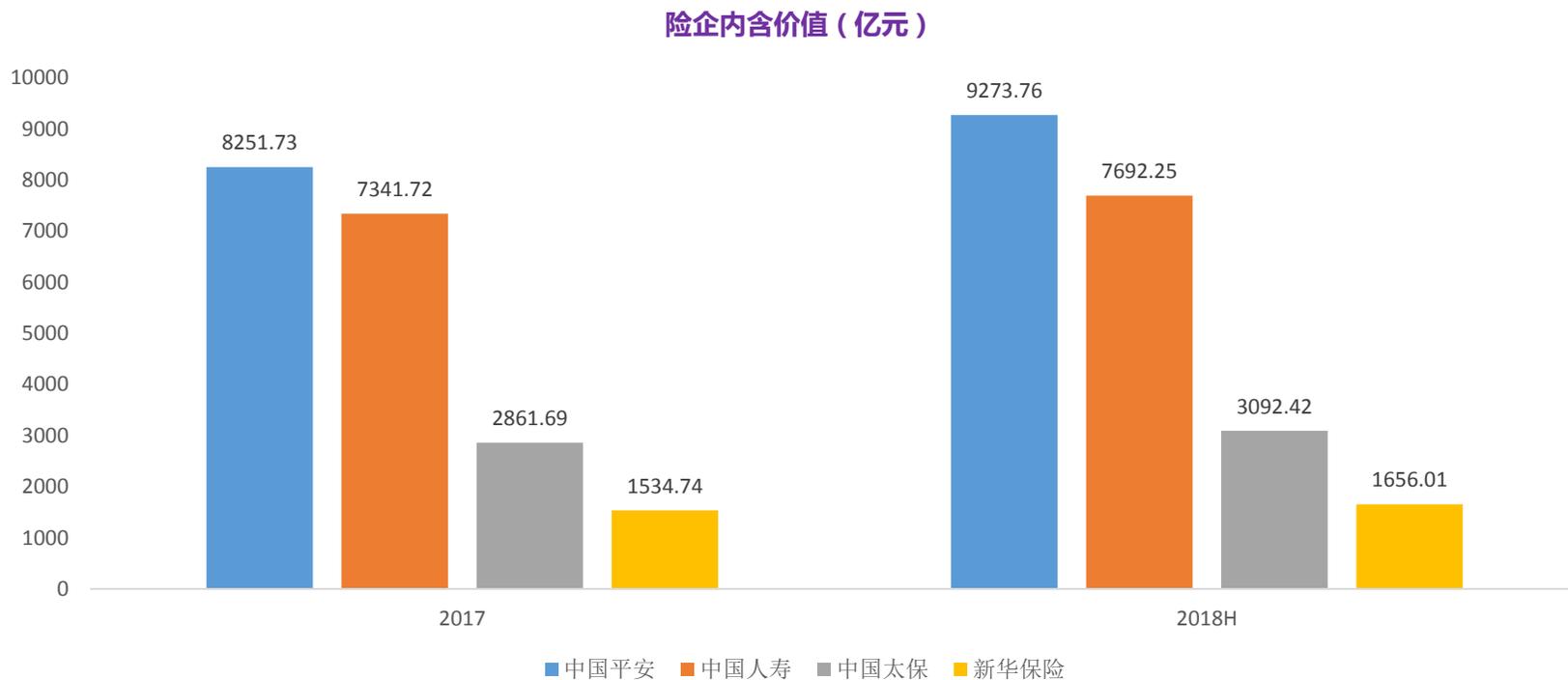
2.2 负债端展望：产品新业务价值利润率提升但空间有限

- 截至 2018 上半年险企新业务价值利润率继续攀升，太保新业务价值利润率，为 41%（去年 33%）、平安新业务价值利润率，为 39%（去年 37%）。险企 2019 年会继续扩大保障型产品的销售，预计价值率仍有上升空间，但是增速会有所趋缓。长远来看，保障型产品竞争可能加剧，价值率可能会下降。



2.2 负债端展望：死差益增长推动内含价值提升

- **内含价值将维持稳步提升。** 2018年上半年寿险内含价值（较上年末中国平安+12%/中国太保+8%/新华太保+8%/新华太保+8%/中国人寿+5%）增长稳定，死差益推动公司价值稳定增长。

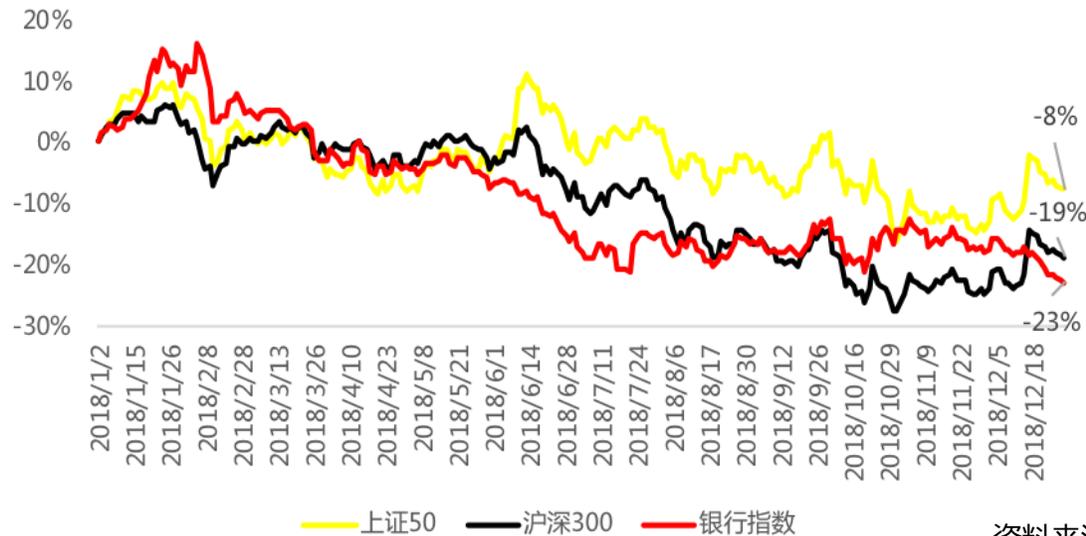


资料来源：wind，光大证券
研究所

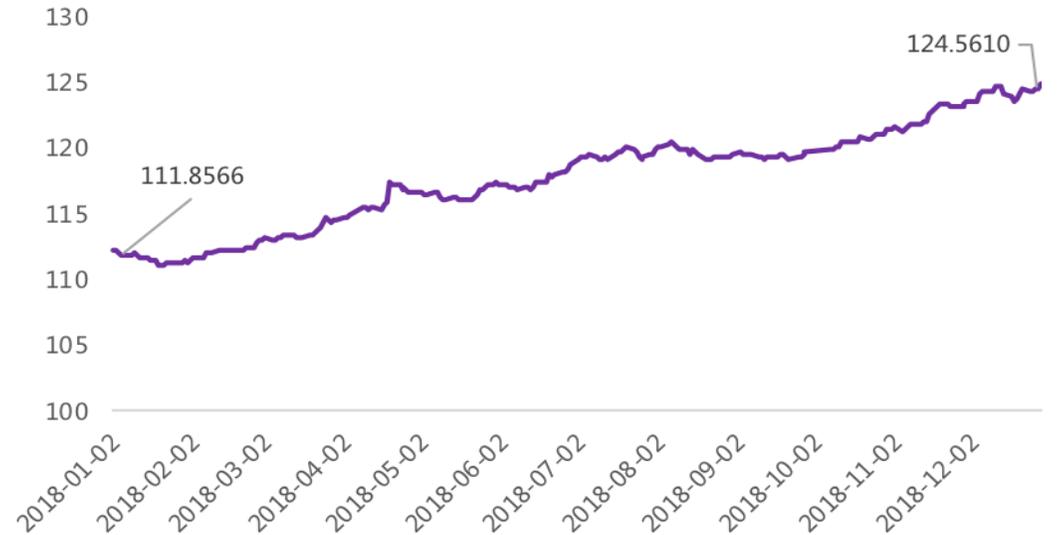
2.3 投资端：股票市场低迷，债券市场小阳春

- 2018年大盘走势低迷，银行股指数下跌了19%，险企总投资收益率的弹性主要来自于股票投资，熊市拖累了险企股票投资的业绩。
- 2018年上半年债券市场小阳春，债券市场在2018年小阳春，中债10年期国债指数全年增长9%；中债国债总净价指数全年增长5%。

银行指数大幅下滑



中债10年期国债指数

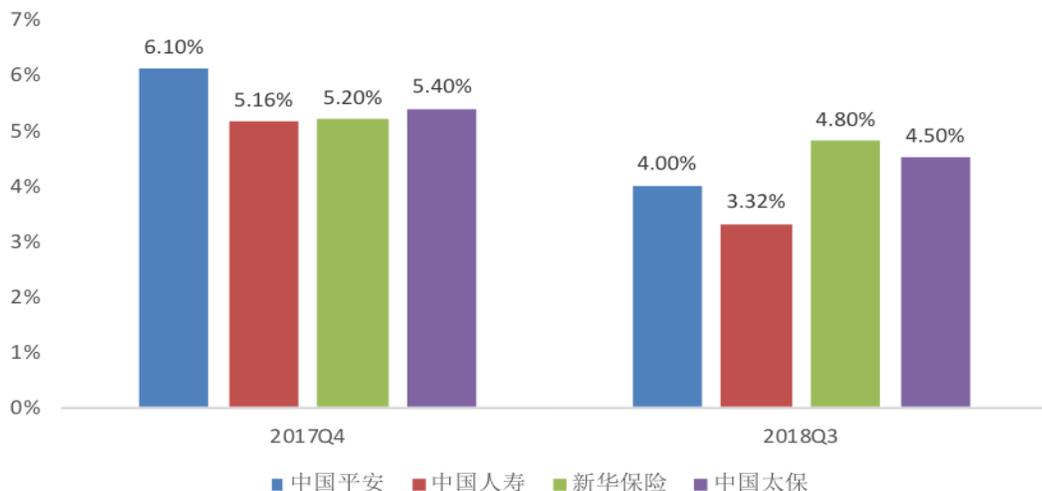


资料来源：wind，光大证券研究所

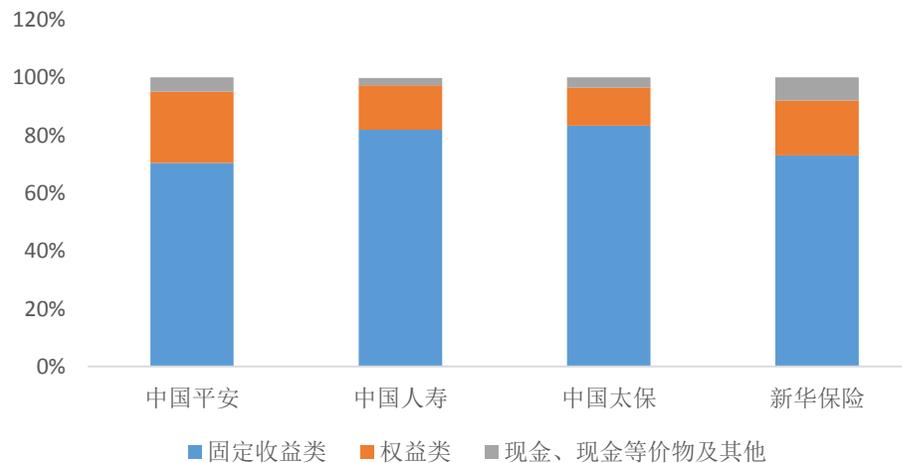
2.3 投资端：投资结构分化，总投资收益率承压

- 截止2018年第三季度，险企投资收益率明显下滑：平安下降2.1个百分点，国寿下降1.8个百分点，新华下降0.4个百分点，太保下降0.9个百分点。
- 总投资收益率承压。因实体经济低迷，信用风险仍存，预计2019年险企的债券投资收益率将有所下调，但股权投资有望回暖。

上市险企总投资收益率全面下滑



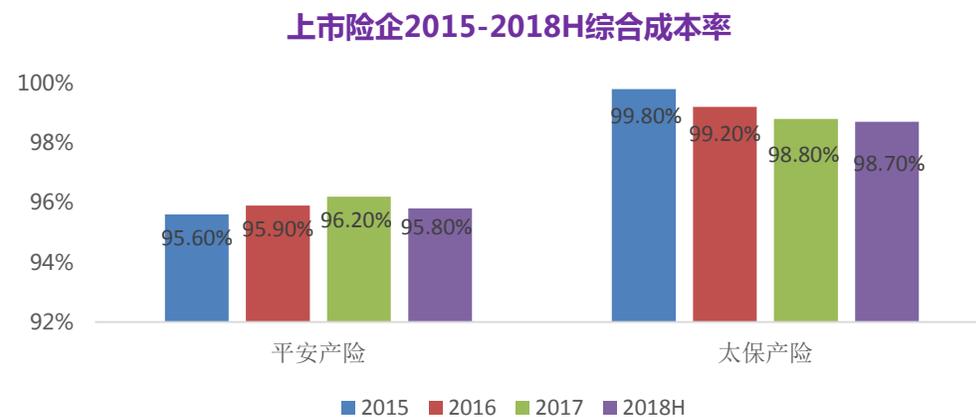
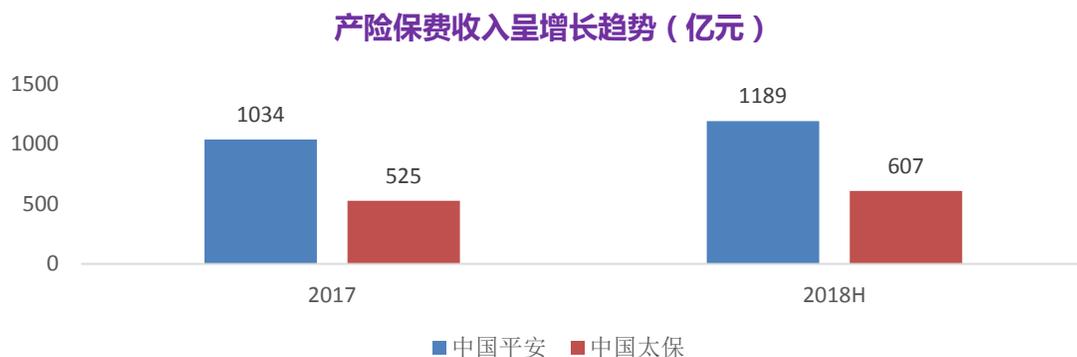
上市险企投资资产配置 (2018H)



资料来源：wind，光大证券
研究所

2.4 产险保费增速

- **截止2018上半年险企产险保费好于预期**，强者恒强，平安产险保费收入1189亿元，同比增长14.9%；太保产险保费收入607亿元，同比增长15.6%。龙头险企市场份额保持在60%以上。
- **综合成本率稳定**，其中上半年平安产险综合成本率为95.8%，较之2017年末下降0.4个百分点，盈利能力良好；太保产险的车险和非车险增速回升，提升产险保费同比增速，盈利表现优于预期。



资料来源：wind，光大证券研究所

2.5 展望：准备金继续释放利润，但边际效用递减

- 2018年准备金释放成为寿险公司净利润增长的重要原因。预计随着中债国债十年期到期收益率750日移动平均趋势上行，虽然寿险准备金会继续释放利润，但是边际效应减弱。



资料来源：wind，光大证券
研究所

2.6 投资策略及风险提示

■ 综上所述，建议关注**中国平安（601318.SH）**、**中国人保（601319.SH）**、**中国太保（601601.SH）**

■ 风险提示：

2018年，保险公司保费下滑超过预期，投资收益率受股票市场低迷拖累。2019年，保费增速有望回暖，人均产能提升成为关键。

- （1）经济仍处下行通道，中美贸易摩擦前景不明；
- （2）股市大盘低位徘徊，总投资收益率仍然承压。

综合金融篇

主题词

信托规模盈利双降、信用风险事件频发、科技金融方兴未艾

3.1 信托：信托股大幅下跌

■ 2018年信托股价全线下跌。2018年初至今，跌幅最小的为爱建集团（-22%），其次是中航资本（-24%）和经纬纺机（-48%），跌幅最大的为安信信托（-66%）。我们认为信托股价下跌主要原因为：

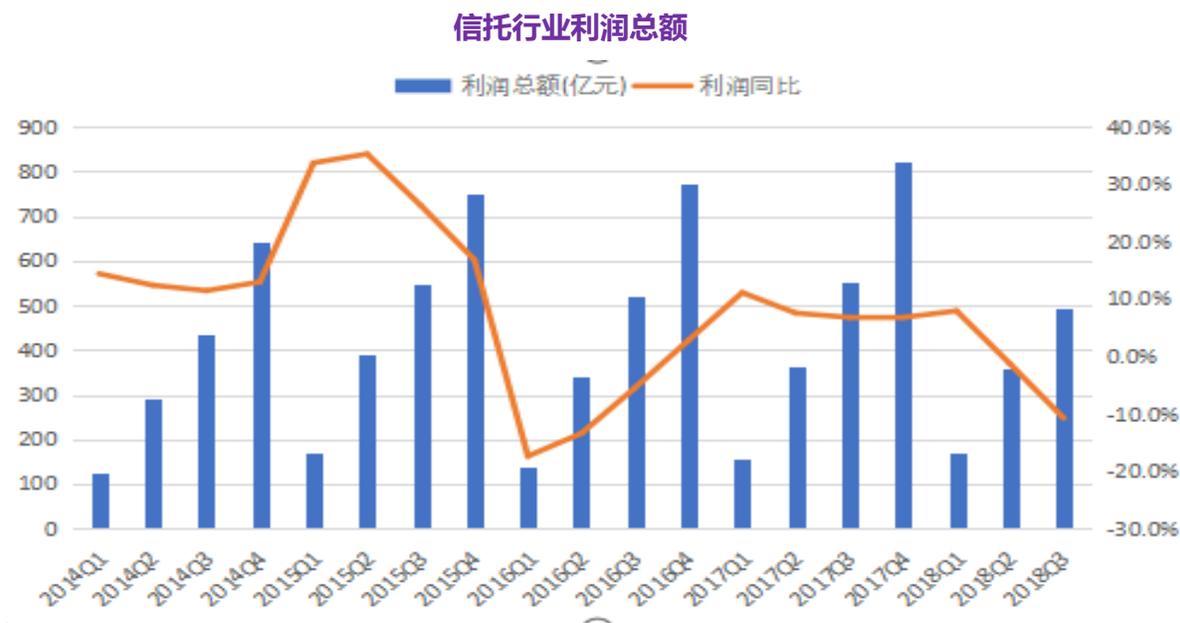
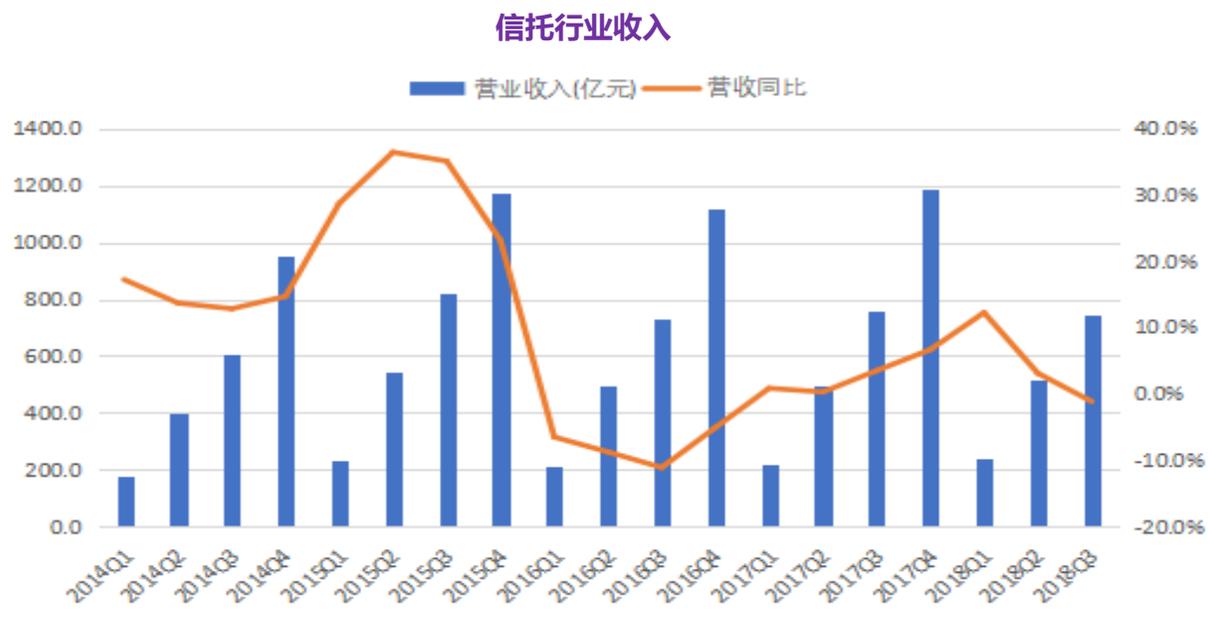
（1）资产新规正式落地，信托行业去通道的过程阵痛显著。

（2）宏观经济下行，实体产业供需双收缩。



3.2 信托：行业营收与净利润第三季度加速下滑

- 截至2018年前三季度，信托业累计营业收入和行业利润分别为748亿元和393亿元，分别同比下降1.1%和10.7%。
- 第三季度信托行业新增营业收入234亿元，实现行业新增净利润124亿元，但较上年同期增幅分别减少9.3%和29.1%。



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3 信托：资管新规带来信托资产规模下降

- 行业资产余额以及通道类信托资产余额均下降明显。截至2018年三季度末，信托管理规模为23.1万亿元，较一季度末下降12%，较去年三季度末同比下降5.3%。
- 资产新规抑制信托业务：
 - (1) 去通道化进程将明显加速，被动管理规模将面临持续下降。
 - (2) 刚性兑付被打破，降低信托产品吸引力的同时加大了资金募集难度。
 - (3) 金融去杠杆同样加大了信托行业获取同业资金的难度。

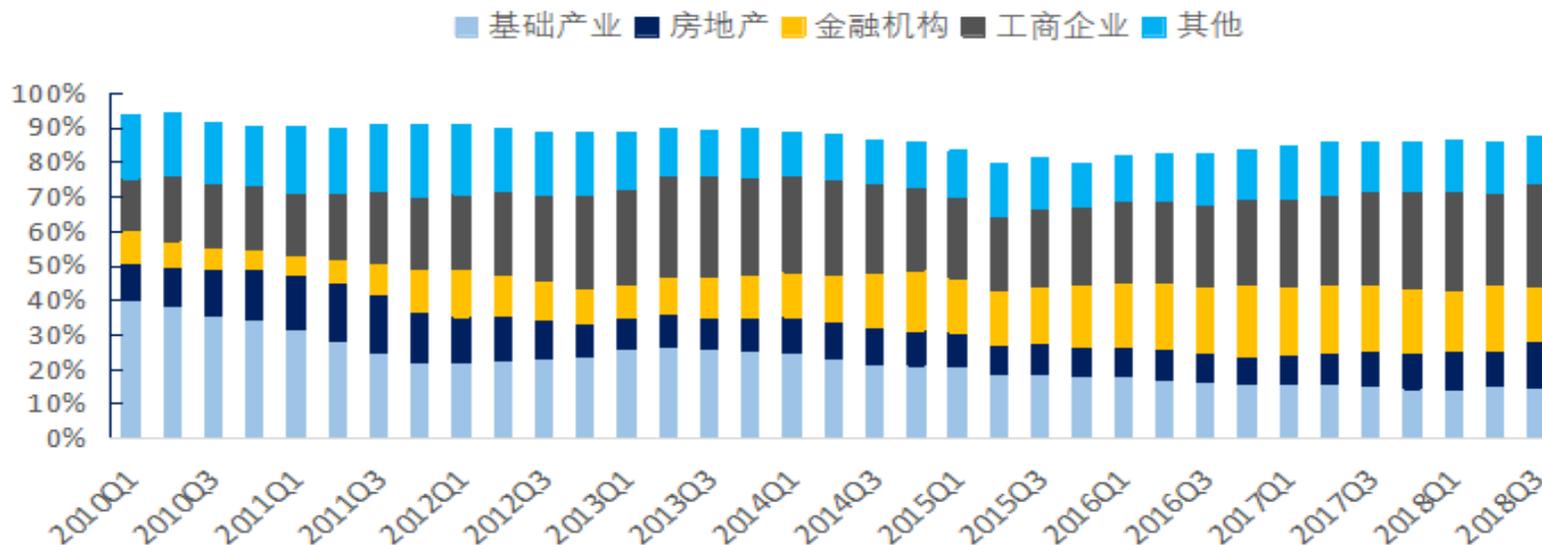


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：左轴—信托业资产规模（万亿元），
右轴—环比增幅

3.4 信托：资金投向更加多元化

- 资管新规落地后，信托行业逐步回归本源，服务实体经济，并提高主动管理能力。
- 去通道、去杠杆要求下，信托资金脱虚向实的效果逐步显现。基础产业由于政府债务融资约束呈下降趋势；由于房地产行业资金饥渴，方式灵活多变，房地产信托资金占比上升。

信托资金投向

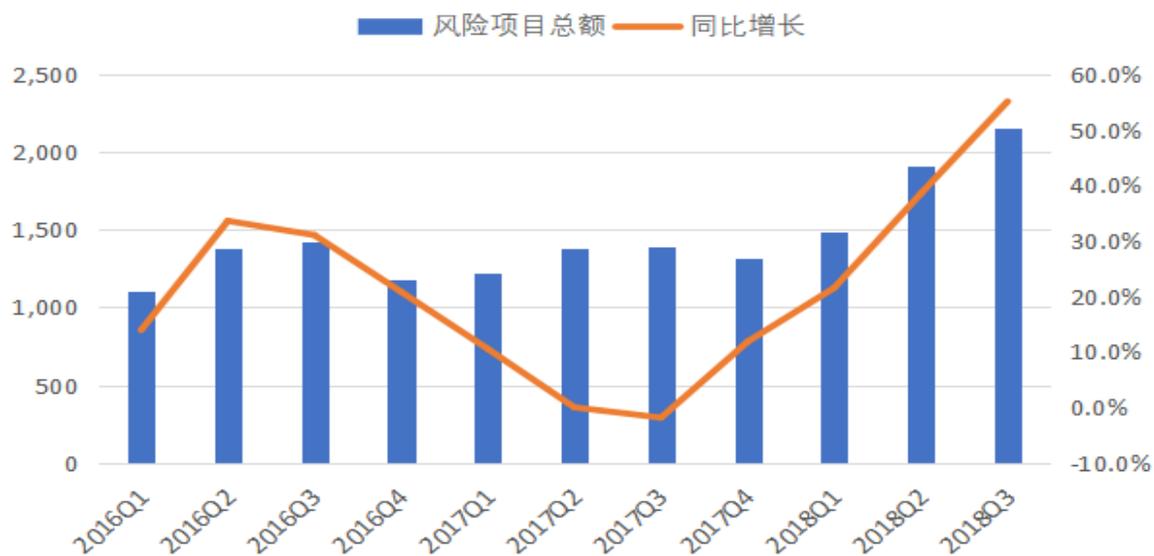


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.5 信托：信托风险项目规模攀升

- 宏观经济经济走低使得信贷风险项目数与规模持续上升；截至2018年三季度末，风险项目规模达2160亿元，同比增长55.2%，风险项目占比同比增长72%。
- 政策与地产调控降低政府偿债能力；银行以抽贷断贷方式去杠杆，导致金融流动性下降；债券违约、信托违约频发亦对信托业务造成较大冲击。

信托风险项目增长（亿元）



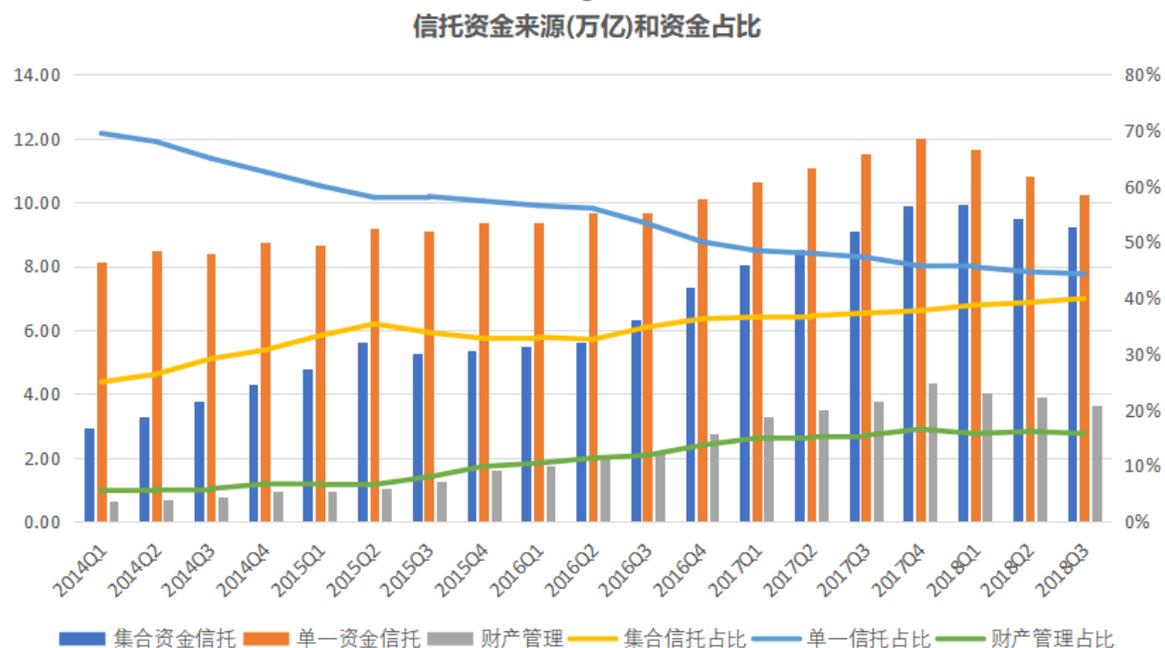
风险项目占比提高



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.6 展望：资金来源持续多元，马太效应显现

- 截至2018年三季度末，资管新规去通道业务使得单一资金信托占比持续降低，单一资金信托占比44.3%，同比减少8%。第三季度单一资金信托新增1.62万亿，环比下降1.3%。集合资金信托新增1.56万亿，环比增加1.5%。
- 信托公司一直谋求财富管理转型，拓展更多高净值客户。信托资金规模和净利润继续向头部信托公司集中。

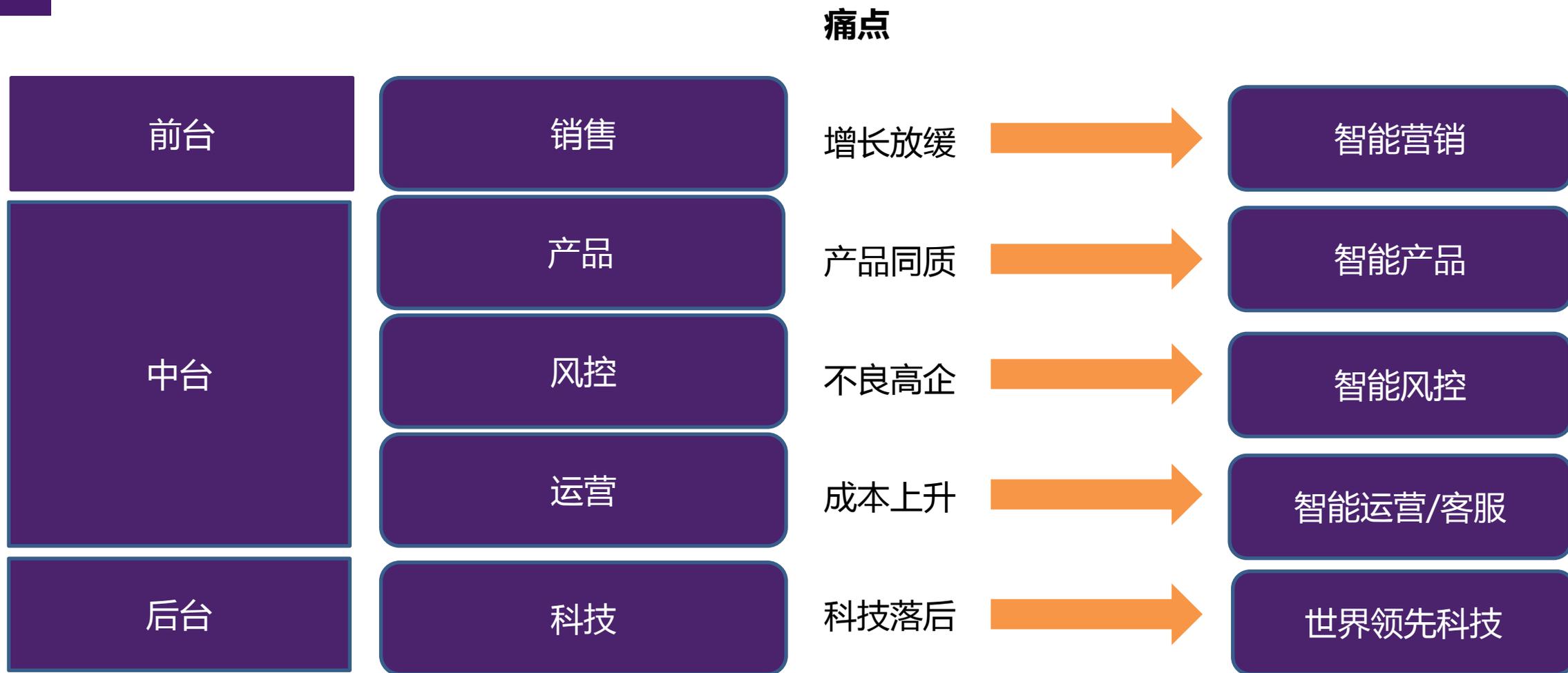


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.7 投资策略及风险提示

- 综上所述，建议关注龙头信托机构：**经纬纺机（000666.SZ）**，**爱建集团（600643.SH）**。
- **风险提示：**
 - （1）宏观经济下行风险。
 - （2）信用风险上升。
 - （3）监管政策风险。

3.8 FinTech: 金融科技有助于解决痛点



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.9 FinTech: 蚂蚁金服APEC大会

- 2018年9月20日至9月23日，第二届蚂蚁金服APEC大会在杭州召开，大会主题旨在用科技创新价值，解决金融生活中的实际问题，把更好的福利给到消费者和小微企业。
- 蚂蚁金服重点围绕“BASIC”核心技术能力进行战略布局，分别是Blockchain（区块链）、AI（人工智能）、Security（安全）、IoT（物联网）、Cloud（金融云）。

蚂蚁金服 BASIC 技术能力

Blockchain
区块链

信美人寿是国内首个运用区块链技术记账的相互保险，采用了蚂蚁金服的区块链技术，来确保账户的透明性，实现去中心化和信任问题

AI
人工智能

向保险机构开放的“定损宝”能覆盖的纯外观损伤案件占比约在60%，有望每年节约案件处理成本20亿元

Security
安全

采用基于人工智能的AlphaRisk风控模型，支付宝资损率只有十万分之一

IoT
物联网

2017年开放无人值守技术，并计划在未来5年内连接100亿台设备，运用图像识别、传感器等技术，通过不同维度为商家提供风控和结算等服务

Cloud
金融云

2017年蚂蚁金服金融云成功处理25.6万笔/秒的支付峰值，4200万次/秒的数据库处理峰值，中国自主研发的数据库跃升至全球第一梯队

资料来源：光大证券研究所

3.10 FinTech: 蚂蚁金服“相互保”丰富保险业态

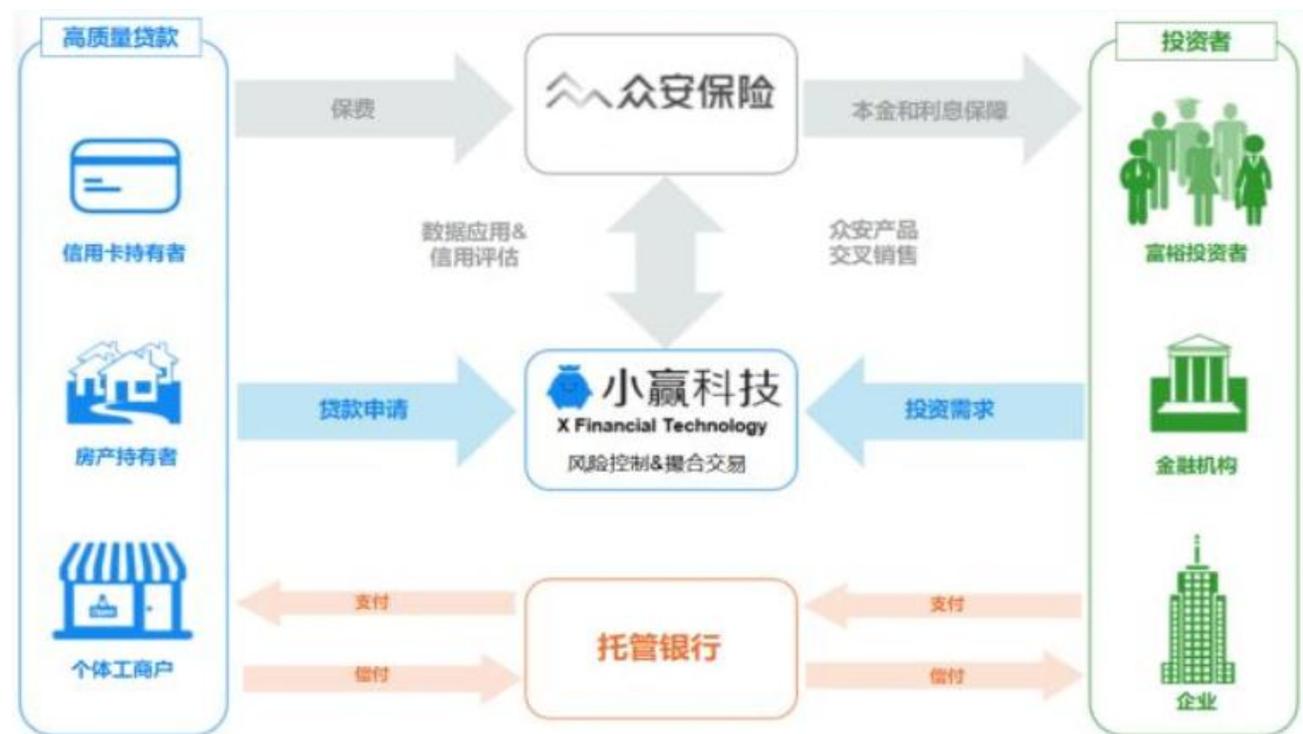
- 2018年10月16日，支付宝和信美相互联手面向蚂蚁会员推出“相互保”，以共担风险的方式为会员提供健康保障的互助共济机制。截至2018年末，上线75天“相互保”用户数超2700万人。
- “相互保”提升用户粘性，培育用户的保险意识，随着用户保险知识的提升，未来“相互保”用户可能转化为蚂蚁金服保险平台的用户。



资料来源：光大证券研究所

3.11 FinTech: 小赢科技构筑生态、智慧金融

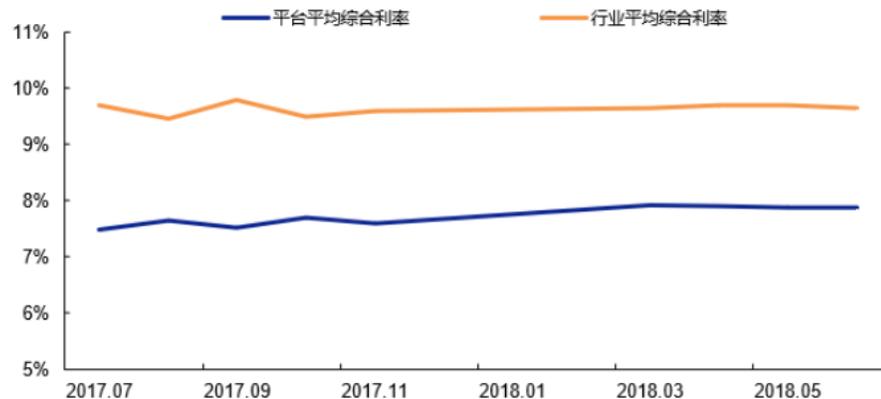
- 小赢科技成立于2014年，之后与众安保险构建了战略合作关系。目前小赢科技注册用户超过1800万人，累计为客户赚取超过30.6亿元。2018年9月19日，小赢科技成功登陆美国纽交所，以9.5美元发行1100万股ADS，融资1.05亿美元。



资料来源：光大证券研究所

3.12 FinTech: 小赢科技，科技附能普惠大众

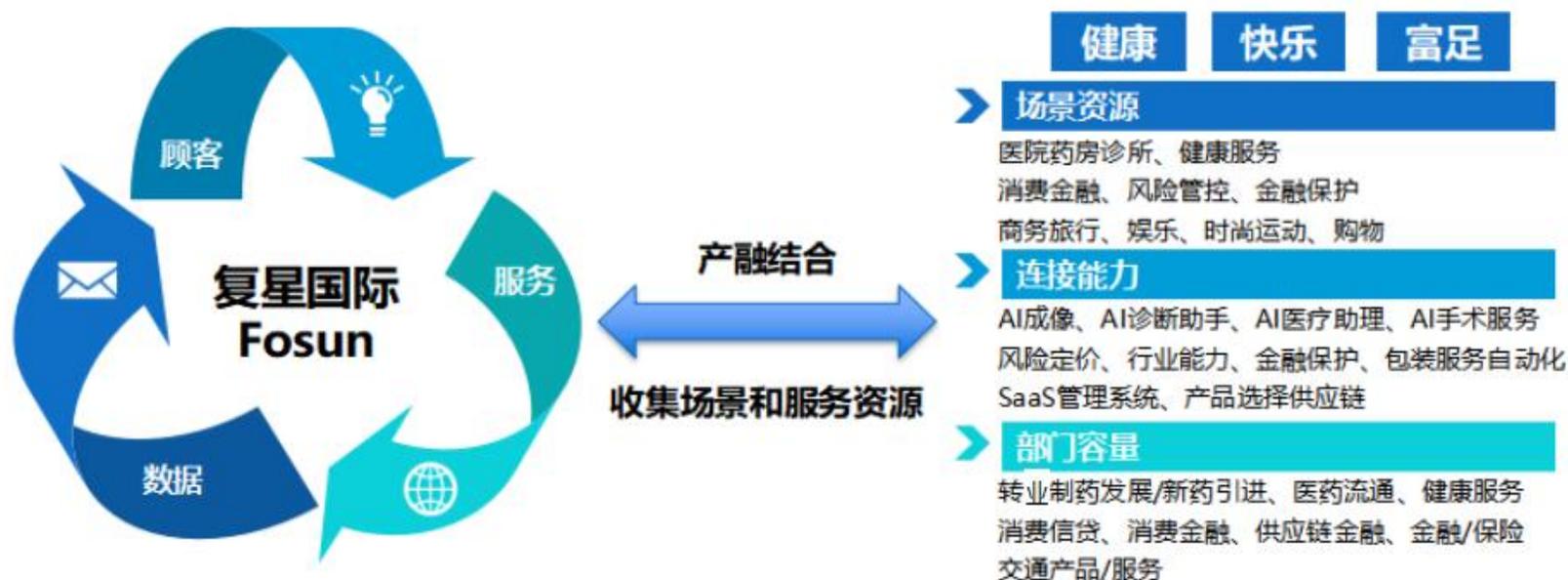
- 产品种类丰富，信用卡代偿市场龙头。小赢科技提供丰富产品种类以满足不同借款人，细分市场市占率稳居第一位。
- 风控模型领先。小赢卡贷96%放款量为优质借款人，加之WinSAFE智能风控系统，使得风控水平保持领先，平台综合利率低于行业平均水平。
- 金融科技附能，用户体验良好。最快3秒完成审批，灵活还款模式，科技附能使得借贷体验变得便捷高效。



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.13 FinTech: 复星国际智慧联结三大生态系统

- 2016年，复星提出C2M战略，其核心致力于将C（Customer）端消费者于M（Maker）端通过大数据，人工智能方式连接，从此提升C端客户满意度与粘性，并降低M端获客成本。
- 利用One Fosun云平台来实现信息流、资金流、物流三流合一新模式，构建“健康、快乐、富足”的幸福生态模式。



资料来源：Wind，
光大证券研究所

3.14 FinTech: 复星国际 “富足” 生态，保险与投资双轮驱动

- 富足生态中保险/金融、投资、蜂巢地产三大板块占复星总资产80%，为复星提供稳定利润的现金流。综合金融平台和全球化保险帮助复星获得稳定低成本资金，用于发展和再投资获取更高收益。
- 复星资源整合、产业整合可以有效地进行风险对冲；信息与数据的优势，形成出色的平台化管理和产业运营。以健康和快乐业态为主而金融承担基石作用，复星生态圈将伴随着投资的聚焦与运营的加强而不断成长。

富足生态				
保险及金融		投资		蜂巢地产
复星葡萄牙保险 84.99%	复星恒利证券 100%	复星创富 100.00%	南京南钢 60.00%	复地 100%
MIG 100%	H&A 99.91%	IDERA 97.5%	海南矿业 51.57%	28 Liberty 100.00%
鼎睿再保险 86.93%	BCP 24.73%	分众传媒 6.36%	洛克石油 100%	外滩金融中心 50.00%
复星保德信人寿 50.00%	浙江网商银行 255.00%	菜鸟 7.5%		Lloyds Chambers 90.01%
永安财险 40.68%				

资料来源：公司2017年年报，光大证券研究所

谢谢观看!

THANK YOU!

光大证券研究所非银研究团队

赵湘怀

非银行业首席分析师

执业证书编号：S0930518120003

电子邮件：zhaoxh@ebscn.com

联系电话：021-22169107

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。