

**【民生非银】 供给侧改革推进，把握优势标的价值**  
**——2019年券商板块中期投资策略**

分析师：杨柳 执业证号：S0100517050002  
研究助理：陈煜 执业证号：S0100117100051  
研究助理：牛竞崑 执业证号：S0100117100050

2019年07月01日

风险提示：1、市场交易量不及预期；2、政策实施不及预期。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

经营数据：1-5月上市券商业绩保持五成增速

市场展望：开放背景下关注供给侧改革主线

行业展望：注册制下券商行业的发展新机遇

投资建议：重视优势标的配置价值

# 一、市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

- 2019年上半年，受1月4日央行降准、民营企业纾困、外部趋稳等利好政策影响，沪深两市A股成交量在一季度大幅提振，从年初日成交2000亿元规模升至万亿以上，上半年平均在6000亿元左右。两融余额从年初的7500亿元规模升至9000亿元。
- 进入二季度之后，市场交易数据持续下行，从四月峰值的万亿日均成交量，逐步下行至6月24日的4965亿元，价量收缩明显。两融小幅下滑、基本保持在9000亿元规模。
- 从一季度到4月估值驱动转换、5月事件影响，上半年市场环境经历波动、总体保持活跃。

### 上半年A股日均交易量走势（亿元）



### 上半年两融余额规模走势（亿元）



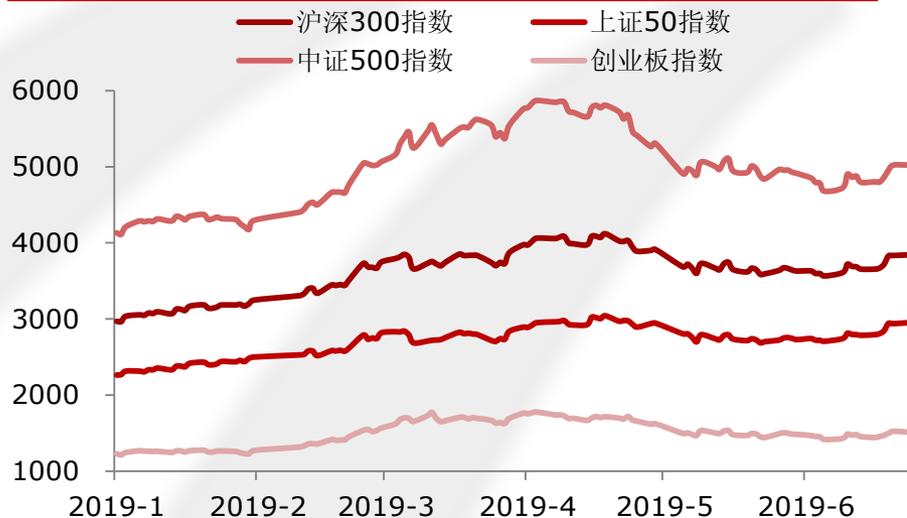
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

# 一、市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

- 上半年市场整体环境经历低位上行、震荡回落两个阶段。在一季度，沪深300指数涨幅一度达到30%以上，但是随着二季度波动加大，截止至6月24日，沪深300涨幅回落至25%左右，但仍较好于年初价格低位。
- 交易活跃、权益资产价格上行，推动券商估值从年初PB1.2X持续上行，最高达到1.9-2.0区间，之后二季度估值驱动从分母端向分子端开始转换，叠加外部不确定性影响，PB从高位逐步回落至1.5X，波动性加大，截止至6月28日，PB已回升至1.7X。

### 上半年A股行情走势波动明显



### 上半年券商板块估值从低位持续上行后波动加大



# 一、市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

- 券商板块具有较高的BETA属性，估值波动明显。低估值时间较长，约70%以上的时间处于较低位置，高估值时间短暂，仅有约不足30%的时间在高位波动。
- 从长周期来看，2008年至今，券商板块历史估值最高达到7.6X，最小为1.1X，平均值为2.7X。从近五年来看，最高5.8X，最小1.1X，平均2.3X。目前1.7XPB的分位数均低于15%，处于历史较低水平。与2016-2017年相比，目前PB较为接近中枢下沿位置。

上半年A股行情走势波动明显



目前板块估值仍处于历史较低水平

券商板块PB（整体法）			
2008年-今	2008年-今	2013-今	2016-2017
区间最大值	7.55	5.83	2.36
区间最小值	1.06	1.06	1.77
区间平均值	2.74	2.25	2.00
最新PB	1.76	1.76	1.76
分位数	10.8%	14.7%	-0.2%

市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

经营数据：1-5月上市券商业绩保持五成增速

市场展望：开放背景下关注供给侧改革主线

行业展望：注册制下券商行业的发展新机遇

投资建议：重视优势标的配置价值

## 二、经营数据：一季度高速增长、二季度有所放缓

- 2019年一季度，36家上市券商共实现营收980亿元，同比+51%，净利润382亿元，同比+86%，其中自营业务收入同比大幅+146%、其他收入+44%、信用业务收入+29%、投行收入+8%、经纪业务收入+6%，资管收入-8%。
- 进入二季度，月度经营数据显示，4-5月可比口径下的30家上市券商营收同比+10%、净利润同比+8%，增速明显放缓。但是1-5月上市券商可比口径下，营收增速+25%、净利润增速+49%，保持了较快的增长。

2019年一季度上市券商净利润规模前十

证券简称	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
中信证券	105.2	8%	42.6	58%
海通证券	99.5	74%	37.7	118%
国泰君安	67.0	7%	30.1	33%
广发证券	68.4	77%	29.2	91%
华泰证券	62.5	46%	27.8	46%
招商证券	46.5	77%	21.3	95%
国信证券	37.4	60%	18.8	155%
申万宏源	54.6	89%	18.6	88%
中国银河	37.0	41%	15.3	51%
中信建投	31.1	13%	14.9	50%

4-5月上市券商月度经营数据净利润前十 (亿元)

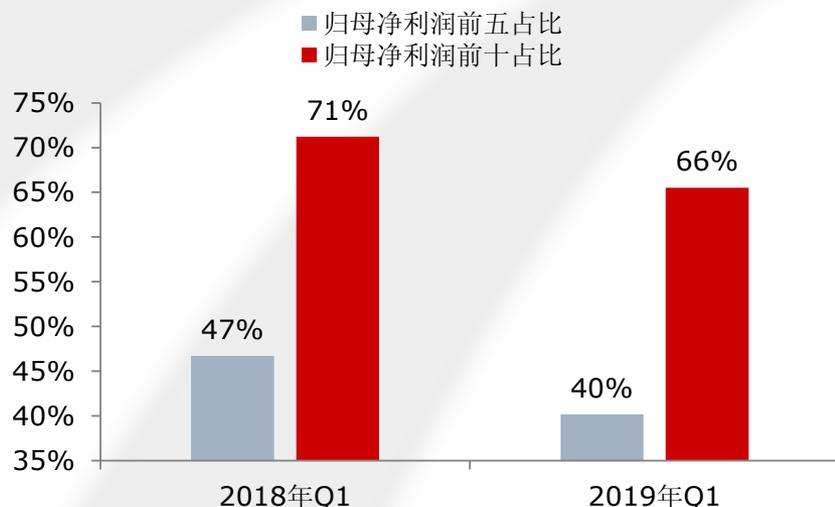
	4-5月净利润 (亿元)	同比增速
国泰君安	11.0	15.7%
中信证券	10.7	-24.0%
华泰证券	9.0	32.1%
海通证券	8.8	-36.7%
长江证券	8.4	354.3%
招商证券	8.3	24.8%
中国银河	7.2	88.4%
申万宏源	7.0	-5.0%
广发证券	7.0	-20.6%
国信证券	5.3	58.9%

## 二、经营数据：行业集中度下降、再融资增厚资本

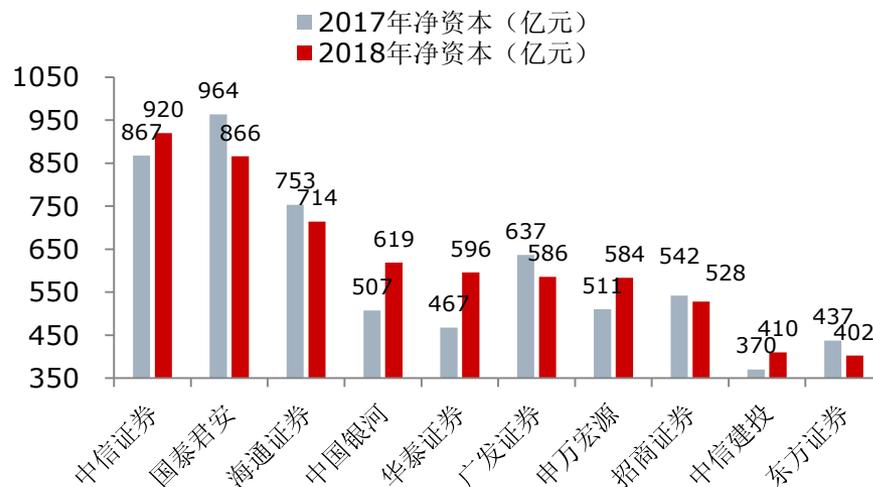
- **从行业来看，1) 行业集中度下降。** 2019年一季度上市券商行业集中度出现下降。中小券商和区域券商的在行情上行阶段，受益于低基数、业绩改善明显、营收和利润增速幅度较大。
- **2) 头部券商资本实力持续提升。** 近三年，加强券商资本实力已经成为业界共识，上市券商股权再融资全面启动。除了广发定增终止，国信、海通、中建投、招商、国君、东吴等上市券商的再融资计划仍持续推进中。

2019年，申万4月H股上市，募集资金80亿元；华泰证券6月于伦交所发行GDR，募集资金17亿美元。

### 2019年一季度行业净利润集中度有所下降



### 上市券商净资本规模变化（亿元）



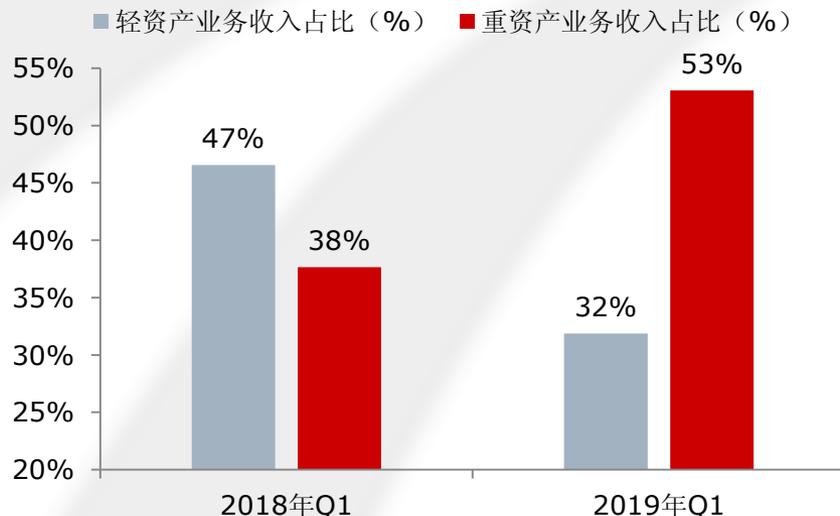
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

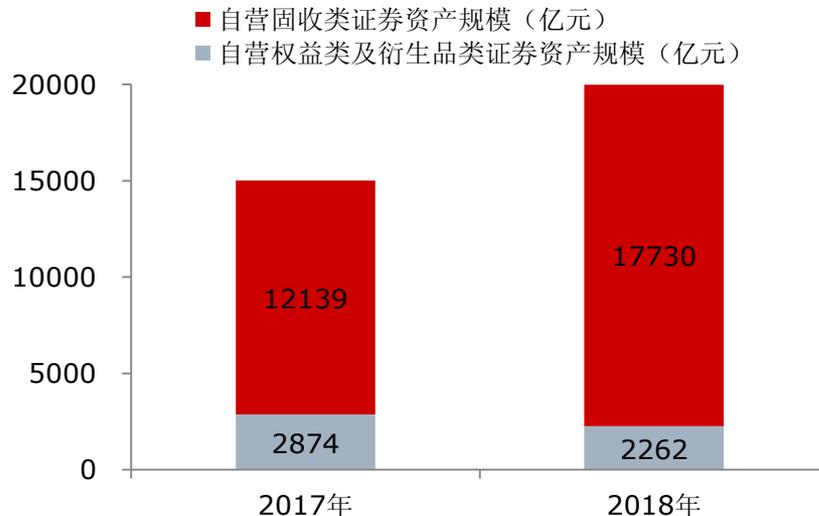
## 二、经营数据：资金驱动型业务成为增长点和发力点

- 从业务结构来看，券商板块自营收入成为一季度的增长核心驱动力，表明：1) 业务增长已经从轻资产向重资产驱动转变。** 经纪、投行和资管三项传统型业务的收入占比合计为32%，较去年同期下降了15个百分点，自营、信用业务收入占比达到了53%，较去年同期增加了15个百分点。增量基本都集中在自营和信用两项资金驱动型业务。
- 2) 券商持续推动再融资、集中增厚资本背后，增量资金多布局在自营业务、投资交易规模增长明显。** 2018年36家上市券商自营固收类资产达到1.77万亿元，权益类降至0.23万亿元，总量提升了33%。预计2019年上半年，投资交易总量仍会持续提升。

### 2019年一季度资金驱动型业务收入占比大幅提升



### 资本提升背后是上市券商自营资产规模增长



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

经营数据：1-5月上市券商业绩保持五成增速

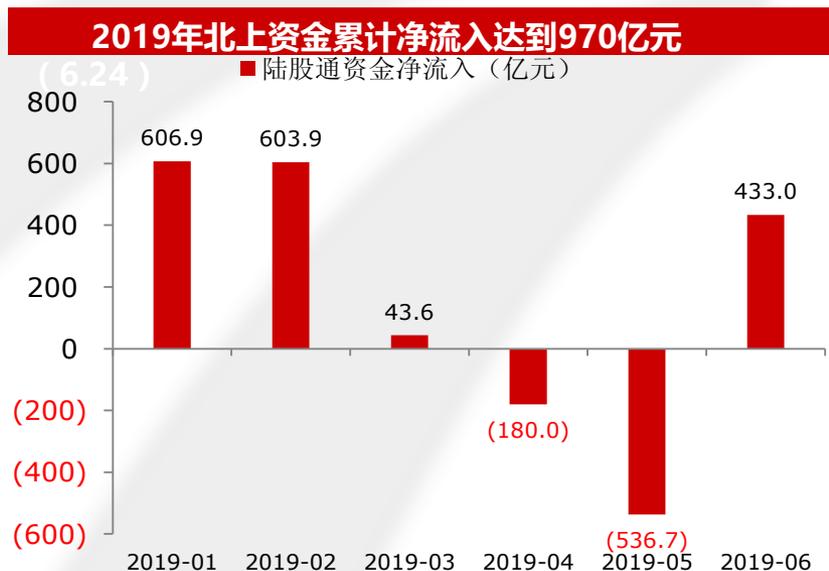
市场展望：开放背景下关注供给侧改革主线

行业展望：注册制下券商行业的发展新机遇

投资建议：重视优势标的配置价值

### 三、市场展望：加快开放进程、外资参与度提升

- 近期证监会发布了多项对外开放举措，资本市场开放进程显著提速。对外开放九项举措：1) 修订QFII/RQFII制度规则；2) 允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”；3) 内外一致、合理设置综合类证券公司控股股东的净资产要求；4) 放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制；5) 全面推开H股“全流通”改革；6) 加大期货市场开放力度；7) 放开外资私募产品参与“港股通”交易的限制；8) 扩大交易所债券市场对外开放；9) 研究制定交易所熊猫债管理办法。
- 6月2日易主席亮相新闻联播，力挺A股、强调估值低。进入6月以来，截止至24日，北上资金累计净流入433亿元。从1月至今，累计净流入约970亿元。



**MSCI、富时罗素对A股的纳入进程持续推进**

	第一阶段	第二阶段	第三阶段
富时罗素	2019年6月	2019年9月	2020年3月
—纳入比例	20%	40%	40%
MSCI	2019年5月	2019年8月	2019年11月
—纳入因子	10%	15%	20%

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、市场展望：科创板正式运行，直接融资受提振

- 自2018年11月以国家顶层战略提出科创板及试点注册，从制度设计、项目申报、系统准备和上线运行，仅半年多时间就基本完成，落地进度超出预期。
- 截止至2019年6月24日，上交所接受项目申报数量约130件，预计融资规模超千亿元。假设平均承销保荐费率5%，预计提供投行增量收入不低于50亿元。
- 注册制运行，将大大提升IPO效率，进一步改善资本市场上市与投资的供需关系。随着注册制试点经验的累积，之后有望进一步推动“存量改革”，加快退市实施、完善并购重组市场化机制、提升信息披露质量、提高资本市场违法违规成本。

科创板项目保荐机构排名前十 (6.24)

	项目数量
中信建投	14
中金公司	12
中信证券	9
华泰联合	8
招商证券	8
光大证券	6
广发证券	6
国泰君安	6
国信证券	6
海通证券	6

2019年IPO融资规模总体平稳 (6.24)



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、市场展望：放宽认定标准、放开创业板借壳限制

- 6月20日，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿，核心内容包括取消重组上市认定标准中的“净利润”指标；重组上市的认定期间缩短至36个月；支持特定产业相关资产在创业板重组上市；恢复重组上市配套融资；简化信息披露要求等。
- **投行财务顾问业务受益于并购重组的活跃提升**：1) 创业板借壳上市等同于IPO，加上配套融资放开，将形成承销保荐费用收入增量；2) 亏损或微利上市公司将迎来更多重组交易机会。
- **预计随着配套规则完善，重组交易规模有望稳步增长**。截止至6月24日，年内重组上市交易4件，交易额约300亿元处于近年来低位。非借壳并购交易中，发股购买资产的交易规模和增速均明显下滑。

2016年之后发股并购交易数量下降 (6.24)



2018年财务顾问收入规模排名前十



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、市场展望：短融额度提升、头部券商重要性显现

- 截止至6月24日，共有8家头部券商公布获央行提高短期融资券额度。其中，中信、国泰、华泰、海通和广发五家头部券商均得到央行的短融额度提升支持，已经公布的五家新额度合计1850亿元，较原有额度829亿元增长了123%，增量额度合计超过1000亿。
- 下半年影响：1) 预计资金用途首先是集中应对当前非银机构流动性风险，对于事件风险不必过于担忧。2) 实际操作和效果还有待观察。预计本次资金增量会在指导下稳步释放。假设使用全部短融额度，五家头部券商的负债规模上升约2%-8%不等，杠杆率会有小幅提升，对利息收入形成正向影响。
- 千亿规模的短融增量，近三年来看比较罕见。与2015年不同的是，这次短期额度提升并没有明确的时效限制，预计中长期内头部券商杠杆率有望小幅提升。

**本次头部券商短融提升情况（五家为例）**

	2015年额度 (部分存在 有效期限限制, 亿元)	原额度 (亿元)	新额度 (亿元)
中信证券	265	159	469
国泰君安	172	130	508
华泰证券	118	216	300
海通证券	200	200	397
广发证券		124	176

**券商短融券存量情况（6.27）**

	证券公司短期融资券 (亿元)
国信证券	120
申万宏源	90
中信建投	90
中信证券	80
招商证券	70
渤海证券	60
光大证券	60
广发证券	50
东方证券	40
浙商证券	35

市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

经营数据：1-5月上市券商业绩保持五成增速

市场展望：开放背景下关注供给侧改革主线

行业展望：注册制下券商行业的发展新机遇

投资建议：重视优势标的配置价值

## 四、行业展望：注册制实施将加快投行转型发展

- 科创板界定了政策支持的企业范围，改革核心在于注册制。注册制的要义是改造现行资本市场发行、上市环境，形成市场化的供需和定价。
- 对于投行而言，如何平衡发行人与投资者、确定合理的企业估值，券商将面临风险定价和保荐跟投的考验。根据规则，券商将采用另类子公司开展跟投，跟投比例从2%-5%，锁定期为两年。长期投资收益将取决于项目质量和投资风险。
- 2019年预计股权融资规模将稳步提升，截止至6月28日上半年股权融资总规模6102亿元，全年预计能够超过1.2万亿元的股权融资总规模。

### 2019年股权融资规模有望稳步提升（6.27）



### 2019H券商主承销金额排名前十（6.27）

	主承销总规模(亿元)	IPO募集资金(亿元)	IPO承销市场份额(%)
中信证券	5191	151	25
中信建投	4542	49	8
中金公司	2955	59	10
招商证券	1941	45	7
海通证券	1933	11	2
国泰君安	1855	17	3
光大证券	1564	12	2
广发证券	1336	10	2
中银国际	1201	7	1
平安证券	1197		

## 四、行业展望：经纪业务转型财富管理仍有待突破

- **提升标准化服务质量，通过增值服务提振零售端收入。** 现有的经纪业务需要积极应对逐步下行至低位的佣金率，在客户需求、服务内容和质量上寻找突破口，提升业务收入。
- 中期来看，**金融科技应用、组织架构调整、投顾精英化等将会是形成差异化的要素。** 实现发展的具体路径有：1) 加大研发和技术投入，持续增加增值服务收入在零售客户收入中的占比。2) 加强投顾队伍建设，不仅是数量上提升，更重要的是投资、投研、融资等财富管理综合服务能力的提高，吸引更多的高风险偏好、高净值的客户。3) 运用TAMP平台运营模式，投顾专注获客、平台负责提供技术支持，满足不同类型客户需求。
- 长期来看，财富管理业务的突破仍需要《证券法》、《投资咨询管理办法》的制度支持。

**券商行业经纪业务佣金率长期保持低位**



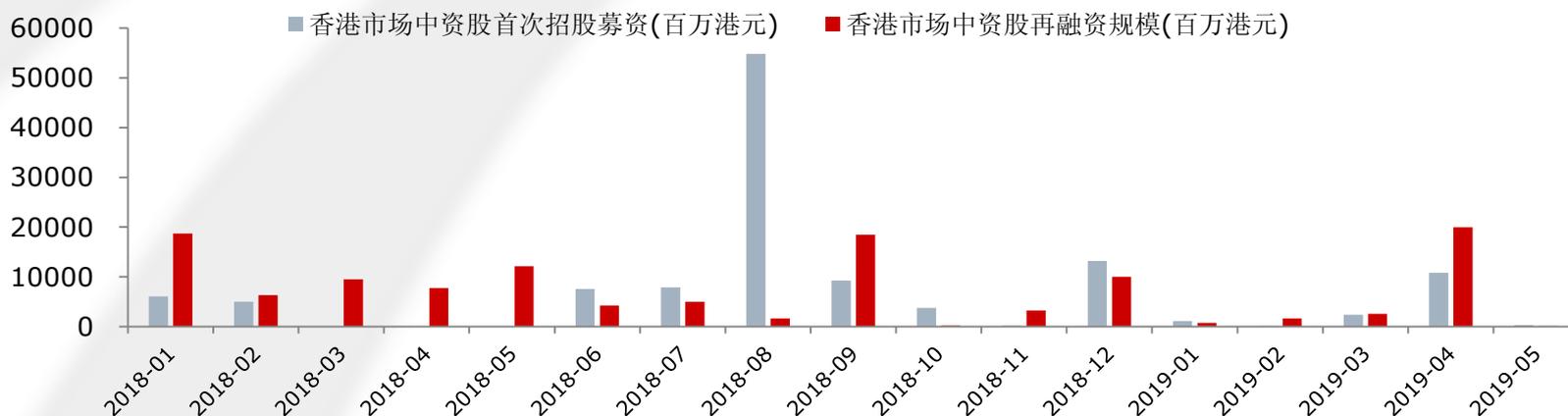
**2019Q1上市券商经纪业务收入占比排名前十**

	经纪业务收入 (亿元)	收入占比 (%)
方正证券	7.5	41%
中国银河	11.4	31%
国信证券	11.4	30%
国金证券	3.0	28%
华西证券	2.9	27%
南京证券	1.4	27%
招商证券	11.0	24%
中原证券	1.6	24%
中信建投	7.2	23%
国泰君安	15.3	23%

## 四、行业展望：国际化布局推动券商综合实力提升

- **近十年产业资本海外并购和上市融资，为投行的国际化发展形成较好的契机。**随着我国企业在全球产业链的地位逐步提升，国内投行的国际化发展步伐也逐步加快。
- **面临的挑战：**外资投行在全球市场具有机构数量、人员规模和海外资源的各方面优势，中资券商在全球服务能力方面相对不足，仍需与外资大行开展合作完成大单项目。
- **面临的机遇：**香港资本市场伴随着内地经济的发展，为内地券商提供了重要的国际化舞台。2018年，海通、中信、华泰、招商的海外收入占比分别为27.7%、14.6%、12.6%、6%，较2017年均有所上升。
- **关注：**2019年6月沪伦通揭牌，华泰证券完成首单GDR发行，募资17亿美元。近期获得美国经纪交易商资质、所属美国子公司Assetmark境外分拆上市也通过了国内批准。

### 2018年香港市场中资股IPO+再融资规模达到2052亿港元



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

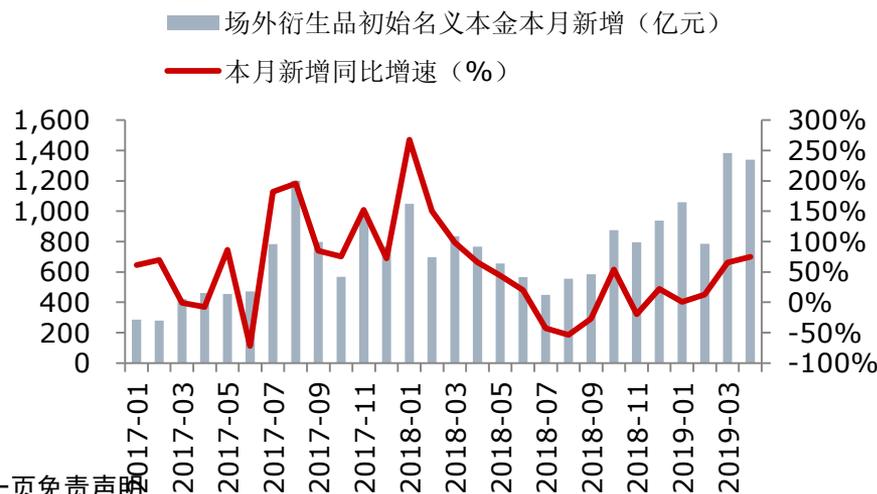
## 四、行业展望：资金型业务仍是利润增长的重要驱动

- 长期来看，经纪、投行、资管等传统业务在行业成熟阶段利润率改善会趋于稳定，佣金类业务的价格竞争将会日趋激烈。近年来券商收入结构中，经纪、投行和资管的收入占比持续下降，收入来源呈现多元化趋势。
- 在资管新规“去通道”、“去杠杆”规范下，券商收入增长的重心逐步由传统业务向资金型、创新型业务转变。财富管理转型、主动型资产管理、衍生品交易、海外业务等资本投入型业务将继续成为券商利润增长的重要来源。
- 从2015年以来，ROE的提升更多来自资金型业务，预计未来自营交易、投行资本化、财富管理转型的积极影响更甚。

### 2019Q1自营业业务收入占比排名前十的上市券商

	自营业业务收入 (亿元)	同比增速 (%)	营业收入 (亿元)	收入占比 (%)
太平洋	6.6	128%	7.1	94%
西南证券	7.0	6%	11.4	61%
西部证券	7.7	160%	13.3	58%
长江证券	13.4	25%	24.2	55%
东吴证券	8.2	370%	14.9	55%
第一创业	4.4	176%	8.1	54%
兴业证券	20.5	288%	38.3	53%
天风证券	5.5	287%	10.3	53%
中原证券	3.4	278%	6.6	52%
广发证券	35.0	129%	68.4	51%

### 2019年1-4月场外衍生品交易规模稳步提升



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

市场回顾：交易活跃推动券商估值稳步上修

经营数据：1-5月上市券商业绩保持五成增速

市场展望：开放背景下关注供给侧改革主线

行业展望：注册制下券商行业迎发展新机遇

投资建议：重视优势标的配置价值

## 五、投资建议：头部券商的行业优势地位稳固

□ 加快行业发展需要解决资产体量小、造血能力不足的短板问题，**头部券商的体量规模优势明显，具备做大做强基础，有望加速形成国际竞争实力：**

1) 业务收入多元化；2) “价稳后量升”将促进利润增长；3) 具有流量和品牌优势；4) 中后台研发投入大于中小券商。

□ 头部券商优势集中将加剧行业分化，中小券商需寻找差异化发展路径，形成比较优势。

1) 投行在细分领域或部分区域长期积累沉淀、精耕细作，形成特色化、专业化服务；2) 提升投资交易能力，增加业绩弹性；3) 结合信息技术和金融科技，提升产品服务能力。

**2019Q1上市券商资产规模排名前十 (6.28)**

	2019Q1总资产 (亿元)	2019Q1营业收入 (亿元)	权益乘数(剔除 客户保证金)	最新PB(LF)
中信证券	6,733	105	3.4	1.83
海通证券	6,120	100	4.2	1.33
国泰君安	4,969	67	3.2	1.37
华泰证券	4,456	62	3.3	1.71
广发证券	4,149	68	3.7	1.18
申万宏源	3,752	55	4.1	1.61
招商证券	3,288	46	3.1	1.69
中国银河	3,050	37	3.3	1.85
国信证券	2,430	37	3.4	2.01
东方证券	2,423	41	3.9	1.39

## 五、投资建议：下半年关注低基数下的业绩边际改善

- **券商板块估值驱动往往是分母端先行。**从券商板块的历史表现来看，牛市前期受利率下行、流动性改善和交易活跃等因素影响，券商估值快速上行会先于基本面拐点的出现，领先约1-2个月。
- **估值驱动从分母向分子转换之后，业绩改善和盈利能力是重点。**在季度数据公布前后，市场对基本面拐点形成了支撑和验证，之后券商估值会出现较大波动。同样的情况也出现在今年一季度以及之后的4-5月。主因是估值驱动从分母向分子转换，之后分子端的业绩增速和持续的盈利能力是关键点。
- **全年增速有望保持稳健，关注个股改善情况和持续盈利水平。**上半年券商仍会保持较好的累计增速，基本面较去年形成较为确定的拐点。受益于政策支持和改革红利，在低基数效应下，下半年可关注月度的边际改善。
- **推荐标的：**目前板块PB为1.7X，接近2016-17年平均1.8X水平，上行仍有空间。推荐综合实力领先的中信证券、华泰证券和招商证券，预计2019年PB为1.6X、1.7X和1.5X。建议关注改善标的国信证券和东吴证券。

### 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PB			评级
		06月28日	18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600030	中信证券	23.81	0.77	1.18	1.52	1.88	1.58	1.47	推荐
601688	华泰证券	22.32	0.61	0.96	1.15	1.78	1.70	1.60	推荐
600999	招商证券	17.09	0.66	0.93	1.18	1.74	1.46	1.36	推荐

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 附件：关注长期盈利能力突出的优势券商（6.28）

证券公司	1-5月净利润同比 (%)	PB (LF)	18年ROE	17年ROE	16年ROE	15年ROE	平均值
国信证券	105%	2.0	6.5%	8.8%	9.4%	28.0%	13.2%
财通证券	42%	2.0	4.1%	7.1%	11.6%	25.9%	12.2%
申万宏源	35%	1.6	6.0%	8.3%	10.2%	24.0%	12.1%
浙商证券	123%	2.2	5.4%	7.9%	13.0%	21.7%	12.0%
招商证券	55%	1.7	5.5%	7.3%	9.0%	22.6%	11.1%
广发证券	20%	1.2	5.2%	10.2%	10.3%	17.1%	10.7%
华安证券	152%	1.9	4.5%	5.2%	5.0%	27.5%	10.5%
国泰君安	25%	1.4	5.3%	7.8%	10.3%	16.4%	10.0%
兴业证券	37%	1.3	1.6%	7.3%	6.8%	23.3%	9.8%
东北证券	254%	1.4	1.9%	4.2%	8.2%	22.8%	9.3%
中国银河	74%	1.9	4.4%	6.2%	8.9%	17.3%	9.2%
华泰证券	0%	1.7	4.9%	10.6%	7.6%	13.2%	9.1%
中信证券	22%	1.8	6.3%	7.8%	7.5%	14.4%	9.0%
东方证券	105%	1.4	2.4%	6.7%	5.9%	20.8%	9.0%
长江证券	242%	1.6	0.8%	5.8%	8.6%	20.5%	8.9%
东兴证券	53%	1.6	5.1%	6.8%	7.4%	15.0%	8.6%
海通证券	21%	1.3	4.4%	7.6%	7.3%	14.4%	8.4%
国金证券	30%	1.5	5.2%	6.4%	7.4%	14.3%	8.3%
光大证券	63%	1.1	0.5%	6.3%	6.3%	18.3%	7.8%
西部证券	117%	2.0	1.2%	4.3%	8.9%	16.1%	7.6%
东吴证券	337%	1.5	1.7%	3.9%	7.4%	16.3%	7.3%
第一创业	117%	2.5	1.4%	4.7%	6.5%	15.8%	7.1%
国元证券	59%	1.2	2.7%	4.8%	6.8%	13.9%	7.0%
中原证券	32%	2.0	0.9%	4.6%	6.5%	15.8%	6.9%
西南证券	57%	1.5	1.1%	3.4%	4.6%	18.1%	6.8%
国海证券	481%	1.5	0.8%	3.0%	7.4%	13.3%	6.1%
方正证券	156%	1.5	1.8%	3.8%	7.1%	11.5%	6.1%
山西证券	243%	1.8	1.7%	3.3%	4.0%	11.2%	5.1%
太平洋	扭亏为赢	2.4	-12.5%	1.0%	5.3%	14.2%	2.0%

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

## • 分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

牛竞崑，四川大学金融学学士，美国亚利桑那州立大学金融硕士，2017年9月加入民生证券。

## 分析师承诺：

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005  
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122  
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。