



2019年05月10日

增持(维持)

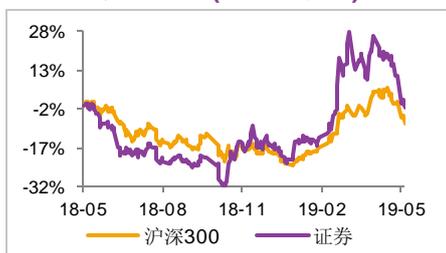
分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-66235713

邮箱：lixing@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯非银行业点评】中小券商增速领先，经纪自营业务向好——上市券商2月业绩点评》2019-03-07

《【联讯非银行业点评】股市成交持续放大，券商业绩继续改善——上市券商3月业绩点评》2019-04-10

证券

【联讯非银】证券行业一季报总结：资金业务大幅改善，中小券商弹性凸显

投资要点

✧ 上市券商一季度业绩大增，中小券商业绩弹性凸显

2019年一季度35家上市券商全部实现盈利，总计营业收入977亿元，同比+51%，环比+23%；归母净利润378亿元，同比+87%，环比+271%，为2016年以来最佳单季度业绩。龙头券商规模优势依旧明显，归母净利润排名前五的是中信、海通、国君、广发、华泰；中小券商业绩弹性凸显，太平洋、东吴、东北、一创、西部增速领先。

✧ 证券行业整体一季度业绩增速略高于上市券商

根据中国证券业协会发布证券公司2019年一季度经营数据，131家证券公司中119家一季度实现盈利，12家亏损。131家证券公司一季度实现营业收入1,018.94亿元，同比+54.47%；净利润440.16亿元，同比+86.83%。证券行业19Q1业绩增速略高于上市券商。2018年证券行业业绩普遍下滑，部分券商净资本受到影响，目前有融资回血的需求，同时2019年券商板块估值回升提高融资成功率，一季度有多家券商抛出了大额融资方案，中信证券、中信建投均公布百亿规模以上的定增计划。

✧ 轻资产业务有待复苏，重资产业务大幅改善

一季度上市券商经纪业务实现收入合计182亿元，同比增长6%，佣金率和集中度下降导致经纪业务收入增长率大幅低于股基交易额增长率。券商债券承销规模同比增长82%，投行业务实现收入合计67亿元，同比+9%。资管业务规模持续下降，成唯一负增长板块。信用业务市场触底回升，信用减值转回增厚收益，一季度实现收入合计90亿元，同比+32%。一季度自营业务收入增长最快，合计实现收入456亿元，同比+136%，各大指数均为上涨，自营投资纷纷加仓。

✧ 投资建议

2019年以来证券行业政策暖风频吹，科创板进度超预期，再融资松绑预期再现，股指期货再度松绑，证券法修订完善基本制度。业绩政策双轮驱动，券商板块交易性机会凸显，推荐低估值高弹性的海通证券、东方证券；另外近期市场不确定性因素增加，交投情绪有所下滑，推荐经营稳健、防御性强、政策直接受益的行业龙头中信证券、华泰证券。

✧ 风险提示

市场大幅波动风险，监管政策变化风险，流动性持续下降影响经纪业务收入。



目录

一、上市券商一季度业绩大增，中小券商业绩弹性凸显	4
二、证券行业整体一季度业绩增速略高于上市券商	7
三、轻资产业务有待复苏，重资产业务大幅改善	9
（一）经纪业务：佣金率与集中度下行导致收入增长不及预期	9
（二）投行业务：债券承销规模增长带动收入上升	11
（三）资管业务：规模持续下降，成唯一负增长板块	12
（四）信用业务：市场触底回升，信用减值转回	12
（五）自营业务：指数上行，投资收益大增	13
四、投资建议	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1： 19Q1 上市券商业绩情况（亿元）	4
图表 2： 自营收入同比增幅最大	5
图表 3： 各板块业务收入占比变化情况	5
图表 4： 19Q1 上市券商各项业务收入占比	6
图表 5： 上市券商 19Q1 业绩增速略低于行业增速	7
图表 6： 上市券商与证券行业收入结构对比	7
图表 7： 证券行业杠杆率 2016 年后连续攀升	8
图表 8： 证券行业 roe 情况	8
图表 9： 19Q1 上市券商经纪业务收入及增速	9
图表 10： 一季度日均股基成交额三连涨	10
图表 11： 证券行业平均佣金率不断下滑	10
图表 12： 经纪业务收入集中度下滑	11
图表 13： 19Q1 上市券商投行业务收入及增速	11
图表 14： 19Q1 上市券商资管业务收入及增速	12
图表 15： 19Q1 上市券商信用业务收入及增速	12
图表 16： 一季度上市券商信用减值转回前十名	13
图表 17： 19Q1 上市券商自营业务收入及增速	13
图表 18： 2019 年一季度市场行情大幅上涨	14
图表 19： 一季度中证全债指数上涨 1.17%	14
图表 20： 32 家券商自营投资规模 2018 年增加（亿元）	15
图表 21： 上市券商自营资产结构	15
图表 22： 龙头券商自营细分规模占比	16
图表 23： 推荐标的增长性及估值情况（截止 20190509）	17





一、上市券商一季度业绩大增，中小券商业绩弹性凸显

2019 年一季度 35 家上市券商全部实现盈利，总计营业收入 977 亿元，同比+51%，环比+23%；归母净利润 378 亿元，同比+87%，环比+271%，为 2016 年以来最佳单季度业绩。龙头券商规模优势依旧明显，归母净利润排名前五位的是中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、华泰证券，分别为 43、38、30、29、28 亿元。14 家券商净利润同比增幅超过 100%，中小券商依靠业绩弹性增速排名靠前，增速排名前五位的是太平洋、东吴证券、东北证券、第一创业、西部证券，增速均超过 200%。一季度净资产收益率同比大幅上升，中位数（2.6%）较去年同期上升 1.3 个百分点，华安证券、国信证券、东北证券、太平洋、中信建投在净资产收益率排名中位居前五。

图表1：19Q1 上市券商业绩情况（亿元）

证券简称	营业收入	营收同比%	归母净利润	归母净利润同比%	ROE%
中信证券	105.22	8.35	42.58	58.29	2.74
海通证券	99.54	74.48	37.7	117.66	3.14
广发证券	68.39	76.85	29.19	91.25	3.36
国泰君安	66.95	7.22	30.06	33.03	2.48
华泰证券	62.48	45.65	27.8	50.05	2.66
申万宏源	54.57	89.46	18.62	87.54	2.63
招商证券	46.46	77.18	21.27	94.82	2.89
东方证券	40.68	109.21	12.7	191.06	2.41
兴业证券	38.35	133.46	9.99	172.94	3.01
国信证券	37.43	60.16	18.85	154.93	3.75
中国银河	37.01	41.36	15.33	51.11	2.29
光大证券	34.21	46.49	13.17	80.09	2.75
中信建投	31.08	13.04	14.88	50.32	3.43
长江证券	24.19	75.8	7.65	137.5	2.97
东北证券	22.76	140.7	5.68	327.3	3.75
方正证券	18.45	42.39	5.88	85.66	1.54
东吴证券	14.94	81.26	6.13	943.73	2.99
山西证券	14.43	8.57	2.58	194.12	2.06
西部证券	13.32	136.53	5.82	258.35	3.28
浙商证券	12.46	53.73	2.73	36.59	1.98
财通证券	11.96	28.45	3.91	8.84	1.9
西南证券	11.39	58.71	4.13	57.77	2.19
国金证券	10.78	29.73	4.01	47.16	2.04
华西证券	10.43	53.59	4.73	64.62	2.54
天风证券	10.31	62.21	1.28	42.05	1.06
东兴证券	10.27	56.23	5.55	99.98	2.82
长城证券	10.2	81.43	2.92	149.67	1.75
华安证券	9.88	138.02	4.78	201.28	3.76
国元证券	9.85	56.38	4.22	153.46	1.66
国海证券	9.66	64.56	2.5	78.78	1.83
第一创业	8.1	81.89	2.86	313.91	3.29
太平洋	7.09	109.12	3.55	6,654.14	3.53

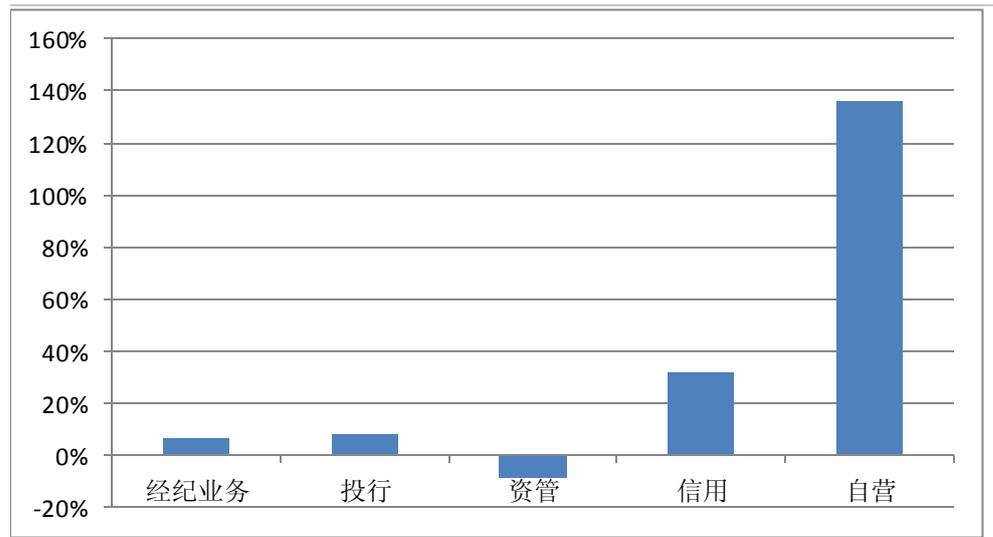


证券简称	营业收入	营收同比%	归母净利润	归母净利润同比%	ROE%
中原证券	6.58	46.1	1.82	78.78	1.81
南京证券	5.07	53.84	2.11	91.13	1.97
华林证券	2.15	-1.41	0.93	12.76	1.95
总计	976.64	51.38	377.91	86.63	

资料来源：联讯证券，万德

从各项业务对业绩增长贡献来看，自营业务和信用业务同比增幅最大。上市券商各项业务中除资管以外，其他业务收入均有增长，其中自营业务涨幅最大，同比+136%，信用业务收入同比+32%，资管业务收入下滑，同比-8%。

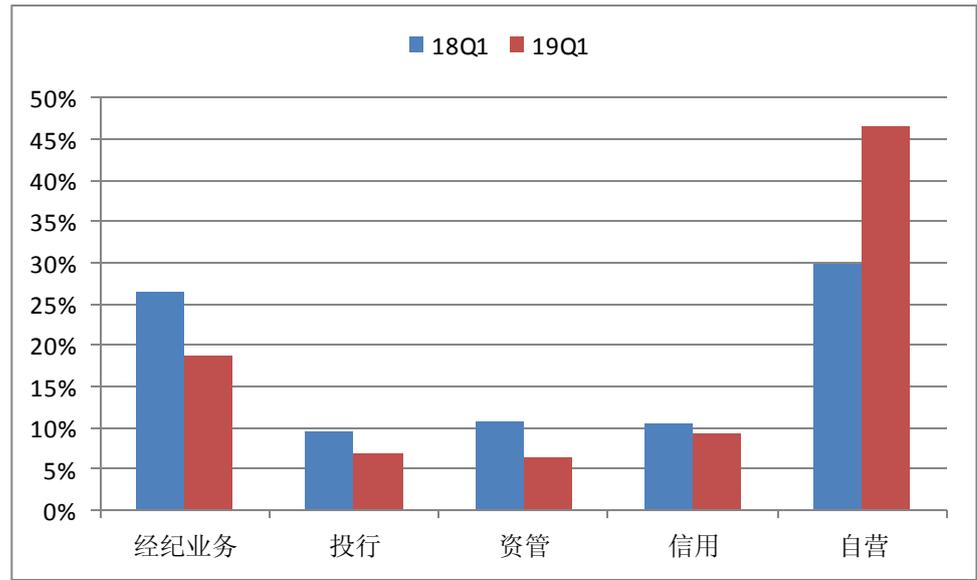
图表2： 自营收入同比增幅最大



资料来源:联讯证券，万德

从各个板块业务收入结构来看，2019年一季度上市券商营业收入中自营业务收入占比接近一半，且领先优势扩大，较2018年一季度上升17个百分点。除自营业务收入占比上升以外，其他业务均有所下滑，其中经纪业务和投行收入占比下滑幅度较大，分别较去年同期下滑8个和5个百分点。

图表3： 各板块业务收入占比变化情况



资料来源:联讯证券, 万德

从各家券商业务收入结构来看, 经纪业务收入占比最高的分别是方正证券、华林证券、中国银河, 自营业务收入占比居前的分别是太平洋、西南证券、华安证券。

图表4: 19Q1 上市券商各项业务收入占比

证券简称	经纪业务	投行	资管	信用	自营	其他
中信证券	19%	9%	12%	5%	48%	6%
海通证券	10%	6%	4%	9%	49%	23%
广发证券	17%	4%	13%	10%	53%	2%
国泰君安	23%	6%	5%	22%	35%	3%
华泰证券	18%	4%	11%	8%	54%	3%
申万宏源	19%	5%	6%	10%	40%	19%
招商证券	24%	7%	5%	10%	49%	2%
东方证券	9%	7%	10%	5%	39%	30%
兴业证券	10%	3%	2%	5%	55%	14%
国信证券	30%	6%	1%	9%	47%	4%
中国银河	31%	3%	4%	20%	38%	3%
光大证券	20%	12%	7%	12%	41%	1%
中信建投	23%	21%	5%	12%	36%	0%
长江证券	22%	10%	4%	6%	56%	1%
东北证券	10%	2%	1%	-2%	48%	38%
方正证券	41%	4%	4%	17%	25%	9%
东吴证券	17%	7%	2%	5%	56%	10%
山西证券	9%	3%	2%	-4%	38%	51%
西部证券	17%	9%	1%	2%	58%	11%
浙商证券	20%	1%	1%	5%	34%	31%
财通证券	19%	4%	12%	2%	63%	0%
西南证券	15%	8%	2%	5%	65%	5%
国金证券	28%	14%	2%	16%	37%	0%
华西证券	28%	2%	2%	23%	46%	0%



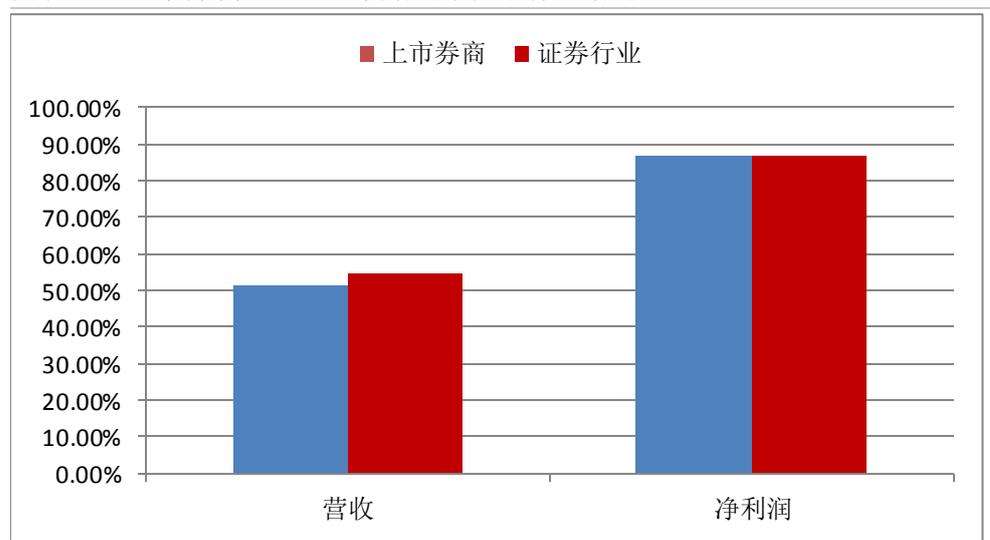
证券简称	经纪业务	投行	资管	信用	自营	其他
天风证券	15%	14%	14%	-9%	54%	9%
东兴证券	20%	17%	9%	9%	46%	0%
长城证券	17%	15%	4%	5%	51%	7%
华安证券	19%	1%	2%	11%	64%	1%
国元证券	20%	10%	1%	29%	39%	2%
国海证券	16%	5%	7%	10%	40%	16%
第一创业	10%	11%	20%	-5%	59%	2%
太平洋	12%	2%	5%	-16%	94%	0%
中原证券	24%	3%	3%	4%	53%	8%
南京证券	27%	7%	2%	33%	31%	0%
华林证券	34%	8%	9%	17%	30%	0%

资料来源：联讯证券，万德

二、证券行业整体一季度业绩增速略高于上市券商

根据中国证券业协会发布证券公司 2019 年一季度经营数据，131 家证券公司中 119 家一季度实现盈利，12 家亏损。131 家证券公司一季度实现营业收入 1,018.94 亿元，同比+54.47%；净利润 440.16 亿元，同比+86.83%。证券行业 19Q1 业绩增速略高于上市券商。

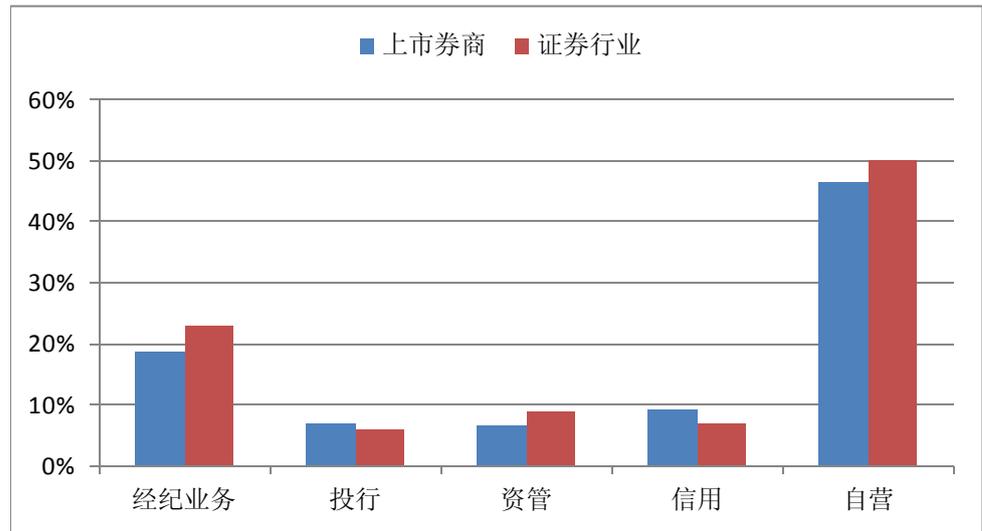
图表5：上市券商 19Q1 业绩增速略低于行业增速



资料来源：联讯证券，万德，证券业协会

将上市券商与证券行业收入结构对比，除资管和信用业务之外，其他业务收入占比均是证券行业高于上市券商，体现了上市券商在资管和信用业务两方面的优势。

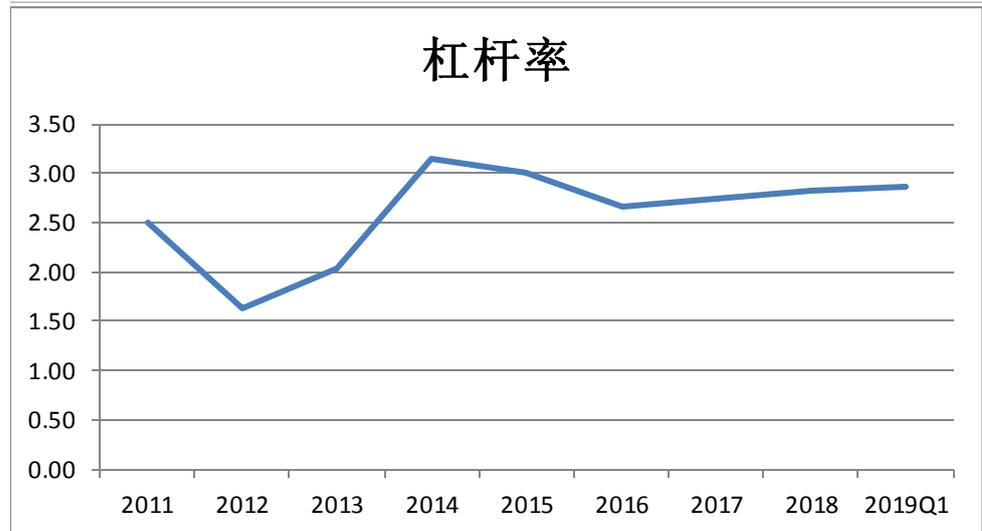
图表6：上市券商与证券行业收入结构对比



资料来源:联讯证券, 万德, 证券业协会

证券行业融资火热提升行业杠杆率。2018 年证券行业业绩普遍下滑, 部分券商净资本受到影响, 目前有融资回血的需求, 同时 2019 年券商板块估值提升提高了融资成功率, 一季度有多家券商抛出了大额融资方案, 例如中信证券、中信建投均公布百亿规模以上的定增计划。

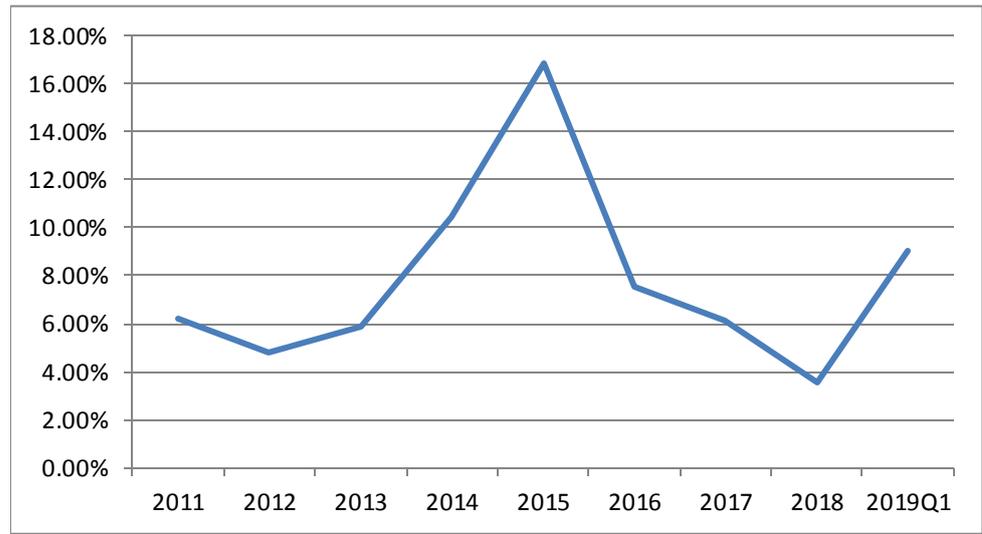
图表7: 证券行业杠杆率 2016 年后连续攀升



资料来源:联讯证券, 证券业协会

2019 年一季度证券行业 roe 为 9.08% (年化), 一改 2015 年以来一路下滑的态势, 创下 2016 年以来的历史新高。

图表8: 证券行业 roe 情况



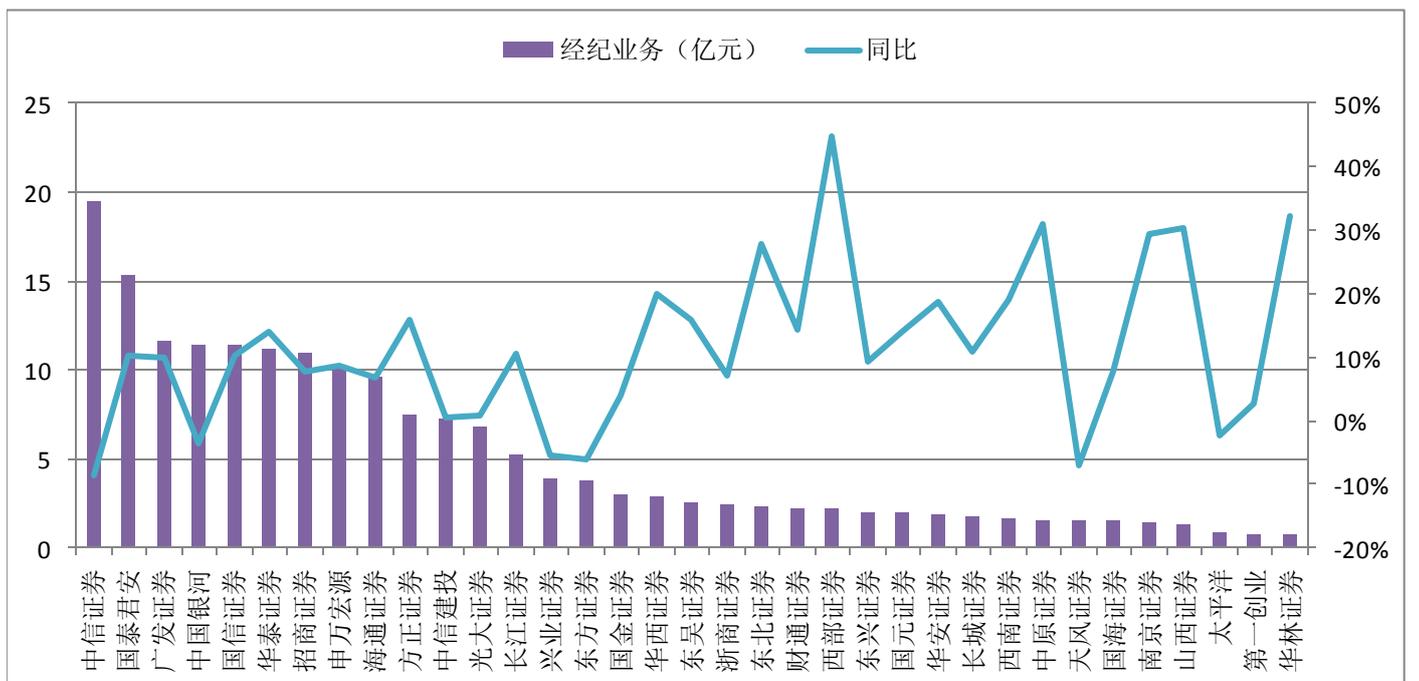
资料来源:联讯证券, 证券业协会

三、轻资产业务有待复苏, 重资产业务大幅改善

(一) 经纪业务: 佣金率与集中度下行导致收入增长不及预期

一季度 35 家上市券商经纪业务实现收入合计 182 亿元, 同比增长 6%。一季度收入规模排名居前的是中信证券、海通证券、广发证券, 分别为 51、49、36 亿元; 同比增速较高的是兴业证券、华安证券、国信证券, 增速分别为 699%、563%、495%。

图表9: 19Q1 上市券商经纪业务收入及增速



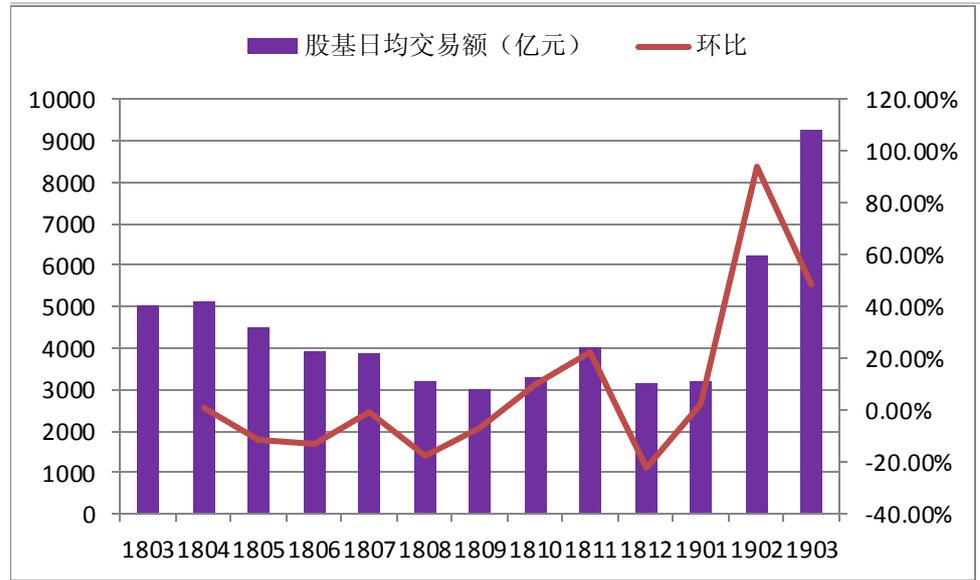
资料来源:联讯证券, 万德

2019年3月沪深两市股基日均成交额 9285 亿元, 环比增长 48%, 同比增长 84%。



其中 A 股日均成交额 8865 亿元，环比增长 50%。2019 年一季度股基成交额 36 万亿，同比增长 20%。

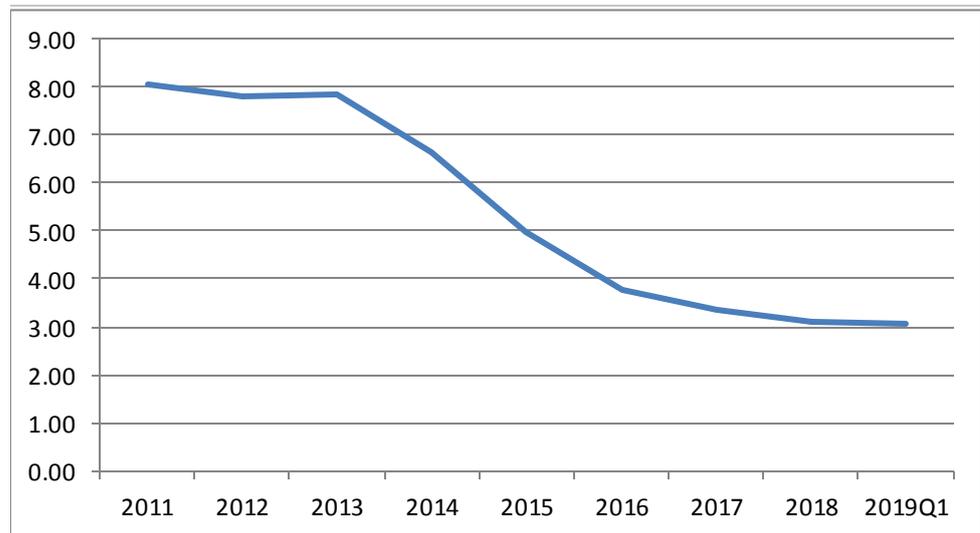
图表10： 一季度日均股基成交额三连涨



资料来源：联讯证券，万德

上市券商一季度经纪业务收入 182 亿元，同比增长 6%。经纪业务收入增长率大幅低于股基交易额增长率，我们认为造成这一现象的原因有两个，首先是行业平均佣金率的下滑，由 2011 年的万分之 8.05 降至 2019 年一季度的万分之 3.07。

图表11： 证券行业平均佣金率不断下滑

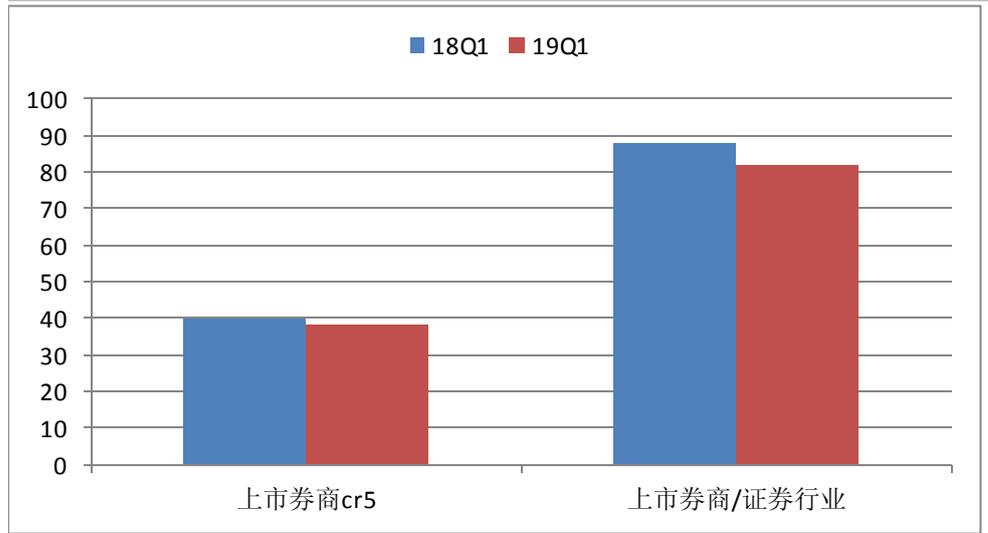


资料来源:联讯证券，证券业协会

其次是经纪业务收入集中度的下滑，无论是上市券商经纪业务收入 cr5 还是上市券商占证券行业的比重，2019 年一季度较 2018 年一季度均有所下滑，中小券商相对薄弱的资本实力对经纪业务等轻资产业务的不利影响相对较小，尤其在市场上行时散户大量涌入，提供差异化客户服务、佣金率相对较低的地方性中小券商更受散户青睐，这也从另一方面拉低了行业整体佣金率。



图表12： 经纪业务收入集中度下滑

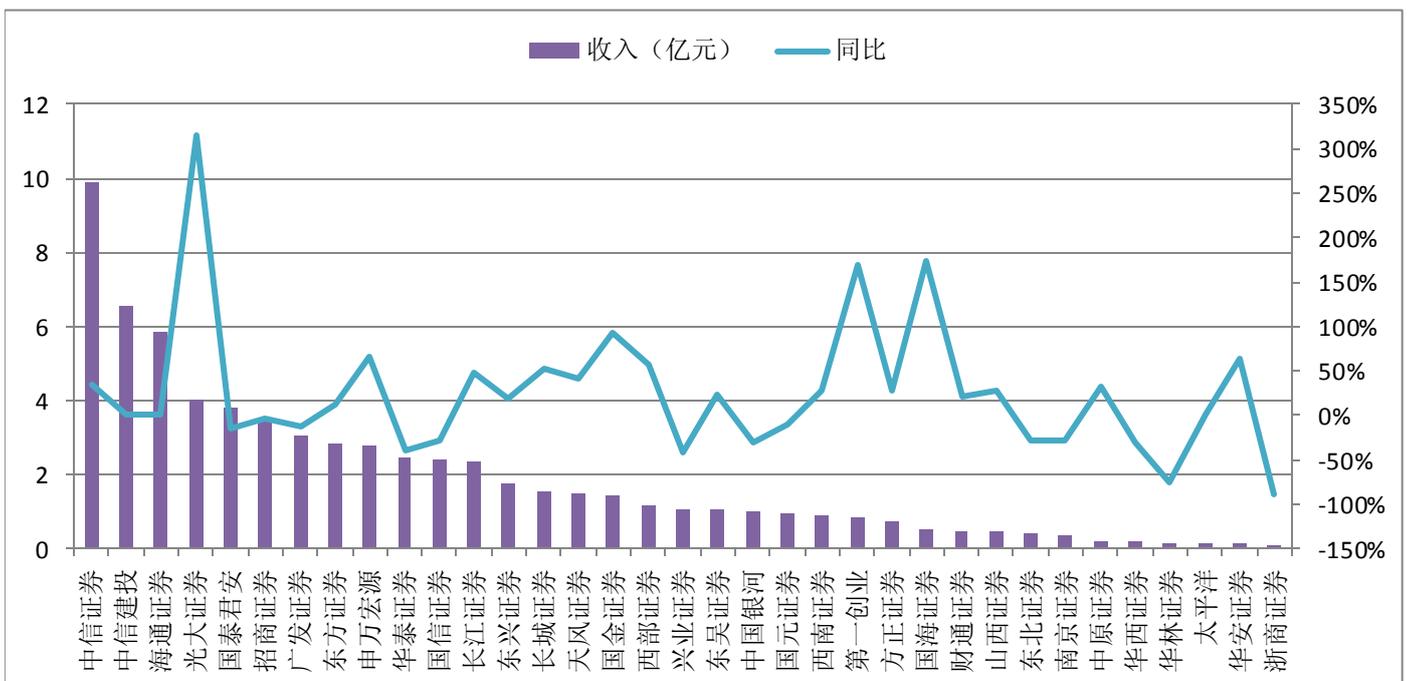


资料来源:联讯证券, 万德, 证券业协会

(二) 投行业务：债券承销规模增长带动收入上升

2019 年一季度券商债券承销规模 1.4 万亿，同比增长 82%，股权承销规模 0.35 万亿，同比下降 33%。一季度 35 家上市券商投行业务实现收入合计 67 亿元，同比+9%。一季度收入规模排名居前的是中信证券、中信建投、华泰证券，分别为 10/7/6 亿元；同比增速较高的是光大证券、国海证券、第一创业，增速分别为 314%、174%、169%。

图表13： 19Q1 上市券商投行业务收入及增速



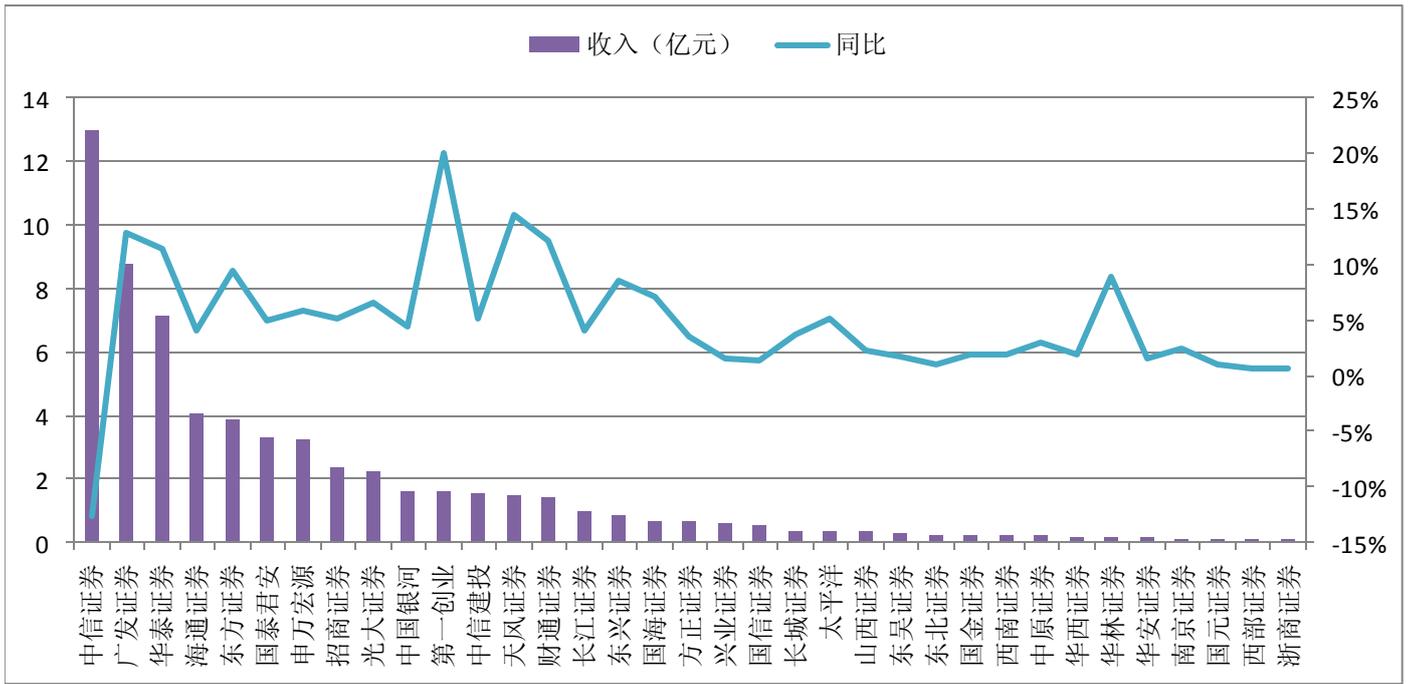
资料来源:联讯证券, 万德



（三）资管业务：规模持续下降，成唯一负增长板块

资管规模持续下降，成唯一负增长板块。2018 年监管部门陆续发布一系列资管新规及配套实施细则，券商资产管理行业规模下滑趋势明显，根据证券业协会统计，133 家券商 2018 年末受托管理资金本金总额 14.11 万亿元，较 2017 年下跌 18%。一季度 35 家上市券商资管业务实现收入合计 63 亿元，同比-8%。一季度收入规模排名居前的是中信证券、广发证券、华泰证券，分别为 13/9/7 亿元；同比增速较高的是国海证券、光大证券、申万宏源，增速分别为 94%、56%、46%。

图表14： 19Q1 上市券商资管业务收入及增速

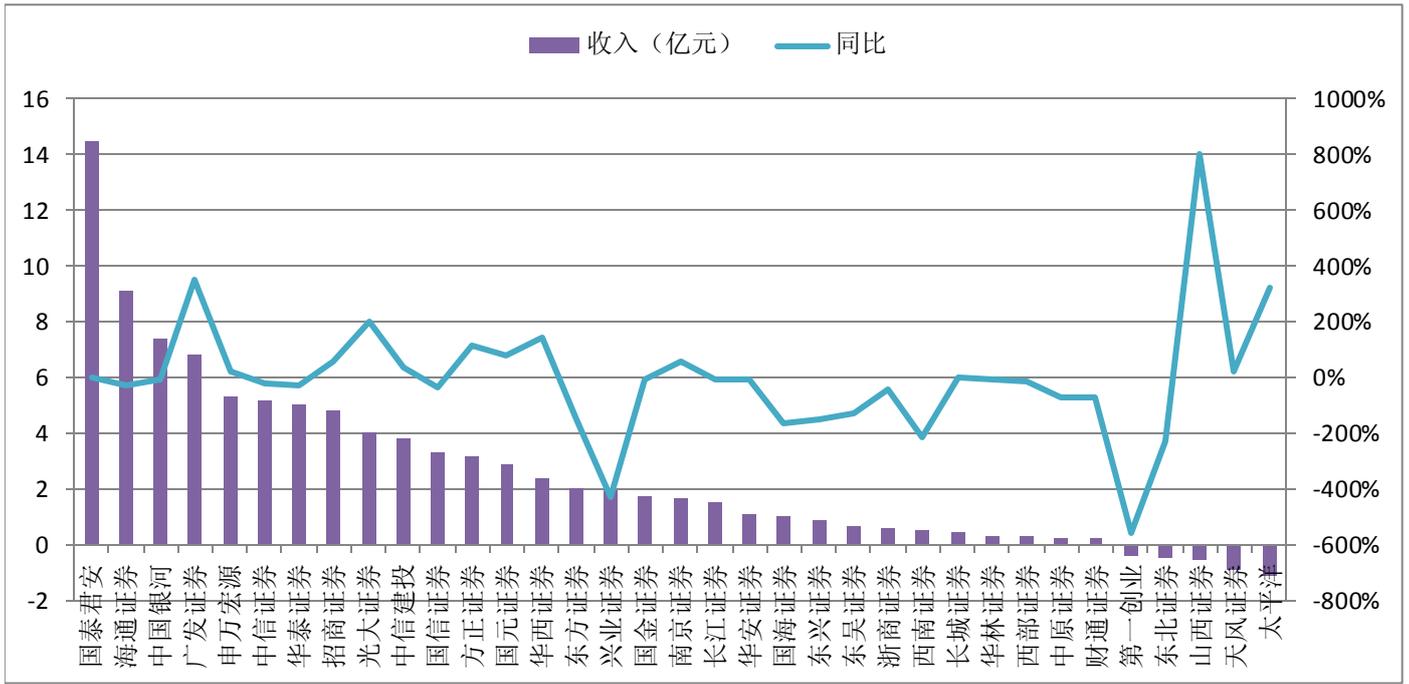


资料来源:联讯证券, 万德

（四）信用业务：市场触底回升，信用减值转回

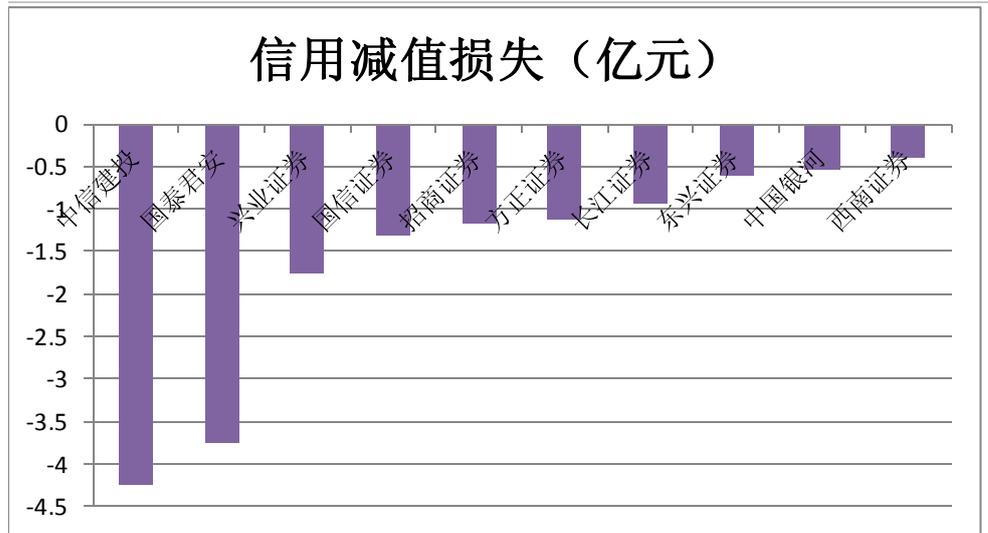
截止 2019 年一季度末，两融余额 0.92 万亿，较 2018 年末上涨 22%，一季度两融余额逐月上升；全市场股票质押参考市值 5.55 万亿，较 2018 年末上涨 31%。另外受市场回暖影响，35 家上市券商一季度信用减值回转 11 亿元。一季度 35 家上市券商信用业务实现收入合计 90 亿元，同比+32%。一季度收入规模排名居前的是国泰君安、海通证券、中国银河，分别为 14、9、7 亿元；同比增速较高的是广发证券、光大证券、华西证券，增速分别为 349%、199%、143%。

图表15： 19Q1 上市券商信用业务收入及增速



资料来源:联讯证券, 万德

图表16: 一季度上市券商信用减值转回前十名

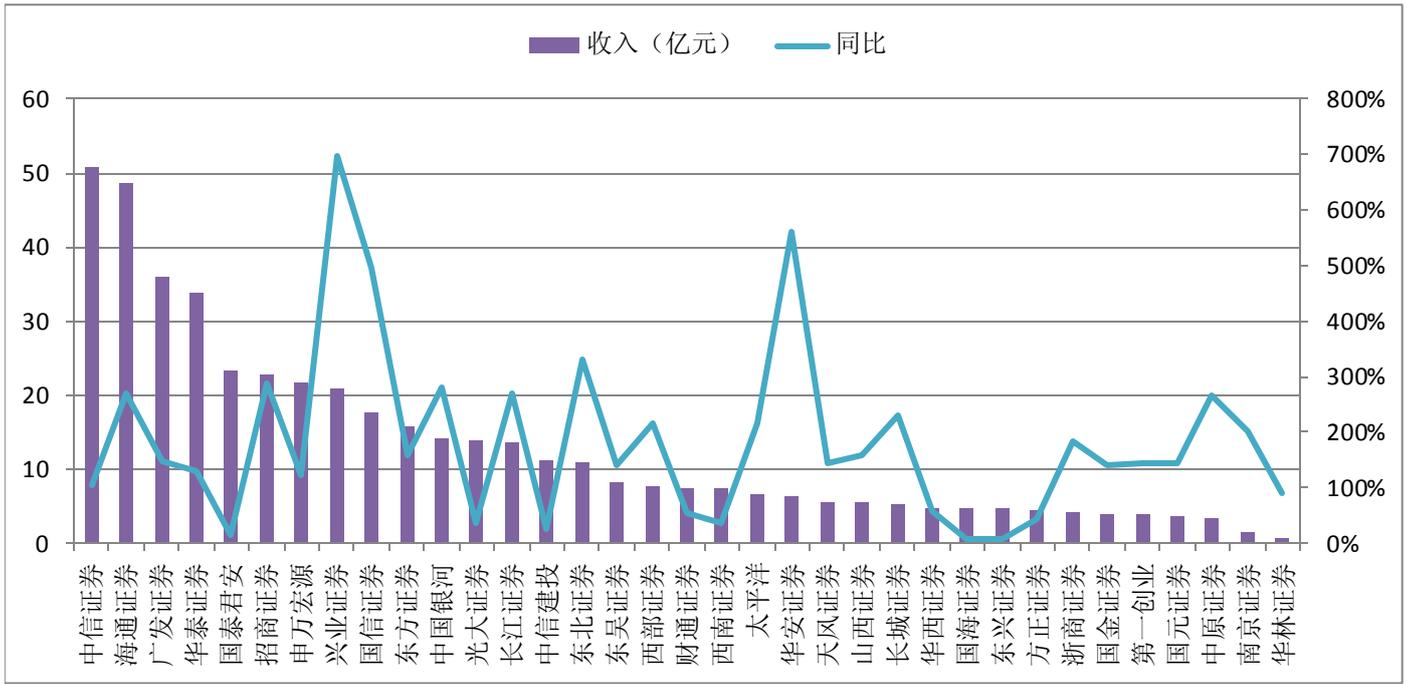


资料来源:联讯证券

(五) 自营业务: 指数上行, 投资收益大增

一季度 35 家上市券商自营业务合计实现收入 456 亿元, 同比+136%。自营业务收入排名居前的是中信证券、海通证券、广发证券, 收入分别为 51、49、36 亿元; 同比增速较高的是兴业证券、华安证券、国信证券, 增速分别为 699%、563%、495%。

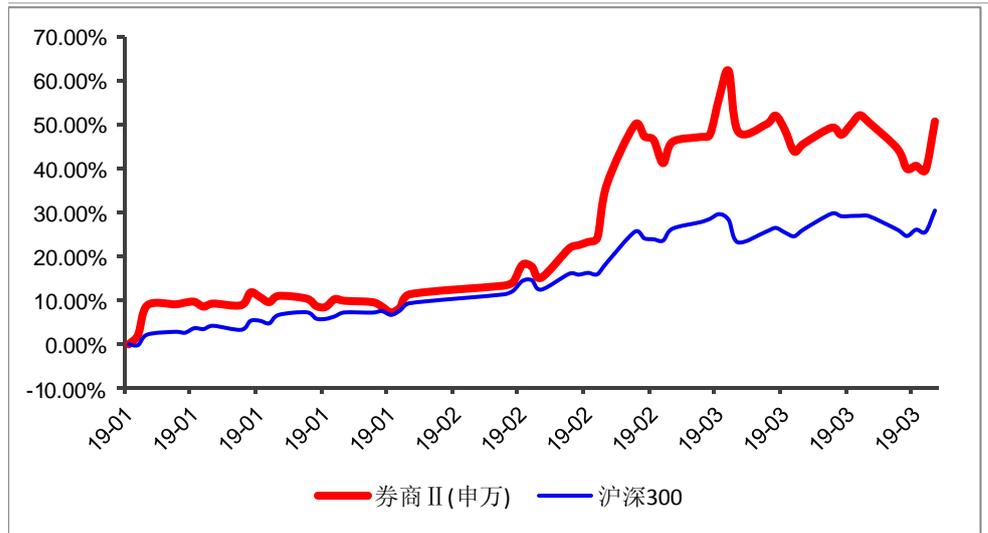
图表17: 19Q1 上市券商自营业务收入及增速



资料来源:联讯证券, 万德

2019 年一季度市场行情大幅上涨, 券商指数上涨 50.65%, 大幅跑赢沪深 300 指数 20 个百分点; 2018 年一季度券商指数下跌 6.86%, 沪深 300 下跌 3.28%。

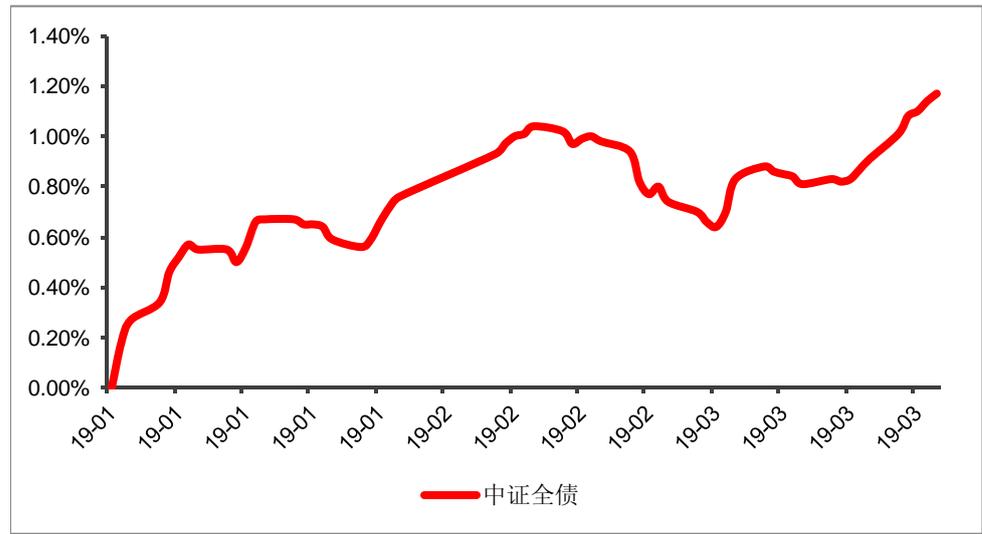
图表 18: 2019 年一季度市场行情大幅上涨



资料来源:联讯证券, 万德

除 A 股市场走强以外, 债券市场一季度同样表现亮眼, 一季度中证全债指数上涨 1.17%。

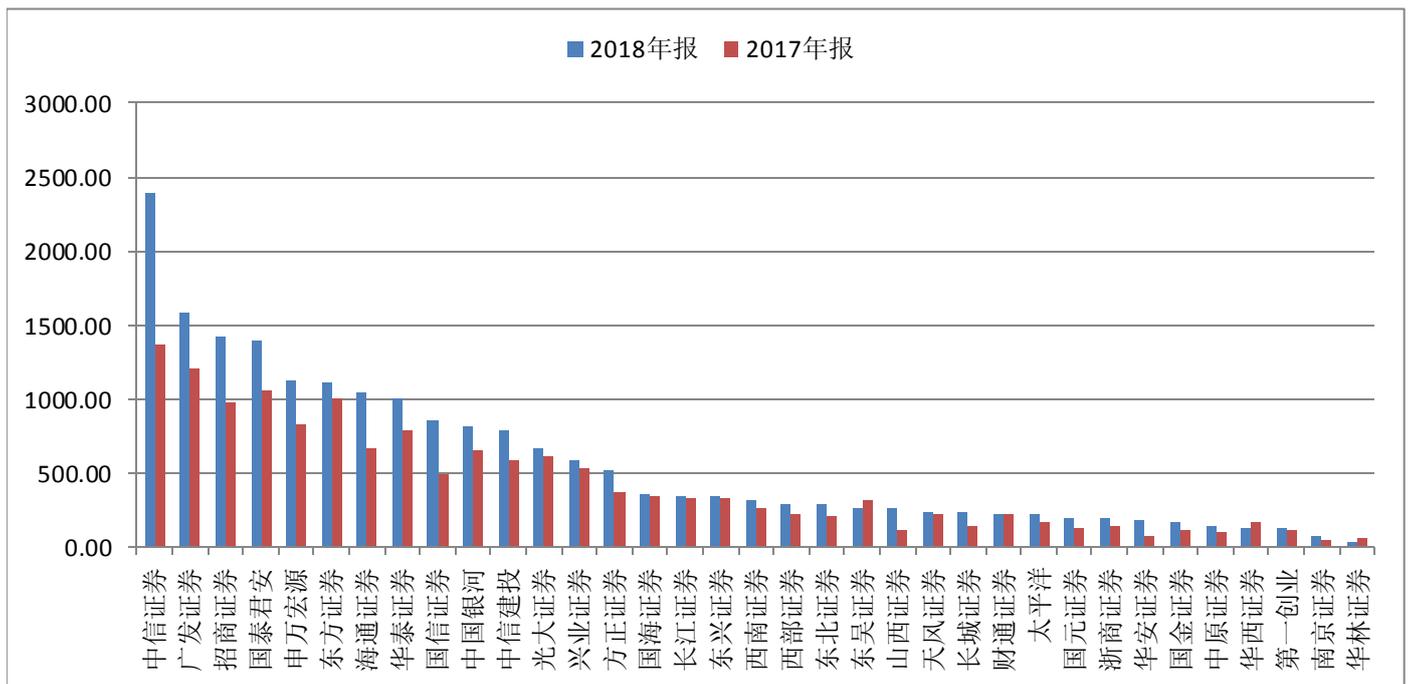
图表 19: 一季度中证全债指数上涨 1.17%



资料来源:联讯证券, 万德

2018 年末 35 家上市券商自营资产同比增长 33%，其中 32 家券商 2018 年自营投资规模同比增加。

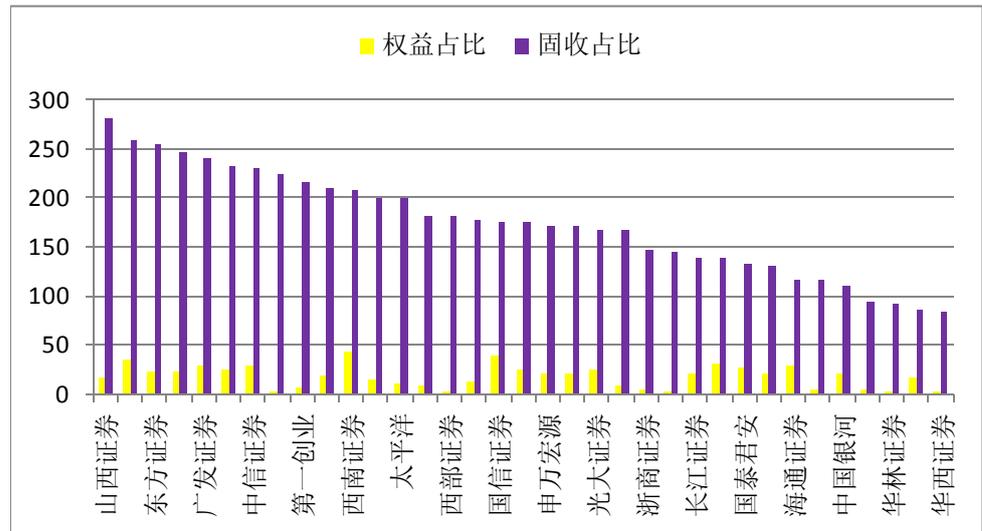
图表20: 32 家券商 2018 年自营投资规模同比增加 (亿元)



资料来源:联讯证券, 万德

通过分析 2018 年末各家券商自营资产结构，权益类证券占净资本比例中位数为 19.69%，固收占比中位数为 175.72%，固收与权益类占比的比值为 8.92。权益类占比最高的三家券商为西南证券、国信证券、方正证券，比值分别为 44%、39%、34%；固收类占比最高的是山西证券、方正证券、东方证券，比值分别为 282%、258%、254%。

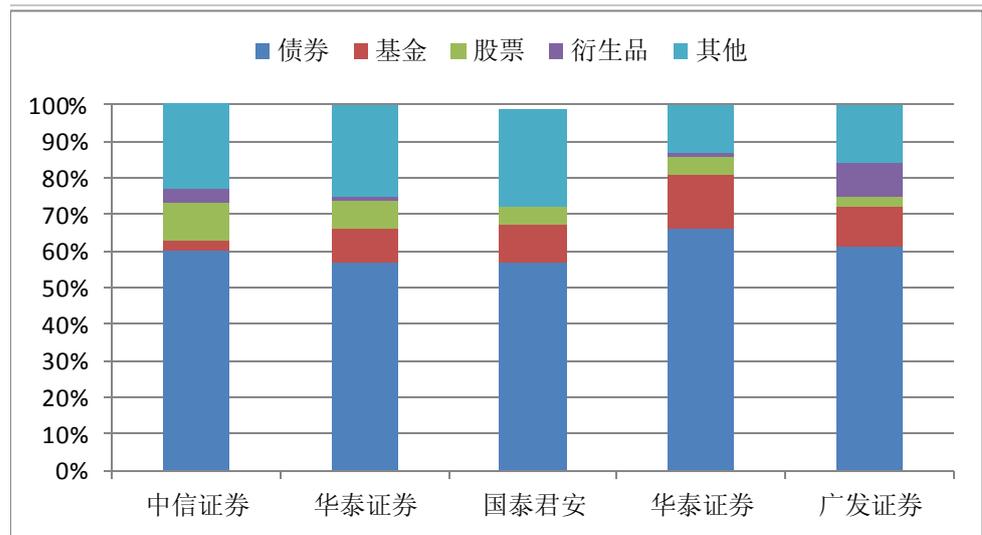
图表21: 上市券商自营资产结构



资料来源:联讯证券, 万德

根据上市券商 2018 年报数据, 龙头券商自营细分规模占比中债券配置占比均超过 57%, 华泰证券债券配置占比最高为 66%, 中信证券股票配置占比最高为 10%, 衍生品方面广发证券配置占比最高为 9%。

图表22: 龙头券商自营细分规模占比



资料来源:联讯证券, 上市公司 2018 年报

四、投资建议

龙头规模优势依旧, 中小券商弹性凸现。2019 年一季度 35 家上市券商全部实现盈利, 总计营业收入 977 亿元, 同比+51%, 环比+23%; 归母净利润 378 亿元, 同比+87%, 环比+271%, 为 2016 年以来最佳单季度业绩。龙头券商规模优势依旧明显, 归母净利润排名前五位的是中信、海通、国君、广发、华泰; 中小券商业绩弹性凸现, 增速排名前五位的是太平洋、东吴、东北、一创、西部。

2019 年以来证券行业政策暖风频吹, 科创板进度超预期, 再融资松绑预期再现, 股指期货再度松绑, 证券法修订完善基本制度。

科创板进度超预期, 为近期资本市场政策核心, 短期增加承销收入, 利好券商投行,



长期带来市场扩容，利好自营和经纪业务。科创板受理企业目前已超 106 家，其中 85 家企业申报状态显示已问询，龙头券商保荐数量靠前。

再融资松绑预期再现，将加大金融服务实体经济力度，提高直接融资比例，利好资本市场主要参与者券商板块。

股指期货松绑，增加对冲工具，提高市场流动性。4 月 19 日中金所进一步调整股指期货交易保证金标准、手续费标准及过度交易监管标准，核心变化在于下调中证 500 保证金比例至 12%，放松非套保日内开仓手数限制到 500 手，以及降低平仓手续费至万分之 3.45，此次股指期货松绑将进一步满足机构投资者的风险对冲需求，将在一定程度上提升市场流动性。

证券法修订完善基本制度。4 月 26 日证券法修订草案三次审议稿公开征求意见，主要修改要点包括增加“科创板注册的特别规定”专节、存托凭证纳入证券范围、证券公开发行业修改和取消暂停上市交易制度等，基本制度完善利于提高资本市场资源配置效率。

业绩政策双轮驱动，券商板块交易性机会凸显，推荐低估值高弹性的海通证券、东方证券；市场近期不确定性因素增加，板块行情开始调整，推荐经营稳健、防御性强、政策直接受益的行业龙头中信证券、华泰证券。

图表23： 推荐标的的增长性及估值情况（截止 20190509）

证券代码	证券简称	股价	市值（亿元）	一季度净利润同比%	PB2018	PB2019E	PB2020E	PB2021E
600030.SH	中信证券	20.27	2,243.10	58.29	1.52	1.45	1.36	1.24
601688.SH	华泰证券	18.29	1,371.98	50.05	1.4	1.36	1.28	1.21
600837.SH	海通证券	12.37	1,234.99	117.66	1.13	1.1	1.04	0.97
600958.SH	东方证券	10.54	661.58	191.06	1.34	1.32	1.28	1.22

资料来源：联讯证券，万德（注：预测估值取万德一致预期）

五、风险提示

市场大幅波动风险，监管政策变化风险，流动性持续下降影响经纪业务收入



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016年6月加入联讯证券，现任非银金融分析师，证书编号：S0300518100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com