

## 非银金融

## 业绩同比持续改善，关注市场改革持续推进

## - 券商4月财务数据点评

**评级：增持（维持）**

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

分析师：高崧

执业证书编号：S0740519050001

Email: gaosong@r.qlzq.com.cn

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016A	2017A	2018A	2019E	2016A	2017A	2018A	2019E		
中信证券	19.78	0.86	0.94	0.77	1.11	26.77	24.49	29.90	20.80	-	买入
华泰证券	18.08	0.88	1.30	0.66	0.97	20.65	13.96	27.39	18.64	-	未评级
国泰君安	16.74	1.21	1.11	0.70	1.07	13.83	15.08	23.91	15.60	-	未评级
海通证券	12.05	0.70	0.75	0.45	0.68	17.21	16.07	26.78	17.76	-	未评级
招商证券	15.69	0.91	0.78	0.54	0.91	17.30	20.24	29.01	17.18	-	未评级

注：未评级盈利预测取自wind一致预期

**投资要点**

■ **40家上市券商发布2019年4月财务数据，合并口径（以下同）合计实现营业收入191亿元，环比-43%，同比+35%（剔除华林、南京、建投、天风、长城、国盛，下同）；合计净利润70亿元，环比-57%，同比+47%；合计净资产1.48万亿元，环比+0.4%，同比+3.2%。1-4月累计实现营收958亿，同比+48%，净利润414亿，同比+68%。**

■ **4月券商业绩环比有所回落，同比继续改善。经营环境：**4月日均股基交易额8431亿元，环比-9.3%，同比+64.5%，月末两融余额为9599亿元，环比+4.08%，同比-2.45%，本月上证综指-0.40%，创业板指-4.12%，中证全债-0.75%，行业经纪、自营弹性环比或有所承压，同比继续改善；

■ **单月业绩：**营业收入前三分别为国君系、中信系、海通系，净利润前三分别为长江系（包含子公司分红）、国君系、中信系，综合来看龙头券商相对稳健，方正、国海、国元、兴业、东方等同比改善较大；4月IPO过会15家，环比+36%，审核通过率93.75%，环比+6.25%，本月7家投行子公司实现营收2.3亿元，合计环比-24%，合计同比-41%，华泰联合、一创投行实现正增长，东方花旗较为突出；14家资管子公司实现营收10.62亿元，环比-23%，同比+14%，其中国君同比+145%持续改善，净利润仅华泰资管过亿。

■ **累计业绩：1-4月累计营收同比+48%，净利润同比+68%。**营收、净利润收入前三均为中信系（营收78.7亿元，同比+18%，净利润36.7亿元，同比+43%）、国君系（75.1亿元，环比+13%，净利润36亿元，同比+25%）、华泰系（63.9亿元，同比+17%，净利润32.6亿元，同比+1%），营收仅1家负增长，综合来看华鑫、东方、东吴、东北、兴业、长江等中小券商同比持续改善。

■ **投资要点：**券商一季报受益于市场回暖，自营业务显著改善，业绩整体亮眼，科创板受理、问询稳步推进，证券法迎来三审，我们认为，资本市场改革有望持续推动券商行业转型发展，直接融资重要性提升背景下，龙头券商竞争力有望持续增强，持续看好！

■ **风险提示：**二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。

**基本状况**

上市公司数	71
行业总市值(百万元)	5401604
行业流通市值(百万元)	3564346

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

<<广发证券 2019 年一季报点评：自营、经纪弹性释放，资本实力有望进一步增强-20190430>>2019.04.30

<<中信证券 2019 年一季报点评：投资收益改善，龙头投行市占率优势凸显-20190430>>2019.04.30

<<净利润在 IFRS9 法则下高增长，NBV 全年有一定压力>>2019.04.30



## 内容目录

4 月经营业绩一览.....	- 4 -
4 月经营环境.....	- 5 -
券商涨跌幅.....	- 5 -
经纪.....	- 6 -
投行.....	- 6 -
自营.....	- 7 -
投资建议与估值.....	- 7 -
风险提示.....	- 8 -

## 图表目录

图表 1: 券商 4 月财务数据 (单位: 亿元) .....	- 4 -
图表 2: 券商净利润月度对比, 亿元), 同比、环比增速 (%) .....	- 5 -
图表 3: 券商板块近两年行情走势.....	- 6 -
图表 4: 日均股基交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%) .....	- 6 -
图表 5: 股债承销情况.....	- 7 -
图表 6: 指数月度涨跌幅 (%) -股票.....	- 7 -
图表 7: 指数月度涨跌幅 (%) -债券.....	- 7 -
图表 8: 券商估值表.....	- 8 -

## 4 月经营业绩一览

- 4 月券商业绩环比有所回落，同比继续改善。**40 家上市券商发布 2019 年 4 月财务数据，合并口径（以下同）合计实现营业收入 191 亿元，环-43%，同比+35%（剔除华林、南京、建投、天风、长城、国盛，下同）；合计净利润 70 亿元，环比-57%，同比+47%；合计净资产 1.48 万亿元，环比+0.4%，同比+3.2%。1-4 月累计实现营收 958 亿，同比+48%，净利润 414 亿，同比+68%。

图表 1: 券商 4 月财务数据 (单位: 亿元)

券商	合并口径(亿元)	营业收入		净利润		净资产		2019年累计营业收入		2019年累计净利润		ROE			
		营业收入	环比	同比	净利润	环比	同比	净资产	环比	同比	2019年累计营业收入		同比	2019年累计净利润	同比
A+H	合计	191.31	-43%	35%	70.40	-57%	47%	14798	0.4%	3.2%	958.3	48%	413.81	68%	3.0%
	A+H合计	122.03	-40%	45%	47.73	-55%	44%	9598	0.7%	10.1%	579.8	39%	266.1	47%	3.0%
	国君系	16.75	-37%	61%	6.21	-61%	61%	1341	2.4%	4.2%	75.1	13%	36.7	34%	2.7%
	中信系	14.55	-38%	-28%	5.71	-60%	-34%	1358	0.4%	3.1%	78.7	18%	36.0	25%	2.6%
	海通系	13.21	-28%	58%	5.83	-46%	25%	1159	0.5%	3.4%	58.8	69%	31.3	64%	2.7%
	华泰系	13.18	-49%	71%	5.31	-66%	86%	1075	0.5%	18.6%	63.9	17%	32.6	1%	3.0%
	广发系	12.17	-37%	56%	5.03	-41%	34%	837	0.5%	2.5%	63.9	52%	26.1	45%	2.8%
	招商系	11.26	-29%	77%	4.97	-34%	79%	810	0.3%	2.4%	49.7	70%	22.1	76%	2.7%
	申万系	9.76	-47%	-6%	4.71	-40%	5%	719	0.4%	4.6%	48.3	27%	21.2	46%	2.9%
	长江系	9.64	-6%	140%	7.07	109%	584%	283	0.4%	-0.3%	32.8	105%	15.0	279%	5.3%
	银河系	9.27	-36%	99%	3.55	-44%	183%	679	-0.1%	3.5%	42.6	51%	17.7	82%	2.6%
	中信建投	9.14	-36%	-	3.46	-59%	-	480	0.5%	-	38.1	-	17.9	-	3.7%
	国信系	8.00	-48%	29%	2.12	-73%	14%	537	0.1%	3.3%	41.2	38%	19.5	104%	3.6%
	光大系	6.17	-47%	55%	1.21	-72%	22%	507.2	0.5%	0.4%	34.4	90.9%	14.1	130.90%	2.8%
	安信证券	5.76	-48%	38%	1.90	-58%	40%	312	0.8%	1.6%	30.1	81.7%	11.6	102.37%	3.7%
	东方系	5.70	-43%	75%	1.63	-68%	275%	535.6	-0.3%	1.7%	28.6	81%	11.4	703%	2.1%
	方正系	5.10	-25%	98%	1.60	-58%	124%	466	0.1%	1.0%	20.4	51%	7.3	158%	1.6%
	兴业系	4.54	-54%	142%	1.27	-34%	320%	325	0.40%	-0.2%	28.0	204%	8.3	305%	2.5%
	华西证券	4.20	15%	54%	1.62	5%	44%	189	0.8%	5.4%	14.01	51%	6.06	55%	3.2%
	财通系	3.28	-19%	27%	0.91	-31%	-4%	199	0.4%	-2.8%	14.3	28%	4.1	2%	2.1%
	东兴证券	3.05	-19%	28%	1.02	-70%	-1%	197	-0.1%	1.8%	12.5	49%	6.5	71%	3.3%
	国海证券	2.96	12%	214%	1.13	54%	855%	133	0.7%	-1.3%	8.8	78%	2.8	164%	2.1%
	东吴证券	2.54	-50%	39%	0.77	-69%	69%	204	0.1%	0.3%	13.1	99%	5.4	324%	2.7%
	国金证券	2.35	-31%	-23%	0.63	-50%	-31%	197	-0.3%	3.7%	12.4	16%	4.6	37%	2.4%
	浙商证券	2.21	-36%	44%	0.73	-33%	25%	145	0.5%	10.3%	8.9	26%	2.5	14%	1.7%
	山西系	2.20	-5%	2%	0.75	-25%	113%	135	0.7%	-0.3%	7.8	38%	2.7	85%	2.0%
	长城证券	2.17	-47%	-	0.61	-58%	-	167	0.3%	-	11.3	-	3.4	-	2.0%
	华安证券	1.91	-42%	80%	1.13	-12%	220%	125	0.7%	2.3%	9.6	11%	4.4	184%	3.5%
	南京证券	1.65	-12%	-	0.73	-16%	-	108	-0.1%	-	6.4	-	2.8	-	2.6%
	国元证券	1.58	-52%	63%	0.56	-62%	633%	239	0.0%	-1.4%	9.7	57%	4.0	230%	1.7%
	西南证券	1.28	-82%	-31%	0.26	-82%	-50%	188	-0.3%	-1.6%	13.2	53%	6.2	88%	3.3%
	西部证券	1.26	-73%	-11%	0.18	-82%	-54%	180	0.0%	1.7%	12.5	86%	6.0	160%	3.3%
	天风证券	1.21	-70%	-	0.11	-81%	-	112	-0.1%	-	9.5	-	1.7	-	1.5%
	东北证券	1.02	-80%	-22%	0.10	-95%	-4%	155	0.1%	-1.0%	13.2	129%	5.3	340%	3.4%
	中原证券	0.87	-53%	1%	0.12	-33%	-34%	98	0.0%	-2.7%	5.36	44%	1.4	42%	1.4%
	一创系	0.72	-70%	-42%	0.02	-88%	-9%	92	0.0%	-3.6%	6.7	29.6%	2.4	59%	2.6%
	江海证券	0.69	-84%	0.2%	0.003	-99%	-9%	101	0.0%	-0.8%	10.4	133%	4.6	844%	4.6%
	华林证券	0.62	-34%	-	0.16	-71%	-	50.57	0.4%	-	2.76	-	1.09	-	2.2%
	华鑫证券	0.46	-70%	-25%	0.01	-92%	-41%	48	0.0%	-1.5%	3.5	35%	0.6	949%	1.3%
	广州证券	-0.23	-119%	-124%	-0.77	-23%	-827%	106	-0.7%	-5.6%	3.4	-11%	0.3	107%	0.3%
	国盛系	-0.24	-106%	-	-0.79	-13%	-	105	-0.7%	-	8.9	-	3.8	-	3.7%
	太平洋证券	-0.66	-121%	-165%	-1.13	-15%	-10.5%	101.3	0.7%	-13.7%	6.3	43%	2.4	863%	2.3%
资管子公司	合计	10.62	-23%	14%	4.29	-33%	26%	351.43	-1.2%	2.0%	43.36	2%	19.38	1.1%	6.4%
	国君资管	2.01	-35%	145%	0.59	-61%	37%	46.37	1.3%	0.3%	6.56	24%	2.65	50%	5.7%
	华泰资管	1.85	10%	-8%	1.01	10%	2%	61.64	1.7%	6.1%	8.07	7%	4.33	10%	7.0%
	东方资管	1.75	1%	-11%	0.53	-53%	-8%	26.51	2.0%	29.4%	6.34	39.8%	2.48	36.1%	9.4%
	广发资管	1.09	-4%	7%	0.56	-10%	-1%	49.71	1.1%	17.1%	4.24	2%	2.22	5%	4.5%
	招证资管	0.88	-18%	-7%	0.62	-5%	30%	36.41	1.7%	21.6%	3.32	15%	2.11	9%	5.8%
	海通资管	0.60	-19%	28%	0.20	-50%	83%	37.99	0.5%	9.9%	3.29	22%	1.45	99%	3.8%
	财通资管	0.52	-5%	20%	0.05	-21%	50%	7.75	-58.4%	-38.6%	1.97	23%	0.21	49%	2.6%
	光大资管	0.52	-66%	39%	0.35	-51%	107%	16.81	2.1%	24.2%	3.09	7.6%	1.46	10.5%	8.7%
	银河金汇	0.44	-51%	11%	0.07	-32%	503%	13.07	0.6%	4.9%	2.05	6.7%	0.34	-9%	2.6%
	兴证资管	0.29	-37%	-7%	0.15	-39%	43%	8.64	1.7%	-43.7%	1.02	5%	0.35	-26%	4.0%
	浙商资管	0.28	-9%	53%	0.06	-9%	4570%	18.68	0.3%	48.2%	1.06	22%	1.06	7153%	5.7%
	长江资管	0.26	-27%	3%	0.08	14%	639%	13.76	-28.2%	-22.4%	1.47	3%	0.53	152%	3.8%
	东证融汇	0.07	-73%	-28%	0.03	-81%	-25%	9.13	0.3%	5.1%	0.63	16%	0.31	25%	3.4%
	国盛资管	0.06	-18%	-	-0.01	-254%	-	4.96	-1.4%	-	0.26	-	-0.13	-	-2.6%
投行子公司	合计	2.30	-24%	-41%	0.095	-84%	-85%	88.80	-14%	-5%	10.23	-22%	1.45	8%	2%
	华泰联合	1.03	41%	36%	0.16	-12%	-29%	31.56	0.5%	-9%	3.08	-40%	0.56	1%	2%
	东方花旗	0.66	-35%	-66%	0.09	-69%	-81%	14.74	1%	6%	2.52	-29%	0.47	1%	3%
	申万承销保荐	0.22	-64%	-53%	0.06	-62%	-64%	14.44	0%	3%	1.77	40%	0.52	4%	4%
	长江承销保荐	0.13	-63%	3%	-0.02	-125%	73%	4.24	-78%	101%	1.52	15%	0.39	12%	9%
	瑞信方正	0.11	-32%	6%	-0.04	-95%	41%	8.39	-0.4%	-3%	0.42	-18%	-0.15	3%	-2%
	中德证券	0.10	-35%	-80%	-0.09	-103%	-85%	11.34	-1%	-1%	0.62	-38%	-0.19	-21%	-2%
	一创投行	0.05	2279%	94%	-0.07	25%	41%	4.08	-1.6%	-50%	0.30	33%	-0.15	4%	-4%

来源: 公司公告, 中泰证券非银整理

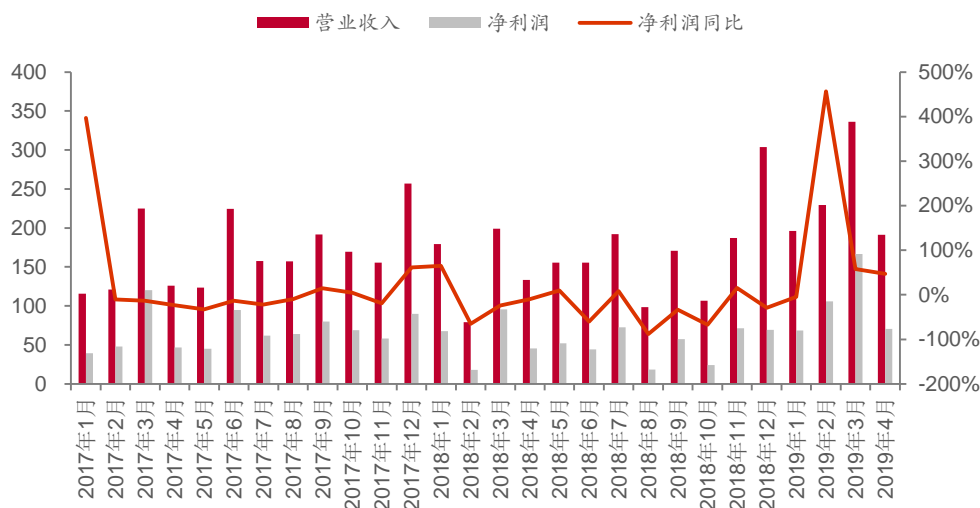
注: 同比剔除华林、南京、建投、天风、长城、国盛

长江资管、长江保荐向母公司长江证券分配现金红利人民币5.5亿元和2,000万元, 剔除影响后, 当期营收环比-61%, 同比-2%, 净利润环比-60%, 同比+33%。

来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- 4月交易额有所回落，市场震荡，券商经纪、自营业务预计环比有所承压，同比继续改善。营业收入前三分别为国君系（17亿元，环比-37%，同比+61%）、中信系（15亿元，环比-38%，同比-28%）、海通系（13亿元，环比-28%，同比+58%），仅1家环比正增长，10家同比负增长；净利润前三分别为长江系（7.07亿元，含有子公司5.7亿分红，环比+109%，同比+584%，剔除后环比-60%，同比+33%）、国君系（6.21亿元，环比-61%，同比+61%）、中信系（5.71亿元，环比-60%，同比-38%），仅2家环比正增长，13家同比负增长，综合来看龙头券商相对稳健，方正、国海、国元、兴业、东方等同比改善较大。
- 1-4月累计营收同比+48%，净利润同比+68%。营收、净利润收入前三均为中信系（营收78.7亿元，同比+18%，净利润36.7亿元，同比+43%）、国君系（75.1亿元，环比+13%，净利润36亿元，同比+25%）、华泰系（63.9亿元，同比+17%，净利润32.6亿元，同比+1%），营收仅1家负增长，综合来看华鑫、东方、东吴、东北、兴业、长江等中小券商同比持续改善。

图表2：券商净利润月度对比，亿元，同比、环比增速（%）



来源：wind，中泰证券研究所

- 4月IPO过会15家，环比+36%，审核通过率93.75%，环比+6.25%，期待科创板带来投行转型发展。本月7家投行子公司实现营收2.3亿元，合计环比-24%，合计同比-41%，华泰联合、一创投行实现正增长，东方花旗较为突出；14家资管子公司实现营收10.62亿元，环比-23%，同比+14%，其中国君同比+145%持续改善，净利润仅华泰资管过亿。

## 4月经营环境

### 券商涨跌幅

- 券商指数本月回调。截止2019年4月30日，SW证券板块收于6208.58点，单月-6.16%，年初以来+41.38%，沪深300单月+1.06%，年初以

来+31.78%。

**图表 3: 券商板块近两年行情走势**

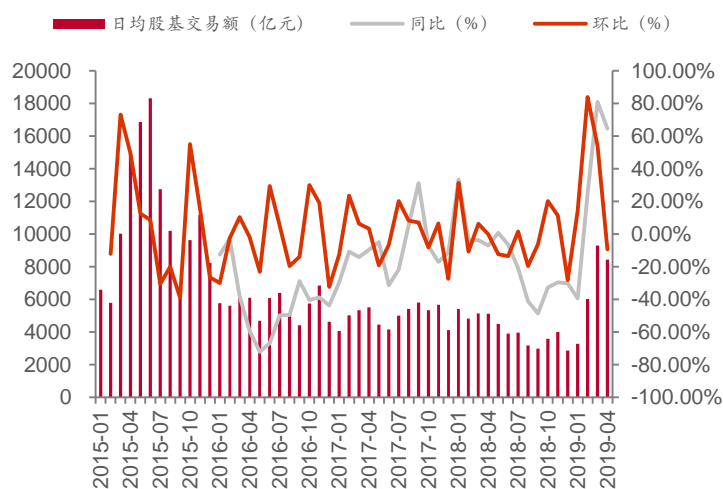


来源: wind, 中泰证券研究所

### 经纪

- 日均交易额略有回落。截止 2019 年 4 月 30 日, 单月经纪业务日均股基交易额合计 8431 亿元, 环比-9.34%, 同比+64.47%。

**图表 4: 日均股基交易额(月度, 亿元), 同比、环比增速(%)**



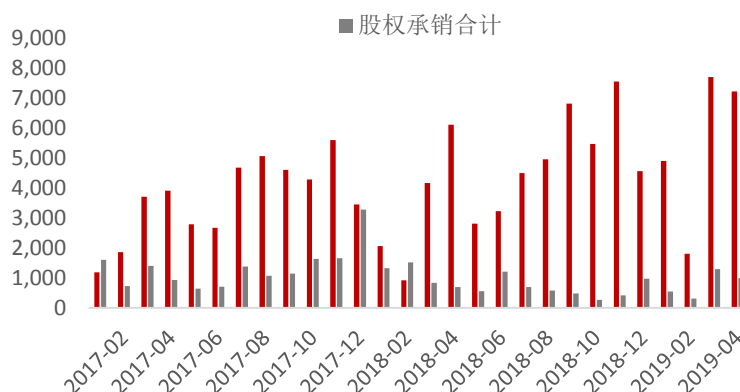
来源: wind, 中泰证券研究所

### 投行

- 股权承销环比回落。截止 2019 年 4 月 30 日, 本月 IPO 募集金额 74.73 亿元, 增发募资 46.01 亿元, 其它再融资 870.12 亿元, 股权融资共募资 990.86 亿元, 环比-23.16%, 同比+42.98%;
- 债券承销环比小幅下滑。截至 2019 年 4 月 30 日, 债券发行单月募集资金情况: 发行企业及公司债券 2843.22 亿元, 短期融资券和中期票据 422.27 亿元, 债券承销总募资金额 7207.54 亿元, 环比-6.27%, 同比

+18.19%。

图表 5: 股债承销情况

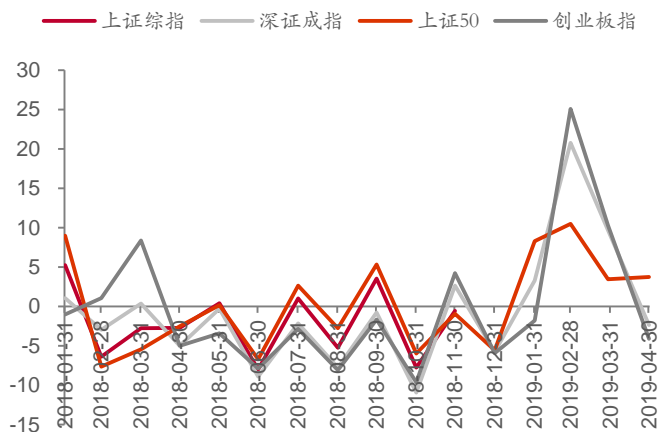


来源: wind, 中泰证券研究所

自营

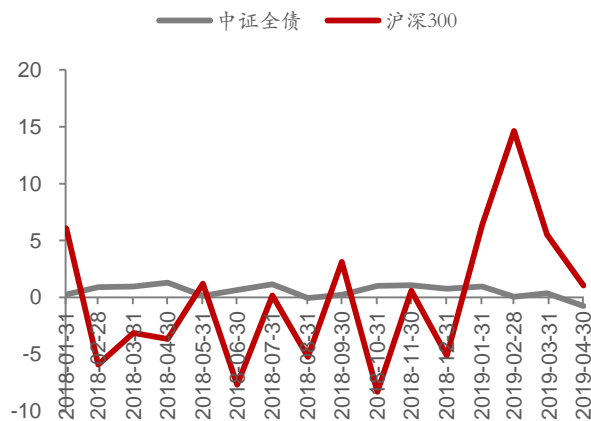
- 指数涨幅略有回落, 预计券商自营环比略有承压。截止 2019 年 4 月 30 日, 股票指数上证综指单月-0.40%, 深证成指-2.35%, 上证 50 +3.76%, 创业板指-4.12%, 中证全债指数单月-0.75%。

图表 6: 指数月度涨跌幅 (%) -股票



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 指数月度涨跌幅 (%) -债券



来源: wind, 中泰证券研究所

投资建议与估值

- 券商一季报受益于市场回暖, 自营业务显著改善, 业绩整体亮眼, 科创板受理、问询稳步推进, 证券法迎来三审, 我们认为, 资本市场改革有望持续推动券商行业转型发展, 直接融资重要性提升背景下, 龙头券商竞争力有望持续增强, 持续看好!



图表 8: 券商估值表

证券简称	股价	PE				PB			
		2016A	2017A	2018A	2019E	2016A	2017A	2018A	2019E
中信证券	19.78	23.00	21.04	25.69	17.81	1.68	1.60	1.57	1.45
国泰君安	16.74	13.83	15.08	23.91	15.60	1.42	1.30	1.30	1.14
华泰证券	18.08	20.65	13.96	27.39	18.64	1.54	1.48	1.44	1.36
海通证券	12.05	17.21	16.07	26.78	17.76	1.26	1.18	1.18	1.10
广发证券	13.96	13.30	12.35	24.93	15.02	1.35	1.25	1.25	1.17
招商证券	15.69	17.30	20.24	29.01	17.18	1.76	1.64	1.60	1.38
大券商平均	16.05	18.33	16.94	26.15	17.16	1.52	1.43	1.41	1.29
中万宏源	4.67	17.30	20.30	24.58	19.76	1.79	1.70	1.52	1.55
中国银河	10.02	8.65	11.97	16.68	26.22	1.65	1.57	1.54	1.34
国信证券	11.67	8.34	8.98	30.71	20.09	2.21	2.04	2.02	1.73
中信建投	20.43	5.77	9.16	53.76	36.52	4.07	3.82	3.67	2.98
东方证券	10.30	11.39	8.19	57.22	26.08	1.58	1.36	1.39	1.32
方正证券	6.47	15.06	25.94	58.38	35.12	1.50	1.42	1.41	1.37
光大证券	11.12	6.32	7.14	496.43	19.97	1.09	1.06	1.09	1.04
财通证券	9.92	8.49	10.38	21.23	-	2.17	1.75	1.86	-
兴业证券	6.11	15.16	13.60	302.48	20.91	1.29	1.22	1.26	1.19
东兴证券	11.74	8.86	9.83	12.76	-	1.77	1.68	1.65	1.50
长江证券	7.82	10.61	16.68	156.40	22.00	1.69	1.63	1.69	1.54
南京证券	11.36	23.35	27.47	126.22	-	3.04	3.00	2.95	-
华西证券	9.79	5.91	9.53	29.67	-	1.73	1.61	1.40	-
西部证券	9.66	11.61	20.28	168.88	-	2.18	1.92	1.95	-
浙商证券	8.95	11.39	13.74	40.68	-	2.81	2.21	2.18	-
国元证券	8.81	6.49	11.68	44.05	29.54	0.83	1.17	1.20	1.17
西南证券	4.63	29.19	38.92	115.75	32.11	1.38	1.35	1.41	1.36
国金证券	9.09	10.89	11.76	27.22	20.22	1.57	1.46	1.41	1.32
东吴证券	10.12	9.34	17.96	38.92	-	1.50	1.46	1.51	-
华安证券	6.20	22.24	25.94	41.33	36.07	1.90	1.83	1.79	1.72
第一创业	6.28	17.30	38.92	174.44	58.47	1.60	2.48	2.50	2.33
山西证券	7.86	27.47	33.36	98.25	-	1.81	1.78	1.79	-
中原证券	5.08	21.23	42.45	233.50	74.71	1.88	1.96	1.98	1.90
太平洋	3.49	46.70	274.71	-24.07	-	2.01	2.03	2.31	-
国海证券	5.00	19.46	51.89	250.00	-	1.53	1.53	1.55	-
东北证券	8.24	8.05	16.68	35.92	-	1.24	1.23	1.28	-
天风证券	7.86	32.43	53.07	72.97	-	3.42	3.27	3.30	-
长城证券	12.10	13.34	14.59	57.62	-	2.45	2.35	2.27	-
华林证券	11.05	19.46	24.58	78.93	-	7.93	7.20	6.59	-
中小券商平均	8.97	13.43	22.46	86.08	22.07	2.25	2.13	2.09	1.21
行业平均	10.22	15.81	20.57	62.22	20.43	1.98	1.87	1.84	1.27

来源: 盈利预测取自 wind, 中泰证券研究所

注: 股价为 2019 年 5 月 9 日收盘价

## 风险提示

- **二级市场持续低迷。**券商基本面以及保险投资端与二级市场相关程度高, 若二级市场持续低迷将对行业产生负面影响。
- **金融监管发生超预期变化。**监管政策的变化会对非银金融机构业务开展等产生较大影响。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。