

量价略有收缩，新股发行维持常态化

——非银金融行业周观点(4.22-4.26)

强于大市 (维持)

日期: 2019年04月28日

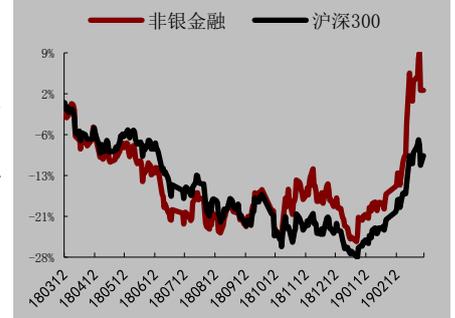
投资要点:

- **行情回顾: 非银金融板块下跌, 多元板块跌幅较大。**上周非银板块下跌4.58%, 保险、多元金融和券商板块跌幅分别为-5.05%、-10.21%、-3.43%。个股方面, 中信建投、哈投股份、东吴证券涨幅居前(14.95%、14.13%和8.56%); 保险板块中国人寿险跌幅较小(-4.14%); 多元个股方面五矿资本、陕国投A跌幅较小(-1.75%、-5.31%)。
- **证券行业: 成交额环比下降, 两融余额略有增长。**上周股基日均成交7,464亿元, 环比下降8.38%, 年初至今累计股基日均成交额6,803亿元, 同比变化32.63%。截至4月25日, 两融余额9858亿元, 融资余额9769亿元, 融券余额89亿元, 4月买入额/偿还额为104%。
- **保险行业: 3月上市险企保费增速普遍改善。**2019年1-3月中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险保费收入2724亿、1958亿、929亿、432亿, 同比增长11.9%、7.4%、3.9%、9.5%, 平安、太保、新华增速均有提升, 仅国寿增速有一定下降, 主要是2018年3月的阶段性保费高点所致。总体来看, Q1保费增速国寿领先, 平安新华稳健增长且增速持续改善, 太保增速相对落后。
- **多元金融: 信托继续上涨, 新规引入增量资金。**板块的持续上涨主要由信托板块拉动, 核心触发因素还是信托贷款数据改善。1月委托贷款同比仅少减10亿元, 信托贷款更是结束了连续10个月的减少, 转为首次增加345亿元。预计表外融资的持续收缩态势扭转, 影子银行增速在经历了快速收缩的阶段后, 将重新进入稳步发展期。信托新规下, 信托规模将触底回升, 为股市带来增量资金为市场带来中长期增量资金。
- **投资建议: 1、证券板块,**在众多政策催化下市场活力被激发, A股交投活跃度提升, 两融余额持续提升, 券商一季度业绩持续向好, 长期看在金融供给侧结构性改革中, 直接融资占比将提升, 券商作为重要纽带直接受益, 同时3月社融数据改善经济企稳迹象初现, 货币政策保持战略定力, 且前期板块过快上涨已反映了业绩增长预期, 需关注后期政策和市场动向。在个股的选择上, 一方面仍关注龙头中信证券(600030.SH)和华泰证券(601688.SH), 华泰凭借经纪龙头优势弹性更好, 同时关注低估值的海通证券(600837.SH)和广发证券(000776.SZ); 另一方面关注高pb、超跌的小市值券商, 增量市场下业绩增长预期更强, 超跌反弹力度会更大。**2、保险板块,**目前上市险企估值仍处于较低水平, 只要利率不出现超预期下行, 保险股在寿险业务复苏、权益市场上行带来的业绩反弹、价值较快增长的背景下, 估值有望继续提升, 推荐保障型业务转型较好、业绩弹性较高的纯寿险标的, 建议关注新华保险(601336.SH)。**3、多元金融板块,**主要看好信托, 转型阵痛和投资不利的利空落地, 相关政策有超预期因素, 信托贷款和集合信托规模同时向好, 预计板块估值修复将延续, 看好转型领先、主动管理规模占优的龙头公司。
- **风险提示:**金融监管力度超预期; 宏观经济下行风险; 利率超预期下行

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.09	21.64	买入
华泰证券	0.61	0.97	21.96	买入
海通证券	0.45	0.80	17.92	增持
广发证券	0.56	0.83	19.08	增持
新华保险	2.54	3.30	17.91	增持

非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2019年04月28日

相关研究

- 万联证券研究所 20190402_行业深度报告_AAA_保险行业 2018 年年报综述
- 万联证券研究所 20190401_行业周观点_AAA_非银金融行业周观点(3.25-3.29)
- 万联证券研究所 20190401_华泰证券 2018 年报点评_AAA_投资下滑超预期, 财管、IPO 有亮点

分析师: 缴文超/张译从

执业证书编号: 0270518030001/S0270518090001

电话: 010-66060126

邮箱: jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理: 喻刚/孔文彬

电话: 010-66060126/021-60883489

邮箱: yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

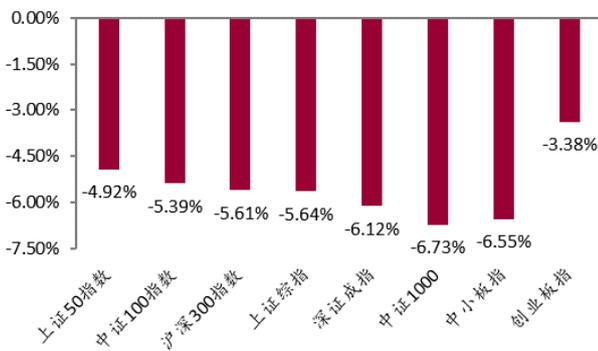
目录

1、市场概况.....	3
2、券商数据.....	4
2.1 经纪业务.....	4
2.2 投行业务.....	5
2.3 资管业务.....	6
2.4 信用业务.....	6
2.5 新三板业务.....	6
3、保险数据.....	7
4、信托数据.....	8
5、动态信息.....	8
5.1 行业热点.....	8
5.2 公司动态.....	11
6、投资建议.....	11
7、风险提示.....	11
图表 1: 上周市场指数表现.....	3
图表 2: 上周非银金融及板块表现.....	3
图表 3: 上周各行业表现 (申万一级).....	3
图表 4: 上周券商板块个股表现.....	4
图表 5: 上周保险板块个股表现.....	错误!未定义书签。
图表 6: 上周多元金融板块个股表现.....	4
图表 7: 股基日均成交额情况 (亿元).....	4
图表 8: 股基累计日均成交额情况 (亿元).....	4
图表 9: 主要投行业务发行情况 (亿元).....	5
图表 10: 投行发行情况 (亿元).....	5
图表 11: 股票发行情况 (亿元).....	5
图表 12: 债券发行情况 (亿元).....	5
图表 13: 券商集合资管业务情况.....	6
图表 14: 融资融券余额情况 (亿元).....	6
图表 15: 上市券商挂牌和做市数量情况.....	7
图表 16: 保险业原保费累计数据 (万元).....	7
图表 17: 保险业原保费单月数据 (万元).....	7
图表 18: 信托资金余额情况 (亿元).....	8
图表 19: 信托资金到期情况 (亿元).....	8
图表 20: 信托产品发行情况 (万元).....	8
图表 21: 信托市场存续情况 (亿元).....	8

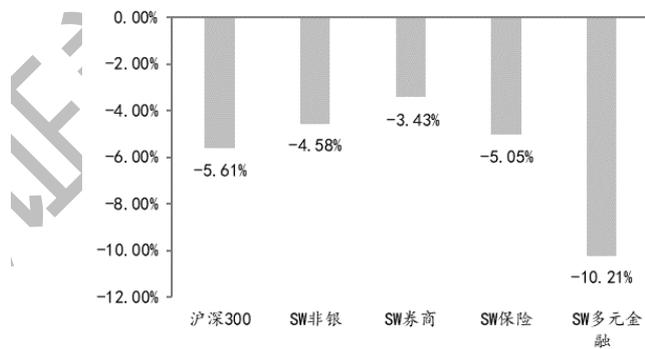
1、市场概况

上周市场走势分化，各类指数均成跌势。创业板指(-3.38%)和上证50指数(-4.92%)跌幅较小，而中证1000(-6.73%)和中小板指(-6.55%)则跌幅较大。其他指数中，中证100指数、上证综指、深证成指分别变化-5.39%、-5.64%和-6.12%。分行业来看，28个申万一级行业中，共1个行业上涨，其中只有农林牧渔出现涨幅，食品饮料和非银金融则跌幅较小，分别变化0.04%、-1.42%和-4.58%。下跌行业中，国防军工(-10.98%)、家用电器(-10.96%)和汽车(-9.88%)跌幅居前。非银金融方面，在上周下跌-4.58%的情况下，全年至今累计涨幅达到44.90%。细分板块来看，上周券商板块(-3.43%)跌幅较小，保险板块(-5.05%)和多元板块(-10.21%)表现稍逊。年初以来，券商、保险、多元板块累计涨跌幅分别为46.56%、45.47%、27.74%。

图表1：上周市场指数表现



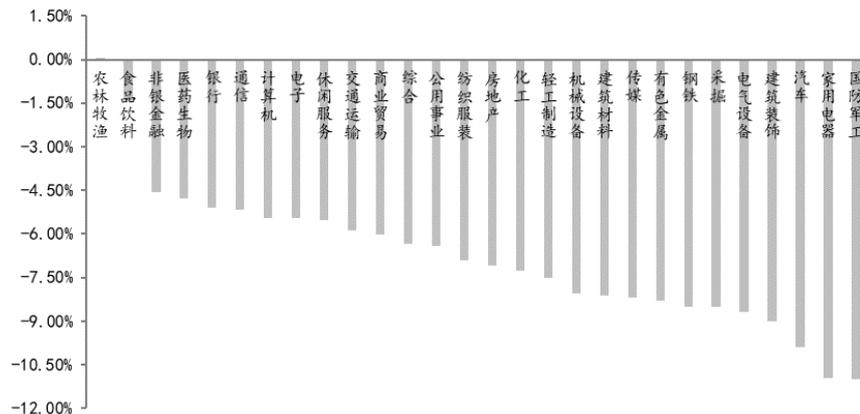
图表2：上周非银金融及板块表现



资料来源：wind, 万联证券研究所

资料来源：wind, 万联证券研究所

图表3：上周各行业表现（申万一级）

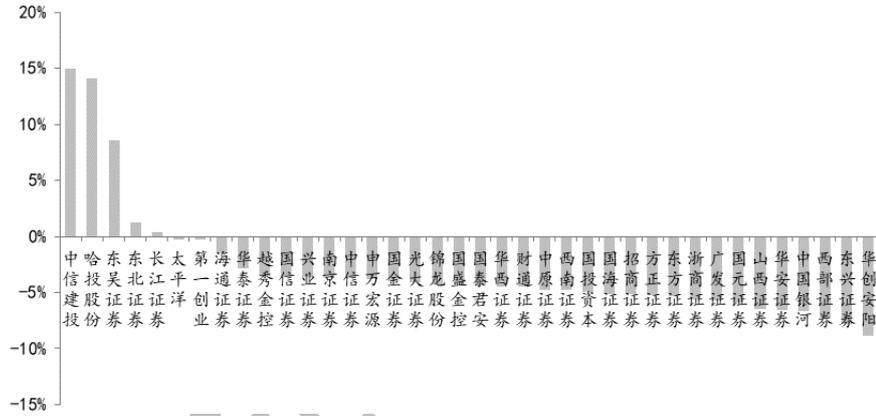


资料来源：wind, 万联证券研究所

个股方面，券商板块共有5只个股上涨，其中，中信建投、哈投股份和东吴证券表现良好，分别上涨14.95%、14.13%和8.56%；华创安阳(-8.83%)、东兴证券(-7.78%)和西部证券(-7.21%)则跌幅较大；保险股方面，四大上市险企中，中国人寿(-4.14%)跌幅较小，中国平安、中国太保和新华保险的跌幅分别为-4.47%、-8.07%和-8.27%；多

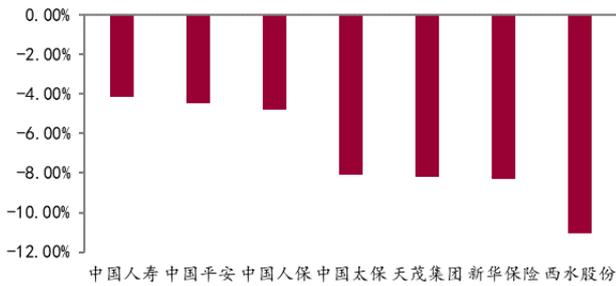
元金融方面，个股走势有所分化，五矿资本、陕国投A、华铁科技跌幅较小，分别下跌-1.75%、-5.31%和-6.10%。而宝德股份(-17.47%)、安信信托(-12.99%)、民生控股(-12.77%)则跌幅较大。其他相关个股中，东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份的跌幅分别为-5.51%、-6.50%、-9.48%和-9.08%。

图表4：上周券商板块个股表现



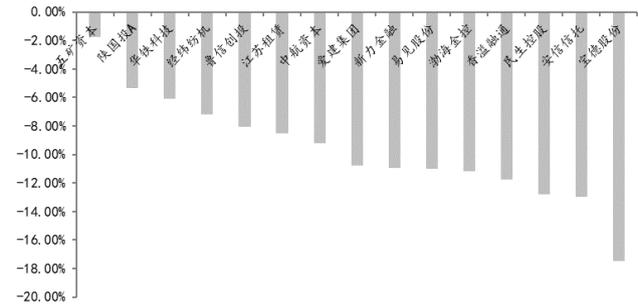
资料来源：wind，万联证券研究所

图表5：上周保险板块个股表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图表6：上周多元金融板块个股表现



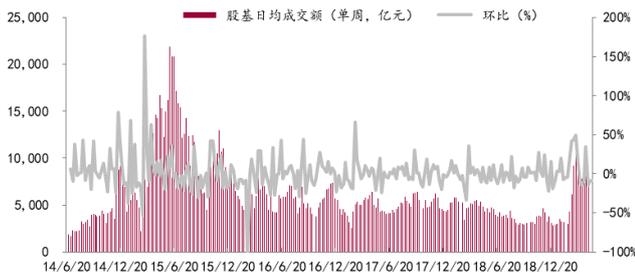
资料来源：wind，万联证券研究所

2、券商数据

2.1 经纪业务

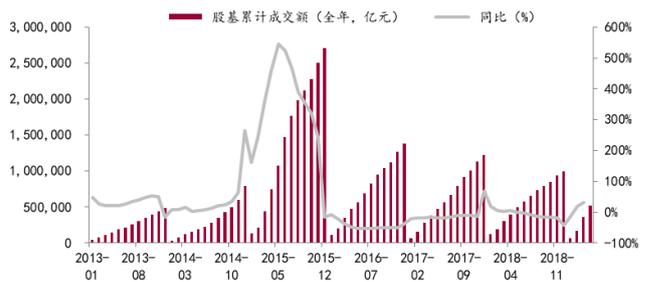
上周股基日均成交7,463.53亿元，环比下降-8.38%。截至上周末，2019年两市股基累计成交额523,836.75亿元，年初至今股基日均成交额6,803.07亿元，同比上升32.63%。

图表7：股基日均成交额情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表8：股基累计日均成交额情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

2.2 投行业务

2019年年初至今，权益市场发行规模合计1991亿元，其中312亿元为IPO项目，1570亿元为增发项目；而债券市场方面，截至上周末，企业债、公司债、可转债的市场发行规模分别为1187亿元、5745亿元、1477亿元，合计8408亿元。2010年至今，IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表：

图表9：主要投行业务发行情况（亿元）

年份	股票发行				债券发行（核心债券）			
	IPO	增发	配股	合计	企业债	公司债	可转债	合计
2010	4,886	3,506	1,453	9,845	2,827	512	717	4,056
2011	2,705	3,754	324	6,783	2,485	1,291	413	4,190
2012	995	3,727	70	4,792	6,499	2,623	164	9,286
2013		3,510	457	3,967	5,007	2,263	520	7,789
2014	666	6,752	139	7,557	11,629	3,028	841	15,498
2015	1,578	13,723	41	15,342	3322	7421	98	10,694
2016	1,634	18,092	299	20,025	6,505	28,292	195	34,993
2017	2,186	10,197	203	12,586	3,736	10,985	947	15,668
2018	1,375	7,581	189	9,144	2,394	15,913	791	19,098
2019	312	1,570	109	1,991	1,187	5,745	1,477	8,408

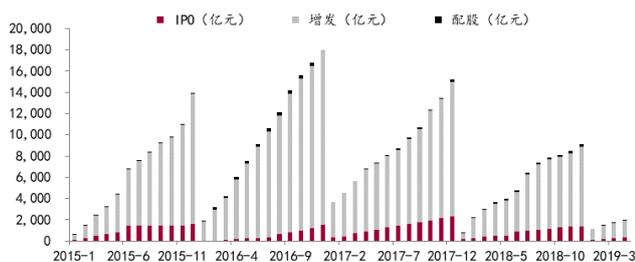
资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：投行发行情况（亿元）



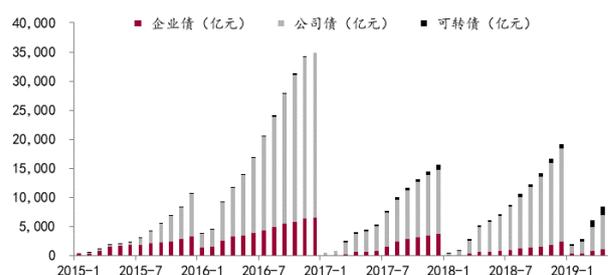
资料来源：wind，万联证券研究所

图表11：股票发行情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表12：债券发行情况（亿元）

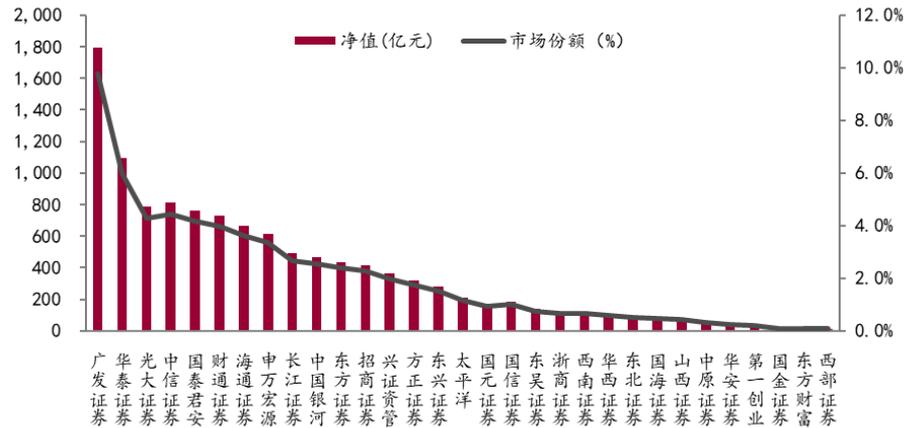


资料来源：wind，万联证券研究所

2.3 资管业务

截至上周末，券商集合资产管理规模净值18,314.58亿元。上市券商层面，资产管理规模净值以广发证券(1,791.17)、华泰证券(1,096.12)和中信证券(815.47)表现领先，财通证券作为中小券商取得730.31亿元的资产管理规模净值，表现不俗。

图表13：券商集合资管业务情况



资料来源：wind, 万联证券研究所

2.4 信用业务

截至4月25日，融资融券余额9857.94亿元，其中融资余额9769.16亿元，融券余额88.78亿元，4月份买入额/偿还额为104%，持续净买入。

图表14：融资融券余额情况（亿元）

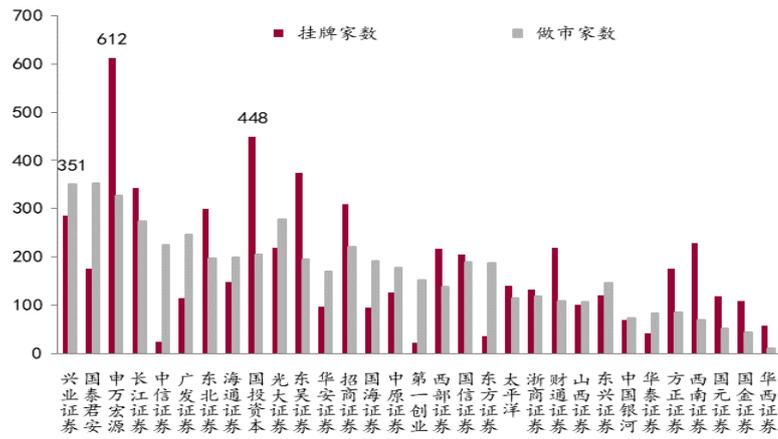


资料来源：wind, 万联证券研究所

2.5 新三板业务

截至上周末，新三板挂牌企业数量10406家，其中2019年新挂牌56家。券商中以申万宏源证券(620家)、安信证券(国投资本, 485家)、中泰证券(439家)挂牌企业数量排名靠前，以中泰证券(356家)、兴业证券(352家)、国泰君安(351家)做市企业数量排名靠前。

图表15: 上市券商挂牌和做市数量情况

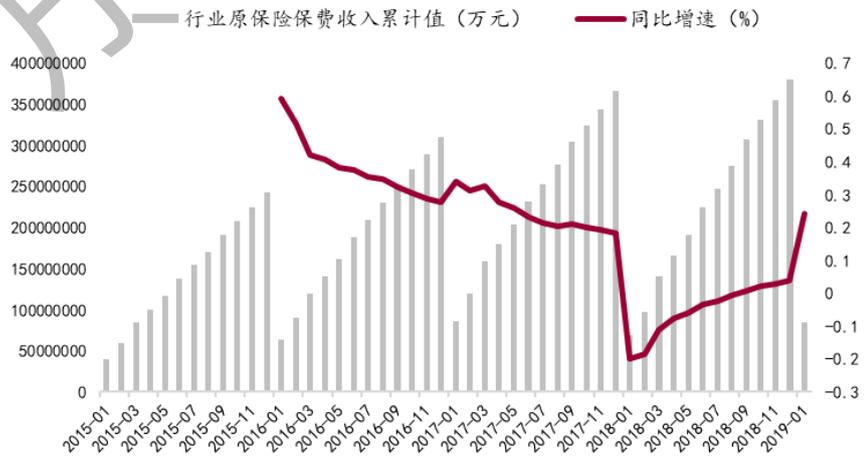


资料来源: wind, 万联证券研究所

3、保险数据

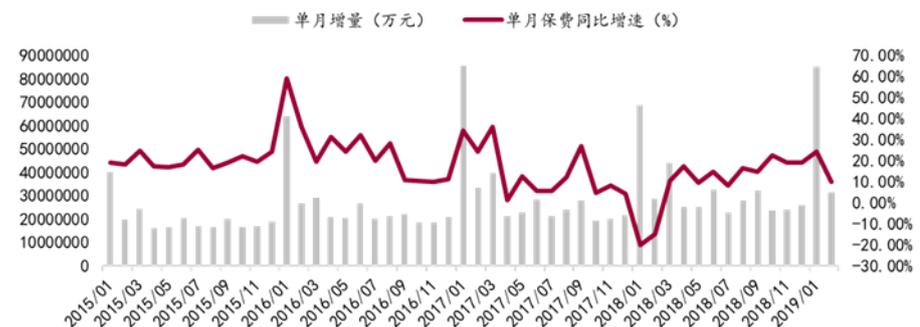
从银保监会公布的行业保费数据来看, 2019年2月行业原保费收入为11,638亿元, 较去年同期上升19.94%。

图表16: 保险业原保费累计数据 (万元)



资料来源: 银保监会, 万联证券研究所

图表17: 保险业原保费单月数据 (万元)

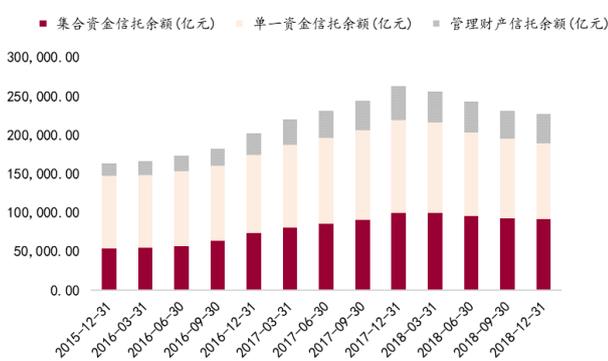


资料来源：银保监会，万联证券研究所

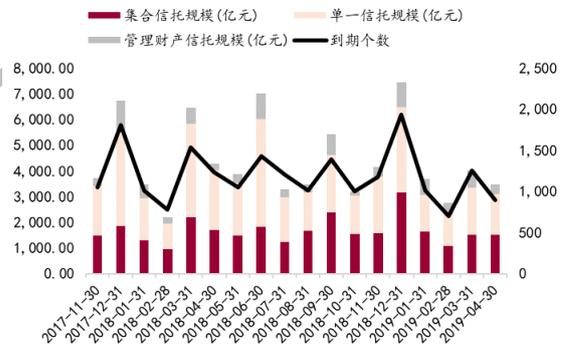
4、信托数据

信托业协会数据显示，截至2018年四季度末，信托行业资产余额合计227,012.63亿元，其中集合资金信托余额91,080.32亿元，占比40.12%，单一资金信托余额98,366.16亿元，占比43.33%，管理财产信托余额37,565.95亿元，占比16.55%。较三季度末而言，四季度资产余额规模下滑4.65%，其中单一资金信托余额规模下滑达到5.43%。而信托资金到期情况来看，2019年4月末将有894只产品到期，合计到期规模达到3,467亿元，其中集合信托到期1,572亿元，单一信托到期1,567亿元，管理财产信托到期372亿元。就单周情况来看，根据wind统计口径，上周信托市场周平均发行规模为2.80亿元，平均预计收益率为7.83%。存续产品方面，截至上周末信托市场存续规模为35,042亿元，较前一周下降0.53%。

图表18：信托资金余额情况（亿元）



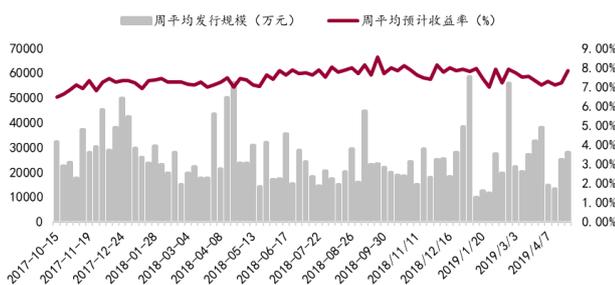
图表19：信托资金到期情况（亿元）



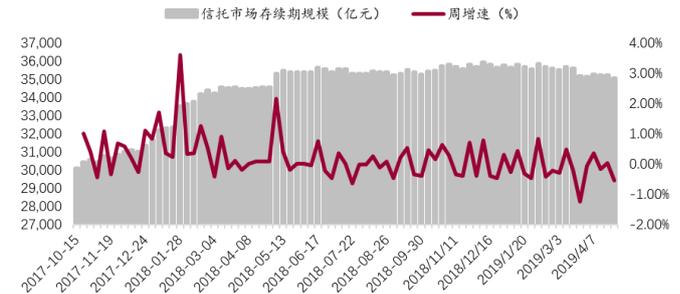
资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表20：信托产品发行情况（万元）



图表21：信托市场存续情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

5、动态信息

5.1 行业热点

【券商】证监会：坚持新股常态化发行，审核政策没有新的调整

4月27日，证监会在回答有媒体报道证监会将放宽IPO的盈利要求、加快审核节奏等的问题时表示，我会坚持新股常态化发行，严格按照现行法律法规规章，对主板、中小板、创业板首发企业进行审核，审核政策没有新的调整，主要从公司治理、规范运行、信息披露等多个维度对首发企业严格把关，从源头上提高上市公司质量。

审核进度服从质量。

下一步，我会将充分发挥资本市场配置资源的重要作用，继续保持新股常态化发行，严把资本市场入口关，增加市场可预期性，更好服务实体经济高质量发展。

（资料来源：《证监会公告》 4月27日发布）

【券商】证券行业经纪人数量明显下降

中国证券业协会日前发布最新数据显示，截至4月4日，证券行业从业人员总数同比下滑3.6%。其中，投资顾问人员增幅明显，同比增幅达13.1%，与投资顾问职业类别同属于证券投资咨询业务的分析师，人员增长情况同样明显，增幅同为13.3%。目前，证券公司投资顾问人员数量已达46595人，与去年同期相比增加逾5000人，增幅高达13%。证券经纪人数量下降明显，一年之内减少逾8000人，降幅为9%。

之所以会出现一增一降现象，与券商经纪业务发展现状、投顾业务转型前景等因素密切相关。

证券公司传统业务范围有几方面：经纪业务、证券发行与承销业务、与证券交易等活动有关的财务顾问、自营业务、资产管理业务等。所谓经纪业务是指证券公司通过设立证券营业部，接受客户委托，按照客户要求，代理客户买卖证券的业务。券商投资顾问业务一般是指券商或其子公司为资产管理计划组合管理提供投资顾问服务的相关业务，属于《证券法》业务范围中的证券资产管理范畴。

业内人士表示，随着一系列新技术的应用以及受市场交投活跃度影响，券商传统经纪业务的佣金下滑明显，不少券商意欲通过发展投资顾问业务，实现从佣金收入向财富管理或专业服务转型。其中，财富管理将成为重要的发展方向。但从目前情况看，券商转型之路并不平坦。

证券业协会统计显示，2018年上半年，30家上市券商整体经纪业务收入同比上涨0.6%。短期看，虽然股票和基金交易额高于2017年同期，券商佣金率降幅收窄。但考虑到券商经纪业务发展同质化、自身交易成本等因素，经纪业务自身转型的迫切性仍然存在。

除了市场交投冷清之外，佣金下降也是经纪业务面临的挑战之一。据证券业协会和沪深交易所统计数据，2014年证券公司平均净佣金率为万分之六点六；2015年为万分之五；2016年为万分之三点八；2017年1月份至6月份为万分之三点四。

安信证券分析师赵湘怀认为，经纪业务收入是券商最重要的收入来源，但交易量清淡和佣金率下滑对券商经纪业务业绩影响较大，券商渴望寻找新的业务模式。2017年前后，部分券商以代销金融产品成为突破口，开始发力财富管理业务，这也是券商从事投资顾问人员数量增加的重要原因。未来，券商能否成功实现向财富管理转型，还需要满足渠道、产品和客户等要素。

（资料来源：《经济日报》4月21日发布）

【保险】专家研判保险业一季度形势与风险

【记者 张爽】4月24日-25日，中国保险保障基金有限责任公司（以下简称“保险保障基金”）主办的保险行业风险评估专家委员会第十八次会议在京召开。来自保险保障基金、保险公司、保险资管公司、证券公司和高校研究机构的20多名专家学者共同探讨2019年一季度人身险、财产险以及资金运用等方面的形势与风险。

人身险方面，保费收入实现较快增长，业务结构逐步改善，行业转型阶段性成果显现。专家指出，当前健康险业务保持高速增长，但产品同质化现象严重，部分公司以降低价格、增加保障病种、提高保额等方式实现业务增长，市场非理性竞争趋势明显。同时，部分重疾发生率发生变化、医疗险赔付支出攀升，激进的产品定

价加大了险企潜在的亏损风险。此外，专家表示，人身险市场“马太效应”明显，中小公司未探索出与自身定位匹配的发展路径、未形成以客户需求为导向的经营策略、未建立可持续的渠道发展模式，在激烈的竞争中面临较大经营压力。

财产险方面，整体业务规模增速放缓，一季度，财产险行业保费增速同比下降4.51个百分点。非车险业务市场份额继续提升，占比同比上升4.68个百分点。行业性承保亏损、综合成本率略有上升、赔付和费用一升一降。车险市场高费用问题等市场乱象仍存在。专家指出，资本逐利的性质决定了当车险存在盈利空间时，保险公司会投入大量的费用争抢业务。专家认为，需继续深化商业车险改革，并配套交强险改革，完善市场退出机制。此外，非车险应收保费率持续走高，保证保险业务风控不足等风险还需持续关注。

资金运用方面，保险行业资金运用规模稳步增长，资产配置结构保持平稳，资金运用收益率同比略上升。在长期利率下行的影响下，保险资金配置难度加大。股票市场虽然向好，但部分公司股票投资仍潜藏风险。专家认为，再投资风险和利差损风险是寿险公司面临的重大风险，同时，债券和非标产品的信用风险需要重点关注与应对。

(资料来源：《中国新闻网》4月25日发布)

【保险】新华保险一季度净利增长29% 新单保费快速增长

4月26日，新华保险披露一季报显示，一季度实现净利润33.67亿元，同比增长29.1%。每股收益1.08元，同比增长28.6%。从两大主业看，新华保险承保业务取得诸多亮点，投资业绩稍逊于预期。

承保业务方面，本月初新华保险曾召开2019年一季度业务分析会总结，公司一季度总保费增速创近五年来“开门红”新高，新单和续期共同保障了总保费较好增长，各销售渠道全面实现新单保费的正增长。同时，健康险业务持续攀升；附加险业务实现翻番；队伍发展量质齐升。

该会议还明确上半年任务目标，确保新单保费和价值保费实现“时间过半、任务过半”。

一季报显示，新华保险一季度实现总保费收入431.69亿元，同比增长9.5%。其中，新单业务快速提升，实现长期险首年保费71.63亿元，同比增长18.0%；续期保费338.27亿元，同比增长6.0%。

两大渠道中，个险长期险首年保费55.2亿，同比增长16.1%；银保长期险首年保费16.4亿，增长25.1%。

同时，由于公司业务转型，银保渠道高现金价值产品退保支出大幅减少，新华保险一季度退保金为38.88亿元，同比大幅减少79.5%。

投资业务方面，截至3月末，新华保险投资资产为7307.73亿元，较年初增长4.4%。一季度投资收益68.89亿元，相较去年同期（76.25亿）减少9.65%；公允价值变动损益5.95亿，去年同期为-1.11亿元。一季度年化总投资收益率为4.2%，同比下滑0.1个百分点。

另外，受资本市场波动上行影响，新华保险可供出售金融资产公允价值上升，使得其他综合收益由年初的-27.91亿元转正，3月末为14.50亿元。一季度的其他综合收益的税后净额，由去年同期的-8.12亿增至42.41亿元，不过这部分不计入当期损益，即，未反映到净利润中。

截至3月末，新华保险总资产7676.46亿元，较年初增长4.6%；核心和综合偿付能力分别为274.31%、278.98%，较去年底均实现提升4个多百分点。

(资料来源：《中国保险行业协会》3月29日发布)

5.2 公司动态

【西南证券】2019年4月28日，西南证券股份有限公司发布2019年一季度报，2019年一季度公司实现营业收入11亿元，比上年增加将近4亿元；净利润4.29亿元较上年增加1.4亿元。2019年受到市场经济转好的影响，公司利润较上年统计有所增加，细分业务来看，经纪业务、投行业务对于公司营业收入增长有较大贡献。

【新华保险】2019年4月27日，新华人寿保险股份有限公司披露2019年1月1日至3月31日保费收入情况。一季度，保险业务险收入432亿元，较上年增长9.5%，已赚保费420亿元，较上年同期增长8.8%。营业收入496亿元较上年增长7.4%，归母净利润33.67亿元，增长29.1%。

【中国太保】本公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司于2019年1月1日至2019年3月31日期间累计原保险业务收入分别为人民币928.52亿元、人民币351.48亿元。

6、投资建议

1、证券板块，在众多政策催化下市场活力被激发，A股交投活跃度提升，两融余额持续提升，券商一季度业绩持续向好，长期看在金融供给侧结构性改革中，直接融资占比将提升，券商作为重要纽带直接受益，同时3月社融数据改善经济企稳迹象初现，货币政策保持战略定力，且前期板块过快上涨已反映了业绩增长预期，需关注后期政策和市场动向。在个股的选择上，一方面仍关注龙头中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），华泰凭借经纪龙头优势弹性更好，同时关注低估值的海通证券（600837.SH）和广发证券（000776.SZ）；另一方面关注高pb、超跌的小市值券商，增量市场下业绩增长预期更强，超跌反弹力度会更大。

2、保险板块，目前上市险企估值仍处于较低水平，只要利率不出现超预期下行，保险股在寿险业务复苏、权益市场上行带来的业绩反弹、价值较快增长的背景下，估值有望继续提升，推荐保障型业务转型较好、业绩弹性较高的纯寿险标的，建议关注新华保险（601336.SH）。

3、多元金融板块，主要看好信托，转型阵痛和投资不利的利空落地，相关政策有超预期因素，信托贷款和集合信托规模同时向好，预计板块估值修复将延续，看好转型领先、主动管理规模占优的龙头公司。

7、风险提示

金融监管力度超预期；宏观经济下行风险；利率超预期下行

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年04月28日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	23.59	30.64	21.64	21.64	1.87	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	21.30	34.92	21.96	18.52	1.65	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.80	0.92	10.24	14.30	31.78	17.92	15.49	1.40	增持
000776.SZ	广发证券	0.56	0.83	0.90	11.63	15.75	28.13	19.08	17.48	1.35	增持
601336.SH	新华保险	2.54	3.30	3.94	28.88	59.10	23.27	17.91	15.00	2.05	买入

资料来源: wind, 万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场