

## 风控计算标准修订，利好高评级券商资本释放

强于大市（维持）

——非银金融行业动态跟踪报告

日期：2019年08月12日

### 主要事件：

证监会对《证券公司风险控制指标计算标准（修订稿）》公开征求意见  
**投资要点：**

- **主要修订方向：**此次修订延续2016年的总体框架，仅做了部分指标的新增、调整和完善，主要对风险资本准备、流动性覆盖率和净稳定资金率三张表的计算标准和折算率进行调整，主要方向有：1、宽严相济，针对不同风险的产品设定差异化标准，发挥计算标准的导向作用；2、针对新业务增加相关指标，实现风控指标对业务的全覆盖；3、强化差异化监管，针对不同分类结果的券商扩大调整系数。
- **具体修订内容：**1、强化差异化监管，降低连续三年AA级以上券商的风险准备系数；2、自营业务：鼓励低风险的权益类和债券类投资，收紧高风险投资计算标准；3、融资业务：适当放松两融计算标准，细化和强化股权质押风险管理；4、资管业务：按照新分类细化计算标准，增加资产证券化相应指标；5、其他业务：强化衍生品和非标私募风控，明确科创板 and 境外业务计算标准；6适当放宽流动性相关计算指标，主要涉及在途资金和货币基金；7、加强子公司和关联公司应收账款监管，100%计算风险资本准备；8、为阶段性工作留出空间，针对民企股票质押纾困业务风险准备系数减半。

- **对券商业绩的潜在影响和粗略测算：**1、对业绩影响较大的是风险资本准备计算表的系数调整，会影响风险资本释放；2、整体上利好持有投资稳健的券商，例如蓝筹股、政策性金融债持仓高，非优先级基金、次级债持仓低，高风险股票质押和资管产品占比低等；3、利好连续三年AA级券商，风险资本准备系数降低为0.5，不考虑具体项目系数调整情况下，中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、招商证券和中信建投预计释放风险资本85.54亿元、45.74亿元、50.84亿元、44.23亿元、26.29亿元和21.53亿元，预计增厚净利润7.38%、5.99%、8.75%、4.61%、4.19%和5.75%。

- **投资建议：**本次券商风控指标计算标准修订征求意见稿，整体看利好持有投资稳健的券商释放风险资本、适当提升杠杆、提高流动性指标等，下调连续三年AA级券商风险资本准备系数至0.5，利好中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、招商证券和中信建投，据我们粗略测算预计增厚各券商2019年净利润在4%-9%之间。

近期两融细则新规等诸多放松政策有望激发市场活力，且考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧维持较高速度的利润增速。长期看，券商作为资本市场的重要纽带，必将享受金融供给侧结构性改革红利带来的估值提升。

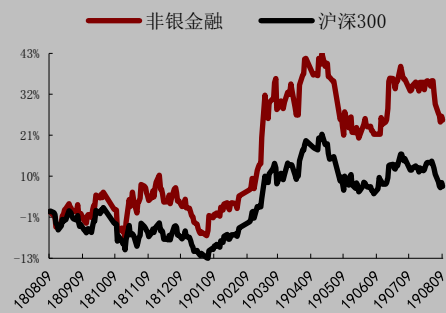
目前券商PB估值在1.6X左右，进入合理偏下区间，我们维持证券行业“强于大市”投资评级，配置价值有所提升，从本次风控计算标准看，监管层扶优限劣意图依旧，证券行业的马太效应预计将增强，个股上仍然建议重点关注龙头中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），以及低估值的海通证券（600837.SH）。此外还建议关注评级提升、低基数、低估值的中小券商。

- **风险提示：**外围不确定因素；宏观经济下行；资本市场波动超预期

### 盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
中信证券	0.77	1.09	19.07	买入
华泰证券	0.61	0.97	19.72	买入
海通证券	0.45	0.80	15.76	增持

### 非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年08月09日

### 相关研究

万联证券研究所 20190807\_证券行业7月报  
\_AAA\_业绩回落，龙头恒强

万联证券研究所 20190806\_金融科技行业7月报  
\_AAA\_Libra\_推进受阻，供应链金融迎新规

万联证券研究所 20190805\_非银金融行业周观点  
(7.29-8.02)\_保险减税增厚中报业绩，券商低基数效应初显

分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com/ zhangyc1@wlzq.com

研究助理：喻刚/孔文彬

电话：010-66060126/021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

## 目录

1、《证券公司风险控制指标计算标准（修订稿）》主要变化.....	3
1.1 主要修订方向.....	3
1.2 具体修订内容.....	3
1.2.1 强化差异化监管，放松风控能力强的券商的计算标准.....	3
1.2.2 自营业务：鼓励低风险的权益类和债券类投资，收紧高风险投资计算标准.....	3
1.2.3 融资业务：适当放松两融计算标准，细化和强化股权质押风险管理.....	3
1.2.4 资管业务：按照新分类细化计算标准，增加资产证券化相应指标.....	4
1.2.5 其他业务：强化衍生品和非标私募风控，明确科创板和境外业务计算标准.....	4
1.2.6 适当放宽流动性相关计算指标.....	4
1.2.7 加强子公司和关联公司应收账款监管.....	4
1.2.8 为阶段性工作留出空间.....	4
2、对券商业绩的潜在影响和粗略测算.....	7
2.1 整体影响：利好持有投资稳健的券商.....	7
2.2 结构性影响：利好连续三年 A 类 AA 级券商.....	7
3、投资建议.....	9
4、风险提示.....	9
图表 1：风险资本准备计算表的计算标准调整项.....	4
图表 2：流动性覆盖率计算表的折算率调整项.....	6
图表 3：净稳定资金率计算表的折算率调整项.....	6
图表 4：风控控制指标监管报表.....	7
图表 5：风险资本准备系数下调的上市券商 2019 年业绩变化粗略测算.....	8
图表 6：预计上市券商 2019 年风险资本准备系数变化情况（基于 2018 年分类评级）.....	8

## 1、《证券公司风险控制指标计算标准（修订稿）》主要变化

### 1.1 主要修订方向

此次券商风控估值表计算标准的修订基于2016年6月的《证券公司风险控制指标计算标准》，仅做了部分指标的新增、调整和完善，总体来看有几个大的方向：

- 1、宽严相济，针对不同风险的产品设定差异化标准，发挥计算标准的导向作用；
- 2、针对新业务增加相关指标，实现风控指标对业务的全覆盖；
- 3、强化差异化监管，针对不同分类结果的券商扩大调整系数。

### 1.2 具体修订内容

此次券商风控指标计算的标准主要对风险资本准备、流动性覆盖率和净稳定资金率三张表的计算标准和折算率进行调整，具体修订内容包括强化差异化监管、各业务指标调整、适当释放流动性、加强应收账款监管等。

#### 1.2.1 强化差异化监管，放松风控能力强的券商的计算标准

风险资本准备计算表中，风险资本系数准备系数增加一档“连续三年A类AA级及以上为0.5”，原有的维持“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”。

#### 1.2.2 自营业务：鼓励低风险的权益类和债券类投资，收紧高风险投资计算标准

##### 1、低风险权益类

(1) 风险资本准备计算表中，下调“上海180指数、深圳100指数、沪深300指数成分股”的风险准备系数从15%至10%。

(2) 风险控制指标监管报表中，明确券商持有宽基指数类ETF不适用于5%的总市值集中度要求。

##### 2、低风险债券类

(1) 风险资本准备计算表中，下调“政策性金融债、政府支持机构债券”的风险准备系数从2%至1%。

(2) 流动性覆盖率计算表中，优质流动性资产中“政策性金融债、政府支持机构债券”的折算率从98%上调至99%，“货币基金”从60%上调至90%；未来30日现金流出“政策性金融债、政府支持机构债券”折算率由2%下调至1%。

(3) 净稳定资金率计算表中，所需稳定资金中存续期大于等于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”的折算率由5%下调至2%。

##### 3、高风险资产类

(1) 风险资本准备计算表中，权益类基金中“分级基金中非优先级基金”风险资本准备计算标准由30%上调至50%。

#### 1.2.3 融资业务：适当放松两融计算标准，细化和强化股权质押风险管理

##### 1、两融业务

净稳定资金率计算表中，融出资金所需稳定资金的折算率从50%下调至30%。

##### 2、股权质押业务

(1) 风险资本准备计算表中，自有资金参与股票质押，增加受限股股票质押40%、非受限股20%指标；资管计划参与股票质押，细化相关指标，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。此外，对已违约合约按照规定标准的2倍计算。

### 3、债券质押式回购业务

券商对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。

## 1.2.4 资管业务：按照新分类细化计算标准，增加资产证券化相应指标

### 1、按照单一和集合资管业务

在风险资本准备计算表中，按照单一和集合资管分别设置细致的计算标准，包括标准化产品、股票质押、其他非标和高杠杆产品。

### 2、资产支持证券业务

在风险资本准备计算表中，“场内资产支持证券、场外资产证券化”计算标准分别为产品规模的1%、2%。

## 1.2.5 其他业务：强化衍生品和非标私募风控，明确科创板和境外业务计算标准

### 1、衍生品业务

风险资本准备计算表中，买入信用衍生品，按照账面价值的100%计算市场风向资本准备；卖出信用衍生品，按合约名义价值的100%计算表外项目余额，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。

### 2、非标私募基金代销、托管业务

风险资本准备计算表中，“非标私募投资基金托管业务、代销业务”，分别按照业务规模1%、2%计算特定风险资本准备。

### 3、科创板业务

(1) 风险资本准备计算表中，自有资金投资科创板股票，非限售流通股计算系数为30%，流通受限股票计算系数为50%。

(2) 另类子公司持有上市证券（含跟投）与母公司自营持券合并计算，需满足5%总市值集中度标准。

## 1.2.6 适当放宽流动性相关计算指标

### 1、在途资金

流动性覆盖率计算表中，“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日资金流入折算率由50%、40%提升至95%。

### 2、货币基金

在流动性覆盖率计算表中，“货币基金”优质流动性资产折算率由60%提升至90%。

## 1.2.7 加强子公司和关联公司应收账款监管

风险资本准备计算表中，券商对其子公司等关联公司的应收款项（对子公司提供短期流动性支持等证监会认可的情形除外）计算系数为100%。

## 1.2.8 为阶段性工作留出空间

风险资本准备计算表中，专门留有一项“中国证监会认可的调整事项”，为支持证券行业参与民营企业纾困，前期已明确证券公司认购专项用于化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的各类资管计划的，可减半计算市场风险资本准备。

图表1：风险资本准备计算表的计算标准调整项

主要项目	2019	2016	变化
<b>1、市场风险准备</b>			
(1) 权益类证券及其衍生品规模			
上海180指数、深圳100指数、沪深300指数成分股	10%	15%	下调
权益类基金	-	10%	细化指标
其中：指数基金	5%	无指标	新增指标
分级基金中非优先级基金	50%	30%	上调
其他权益类基金	10%	无指标	新增指标
(2) 非权益类证券及其衍生品规模			
政策性金融债、政府支持机构债券	1%	2%	下调
次级债券	80%	无指标	新增指标
同业存单	5%	无指标	新增指标
非权益类基金	-	10%	细化指标
其中：其他非权益类基金	10%	无指标	新增指标
大宗商品衍生品		20%	
其中：买入商品期权	100%		细化指标
卖出商品期权	20%		细化指标
其他大宗商品衍生品	20%		细化指标
信用衍生品		无指标	新增指标
其中：买入信用衍生品	100%		新增指标
卖出信用衍生品	20%/60%		新增指标
<b>2、信用风险资本准备</b>			
融资类业务			
其中：场内股票质押		20%	
其中：场内融资业务	无	10%	细化指标
其中：受限股股票质押	40%		细化指标
非受限股股票质押	20%		细化指标
已违约合约	加倍计算		细化指标
应收账款	100%	-	上调
债券逆回购交易	1%	无指标	新增指标
<b>3、操作风险资本准备</b>			
其他业务净收入	18%	无指标	新增指标
<b>4、特定风险资本准备</b>			
<b>证券公司资产管理业务</b>			
单一资管计划			
其中：投资标准化资产	0.3%	无指标	新增指标
投资股票质押	3%	无指标	新增指标
其中：已违约合约	6%	无指标	新增指标
投资其他非标资产	0.8%	0.9%	下调
高杠杆产品	加倍计算	无指标	新增指标
集合资管计划			
其中：投资标准化资产	0.5%	无指标	新增指标

投资股票质押	5%	无指标	新增指标
其中：已违约合约	10%	无指标	新增指标
投资其他非标资产	3%	无指标	新增指标
高杠杆产品	加倍计算	无指标	新增指标
<b>非标私募投资基金业务</b>		无指标	新增指标
其中：非标私募投资基金托管业务	2%	无指标	新增指标
非标私募投资基金代销业务	1%	无指标	新增指标
<b>资产证券化业务</b>		无指标	新增指标
其中：场内资产支持证券	1%	无指标	新增指标
场外资产证券化	2%	无指标	新增指标
<b>债券质押式回购经纪业务</b>	1%	无指标	新增指标
<b>5、中国证监会认可的调整事项</b>		无指标	新增指标

注：在现行风险资本准备调整系数的基础上，增加一档“连续三年A类AA级及以上为0.5

资料来源：证监会、万联证券研究所

图表2：流动性覆盖率计算表的折算率调整项

项目	2019	2016	变化
<b>优质流动性资产</b>			
其中：政策性金融债、政府支持机构债券	99%	98%	上调
减：已冻结或质押部分	99%	98%	上调
货币基金	90%	60%	上调
<b>未来30日现金流出</b>			
<b>1. 30日内到期的负债现金流</b>			
卖出回购（按质押物分类）			
其中：政策性金融债、政府支持机构债券	1%	2%	下调
<b>3、自营业务及长期投资资金流出</b>			
权益互换	0.2%	无指标	新增指标
大宗商品衍生品、外汇衍生品	20%	无指标	新增指标
<b>未来30日现金流入</b>			
<b>4、其他资金流入</b>			
集中清算交易在途结算资金	95%	50%	上调
银行间市场非集中清算交易在途结算资金	95%	40%	上调

资料来源：证监会、万联证券研究所

图表3：净稳定资金率计算表的折算率调整项

项目	2019	2016	变化
<b>所需稳定资金</b>			
<b>其中：3、剩余存续期大于等于1年证券</b>			
国债、中央银行票据、国开债	2%	5%	下调
政策性金融债券、政府支持机构债券	2%	5%	下调
次级债券	50%	无指标	新增指标

8、其他现金管理类产品	-	20%	下调
9、融出资金			
自有资金融出资金	30%	50%	下调
11、股票质押式回购融出资金			
到期日在1年以上(不含)的融出资金	100%	75%	上调
14、表外项目			
14.1 证券衍生产品			
权益互换	1%	无指标	新增指标
大宗商品衍生品、外汇衍生品	12%	无指标	新增指标
未来30日现金流入			
4、其他资金流入			
集中清算交易在途结算资金	95%	50%	上调
银行间市场非集中清算交易在途结算资金	95%	40%	上调

资料来源：证监会、万联证券研究所

图表4：风控控制指标监管报表

项目	2019	2016	变化
持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例前五名	不含宽基指数类ETF	预警标准≤4% 监管标准≤5%	放宽宽基指数集中度指标

资料来源：证监会、万联证券研究所

## 2、对券商业绩的潜在影响和粗略测算

整体看对券商风险覆盖率、流动性覆盖率和净稳定资金率指标均有影响，对业绩影响较大的是风险资本准备计算表的相关系数调整，会影响一般风险准备的计提。

### 2.1 整体影响：利好持有投资稳健的券商

对于所有券商而言，简略看以下几种情况有利于风险资本的释放：

- 1、自营投资中，低风险权益类(上海180指数、深圳100指数、沪深300指数成分股)和债券类(政策性金融债、政府支持机构债券)投资占比高，高风险的权益类(分级基金中非优先级基金)和债权类(次级债券)占比低；
- 2、融资业务中，股票质押产品(尤其是已违约合约)占比低；
- 3、资管业务中，高风险资管产品(尤其是股票质押、其他非标和高杠杆产品)占比低；
- 4、其他业务中，高风险衍生品(尤其是大宗商品和信用衍生品买入商品期权)和非标私募占比低(托管和代销业务)占比低；
- 5、子公司和关联公司应收账款占比低；
- 6、参与民企纾困占比高。

### 2.2 结构性影响：利好连续三年A类AA级券商

从分券商情况，风险资本准备计算表中，风险资本系数准备系数增加一档“连续三年A类AA级及以上为0.5”，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，利好高评级的龙头券商。

在只考虑风险准备系数变化情况，不考虑具体项目系数调整情况下，据我们测算，此次降低“连续三年A类AA级及以上为0.5”，中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、招商证券和中信建投预计释放风险资本85.54亿元、45.74亿元、50.84亿元、44.23亿元、26.29亿元和21.53亿元，预计增厚净利润7.38%、5.99%、8.75%、4.61%、4.19%和5.75%。

图表5：风险资本准备系数下调的上市券商2019年业绩变化粗略测算

单位：亿元	中信 证券	华泰 证券	海通 证券	国泰 君安	招商 证券	中信 建投	国信 证券	天风 证券	浙商 证券	中原 证券	华林 证券	东北 证券
2018年一般风险准备	228.11	121.97	135.58	154.81	92.03	75.35	106.68	5.09	16.14	12.99	6.10	19.00
2018年风险准备系数	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1	0.9	0.9
2018年风险准备计算基数*	285.14	152.46	169.48	221.16	131.47	107.65	133.35	6.37	20.17	12.99	6.78	21.11
2019年风险准备系数	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
2019年风险准备系数变化	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
2019年预计释放风险资本**	85.54	45.74	50.84	44.23	26.29	21.53	13.34	0.64	2.02	1.30	0.68	2.11
1Q2019ROE (摊薄, 年化)	10.78	10.43	12.30	9.44	10.27	12.08	13.78	4.25	7.55	7.19	7.27	14.72
2019年预计释放净利润***	9.23	4.77	6.25	4.17	2.70	2.60	1.84	0.03	0.15	0.09	0.05	0.31
2019年净利润总额预测****	125.03	79.68	71.47	90.53	64.49	45.29	53.90	-	-	2.63	3.79	13.56
2019年预计释放利润/净利润总额	7.38%	5.99%	8.75%	4.61%	4.19%	5.74%	3.41%	-	-	3.55%	1.30%	2.29%

注：1、只考虑风险准备系数变化情况，不考虑具体项目系数调整；2、\*2018年风险准备计算基数=2018年一般风险准备/2018年风险准备系数；3、\*\*2019年预计释放风险资本=2019年风险准备系数变化\*2018年风险准备计算基数；4、\*\*\*2019年预计释放净利润=2019年预计释放风险资本\*1Q2019年ROE (摊薄, 年化)；5、\*\*\*\*2019年净利润总额预测：已覆盖的中信证券、华泰证券、海通证券和国泰君安数据来源万联证券研究所，其余未覆盖券商数据来源为wind一致预期

资料来源：wind、公司公告、证监会、万联证券研究所

图表6：预计上市券商2019年风险资本准备系数变化情况（基于2018年分类评级）

序号	公司名称	分类评级				2019风险资本准备系数	增减
		2019	2018	变化	2017		
1	中信证券	AA	AA	-	AA	0.5	-0.3
2	华泰证券	AA	AA	-	AA	0.5	-0.3
4	海通证券	AA	AA	-	AA	0.5	-0.3
3	国泰君安	AA	AA	-	AA	0.5	-0.2
5	招商证券	AA	AA	-	AA	0.5	-0.2
6	中信建投	AA	AA	-	AA	0.5	-0.2
7	国信证券	AA	A	1	A	0.7	-0.1
8	天风证券	AA	A	1	A	0.7	-0.1
9	浙商证券	A	A	-	A	0.7	-0.1
10	中原证券	BBB	C	5	A	0.9	-0.1
11	华林证券	A	BB	2	A	0.8	-0.1
12	东北证券	A	BBB	1	BBB	0.8	-0.1
13	国元证券	A	BBB	1	A	0.8	-0.1

资料来源：证监会、万联证券研究所



### 3、投资建议

本次券商风控指标计算标准修订征求意见稿，主要对风险资本准备、流动性覆盖率和净稳定资金率三张表的计算标准和折算率进行调整，修订内容包括强化差异化监管、宽严相济根据风险差异进行指标调整、增加新业务计算指标实现业务全覆盖、适当释放流动性、加强应收账款监管等。

本次修订整体看利好持有投资稳健的券商释放风险资本、适当提升杠杆、提高流动性指标等，风险资本准备系数增加“连续三年A类AA级及以上为0.5”一项，尤其利好符合条件的中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、招商证券和中信建投，据我们粗略测算预计增厚各券商2019年净利润在4%-9%之间。

近期两融细则新规等诸多放松政策有望激发市场活力，且考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧维持较高速度的利润增速。长期看，券商作为资本市场的重要纽带，必将享受金融供给侧结构性改革红利带来的估值提升。

目前券商PB估值在1.6X左右，进入合理偏下区间，我们维持证券行业“强于大市”投资评级，配置价值有所提升，从本次风控计算标准看，监管层扶优限劣意图依旧，证券行业的马太效应预计将增强，个股上仍然建议重点关注龙头中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），以及低估值的海通证券（600837.SH）。此外还建议关注评级提升、低基数、低估值的中小券商。

### 4、风险提示

外围不确定因素超预期；宏观经济下行风险；资本市场波动超预期

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表

（数据截止日期：2019年08月09日）

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘 价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		18A	19E	20E			18A	19E	20E		
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	20.79	27.00	19.07	19.07	1.65	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	19.13	31.36	19.72	16.63	1.49	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.80	0.92	10.24	12.58	27.96	15.76	13.63	1.23	增持

资料来源：万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场

万联证券