

证券

证券研究报告

2019年08月11日

券商风控指标：实施逆周期调整，将提振市场活跃度

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

投资要点：证监会就修改券商风险控制指标公开征求意见，旨在进一步提升券商风险管理水平，并强化差异化监管，鼓励资优券商扩大业务规模。证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则，两融交易机制大幅优化，标的范围显著扩大，将提升市场交易活跃度。我们认为推动资本市场改革政策落地对于券商估值提升具有较长时间段的积极影响。

券商风控指标：实施逆周期调整，有助于资优券商扩大业务规模。

新版的《证券公司风险控制指标计算标准》鼓励证券公司权益类投资，加大对权益类资产的长期配置力度；放松融资融券风控指标，同时加强股票质押监管；明确新业务、新产品的风险指标计算标准，确保对各类业务风险全覆盖，旨在鼓励创新业务发展的同时，全面提升券商风险管理水平；强化差异化监管，对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司，风险资本准备调整系数设为 0.5，有助于资优券商扩大业务规模；海通证券、华泰证券、国泰君安、中信证券等头部券商将受益于此。

《融资融券交易实施细则》：交易机制优化，标的范围扩大至 1600 只股票。

沪深两市融资融券的规模变化主要受市场影响，复盘经验表明牛市阶段标的范围扩容，券商指数超额收益明显。但是，短期内监管层先后降低转融资费率（中证金决定自 2019 年 8 月 8 日起，整体下调转融资费率 80BP）以及优化融资融券的交易机制有望促进券商两融业务的快速发展。

取消担保比例以及有条件的扩大担保品范围：融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只（其中沪市由 525 只升至 800 只，深市由 425 只升至 800 只）。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约 70% 达到 80% 以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升。有条件的扩大担保品范围，将降低融资融券业务经营风险。我们预计《融资融券交易实施细则》将推动券商两融业务的差异化发展，资本金充足且风险管理水平高的券商规模有望实现提升。

投资建议：多重政策利好将提振券商估值，板块再度迎来加配良机，推荐龙头券商。 估值重新回落至低位，但考虑 2019 年业绩大概率改善，板块估值具有较高性价比。从长期角度看，我们认为流动性宽松和推动资本市场改革政策是应对宏观压力的一大抓手，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。行业平均估值 1.83x PB，大型券商估值在 1.1-1.5x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.44x PB（2012 年至今）。重点推荐海通证券、华泰证券、国泰君安、中信证券。

风险提示：市场低迷导致业绩及估值双重下滑，政策落地不及预期

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《证券-行业点评:券商月报:业绩符合预期，科创板增厚投行业绩》 2019-08-07

2 《证券-行业点评:证券公司 2019 年分类结果：龙头券商优势明显，迎来加配良机》 2019-07-28

3 《证券-行业投资策略:证券行业 ROE 仍将承压，但中信证券等龙头的 ROE 拐点将现》 2019-07-17

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-08-09	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	12.58	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	27.96	14.63	12.33	10.84
601688.SH	华泰证券	19.13	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	31.36	19.52	16.78	13.96
601211.SH	国泰君安	16.60	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	21.56	16.77	15.09	13.39
600030.SH	中信证券	20.79	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	27.00	17.04	17.18	14.74

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 券商风控指标：实施逆周期调节，资优券商将扩大业务规模.....	3
2. 融资融券新规：交易机制优化，标的范围扩大.....	6
2.1. 融资融券业务先后经历六次扩容	6
2.2. 两融规模主要受市场影响，牛市阶段扩容券商指数超额收益明显	6
3. 中证金下调转融资费率，鼓励开展融资融券业务.....	7
4. 投资建议.....	9

图表目录

图 1：上市券商自营投资业务配置情况.....	3
图 2：股票质押经营情况（单位：亿元）.....	4
图 3：证券公司场外衍生品月度新增交易情况（单位：亿元）.....	4
图 4：历次扩容后两融规模变化情况（单位：亿元）.....	7
图 5：转融资余额（2012 年 8 月至 2019 年 7 月，单位：亿元）.....	8
图 6：券商板块目前估值仍处于历史底部区间（中信行业非银金融-证券）.....	9
表 1：上市券商分类结果（2011 年-2019 年）.....	5
表 2：沪深两市融资融券标的的数量变化（单位：家）.....	6
表 3：融资融券扩容券商指数表现.....	7
表 4：近年转融资费率调整一览.....	8
表 5：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 8 月 9 日）.....	10

1. 券商风控指标：实施逆周期调节，资优券商将扩大业务规模

2019年8月9日，证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准》（以下简称《计算标准》）公开征求意见。本次调整主要涉及《计算标准》中证券公司风险资本准备、表内外资产总额、流动性覆盖率、净稳定资金率和风险控制指标等5张计算表，明确新业务计算标准，提升风控指标完备性。

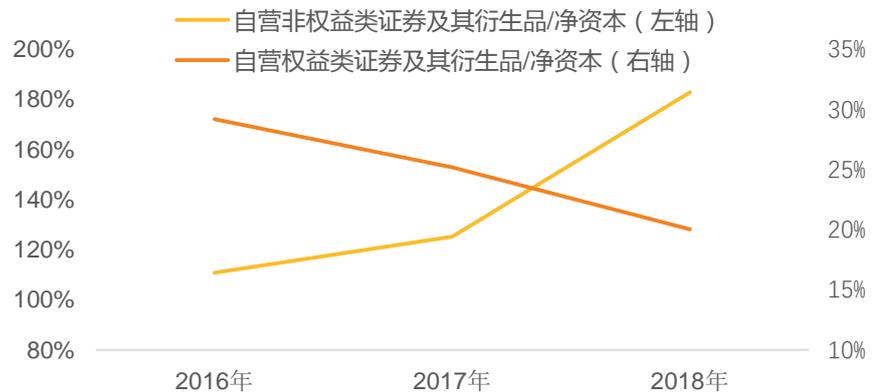
1、对风控指标实施逆周期调节，鼓励证券公司权益类投资。

1)《计算标准》将券商持有成分股与权益指数基金的风险资本准备分别由15%、10%下调至10%、5%，并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。

2)《计算标准》将持有的政策性金融债和政府支持机构债券的风险资本准备由2%下调至1%；计入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%；将存续期大于等于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%。

券商自营聚焦于债权投资。受到2018年权益资产调整以及会计准则的影响，原本聚焦在债权投资的重资本业务进一步提高了对于固定收益类资产的配置。《计算标准》放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，进一步支持证券公司遵循价值投资理念，加大对权益类资产的长期配置力度。

图 1：上市券商自营投资业务配置情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

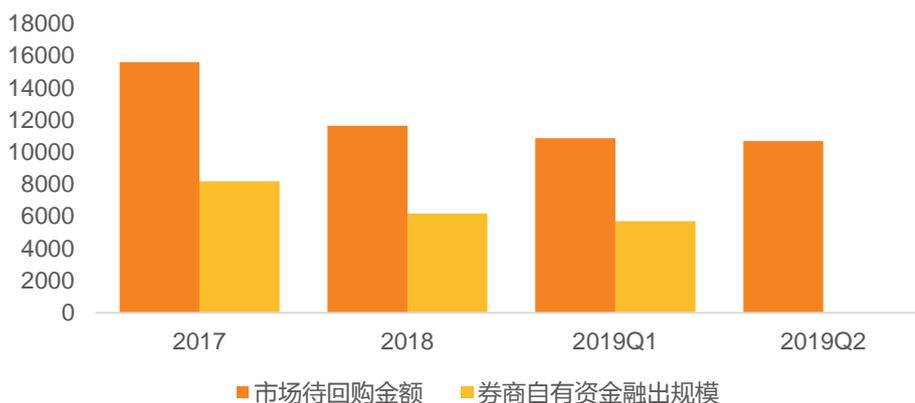
2、放松融资融券风控指标，同时加强股票质押监管。

《计算标准》放宽对融资融券业务所需稳定资金的要求，将融出资金所需稳定资金计算比例从现在的50%拟下调至30%。2016年修订后的风控新规将净稳定资金率正式纳入法定风控指标，并要求每日达标，部分上市券商的净稳定资金率面临较大监管压力，需要增加净稳定资金或压缩业务规模。此次调整对于券商提升融资融券业务具有积极正面的影响。

提高股票质押业务的风控要求。将到期日在1年以上的股票质押交易融出资金的所需稳定资金折算比例从现有的75%上调至100%。信用风险资本准备计算标准调整为：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）40%、非受限股20%。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。在此基础上，对已违约合约按照规定标准的2倍计算。经历2018年的调整后，证券公司调整股票质押业务的发展思路，持续压缩规模，截至2019年1季度，证券公司自有资金融出规模为5697亿元，较2018年末

减少 7.83%。我们认为在监管收紧股票质押业务的风控指标后，该项业务规模将继续下滑。

图 2：股票质押经营情况（单位：亿元）

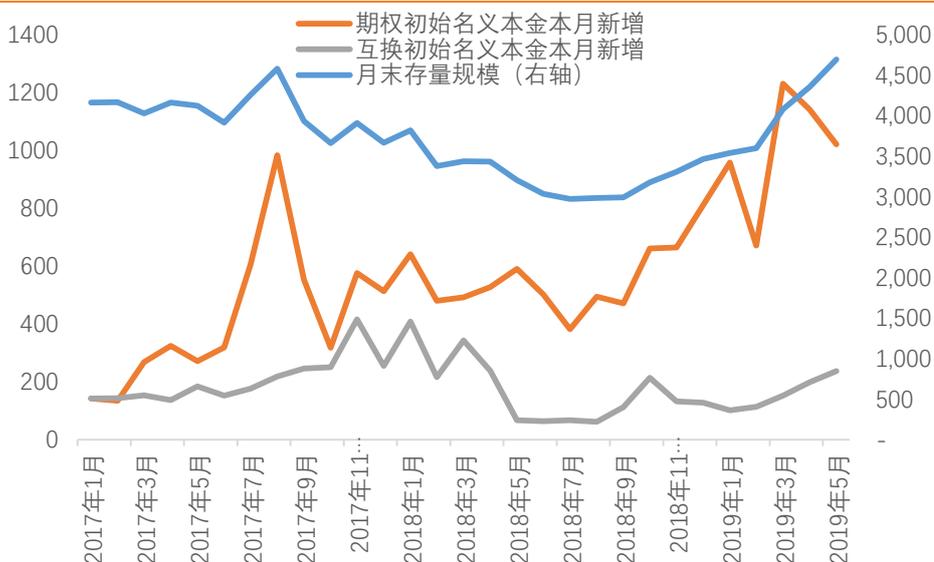


资料来源：证券业协会，天风证券研究所，2019 年 Q2 券商自有资金融出规模尚未公布

3、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。

《计算标准》明确开展信用衍生品业务风控指标计算标准，为支持证券公司合理运用信用衍生品，服务民企债券融资，明确开展信用衍生品业务的风控指标计算标准：1) 买入与卖出信用衍生品分别按照账面价值的 100%与合约名义价值 20%、60%（分别对应一、二级交易商）计算风险资本准备。2019 年 5 月，证券公司开展场外金融衍生品交易涉及初始名义本金 1,258.43 亿元；截止本月末，场外金融衍生品未了结初始名义本金合计 4,694.25 亿元。2) 在对净收入计算 18%操作风险资本准备的基础上，私募基金代销、托管分别按照业务规模的 1%与 2%计算特定风险资本准备。3) 在对承销净收入计算 15%的操作风险资本准备基础上，场内、场外 ABS 产品按照规模的 1%与 2%计算特定风险资本准备。

图 3：证券公司场外衍生品月度新增交易情况（单位：亿元）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

4、强化差异化监管，鼓励并引导券商提升风控水平。

对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司，风险资本准备调整系数设为 0.5；明确对纳入并表监管的证券公司，相关风险控制指标计算标准可由证监会另行规定。根据证监会公布 2019 年证券公司分类结果，中信证券、中信建投、招商证券、华泰证券、海通证券和国泰君安连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上。

表 1：上市券商分类结果（2011 年-2019 年）

公司名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	19 年较 18 年变化
中信证券	AA	AA	AA	AA	AA	BBB	AA	AA	AA	平
中信建投	AA	平								
招商证券	AA	平								
华泰证券	AA	AA	AA	AA	AA	BBB	AA	AA	AA	平
海通证券	AA	AA	A	AA	AA	BBB	AA	AA	AA	平
国信证券	AA	AA	AA	AA	AA	BBB	A	A	AA	升
国泰君安	AA	平								
天风证券	B	B	CCC	BB	BBB	BBB	A	A	AA	升
浙商证券	A	BBB	A	A	A	BBB	A	A	A	平
兴业证券	A	A	AA	AA	AA	BBB	BBB	A	A	平
申万宏源	AA	A	降							
南京证券	BB	A	CC	CC	BBB	A	A	A	A	平
华西证券	AA	AA	AA	AA	A	AA	A	A	A	平
华安证券	A	BBB	BBB	A	A	A	A	A	A	平
国元证券	A	BBB	A	A	AA	A	A	BBB	A	升
国金证券	BBB	A	AA	AA	AA	AA	A	A	A	平
光大证券	AA	AA	AA	C	A	AA	A	A	A	平
方正证券	A	A	AA	A	A	C	C	A	A	平
东兴证券	BBB	A	A	A	AA	BB	BBB	A	A	平
东吴证券	A	BBB	A	BBB	A	A	A	A	A	平
东方证券	A	AA	A	AA	AA	AA	A	AA	A	降
东方财富	B	BB	CCC	B	BBB	BB	BBB	A	A	平
东北证券	A	BBB	BBB	BBB	A	A	BBB	BBB	A	升
财通证券	BBB	BBB	BBB	BBB	A	A	A	A	A	平
西部证券	BB	BBB	BBB	BBB	A	A	BBB	BB	B	降
太平洋	BB	BBB	CCC	BB	A	BBB	A	BB	B	降
中原证券	BBB	BBB	BBB	BBB	A	A	A	C	BB	升
西南证券	A	A	A	AA	AA	A	C	BBB	BB	降
第一创业	BB	BBB	BB	降						
长城证券	A	BBB	BBB	A	BBB	A	BBB	A	BBB	降
山西证券	BBB	BBB	A	A	A	BBB	B	A	BBB	降
红塔证券	BB	BB	BBB	BBB	A	A	A	A	BBB	降
国海证券	B	B	BB	A	A	BBB	B	B	BBB	升
广发证券	AA	AA	AA	AA	AA	BBB	AA	AA	BBB	降
长江证券	A	A	A	A	AA	BB	A	BBB	CCC	降

资料来源：证监会，天风证券研究所

2. 融资融券新规：交易机制优化，标的范围扩大

2.1. 融资融券业务先后经历六次扩容

券商两融业务最早源于 2006 年证监会发布的《证券公司融资融券业务试点管理办法》，同年沪深交易所均发布《融资融券交易试点实施细则》。但是，直到 2008 年 10 月 5 日，证监会正式宣布启动融资融券业务试点。2010 年 3 月 31 日，融资融券试点才正式落地。2010 年以后，融资融券业务进入快速发展阶段，并先后经历 6 次扩容。

2019 年 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》正式出台，同时指导交易所进一步扩大融资融券标的范围，对融资融券交易机制作出较大幅度优化：

- 1) 一是取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制，交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力，与客户自主约定最低维持担保比例。
- 2) 二是完善维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。
- 3) 三是将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只（其中沪市由 525 只升至 800 只，深市由 425 只升至 800 只）。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约 70% 达到 80% 以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升。

表 2：沪深两市融资融券标的数量变化（单位：家）

	沪市股票数目	深市股票数目	ETF 标的数目	创业板股票数目
2010 年 3 月 31 日	50	40	0	0
2011 年 11 月 29 日	180	98	7	0
2013 年 1 月 31 日	300	200	9	6
2013 年 9 月 16 日	400	300	12	41
2014 年 9 月 22 日	500	400	15	57
2016 年 12 月 12 日	525	425	57	58
2019 年 8 月 19 日	800	800	63	194

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，天风证券研究所

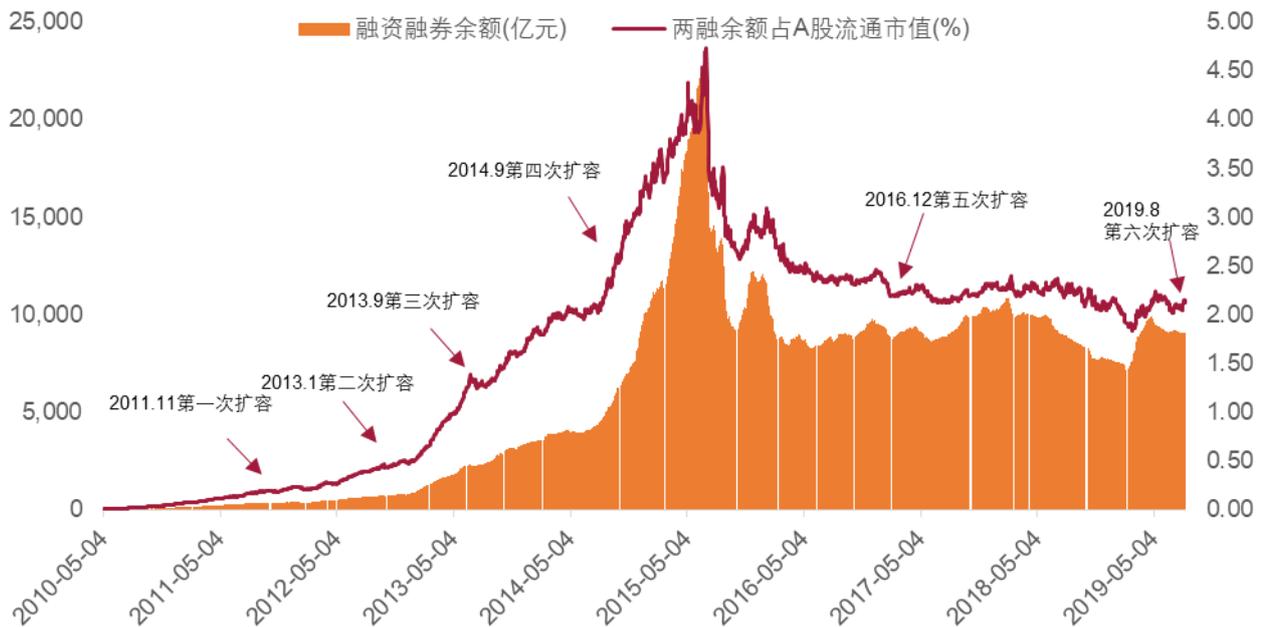
2.2. 两融规模主要受市场影响，牛市阶段扩容券商指数超额收益明显

此次融资融券新规的优化符合预期。监管放松预计将带来以下四方面利好：

- 1) **取消担保比例有利于提升两融业务灵活性。**2019 年 1 月 31 日证监会就表示拟取消 130% 的最低维持担保比例，而今最新修订的细则规定，券商与客户约定最低维持担保比例要求。新修订的内容给予机构和市场更大的灵活性，同时也考验券商的风险控制能力。我们预计将会影响券商后续开展两融业务的规模，不同券商之间的差异化将显现。
- 2) **有条件的扩大担保品范围，将降低两融业务经营风险。**新修订的“维持担保比例”计算公式中增加“其他担保物价值”，从投资者角度看，多了一个避免证券公司因维保比例过低而平仓的筹码，从券商角度看，是一种降低两融风险的有效手段。在客户取现的时候不考虑“其他担保物”，能够保证融资融券业务的担保品质量。
- 3) **标的进一步扩容有利于提升两市融资融券规模。**前面四次均对融资融券规模提升有着正面的影响。截至 2019 年 8 月 8 日，沪深两市融资融券余额为 8965 亿元。2019 年至今两融日均余额 8786 亿元。此次标的范围的扩大将增加供给，对两融投资者而言，可选择的投资品种会更多；对券商来说，对公司做大两融规模有提升作用。而且券商有动力及能力扩大两融业务规模。过去两年，无论是大型券商还是中小型券商通过 IPO、定增、可转债等方式补充资本金，所募集资金大多用于开展资本中介业务。**预计将提**

升两市融资融券规模及升市场交易活跃度，从而提升证券公司收入和 ROE。

图 4：历次扩容后两融规模变化情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

- 4) 在过去五次两融扩容中，券商指数在扩容后的第 10 个、30 个、60 个交易日内涨跌幅不一。仅仅在 2014 年 9 月中券商指数实现明显的超额收益，在 10、30、60 个交易日内券商指数涨幅分别为 4.04%、16.69%、135.01%，相对沪深 300 的超额收益分别为 2.32%、13.51%、95.51%。我们判断原因是融资融券业务规模主要是受到市场行情影响，在牛市阶段，两融扩容能够更好提振规模，继而提升市场对于券商业绩增长的预期。

表 3：融资融券扩容券商指数表现

	未来 10 个交易日			未来 30 个交易日			未来 60 个交易日		
	券商指数	沪深 300	相对收益	券商指数	沪深 300	相对收益	券商指数	沪深 300	相对收益
2010/3/31	-0.04%	1.10%	-1.14%	-24.83%	-14.25%	-10.58%	-36.52%	-23.01%	-13.51%
2011/11/29	-4.23%	-3.72%	-0.51%	-9.794%	-5.352%	-4.44%	2.99%	2.36%	0.62%
2013/1/31	1.23%	0.52%	0.71%	-1.12%	-2.92%	1.80%	-7.53%	-5.43%	-2.10%
2013/9/16	-4.59%	-1.89%	-2.69%	-9.22%	-4.22%	-5.00%	-6.01%	-5.32%	-0.68%
2014/9/22	4.04%	1.71%	2.32%	16.69%	3.17%	13.51%	135.01%	39.50%	95.51%
2016/12/12	-6.10%	-5.33%	-0.78%	-5.09%	-3.71%	-1.38%	-4.98%	-1.02%	-3.96%

资料来源：wind，天风证券研究所，相对收益=券商指数涨跌幅-沪深 300 涨跌幅

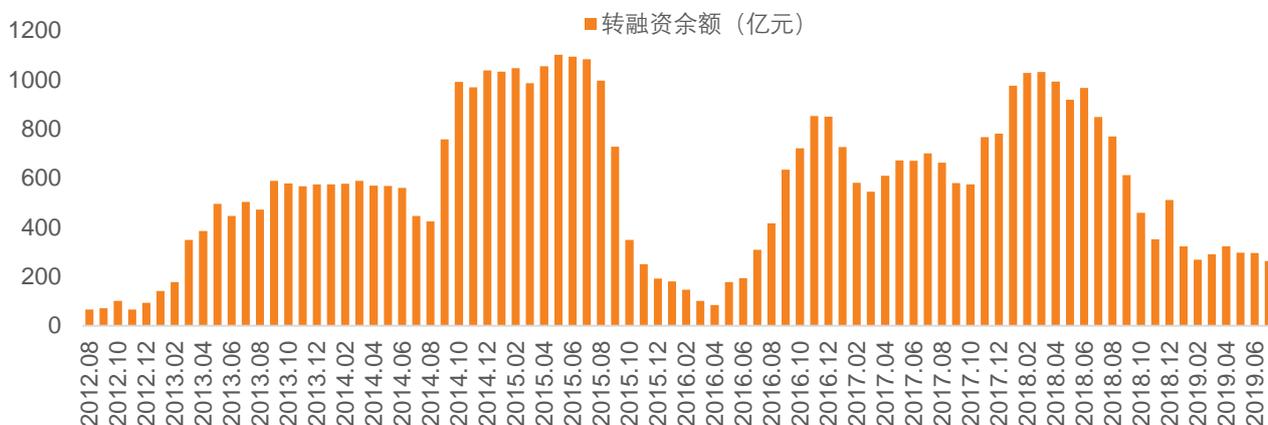
3. 中证金下调转融资费率，鼓励开展融资融券业务

8 月 7 日，中证金发布公告，决定自 2019 年 8 月 8 日起，整体下调转融资费率 80BP，其中：182 天期费率由 4.3% 下调至 3.5%，91 天期费率由 4.6% 下调至 3.8%，28 天期费率由 4.7% 下调至 3.9%，14 天期和 7 天期费率由 4.8% 下调至 4%。此次下调转融资费率，是根据资金市场利率水平做出的调整。2019 年 6 月末，转融资余额 296 亿元，过去 18 个月的转融资平均余额 625 亿元。假设未来半年转融资余额在 300-600 亿元之间，则此次下调转融资费率后证券公司的利息支出可以节约 2.4-4.8 亿元。

我们认为值得关注的是，下调转融资费率将刺激市场资金需求，继而提升市场交易活跃度，利好券商的信用业务及经纪业务。在监管批准头部券商提升短期融资券额度以及新批金融

债额度后，证券公司的综合融资成本将下降。以中信证券为例，90 天期的短期融资券票面利率仅为 2.60%，3 年期的金融债票面利率仅为 3.58%，远低于此前我们测算的六大券商综合负债成本约 4.14%。中证金资金利率相对其他渠道更有优势，会加大券商对于中证金的资金需求，尤其是有助于中小券商提升流动性水平，有更多的资金开展融资融券业务。

图 5：转融资余额（2012 年 8 月至 2019 年 7 月，单位：亿元）



资料来源：中证金，天风证券研究所

表 4：近年转融资费率调整一览

时间	内容
2014 年 5 月 14 日	适应货币市场利率水平变化，为更好地满足市场融资需求，中国证券金融公司将 7 天期转融资费率下调为 6.2%、14 天期下调为 6.3%、28 天期下调为 6.4%、91 天期下调为 6.5%、182 天期下调为 6.6%。
2014 年 8 月 15 日	适应货币市场利率水平变化，为更好地满足市场融资需求，中国证券金融公司将 182 天期转融资费率下调为 5.8%。
2015 年 1 月 19 日	适应货币市场利率水平变化，中国证券金融公司将 182 天期转融资费率调整至 6.3%。
2015 年 12 月 28 日	中国证券金融公司将 182 天转融资费率由 6.3% 下调 150 个基点至 4.8%（年化）。
2016 年 3 月 10 日	经中国证券金融公司业务决策委员会审议，决定自 3 月 21 日起将转融资各期限费率调整为 182 天期 3.0%、91 天期 3.2%、28 天期 3.3%、14 天期和 7 天期 3.4%。
2017 年 2 月 21 日	经中国证券金融公司业务决策委员会审议，决定调整各期限档次转融资费率：182 天期 4.5%、91 天期 4.7%、28 天期 4.8%、14 天和 7 天期为 4.9%。
2017 年 6 月 9 日	中国证券金融公司决定，自 6 月 12 日起将转融资各期限费率调整为 182 天期 5.1%、91 天期 5.4%、28 天期 5.5%、14 天期和 7 天期 5.6%。
2018 年 12 月 7 日	转融资期限费率下调为：182 天 4.3%、91 天 4.6%、28 天 4.7%、14 天和 7 天 4.8%。

资料来源：中证金，天风证券研究所

4. 投资建议

- 1、**券商风控新规及融资融券交易机制优化实现落地符合预期。**证监会就修订券商风险控制指标公开征求意见，新计算标准旨在提升券商风险管理有效性与全行业抵御系统性风险的能力。证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则，交易机制得以大幅优化，且两融标的范围显著扩大。**我们认为，随着科创板成功设立，未来我们应该可以看到关于业务层面上更多的政策红利落地。**
- 2、**实施逆周期调节，拓宽券商加杠杆空间。**《计算标准》鼓励证券公司权益类投资，加大对权益类资产的长期配置力度；放松融资融券风控指标，同时加强股票质押监管；明确新业务、新产品的风险指标计算标准，确保对各类业务风险全覆盖，旨在鼓励创新业务发展的同时，全面提升券商风险管理水平；强化差异化监管，对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司，风险资本准备调整系数设为 0.5；中信证券等头部券商将受益于此。
- 3、**两融规模主要受市场影响，牛市阶段扩容券商指数超额收益明显。**但是，短期内监管层先后降低转融资费率以及优化融资融券的交易机制有望促进券商两融业务的快速发展，提升 A 股价值发现功能。取消担保比例以及有条件的扩大担保品范围，预计将推动券商两融业务的差异化发展，资本金充足且风险管理水平高的券商规模有望实现提升。
- 4、**券商迎来加配良机，推荐龙头券商。**估值重新回落至低位，但考虑 2019 年业绩大概率改善，板块估值具有较高性价比。从长期角度看，我们认为流动性宽松和推动资本市场改革政策是应对宏观压力的一大抓手，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。行业平均估值 1.83x PB，大型券商估值在 1.1-1.5x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.44x PB（2012 年至今）。重点推荐海通证券、华泰证券、国泰君安、中信证券。

图 6：券商板块目前估值仍处于历史底部区间（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 8 月 9 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	20.79	2,320.51	17.93	17.04	17.18	1.27	1.50	1.43
国泰君安	16.6	1,385.35	15.97	16.77	15.09	1.08	1.19	1.18
华泰证券	19.13	1,586.77	14.77	19.52	16.78	1.29	1.50	1.46
海通证券	12.58	1,236.93	16.70	27.35	20.62	0.86	1.27	1.20
广发证券	12.37	849.10	15.24	12.75	11.14	1.13	1.08	1.05
招商证券	15.55	962.61	19.16	18.08	16.03	1.38	1.24	1.19
中信建投	16.92	1,136.79	21.03	30.76	26.86	1.41	2.51	2.47
东方证券	9.83	628.49	30.48	28.09	22.86	1.08	1.31	1.28
光大证券	10.63	449.91	21.02	18.98	16.35	0.83	0.97	0.93
兴业证券	5.96	399.12	30.20	22.07	19.23	0.94	1.19	1.14

资料来源：wind，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com