

# 证券

## 两融与风控利好政策出台，有效呵护资本市场

**事件：**8月9日，证监会指导交易所发布《融资融券交易实施细则》（以下简称《实施细则》），同时扩大两融标的范围，对相关交易机制作出较大幅度优化；当天，证监会修订了《证券公司风险控制指标计算标准》（以下简称《计算标准》），并公开征求意见，对部分业务的风险计量需进一步完善和明确，以适应新形势下风险管理和行业发展的需要。

**融资融券：制度进一步优化，有效激发市场活力。1) 关于维持担保比例的调整：**A、最低维持担保比例可由券商自主决定，不再一刀切定为130%；B、将“其他担保物”纳入担保范围，但在取现时不纳入考虑范围内。预计其他担保物可能为分级B基金、新三板股票、ST股票等券商可处置资产，或由券商自主决定；**2) 两融标的股票数量由950只扩大至1600只。**两融标的总市值占A股总市值比重由扩容前的65%增至81%，流通市值占A股总流通市值比重由扩容前的74%增至87%。以当前两融余额（8月8日8965亿）占两融流通标的市值的比例（2.82%）计算，预计标的扩容后两融规模将提升1500亿左右。**3) 证金公司自8月8日起，整体下调转融资费率80bps。**预计带动整体券商成本下降约2亿左右，静态来看，对业绩影响有限，但为券商融资提供更丰富、且价格合理的融资渠道。

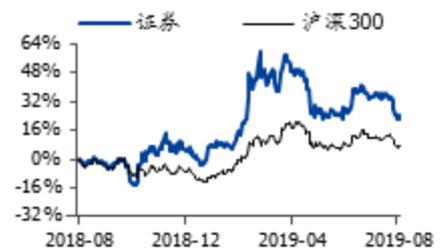
**券商风控指标逆周期调整：引导价值投资，差异化监管下行业龙头加杠杆空间提升。1) 放宽“权益类证券风险资本准备”计算比例和“政策性金融债等投资风险控制指标”计算标准；2) 推进融资类业务风险化解，收紧股票质押业务风控指标的计算标准，但对两融业务整体放松；3) 《计算标准》明确新业务、新产品的风控指标计算标准，确保对各类业务风险全覆盖，具体包含信用衍生品、科创板股票、非标私募基金、资产支持证券、境外股票投资、期权、债券质押式回购七个大类；4) 提升劣后级分级基金市场风险资本准备计算标准，完善信用债、次级债市场风险资本准备计算标准，将AA级及BBB级划归到下一等及的监管范围内。5) 证券公司风险资本准备再与行业分类评价进一步挂钩，新增“连续三年AA级及以上的证券公司，风险资本准备调整系数定为0.5”。**预计中信、国君、海通、华泰、招商、中信建投和中金公司将进一步享受风险资本准备调整系数的优惠。

**投资建议：**考虑到近期受中美贸易影响，资本市场相对低迷，修订后的两融规则和券商风控指标计算标准及时出台，充分体现了监管通过逆周期调节加强对于资本市场的呵护，券商风险管理的监管体系进一步完善，有利于行业健康发展。1) 两融业务作为最直接受益者，规模有望扩大，新规可进一步疏导投资者合理的投资需要，激发资本市场活力；2) 有利于引导券商加大对权益类资产的长期配置力度，加强价值投资，更好地支持实体经济；3) 引导行业全面提升风险管理能力。新规并非一味地放松，监管也加强了对高风险业务的股票质押等业务，以及衍生品、科创板等创新业务风险的管理，严守风险底线。4) 整体对券商行业形成利好，但结合证券公司分类评价结果强化差异化监管，有利于提升合规风控有效、业务拓展能力较强的证券公司的资本运作空间，龙头券商有望进一步提升风险覆盖率，杠杆提升空间相对充足。

**风险提示：**金融市场对外开放后，外资进入可能引发行业竞争加剧；中美贸易摩擦不断，影响二级市场情绪；宏观经济表现仍有一定下行压力。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 蒋江松媛

邮箱：jiangjiangsongyuan@gszq.com

### 相关研究

1、《证券：金融开放专题系列二：对证券行业有何影响？》2019-07-23



## 内容目录

1. 融资融券：制度进一步优化，有效激发市场活力 .....	3
关注点一：关于维持担保比例计算的调整 .....	3
1) 最低维持担保比例可由券商自主决定，不再一刀切定为 130% .....	3
2) 完善维持担保比例的计算，“其他担保物”纳入担保范围 .....	4
关注点二：两融标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只 .....	4
关注点三：证金公司下调转融资费率 80bps .....	5
2. 券商风控指标逆周期调整：引导价值投资，差异化监管下行业龙头加杠杆空间提升 .....	6
关注点一：引导价值投资，加强对实体经济的支持 .....	6
关注点二：推进融资类业务风险化解，股质与两融业务一紧一松 .....	6
关注点三：明确新业务计算标准，确保对各类风险全覆盖 .....	7
关注点四：提升高风险投资的风控指标计算标准 .....	7
关注点五：龙头券商进一步享受计算优惠，有利于提升资本运作空间 .....	7
风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1: 两融业务：市场平均维持担保比例 (%) .....	3
图表 2: 两融业务担保物价值 (亿元) .....	4
图表 3: 一季度末上市券商两融规模情况 (亿元) .....	5
图表 4: 券商主要风控指标 .....	6
图表 5: 7家券商当前风险覆盖率及净资本情况 (亿元) .....	8
图表 6: 《证券公司风险控制指标计算标准》变动对比：2016 VS 2019 (征求意见稿) .....	8

**事件:** 8月9日,证监会指导沪深交易所修订的《融资融券交易实施细则》(以下简称《实施细则》)正式出台,同时指导交易所进一步扩大两融标的范围,对相关交易机制作出较大幅度优化;当天,证监会修订了《证券公司风险控制指标计算标准》(以下简称《计算标准》),并公开征求意见,对部分业务的风险计量需进一步完善和明确,以适应新形势下风险管理和行业发展的需要。

## 1. 融资融券: 制度进一步优化, 有效激发市场活力

交易所此次对于两融交易细则的变动主要体现在对维持担保比例的相关条款进行了修改,并将融资融券标的股票数量由950只扩大至1600只;此外,结合证金公司自8月8日起整体下调转融资费率80bps的决定,当前监管正向引导资金规范入市,促进融资融券业务有序发展,有利于激发市场活力。

### 关注点一: 关于维持担保比例计算的调整

#### 1) 最低维持担保比例可由券商自主决定, 不再一刀切定为130%

修订后的《交易细则》取消了最低维保比例必须在130%以上的指标要求,会员券商可根据市场情况、客户资信和公司风险管理能力等因素,审慎评估并与客户约定最低维持担保比例要求。

根据证金公司数据来看,2019年7月,市场整体维持保证金比例为263%左右,自2010年业务推出以来,均保持在200%以上,整体风险相对有限,券商两融业务仍具有一定的安全垫。此次调整的目的是改变此前“一刀切”的做法,最低维保比例的确定交由证券公司与客户自主约定。对于客户资信较强、担保品流动性较好的,证券公司可经评估后适当调低最低维保比例,反之可提高。但考虑到当前市场差异化管理后,整体灵活性增强,但对于券商整体的风控能力提出了一定的考验。

图表 1: 两融业务: 市场平均维持担保比例 (%)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

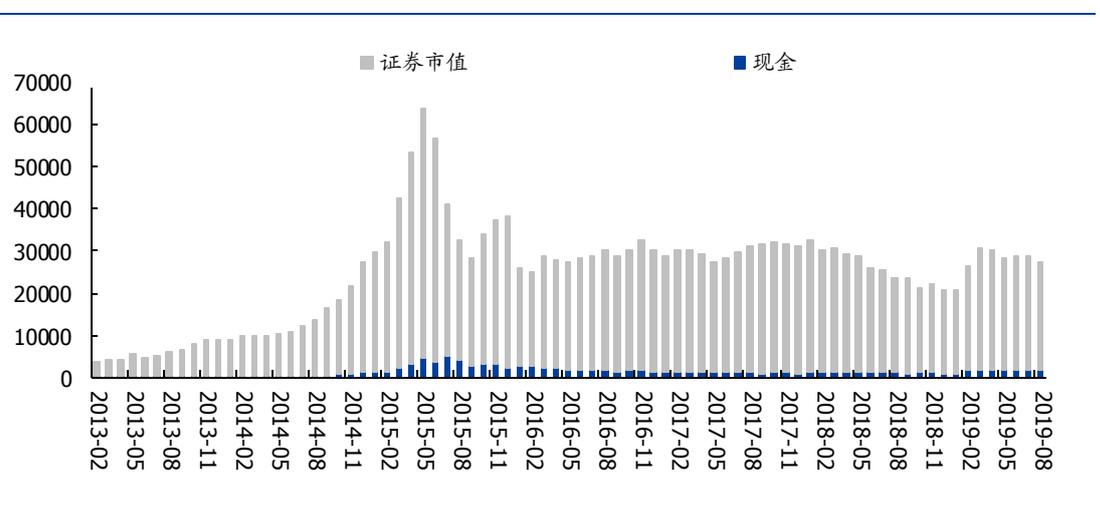
## 2) 完善维持担保比例的计算, “其他担保物” 纳入担保范围

调整后的计算公式为:  $\text{维持担保比例} = (\text{现金} + \text{信用证券账户内证券市值总和} + \text{其他担保物价值}) / (\text{融资买入金额} + \text{融券卖出证券数量} \times \text{当前市价} + \text{利息及费用总和})$

其他担保物为新增部分, 是指客户维持担保比例低于最低维持担保比例时, 客户经会员券商认可后提交的除现金及信用证券账户内证券以外的其他担保物, 其价值根据会员券商与客户约定的估值方式计算或双方认可的估值结果确定。预计其他担保物可能为分级B基金、新三板股票、ST股票等券商可处置资产, 或由券商自主决定。

从当前担保物情况来看, 截止 2019 年 8 月 7 日, 现金+证券市值共计 2.7 万亿左右, 其中, 现金 1810 亿, 占比不到 7%; 证券市值 2.5 万亿左右, 占比超过 93%。未来担保物范围放开后, 对于投资者来说, 可增加担保物筹码, 提升补充担保物的灵活性, 增强了开展两融业务的动力; 对于券商来说, 可在一定程度上降低风险, 但事前对于其他担保物的价值评估更为重要, 券商要相应完善对应的资产评估和风控体系, 保证担保物的质量, 避免道德风险。

图表 2: 两融业务担保物价值 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

值得注意的是, 取现时仅考虑现金和其他充抵保证金的证券。修订后的《交易细则》规定: 仅计算现金及信用证券账户内证券市值总和的维持担保比例超过 300% 时, 客户可以提取保证金可用余额中的现金、充抵保证金的证券, 但提取后仅计算现金及信用证券账户内证券市值总和的维持担保比例不得低于 300%。

对于其他担保物, 新增“维持担保比例超过会员券商与客户约定的数值时, 客户可以解除其他担保物的担保, 但解除担保后的维持担保比例不得低于会员券商与客户约定的数值”。

避免担保物质量下降, 严控风险底线。虽然交易所在维保比例计算中引入“其他担保物”, 但在取现时却没有放松, 仍以现金或充抵保证金的证券为考量因素。避免了若将其他担保物纳入取现的考量范围后, 客户提前提取流动性较好的现金和冲抵保证金的证券后, 导致担保物整体质量下降。

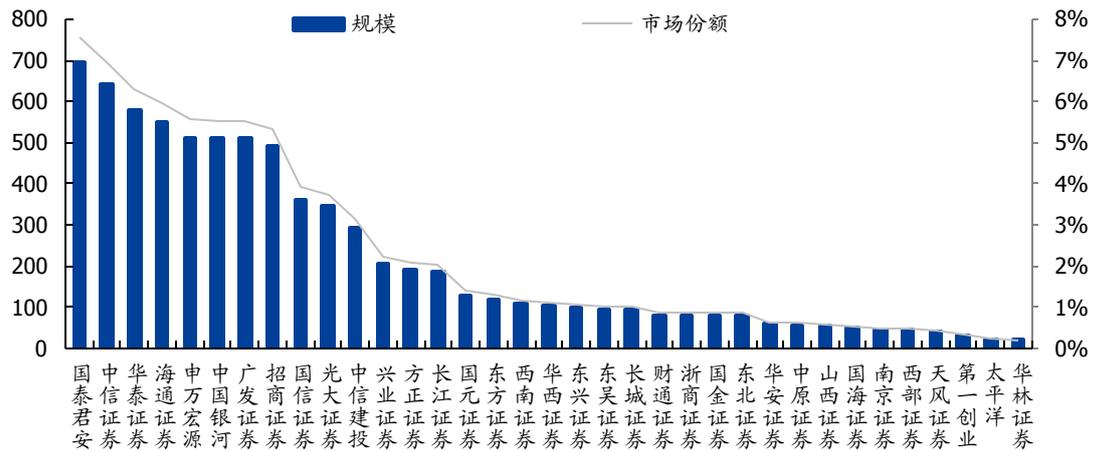
### 关注点二: 两融标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只

两融标的股票数量扩容至 1600 只, 覆盖范围更广。具体来看, 此次新增的 650 只两融股票中, 深市新增 275 个两融标的, 沪市新增 375 个两融标的, 上交所现有 43 只标的

交易型开放式指数基金范围维持不变。此次扩容后，两融标的数量占A股总数的比例由26%增加至44%，两融标的总市值占A股总市值比重由扩容前的65%增至81%，两融标的流通市值占A股总流通比重由扩容前的74%增至87%。此外，扩容的650只股票中，市值在200亿以下的标的在550只左右，占比约为85%。

**两融业务规模有望扩大。**截止2019年8月8日，市场两融余额8965亿，占当天两融流通标的市值的比例为2.82%，以此比例来看，新增的650只标的证券A股流动市值为5.4万亿，粗略估算，预计两融业务规模有望增加1500亿左右。从各家券商来看，国君、中信和华泰证券两融业务市占率最高，均在6%以上。

图表3：一季度末上市券商两融规模情况（亿元）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

### 关注点三：证金公司下调转融资费率 80bps

证金公司自2019年8月8日起，整体下调转融资费率80bps，其中：182天期由4.3%下调至3.5%，91天期由4.6%下调至3.8%，28天期由4.7%下调至3.9%，14天期和7天期由4.8%下调至4%。

静态来看，对券商业绩影响相对有限；但信号意义更强，为券商融资提供更丰富、且价格合理的融资渠道。当前转融资余额不到260亿，费率下降80bps，整体券商成本下降约2亿左右。考虑到2018年市场整体低迷的情况下，券商行业整体净利润为666亿，对于业绩整体影响相对有限。

此次下调前，转融资利率明显高于市场利率（各期限均在4%以上），叠加保证金的要求，实际融资成本或更高。券商可以选择发行公司债等进行融资以发展两融业务（从上市券商来看，近期发行公司债成本在4%左右），部分中小券商也可谋求上市进行融资。此次下调后，会加大券商对证金的资金需求，有利于后续两融业务的开展。证金公司为券商提供低融资渠道，更多地体现监管层对于资本市场的呵护。

## 2. 券商风控指标逆周期调整：引导价值投资，差异化监管下行业龙头加杠杆空间提升

2016年，证监会修改《证券公司风险控制指标管理办法》，建立了净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，引入了风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率和净稳定资金比例。此次修订后的《计算标准》没有对风控指标的监管要求有所改动，仅调整计算时的参数。

图表 4: 券商主要风控指标

指标	监管要求
风险覆盖率（净资本/各项风险资本准备之和）	≥100%
资本杠杆率（核心净资本/表内外资产总额）	≥8%
流动性覆盖率（优质流动性资产/未来30天现金净流出量）	≥100%
净稳定资金率（可用稳定资金/所需稳定资金）	≥100%
净资本/净资产	≥20%
净资本/负债	≥8%
净资产/负债	≥10%
自营权益类证券及其衍生品/净资本	≤100%
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤500%
融资（含融券）金额/净资本	≤400%

资料来源：证监会，国盛证券研究所

### 关注点一：引导价值投资，加强对实体经济的支持

**放宽了“权益类证券风险资本准备”计算比例。**1) 证券公司投资成分股、权益类指数基金产品的市场风险资本准备计算标准分别下调至 10%、5%，此前为 15%和 10%；2) 明确证券公司持有宽基指数类 ETF（主要指 300ETF、上证 50ETF、创业板 ETF 等跟踪综合类指数的 ETF 基金）不适用持有市值不得超过总市值 5%的集中度要求。

**放宽“政策性金融债等投资风险控制指标”的计算标准。**1) **风险覆盖率方面**：调整政策性金融债和政府支持机构债券的计算标准，将市场风险资本准备计算标准由 2%降至 1%；2) **流动性覆盖率方面**：优质流动性资产的比例由 98%上调至 99%、未来 30 日现金流出计算比例由 2%下调至 1%；3) **净稳定资金率方面**：存续期大于等于 1 年的国债、中央银行票据、政策性金融债和政府支持机构债券所需稳定资金计算比例由 5%降至 2%。

整体来看，有利于引导券商加大对权益类资产的长期配置力度，充分体现监管通过逆周期调节加大对市场的支持力度。未来，权益基金，尤其是指数类基金的规模有望稳步提升。

### 关注点二：推进融资类业务风险化解，股质与两融业务一紧一松

**股票质押有所收紧**：1) 以自有资金参与股票质押交易的，将受限股（包括限售股和减持受限股，为上市公司股东进行并购重组提供配套融资等情形除外）的信用风险资本准备提升至 40%，此前为 20%。2) 以资管计划参与股票质押交易的，以实际投资规模为基础，按照集合资管计划 5%、单一资管计划 3%计算特定风险资本准备。（此项为新增）3) 将到期日在 1 年以上的股票质押交易融出资金所需净稳定资金计算比例提升至 100%，

此前为 75%。

**两融业务有所放松：**自有资金融出资金所需稳定资金计算比例由 50%降至 30%。

两融业务放松与近期监管进行相关制度优化、标的扩容和下调转融资费率基调一致，旨在引导两融业务稳步发展；而在 18 年股质风险集中暴露之后，监管收紧相关风险指标的计算要求，旨在规范股票质押业务发展，有利于防范金融风险。

### 关注点三：明确新业务计算标准，确保对各类风险全覆盖

《计算标准》(征求意见稿)中还明确新业务、新产品的风控指标计算标准，确保对各类业务风险全覆盖，具体包含信用衍生品、科创板股票、非标私募基金、资产支持证券、境外股票投资、期权、债券质押式回购七个大类。具体来看：

**信用衍生品业务：**1) 买入信用衍生品，按照账面价值的 100% 计算市场风险资本准备。2) 卖出信用衍生品，一级、二级交易商分别按照合约名义价值总额的 20%、60% 计算市场风险资本准备。

**科创板相关：**1) 以自有资金投资：非限售流通股参照“一般上市股票”计算 30% 市场风险资本准备；首发前股份、未上市流通、限制流通及战略配售锁定期内的股票参照“流通受限的股票”计算 50% 市场风险资本准备。2) 子公司跟投：明确另类子公司持有上市证券(含跟投持股)应与母公司自营持券合并计算，满足“持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例不得超过 5%”的监管标准。

其他五类业务相关风控指标具体计算标准详见图表 5。

### 关注点四：提升高风险投资的风控指标计算标准

《计算标准》(征求意见稿)对于风控指标的计算标准并非全面放松，而是根据业务风险情况进行差异化安排，除了对于股票质押业务有所收紧之外，对于其他高风险业务的风控指标计算标准也有提升。主要体现在：

一是提升劣后级分级基金市场风险资本准备计算标准。为引导分级基金有序清理、控制证券公司持有高杠杆产品，提升证券公司持有分级基金中非优先级基金份额的市场风险资本准备计算标准至 50%。

二是完善信用债、次级债市场风险资本准备计算标准。结合市场实践，调整风控指标体系中信用债等级划分标准为：AAA 级债券，AAA 级以下、AA 级以上，AA 级(含)以下、BBB 级以上，及 BBB 级(含)以下四类。此前，AA 级及 BBB 级均划分到 AA 级以上及 BBB 级以上中。

此外，鉴于次级债券偿付顺序在普通债务之后，对于证券公司投资各主体发行的次级债券的，参照投资 BBB 级(含)以下信用债券计算各项风控指标。

### 关注点五：龙头券商进一步享受计算优惠，有利于提升资本运作空间

证券公司风险资本准备再与行业分类评价进一步挂钩。《计算标准》(征求意见稿)在现行风险资本准备调整系数的基础上，即 A 类为 0.8(连续 3 年 A 类为 0.7)，B 类为 0.9，C 类为 1，D 类为 2；新增一档“连续三年 AA 级及以上的证券公司，风险资本准备调整

系数定为 0.5”。根据 2019 年最新券商评级，共有 7 家券商连续三年评级为 AA，分别为中信、国君、海通、华泰、招商、中信建投和中金公司，未来或将进一步享受风险资本准备调整系数的优惠。

**龙头券商进一步享受风险计算优惠，提升杠杆空间。**未来，结合证券公司分类评价结果强化差异化监管，有利于提升合规风控有效、业务拓展能力较强的证券公司的资本运作空间，龙头券商有望进一步提升风险覆盖率。

图表 5: 7家券商当前风险覆盖率及净资本情况 (亿元)

券商	风险覆盖率 (2018)	净资本	风险覆盖率 (调整后)
中信证券	183.92%	919.96	257.49%
国泰君安	343.15%	865.76	480.41%
海通证券	253.27%	713.77	354.58%
华泰证券	281.90%	595.60	394.66%
招商证券	309.04%	528.16	432.66%
中信建投	240.13%	410.30	336.18%
中金公司	133.60%	245.78	187.04%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 6: 《证券公司风险控制指标计算标准》变动对比: 2016 VS 2019 (征求意见稿)

主要变化	涉及科目	2016 年《计算标准》	新《计算标准 (征求意见稿)》
放宽部分权益类投资市场风险资本准备计算标准	上海 180、深圳 100、沪深 300 指数成分股	市场风险资本准备计算标准为 15%	市场风险资本准备计算标准下调至 10%
	权益类指数基金	市场风险资本准备计算标准为 10%	市场风险资本准备计算标准下调至 5%
	宽基指数类 ETF 基金	-	不适用持有市值不得超过总市值 5% 的集中度要求
放宽政策性金融债等投资风险指标计算标准	政策性金融债、政府支持机构债券	市场风险资本准备计算标准为 2%	市场风险资本准备计算标准下调至 1%
		计入优质流动性资产的比例为 98%	计入优质流动性资产的比例上调至 99%
		未来 30 日现金流出计算比例为 2%	未来 30 日现金流出计算比例下调至 1%
	存续期大于等于 1 年的国债、中央银行票据、政策性金融债和政府支持机构债券	所需稳定资金计算比例为 5%	所需稳定资金计算比例降至 2%
优化融资类业务相关风控指标计算标准	融资融券	融出资金所需稳定资金计算比例为 50%	融出资金所需稳定资金计算比例降至 30%
	股票质押	到期日在 1 年以上的股票质押交易融出资金所需净稳定资金计算比例为 75%	到期日在 1 年以上的股票质押交易融出资金所需净稳定资金计算比例提升至 100%
		信用风险资本准备为 20%	自有资金参与股票质押, 受限股、非受限股信用风险资本准备分别设为 40%、20%
			资管计划参与股票质押, 按照集合资管计划 5%、单一资管计划 3% 计算特定风险资本准备
应收账款	账龄一年以上、应收股东及其关联公	证券公司对其子公司等关联公司的应收款项信用风险资本准备	

		司款项信用风险资本准备为 100%	备为 100%
提升高风险投资的风控指标计算标准	权益类分级基金中的非优先级基金	市场风险资本准备为 30%	市场风险资本准备上调至 50%
	信用债等级划分	信用债等级划分标准为: AAA 级债券, AAA 级以下、AA 级(含)以上, AA 级以下、BBB 级(含)以上, 及 BBB 级以下四类	调整信用债等级划分标准为: AAA 级债券, AAA 级以下、AA 级以上, AA 级(含)以下、BBB 级以上, 及 BBB 级(含)以下四类, 次级债参照 BBB 级(含)以下信用债券计算各项风控指标
放宽交易在途资金流动性覆盖率	集中清算交易在途结算资金、银行间市场非集中清算交易在途结算资金	未来 30 日现金流入的计算标准分别为 50%、40%	未来 30 日现金流入的计算标准统一提升至 95%
完善资管计划特定风险计算标准	单一资管计划投资标准化资产	-	特定风险资本准备为 0.3%、股票质押以外非标资产为 0.8%
	集合资管计划投资标准化资产	-	特定风险资本准备为 0.5%, 股票质押以外非标资产为 3%
	高杠杆资管计划(总资产与净资产比值超过 140%)	-	特定风险资本准备按照规定标准的 2 倍计算
提升货币基金计入优质流动性资产的比例	货币基金	计入优质流动性资产的计算比例为 60%	计入优质流动性资产的计算比例提升至 90%
明确开展信用衍生品业务风控指标计算标准	买入信用衍生品	-	按账面价值的 100% 计算市场风险资本准备 买入信用衍生品的规模及因卖出信用衍生品履行保护义务导致被动承接合约标的债券的情形, 不受“持有一种非权益类证券的规模与其总规模的比例不得超过 20%”的比例限制
	卖出信用衍生品	-	按业务净收入的 18% 计算操作风险资本准备, 按合约名义价值的 100% 计算表外项目余额
			一级、二级交易商卖出信用衍生品的, 分别按照合约名义价值总额的 20%、60% 计算市场风险资本准备
			按照期末名义价值的 4%、3% 分别计算流动性覆盖率、净稳定资金率
明确科创板股票市场风险资本准备计算标准	非限售流通股	-	参照“一般上市股票”计算 30% 市场风险资本准备
	首发前股份、未上市流通、限制流通及战略配售锁定期内的股票	-	参照“流通受限的股票”计算 50% 市场风险资本准备
	另类子公司持有上市证券(含跟投持股)	-	应与母公司自营持券合并计算, 且持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例不得超过 5%
明确其他新业务的风控指标计算标准	非标私募基金代销、托管业务	-	分别按照代销规模 1%、托管业务规模 2% 计算特定风险资本准备
	场内、场外资产证券化产品	-	分别按照产品规模的 1%、2% 计算特定风险资本准备
	境外股票投资业务	-	持有的境外股票, 属于当地市场前三大综合指数成分股的, 参照境内指数成分股计算标准, 否则参照一般上市股票计算标准 同时持有 A+H 上市公司 A 股和 H 股股票的, 持有一种权益类证券的市值与总市值的比例的统计口径为 A 股、H 股合并计算
	场内债券质押式回购经纪业务	-	待回购交易余额按照 1% 计算特定风险资本准备, 并参照“其他或有事项”按照 3% 计算未来 30 日现金流出
强化差异化监管安排	风险资本准备调整系数	连续三年 A 类为 0.7, A 类为 0.8, B 类为 0.9, C 类为 1, D 类为 2	新增连续三年 A 类 AA 级及以上的证券公司, 风险资本准备调整系数定为 0.5 的规定

## 风险提示

金融市场对外开放后，外资进入，可能引发行业竞争加剧；  
中美贸易摩擦不断，影响二级市场情绪；  
宏观经济表现不及预期，仍有一定下行压力。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com