

新角度看券商系列之四：攻守兼备博弈反弹——券商可转债的投资机会

■**券商可转债规模普遍较大，具有稀缺性。**正在发行的券商概念可转债数量为4支，具有稀缺性；总发行规模达到179亿元，排名全行业第6；家均发行规模45亿元，仅次于银行（158亿元）。截至2019年8月30日，四个券商可转债的转股溢价率算术均值为39%，在全行业中排名第5位，呈现较强的债性。

■**券商可转债“攻守兼备”，具有左侧布局价值。**从弹性角度看，券商可转债向下空间有限（假定上市即持有，最大浮亏一般不超过15%）但向上空间大（国金转债最大浮盈超过120%），弹性总体小于正股价，但在特殊时间点（转股起始日或价格修正前后）可能有跳跃式上涨；从杠杆角度看，投资者可加更多杠杆用于可转债投资；从流动性角度看，券商转债上市后可以随时交易。国金转债和东财转债的案例印证了券商转债“攻守兼备”、“博弈反弹”的价值。

■**券商可转债标的比较。**

(1) **吉林敖东医药主业稳定，偿债能力领先行业。**吉林敖东归母净利润具有较大的波动性，波动的来源是对广发证券的投资损益，吉林敖东股价也与广发证券股价关联性强。2016年以来公司医药主业发展稳定，流动性较充裕，偿债能力在上市医药企业中领先。

(2) **券商基本面比较。**①国泰君安业绩稳定收入均衡，行业地位仅次于中信证券，2019H公司杠杆率超预期提升预计将提升公司盈利能力。②广发证券自营占比和杠杆率高，在头部券商中业绩弹性较大；公司集合资管规模排名行业第一，但公司投行受“康美药业”事件的影响面临处罚风险；当前估值处于历史底部。③长江证券依赖经纪业务，交易量扩大带来的弹性相对较大。④浙商证券主要关注其经纪自营业务，重视杠杆工具的运用。

(3) **正股估值比较。**横向来看，国泰君安和广发证券的盈利能力和估值均具有吸引力。浙商证券估值偏高，且次新股红利正在逐步减弱；长江证券ROE在行业中偏低。和历史相比，四只券商股估值低于近三年均值，其中浙商广发触底。

(4) **条款比较。**四支券商可转债在条款内容方面大致相似，除了发债规模外，主要条款差异体现在评级和回售条款两个方面，其中敖东转债条款略宽。

(5) **转债行情比较。**四支券商股转债价格表现各异，国君转债价格最高，长江转债最接近转股价，浙商转债和敖东转债有下修转股价的可能。从转股溢价率角度看，浙商转债转股溢价率最高（62%），其次为敖东转债（35%）和国君转债（34%），最低为长证转债（25%）。从流动性角度看，国君转债和长江转债日均成交金额在5000万元以上，浙商转债近期成交金额有所提升，敖东转债近期日均成交金额则不足1000万元。

■**券商发行可转债意义与股价展望。**2019H券商重资产业务收入占比升至47%，超越轻资产类业务成为券商的主要收入来源。在杠杆率提升受限的背景下，资本金补充的意义提升。对于券商而言，可转债具有低成本、短周期及合适时机可补充净资产的优势，牛市期间的转股既补充了资本金又可通过盈利增长弥补每股收益稀释的影响。我们认为券商股是大盘的“看涨期权”，当前估值合适左侧布局，短期内利空因素不断消化具备市场反弹的基础，长期资本市场改革红利将为券商带来增量业绩、改善业务痛点，头部券商仍将享有市场集中的红利。

■**国君转债投资建议：基本面优质但弹性相对较弱。**国泰君安基本面优质，转债流动性好且价格相对稳健。公司股价弹性相对较弱且当前转债价格偏高，预计股市反弹前期转债价格弹性不及其他转债；后期转股可能性较高，存在博弈转股的机会。

■**敖东转债投资建议：广发利空因素基本消化，有转股价下修可能。**吉林敖东基本面主要关注广发证券，当前广发利空因素基本被市场消化，存在利空出尽后的博弈机会，股价弹性可能相对较强。同时由于吉林敖东股价连续低于转股价，存在转股价下修可能。

■**长证转债投资建议：当前具备博弈转股的价值，初期可能最具弹性。**当前长江证券股价与转股价非常接近，因此具有博弈转股机会，在下一轮券商股反弹的初期可能具有更高的弹性。

■**浙商转债投资建议：转股价下修可能性高，有条款博弈机会。**浙商证券股价已连续大幅低于修正价且浙商转债转股溢价率高达62%，下修转股价的可能性高，因此具有条款博弈机会。

■**风险提示：股市大幅下跌风险/政策变化风险/转股价下修条款不确定性风险**

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.42	-11.48	-31.12
绝对收益	-0.59	-4.39	-16.56

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002
zhangjw1@essence.com.cn
021-35082392

蒋中煜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519070002
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

高盛集团：百年投行历史弥新，加码零售成果斐然 2019-08-11

新角度看券商系列之三：看好资本市场改革红利，业务模式转型升级 2019-04-27

2018 券商股年报综述：业绩触底利空出尽，政策转向释放红利 2019-04-17

新角度看券商系列之二：春暖花开又开，业绩复苏与改革红利齐飞 2019-04-12

新角度看券商系列之一：科创板引领注册制，投行转型进行时 2019-01-31

内容目录

1. 券商可转债的现状与投资策略	4
1.1. 现状：标的稀缺，当前债性略强.....	4
1.2. 投资策略：攻守兼备，适宜左侧布局.....	6
2. 券商可转债标的比较分析	8
2.1. 吉林敖东主要关注对广发证券投资收益.....	8
2.2. 券商个股基本面比较.....	10
2.3. 转债条款对比分析.....	13
2.4. 券商可转债行情表现比较.....	15
2.5. 券商可转债投资建议.....	17
3. 券商发行可转债意义与股价展望	18
3.1. 券商发行可转债旨在补充资本，转股诉求强.....	18
3.2. 券商行业基本面及股价展望：布局正当时.....	20

图表目录

图 1：券商可转债标的具有稀缺性（家）.....	4
图 2：券商可转债发行规模行业领先（亿元）.....	4
图 3：券商可转债家均发行规模仅次于银行（亿元/家）.....	5
图 4：券商可转债的转股溢价率市场中偏高.....	6
图 5：券商可转债的纯债溢价率略低于全行业均值.....	6
图 6：国金转债历史价格表现.....	7
图 7：国金转债绝对收益与相对收益.....	7
图 8：国金转债转股溢价率和纯债溢价率.....	7
图 9：东财转债价格表现.....	8
图 10：东财转债转股溢价率和纯债溢价率.....	8
图 11：东财转债（2017）收益表现.....	8
图 12：东财转债全部转股后收益率仍为正.....	8
图 13：东财转债价格与未转股比例.....	8
图 14：对广发证券的投资收益占吉林敖东收入比重高.....	10
图 15：吉林敖东股价和广发证券股价之间具有高度相关性.....	10
图 16：可转债对应正股的 PB-ROE 比较.....	12
图 17：国泰君安估值处于近三年均值.....	13
图 18：浙商证券估值处于上市以来低位但次新红利消退.....	13
图 19：长江证券估值处于近三年中低位置.....	13
图 20：广发证券估值处于估值底部.....	13
图 21：吉林敖东 PE 估值略高于近三年均值.....	13
图 22：吉林敖东 PB 估值处于近三年底部.....	13
图 23：国泰君安可转债及股票价.....	16
图 24：吉林敖东转债价格及公司股价.....	16
图 25：长江证券可转债及股票收盘价.....	16
图 26：浙商证券转债价格及股票收盘价.....	16
图 27：国君转债的绝对收益和相对收益.....	16
图 28：敖东转债的绝对收益和相对收益.....	16
图 29：长证转债的绝对收益和相对收益.....	17

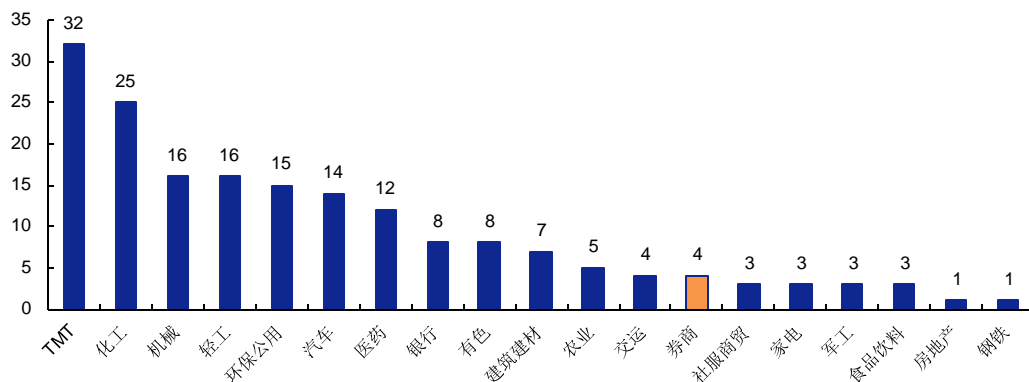
图 30: 浙商转债的绝对收益和相对收益.....	17
图 31: 券商轻资产业务收入与重资产业务收入占比此消彼长.....	18
图 32: 资产扩张主要靠融资和利润留存.....	19
图 33: 上市券商资产结构变化.....	19
图 34: 券商指数相对沪深 300 具有相对收益.....	20
图 35: 券商估值回到春节前水平.....	20
图 36: 资本市场改革红利与券商业绩的正反馈效应.....	21
表 1: 已发行券商可转债概况.....	5
表 2: 已退市和拟发行的券商概念可转债基本情况.....	5
表 3: 吉林敖东基本财务数据.....	9
表 4: 2019H 吉林敖东偿债能力在行业中处于中上水平.....	9
表 5: 四家券商收入和利润水平及增速.....	10
表 6: 四家券商杜邦分析式.....	11
表 7: 四家券商收入结构对比.....	12
表 8: 国君转债基本条款.....	14
表 9: 浙商转债基本条款.....	14
表 10: 长证转债基本条款.....	15
表 11: 敖东转债基本条款.....	15
表 12: 券商可转债的转股、纯债和平底溢价率比较.....	17
表 13: 券商可转债流动性比较.....	17
表 14: 券商转债价差和条款博弈机会分析.....	18
表 15: 券商可转债募资投向.....	20

1. 券商可转债的现状与投资策略

1.1. 现状：标的稀缺，当前债性略强

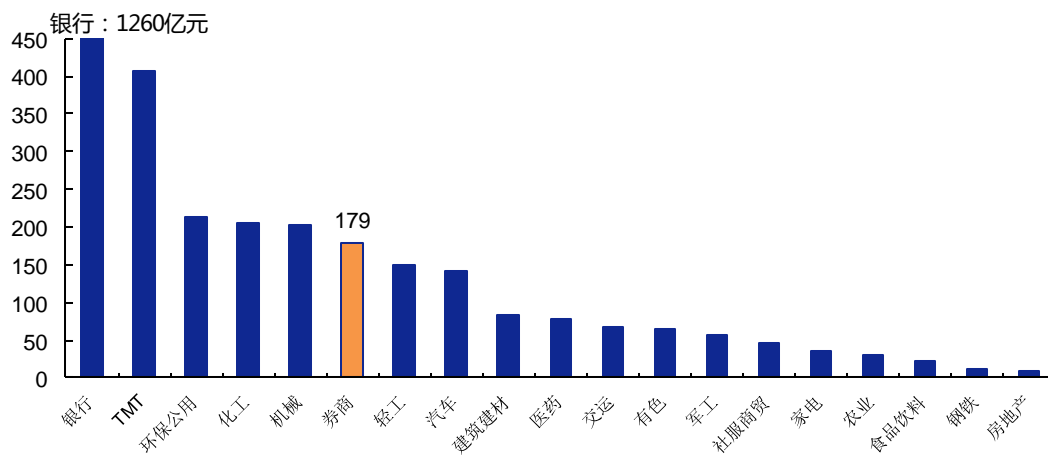
券商可转债规模普遍较大，具有稀缺性。从发行数量来看，券商（含广发证券大股东吉林敖东，下同）正在发行的可转债数量为4支，在全行业中排名靠后，具有稀缺性。但从发行规模来看，券商可转债发行规模较大，4支券商可转债总发行规模达到179亿元，排名全行业第6；家均发行规模45亿元，仅次于银行（158亿元）。

图1：券商可转债标的具有稀缺性（家）



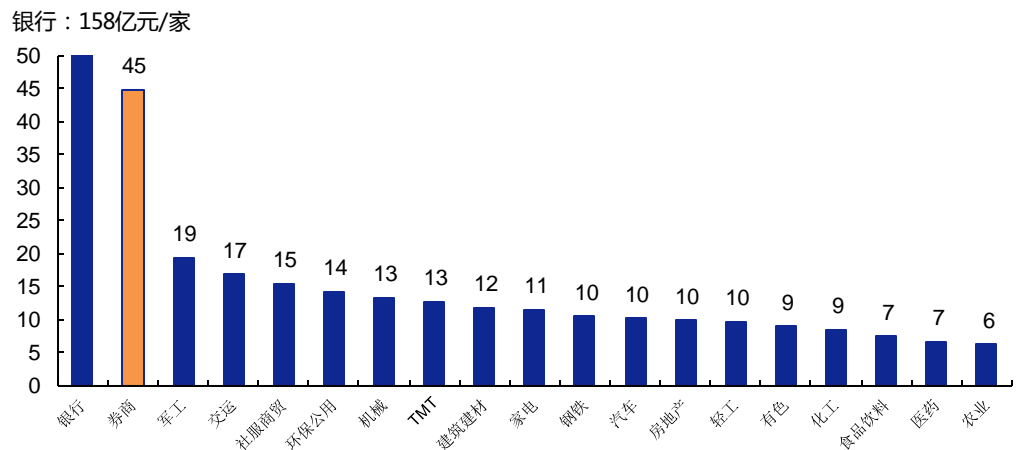
资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至2019.8.30

图2：券商可转债发行规模行业领先（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至2019.8.30

图 3：券商可转债家均发行规模仅次于银行（亿元/家）



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

已发行券商概念可转债有 4 支。当前已发行的券商概念可转债为 4 支，分别为：募资规模 70 亿元的国君转债（对应国泰君安）、募资规模 24 亿元的教东转债（对应广发证券）、募资规模 50 亿元的长证转债（对应长江证券）和募资规模 35 亿元的浙商转债（对应浙商证券）。

表 1：已发行券商可转债概况

发行日期	转债简称	转债代码	募资规模 (亿元)	当前转债价格	转股价	当前股价
2017/7/7	国君转债	113013.SH	70	117.68	19.4	17.09
2018/3/9	教东转债	127006.SZ	24.13	103.73	20.62	15.84
2018/3/12	长证转债	127005.SZ	50	117.35	7.43	6.95
2019/3/12	浙商转债	113022.SH	35	105.06	12.46	8.06

资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

2 只券商可转债已全部转股，拟发行券商概念转债有 4 只。历史上共有两只公开发行的券商可转债——国金转债、东财转债，且都已顺利实现全部转股并摘牌；华安证券、国投资本、财通证券和东方财富都已发布可转债预案，募资规模为 28~73 亿元不等，其中东方财富是第二次公开发行可转债。

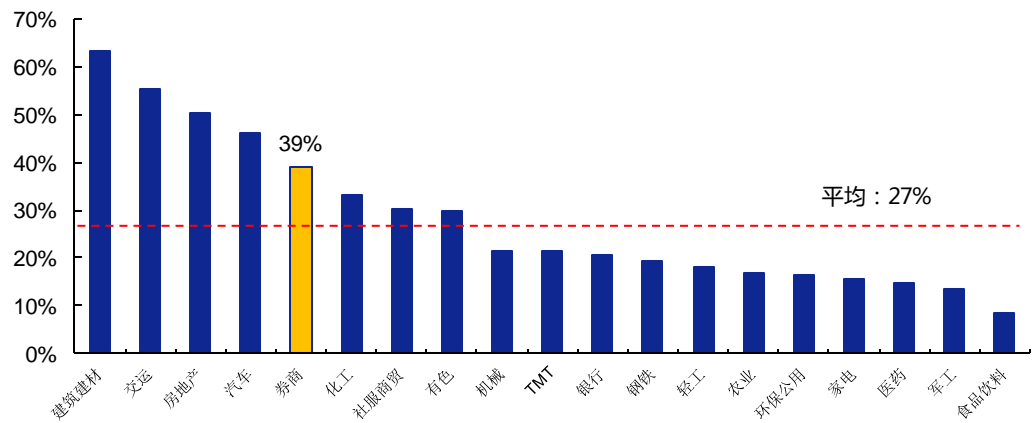
表 2：已退市和拟发行的券商概念可转债基本情况

发行日期	证券简称	转债简称	转债代码	募资规模 (亿元)	摘牌时间
2014/6/3	国金证券	国金转债	110025.SH	25	2015/1/9
2017/12/20	东方财富	东财转债	123006.SZ	46.5	2019/5/21
方案时间	证券简称	代码	拟募资上限 (亿元)	进度	
2019/4/27	财通证券	601108.SH	38	股东大会通过	
2019/3/13	华安证券	600909.SH	28	股东大会通过	
2019/3/29	国投资本	600061.SH	45	董事会预案	
2019/5/30	东方财富	300059.SZ	73	证监会受理	

资料来源：Wind，安信证券研究中心

当前券商可转债具有较强的债性，转股溢价率领先。截至 2019 年 8 月 30 日，四个券商可转债的转股溢价率算术均值为 39%，在全行业中排名第 5 位，次于建筑建材（63%）、交运（55%）、房地产（50%）和汽车（46%）。

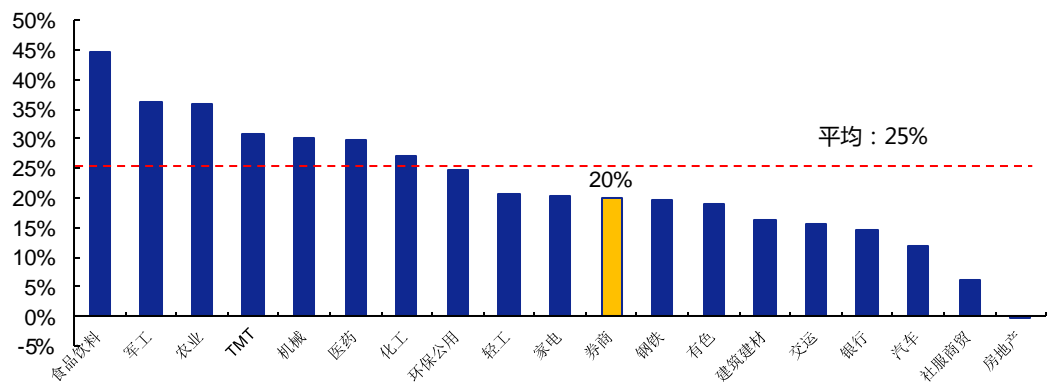
图 4：券商可转债的转股溢价率市场中偏高



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

券商可转债的纯债溢价率略低于全行业平均水平。截至 2019 年 8 月 30 日，四个券商可转债的纯债溢价率均值为 20%，略低于全行业均值（25%），基本与轻工、家电和钢铁持平。券商可转债债券属性相对较强。

图 5：券商可转债的纯债溢价率略低于全行业均值



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

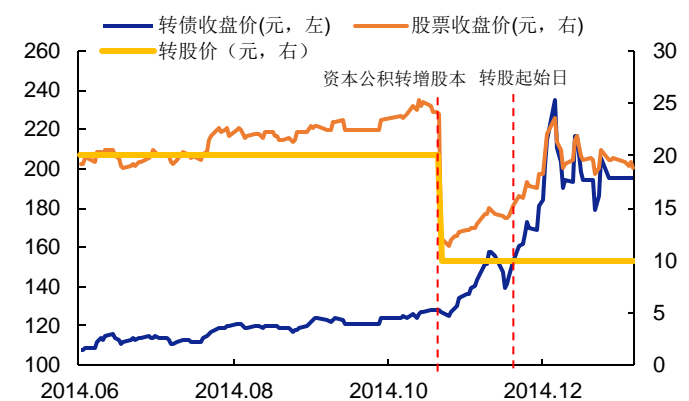
1.2. 投资策略：攻守兼备，适宜左侧布局

对于投资者而言，投资券商可转债有如下优点：

- **从弹性角度看：向下空间有限，向上弹性大。**根据券商可转债历史价格变化和条款设计来看，券商转债回撤幅度通常小于正股股价，而当正股股价上涨时转债涨幅弱于正股涨幅，但绝对收益率亦不小，在某些特殊时点（转股起始日、转股价下修日等）会有跳跃式上涨。
- **从杠杆角度看：可以加杠杆。**由于可转债是债券，可以加杠杆的空间比股票投资更大。
- **从流动性角度看，交易更灵活。**券商转债上市后可以随时交易，不受减持规定的影响。

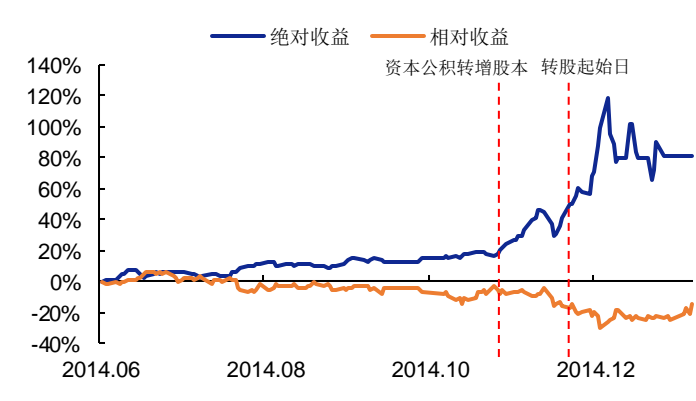
从国金转债案例看，国金转债在牛市期间投资收益明显。由于国金转债发行时间恰好在牛市前期，而转股期处于牛市区间，因此上市以来绝对收益持续为正、相对收益最后稳定在-20%上下。其中，2014.10.27-2014.11.21 是公司完成资本公积转增股本和转股起始日之间的时间，市场预期公司股价会持续高于转股价，转债价格明显上涨。

图 6：国金转债历史价格表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

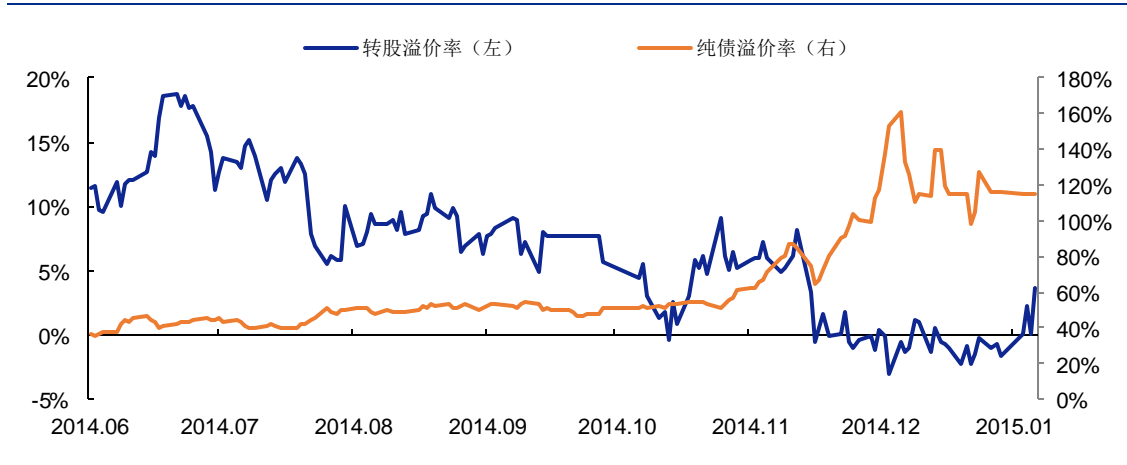
图 7：国金转债绝对收益与相对收益



资料来源：Wind，安信证券研究中心

国金转债在转股价修正后有一定套利机会。转股溢价率在转增股本日出现第一次触底，因为转股价调整后二级市场股价高于转股价；转股期前一个月国金转债转股溢价率在 5-10% 左右波动，具有博弈转股的机会；转股起始日后转股溢价率在 0% 上下徘徊，这时是债券投资者根据股价进行调整，转债价值始终与转股价值接近。

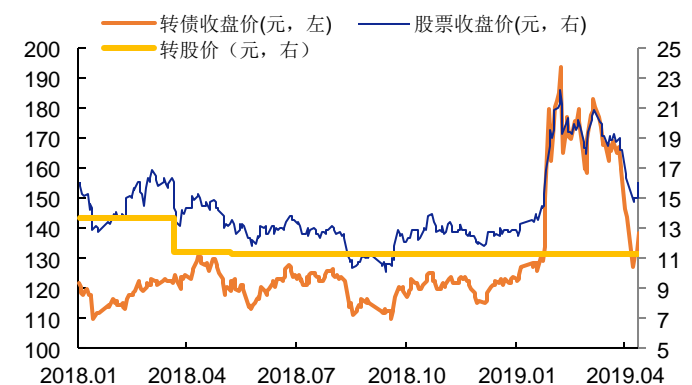
图 8：国金转债转股溢价率和纯债溢价率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

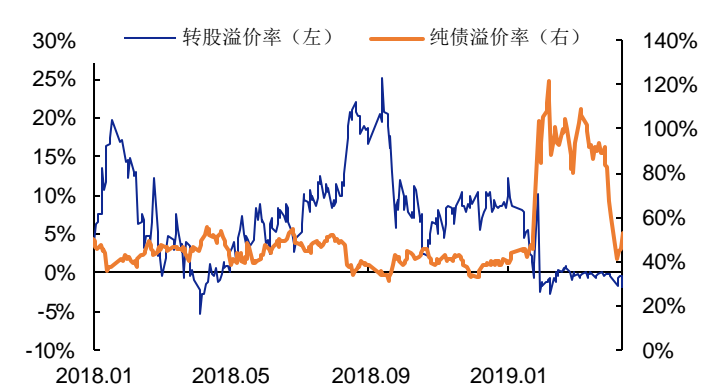
从东财转债案例看，反弹期间券商转债有跳跃式上涨机会。2018 年券商股权质押风险暴露叠加市场行情低迷，券商股价普遍大幅下跌，但东方财富转债下跌空间有限，绝对收益最低值高于 -10%，转股溢价率最高在 20-25% 浮动。2019 年一季度市场行情反转，市场对于券商业绩反转预期强烈，东方财富股价快速上升，同时可转债价格也同步快速提升。其中在股价突破转股价时出现跳跃式上涨，最大绝对收益达到 60%，最终投资转债和投资正股的收益率基本相当，且转股收益明显。

图 9：东财转债价格表现



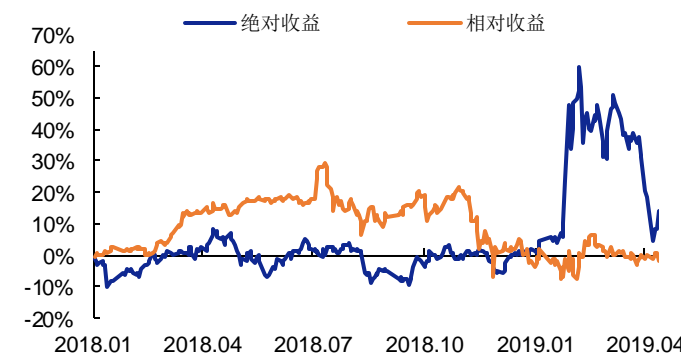
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：东财转债转股溢价率和纯债溢价率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：东财转债（2017）收益表现



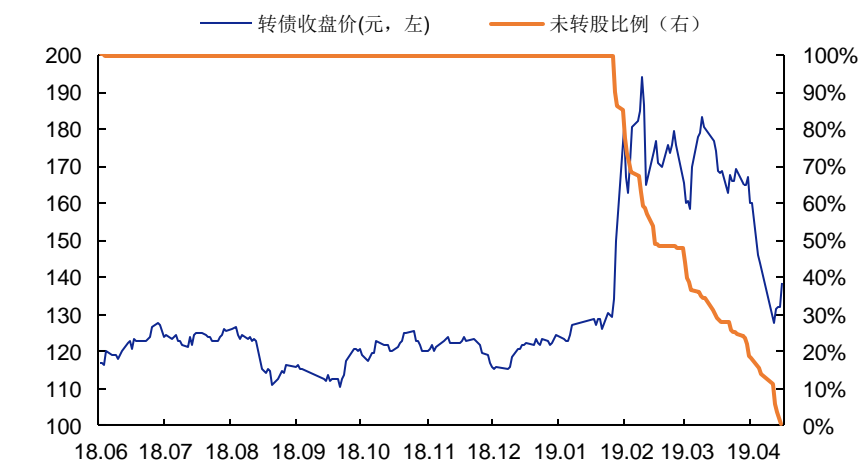
资料来源：Wind，安信证券研究中心；相对收益指相对于东方财富涨跌幅

图 12：东财转债全部转股后收益率仍为正



资料来源：Wind，安信证券研究中心；相对收益指相对于可转债的涨跌幅

图 13：东财转债价格与未转股比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 券商可转债标的比较分析

2.1. 吉林教东主要关注对广发证券投资收益

吉林教东医药主业稳定，偿债能力领先行业。

- 收入稳定增长，广发证券业绩影响利润。2018 年公司归母净利润同比下降 49%，2019H 则同比增长 43%，具有较大的波动性。归母净利润的波动主要和公司非经常性损益减少有关（主要来自广发证券），主营业务收入则保持稳定增长。

- **医药主业表现稳定。**2016 年开始，公司暂停卫生用品、公路通行及公路工程业务。公司主营“医药工业、医药商业、医药科研与开发”，近年来医药板块收入均占总收入的 95% 以上，收入和毛利率基本保持稳定。公司现共控股 6 家从事现代中药、生物化学药和植物化学药的专业制药子公司，5 家医药销售子公司，5 家医药配套子公司，2 家高端保健品公司；主要医药产品包括：“安神补脑液”、“注射用核糖核酸 II”、“小牛脾提取物注射液”等以质量稳定、疗效明显受到市场一致好评的药品。
- **流动性较充裕，偿债能力在行业内领先。**吉林敖东速动比率和流动比率近几年不断提升，公司短期偿债能力有所保障，偿债能力在上市医药企业中处于领先水平。

表 3：吉林敖东基本财务数据

指标	2016A	2017A	2018A	2019H
营业总收入 (亿元)	27	30	33	16
同比增长(%)	17%	9%	12%	4%
归属母公司股东的净利润(亿元)	16	17	9.4	8.7
同比增长(%)	-37%	10%	-49%	43%
权益净利率(ROE)(%)	9.3%	9.6%	4.5%	4.07%
销售净利率(%)	61%	62%	28%	53.09%
资产周转率(次)	0.14	0.14	0.14	0.07
权益乘数	1.12	1.08	1.13	1.17
医药板块收入	27	29	32	16
毛利	19	21	24	12
毛利率	72%	73%	75%	74%
食品板块收入	0.6	0.6	1.0	0.6
其他主营收入 (不含非经常性损益)	0.2	0.2	0.5	0.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 4：2019H 吉林敖东偿债能力在行业中处于中上水平

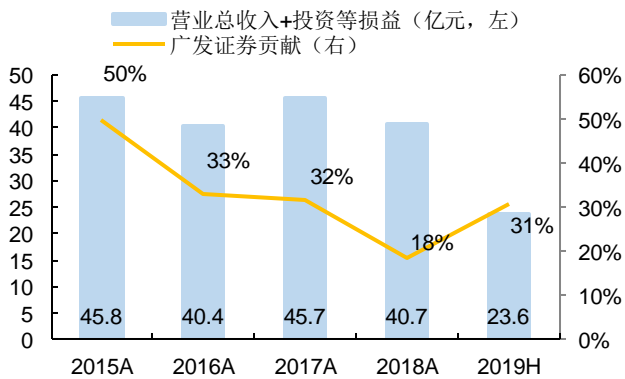
排名	上市医药企业	流动比率	排名	上市医药企业	速动比率
	行业中值	2.32		行业中值	2.12
1	恒瑞医药	8.16	1	恒瑞医药	7.59
2	吉林敖东	5.55	2	吉林敖东	5.06
3	片仔癀	3.89	3	迈瑞医疗	2.99
4	云南白药	3.81	4	片仔癀	2.83

资料来源：Wind，安信证券研究中心

吉林敖东业绩弹性主要关注广发证券业绩。对广发证券的投资收益是吉林敖东重要的利润来源，因此我们将营业总收入和投资损益等非经常性损益合并（主要来自对广发证券投资），在 2015 年和 2018 年的两个特殊年份中，对广发证券投资收益占比分别达到 50% 和 18%，在其他年份对广发证券投资收益占比为 31%~33%。因此广发证券对吉林敖东整体业绩的影响大，是公司利润弹性的主要来源。

吉林敖东股价与广发证券股价高度相关。从近年股价表现来看，吉林敖东股价和广发证券股价之间具有高度相关性。无论从业绩弹性角度还是市场预期来看，投资者对于吉林敖东的主要关注点在于广发证券的业绩和股价表现，因此购买敖东转债实际是购买“广发证券可转债”。

图 14：对广发证券的投资收益占吉林敖东收入比重高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15：吉林敖东股价和广发证券股价之间具有高度相关性



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

2.2. 券商个股基本面比较

国君业绩相对稳定，广发长江弹性较大。从规模来看，近年来，国泰君安和广发证券在行业中收入和利润均排名行业前五，是行业头部券商；长江证券和浙商证券属于行业中型券商。从增速来看，国泰君安业绩较为稳定，长江证券和广发证券业绩波动相对较大，前者主要受经纪业务影响，后者受自营业务影响。

表 5：四家券商收入和利润水平及增速

项目	时间	广发证券	长江证券	国泰君安	浙商证券
营业收入 (亿元)	2016A	207	59	258	46
	2017A	216	56	238	46
	2018A	153	44	227	37
	2019H	119	37	141	27
同比增速	2016A	-38%	-31%	-31%	-26%
	2017A	4%	-4%	-8%	0%
	2018A	-29%	-23%	-5%	-20%
	2019H	57%	59%	23%	52%
归母净利润 (亿元)	2016A	84.1	22.2	113.5	12.4
	2017A	90.8	15.4	104.8	10.6
	2018A	43.0	2.6	67.1	7.4
	2019H	41.4	10.9	50.2	4.8
同比增速	2016A	-38%	-37%	-32%	-32%
	2017A	8%	-30%	-8%	-14%
	2018A	-53%	-83%	-36%	-31%
	2019H	45%	188%	25%	20%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

广发和浙商采用高杠杆经营模式，长江关注 ROA、国君看杠杆率。广发证券和浙商证券的杠杆率在四家券商中偏高（2017 年浙商证券因 IPO 而导致杠杆率下降），这与两家券商自营业务收入占比较大有关。长江证券 2018 年盈利能力大幅下降主要因资产减值，其业务模式依赖于外部市场的变化，因此主要关注 ROA；国泰君安经营偏稳健，杠杆工具使用较为谨慎，因此要关注其杠杆率的变化。

表 6： 四家券商杜邦分析式

年化 ROE	2016A	2017A	2018A	2019H
广发证券	10.3%	10.6%	5.1%	13.4%
长江证券	11.0%	6.0%	1.0%	11.9%
国泰君安	10.6%	9.1%	5.4%	9.9%
浙商证券	13.8%	9.2%	5.4%	7.9%
杠杆率 (倍)	2016A	2017A	2018A	2019H
广发证券	3.49	3.44	3.89	3.67
长江证券	3.11	3.42	2.94	3.30
国泰君安	3.19	2.94	3.00	3.15
浙商证券	4.07	3.16	3.48	3.76
利润率	2016A	2017A	2018A	2019H
广发证券	38.8%	39.8%	28.2%	34.7%
长江证券	37.7%	27.4%	5.9%	29.1%
国泰君安	38.2%	41.5%	29.5%	35.6%
浙商证券	27.0%	23.1%	19.9%	18.0%
资产周转率 (次)	2016A	2017A	2018A	2019H
广发证券	0.08	0.08	0.05	0.08
长江证券	0.09	0.06	0.06	0.10
国泰君安	0.09	0.07	0.06	0.06
浙商证券	0.13	0.13	0.08	0.10

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

从收入结构来看，广发、浙商自营占比较高，长江依赖经纪业务，国泰君安较为均衡。

- **国泰君安：经营稳健收入均衡。**除资管收入外，国泰君安各主要业务收入比重较为均衡，且多项收入排名在行业前三。因此对于国泰君安来说，单一业务变化对公司整体影响相对较小，业务均衡且经营稳定，缺点是业绩弹性相对不足。
- **广发证券：弹性看自营，资管具优势，投行面临处罚风险。**自营业务收入（尤其是权益投资收益）对公司业绩影响较大，因此在头部券商中业绩弹性较大；公司资管和经纪业务收入占比基本在 20% 以上，资管是公司相对优势行业，集合资管规模排名行业第一，大集合公募化趋势利好公司。公司历史上在中小企业 IPO 业务上具有较强的竞争力，但受“康美药业”事件的影响，公司投行面临处罚风险。
- **长江证券：依赖经纪业务，交易量扩大带来的弹性大。**长江证券经纪业务收入占比维持在 30% 以上，利息净收入占比在 2016-2017 年高于 20%，但 2018 年因市场低迷而利息收入大幅下降，收入占比降至 11%，因此市场交易量和两融余额的变化对于公司业绩的影响较大。
- **浙商证券：高收入因期货销售业务，主要关注经纪自营业务。**浙商证券收入结构中其他业务收入占比较高，主要来自低毛利的期货货物销售业务。除这项业务外，浙商证券收入结构中经纪业务与自营业务占比相对较高，随着公司上市募资后自营收入占比已经超过经纪业务收入。

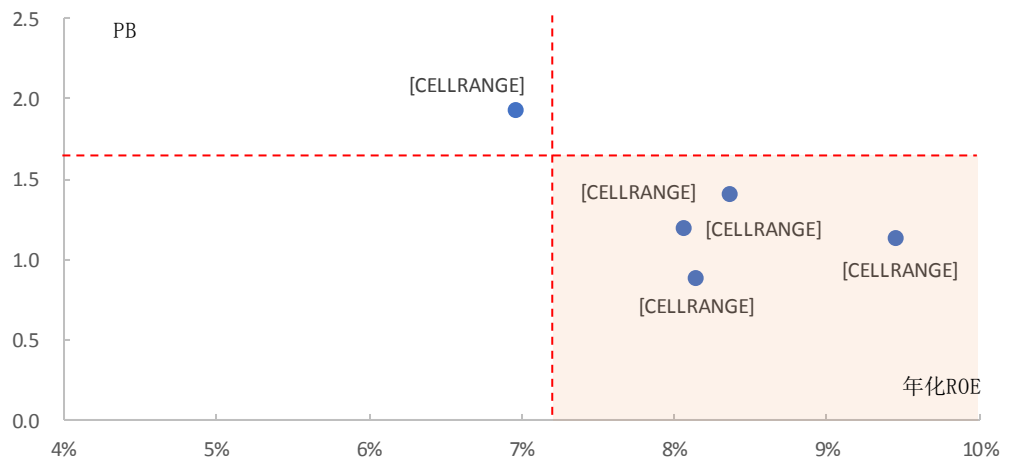
表 7： 四家券商收入结构对比

项目	时间	广发证券	长江证券	国泰君安	浙商证券
经纪业务收入	2016A	26%	36%	27%	29%
	2017A	20%	31%	24%	21%
	2018A	23%	36%	19%	19%
	2019H	19%	28%	22%	19%
利息净收入	2016A	4%	23%	18%	16%
	2017A	2%	20%	24%	9%
	2018A	24%	11%	26%	9%
	2019H	13%	9%	18%	6%
投行业务收入	2016A	16%	12%	14%	10%
	2017A	13%	13%	11%	11%
	2018A	8%	13%	9%	8%
	2019H	4%	11%	8%	5%
自营业务收入	2016A	32%	14%	30%	4%
	2017A	42%	19%	29%	17%
	2018A	4%	21%	25%	24%
	2019H	34%	42%	32%	23%
资管业务收入	2016A	20%	11%	9%	13%
	2017A	18%	11%	7%	7%
	2018A	25%	11%	7%	7%
	2019H	17%	5%	6%	4%
其他业务收入	2016A	3%	5%	2%	29%
	2017A	5%	6%	5%	35%
	2018A	17%	9%	14%	34%
	2019H	13%	5%	14%	43%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

横向比较看，国君和广发估值具有吸引力。横向来看，国泰君安和广发证券的盈利能力和估值均具有吸引力。浙商证券估值偏高，且次新股红利正在逐步减弱；长江证券 ROE 在行业中偏低。

图 16： 可转债对应正股的 PB-ROE 比较

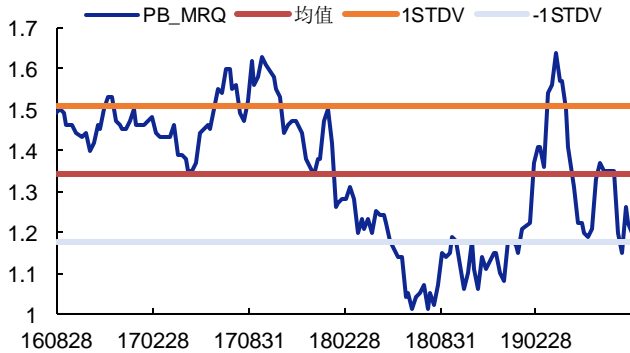


资料来源：Wind，安信证券研究中心；红线为上市券商年化 ROE 算术均值和估值均值（整体法）；数据截至 2019.8.30

和历史相比，四只券商股估值低于近三年均值，其中浙商广发触底。相比于近三年估值，四家券商股估值均处于均值以下，其中国泰君安估值最接近于自身估值均值，长江证券略低于

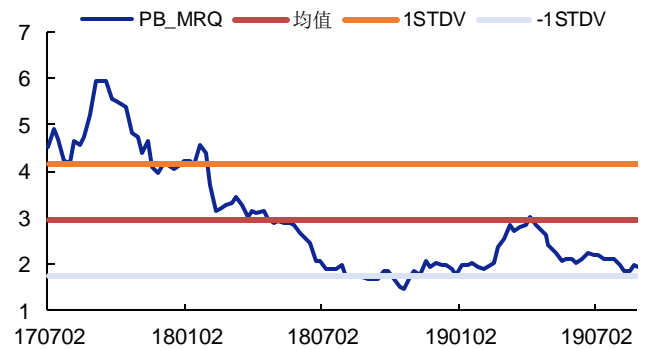
均值，浙商证券和广发证券均低于均值向下一个标准差。吉林教东从 PE 角度看略高于行业均值，PB 角度看处于近三年底部（预计主要受广发证券估值拖累）。

图 17：国泰君安估值处于近三年均值



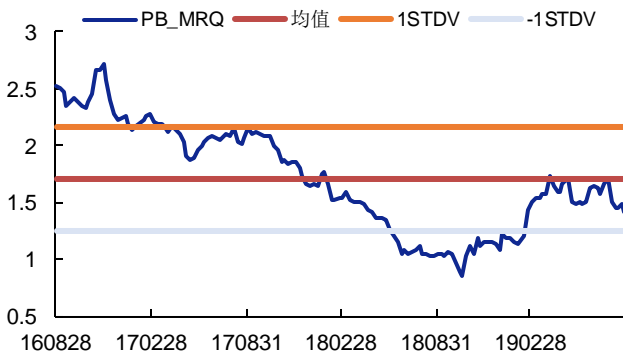
资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

图 18：浙商证券估值处于上市以来低位但次新红利消退



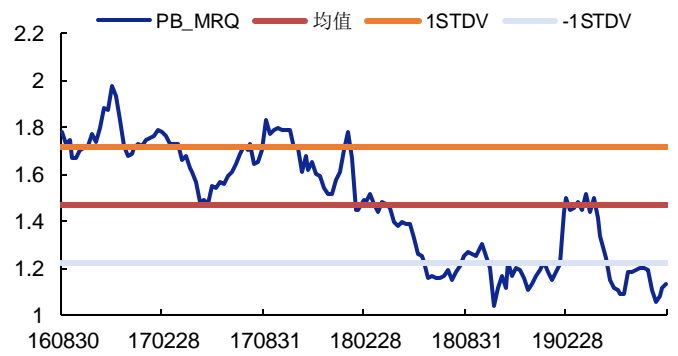
资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

图 19：长江证券估值处于近三年中低位置



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

图 20：广发证券估值处于估值底部



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

图 21：吉林教东 PE 估值略高于近三年均值



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

图 22：吉林教东 PB 估值处于近三年底部



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

2.3. 转债条款对比分析

条款中规中矩，教东转债略宽松。四支券商可转债在条款内容方面大致相似，除了发债规模外，主要条款差异体现在评级和回售条款两个方面。总体来看，教东转债条款较其他三支可转债略显宽松。

- **主体和债券评级：** 教东转债的主体和债券评级均为 AA+（但广发证券评级为 AAA），而其余三只券商可转债主题和债券评级均为 AAA。
- **回售条款：** 教东转债附有有条件回售条款——最后两个计息年度内任何连续 30 交易日，如果股价低于转股价 70% 将触发回售条件。其他三支券商可转债没有对应回售条款。

表 8：国君转债基本条款

转债名称	国君转债	正股名称	国泰君安
债券代码	113013.SH	正股代码	601211.SH
发行规模	70 亿元	正股行业	非银金融
主体/债项评级	AAA/AAA	担保人	无
存续期	6 年	存续时间	始：2017 年 7 月 7 日 终：2023 年 7 月 6 日
票面利率	0.2%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%	到期赎回价	105 元（含最后一期利息）
转股价格	19.40 元	平价	85 元（2019 年 8 月 16 日）
赎回触发价	25.22 元	修正触发价	15.52 元
转股起始日	2018 年 1 月 8 日	起息日	2017 年 7 月 7 日
转股价调整条款	派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况时，将调整转股价格。		
下修条款	存续期间，15/30 交易日，股价低于转股价 80%。		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按面值的 105%（含最后一期利息）赎回。 (2) 提前赎回：转股期内，15/30 交易日，股价高于转股价 130%（含 130%）；未转股余额不足 3,000 万元。按照面值加当期应计利息赎回。		
回售条款	(1) 有条件回售：无 (2) 附加回售：募集资金运用的实施情况出现变化，且被证监会认定为改变募集资金用途的。		

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 9：浙商转债基本条款

转债名称	浙商转债	正股名称	浙商证券
债券代码	113022.SH	正股代码	601878.SH
发行规模	35 亿元	正股行业	非银金融
主体/债项评级	AAA/AAA	担保人	无
存续期	6 年	存续时间	始：2019 年 3 月 28 日 终：2025 年 3 月 12 日
票面利率	0.2%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%	到期赎回价	105 元
转股价格	12.46 元	平价	63.72 元（2019 年 8 月 16 日）
赎回触发价	16.20 元	修正触发价	9.97 元
转股起始日	2019 年 9 月 19 日	转股起始日	2019 年 3 月 12 日
转股价调整条款	派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况时，将调整转股价格。		
下修条款	存续期间，15/30 交易日，股价低于转股价 80%。		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按面值的 105%（含最后一期利息）赎回。 (2) 提前赎回：转股期内，15/30 交易日，股价高于转股价 130%（含 130%）；未转股余额不足 3,000 万元。按照面值加当期应计利息赎回。		
回售条款	(1) 有条件回售：无 (2) 附加回售：募集资金运用的实施情况出现变化，且被证监会认定为改变募集资金用途的。		

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 10：长证转债基本条款

转债名称	长证转债	正股名称	长江证券
债券代码	127005.SZ	正股代码	000783.SZ
发行规模	50 亿元	正股行业	非银行金融
主体/债项评级	AAA/AAA	担保人	无
存续期	6 年	存续时间	始：2018 年 4 月 11 日 终：2024 年 3 月 12 日
票面利率	0.2%、0.4%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%	到期赎回价	105 元
转股价格	7.43 元	平价	92.2 元（2019 年 8 月 16 日）
赎回触发价	9.66 元	修正触发价	5.94 元
转股起始日	2018 年 9 月 17 日	转股起始日	2018 年 3 月 12 日
转股价调整条款	派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况时，将调整转股价格。		
下修条款	存续期间，15/30 交易日，股价低于转股价 80%。		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按面值的 105%（含最后一期利息）赎回。 (2) 提前赎回：转股期内，15/30 交易日，股价高于转股价 130%（含 130%）；未转股余额不足 3,000 万元。按照面值加当期应计利息赎回。		
回售条款	(1) 有条件回售：无 (2) 附加回售：募集资金运用的实施情况出现变化，且被证监会认定为改变募集资金用途的。		

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 11：教东转债基本条款

转债名称	教东转债	正股名称	吉林敖东
债券代码	127006.SZ	正股代码	000623.SZ
发行规模	24.13 亿元	正股行业	医疗保健
主体/债项评级	AA+/AA+	担保人	无
存续期	6 年	存续时间	始：2018 年 5 月 11 日 终：2024 年 3 月 13 日
票面利率	0.2%、0.4%、0.6%、0.8%、1.6%、2.0%	到期赎回价	105 元
转股价格	20.62 元	平价	75.4 元（2019 年 8 月 16 日）
赎回触发价	26.81 元	修正触发价	16.50 元
转股起始日	2018 年 9 月 19 日	转股起始日	2018 年 3 月 13 日
转股价调整条款	派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况时，将调整转股价格。		
下修条款	存续期间，15/30 交易日，股价低于转股价 80%。		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按面值的 105%（含最后一期利息）赎回。 (2) 提前赎回：转股期内，15/30 交易日，股价高于转股价 130%（含 130%）；未转股余额不足 3,000 万元。按照面值加当期应计利息赎回。		
回售条款	(1) 有条件回售：最后两个计息年度，任何连续 30 交易日，股价低于转股价 70% (2) 附加回售：募集资金运用的实施情况出现变化，且被证监会认定为改变募集资金用途的。		

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

2.4. 券商可转债行情表现比较

四支券商可转债价格表现各异，长江最接近转股价，浙商有下修转股价可能。

- **国君转债**。国泰君安当前股价与转股价格之间存在一定上升空间，由于公司基本面较好，投资者对于未来转股的信心较强，因此可转债价格相对较高。但公司股价弹性相对较弱，因此转债弹性相对较弱，建议等待股价临近转股价时的条款博弈机会。
- **教东转债**。吉林敖东当前股价与转股价格之间存在一定上升空间，公司股价与其子公司广发证券的关系密切，但由于市场担忧广发证券的被处罚风险，因此转债价格较低。但广发证券利空基本消化，股价弹性在大券商中可能较大。
- **长证转债**。长江证券股价一度触及转股价，当前股价与转股价非常接近且转债价格较高，表明投资者对于该可转债的转股预期较高。因此长江证券适合博弈转股机会，其可转债

在下一轮券商反弹行情中具有更高的弹性。

- **浙商转债**。浙商转债目前还未到转股期，由于发行时间处于券商股反弹周期，导致转股价偏高。但由于公司当前股价持续低于修正触发价 9.97 元，存在转股价下修可能。

图 23：国泰君安可转债及股票价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：吉林敖东转债价格及公司股价



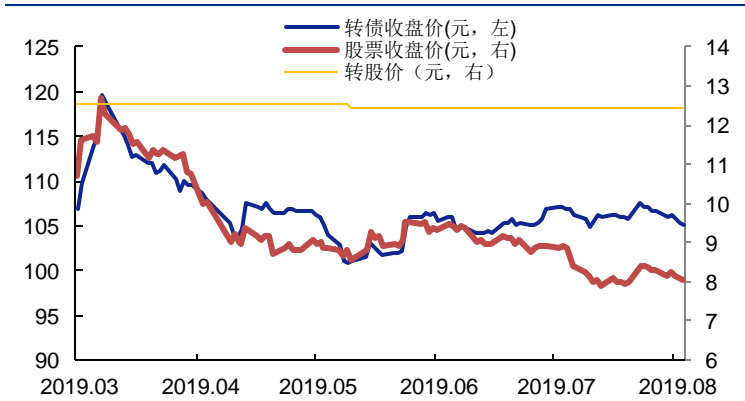
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：长江证券可转债及股票收盘价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：浙商证券转债价格及股票收盘价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

可转债相对收益显著，适宜左侧布局。从已发行的可转债价格表现来看，当券商股处于弱势期，券商可转债具有明显的相对收益，且绝对收益的下跌空间有限，因此适合进行左侧布局。当券商股处于强势期（例如 2018.10-2019.4），券商股弹性更为明显，此时券商可转债相对优势并不明显但仍有不错的绝对收益机会。

图 27：国君转债的绝对收益和相对收益



资料来源：Wind，安信证券研究中心；相对收益指相对于国泰君安涨跌幅

图 28：敖东转债的绝对收益和相对收益



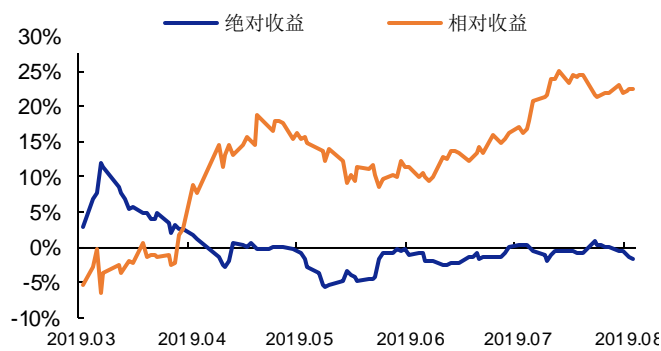
资料来源：Wind，安信证券研究中心；相对收益指相对于吉林敖东和广发证券的涨跌幅

图 29： 长证转债的绝对收益和相对收益



资料来源：Wind，安信证券研究中心；相对收益指相对于长江证券涨跌幅

图 30： 浙商转债的绝对收益和相对收益



资料来源：Wind，安信证券研究中心；相对收益指相对于浙商证券涨跌幅

浙商转债债性最强，长证转债股性最强。从转股溢价率角度看，浙商转债转股溢价率最高（62%），其次为教东转债（35%）和国君转债（34%），最低为长证转债（25%）；从纯债溢价率角度看，长证转债纯债溢价率最高（26%）、其次为国君转债（23%）和浙商转债（17%），最低为教东转债（14%）；从平底溢价率角度看，除长证转债（0.4%）外，其余券商可转债的平底溢价率均为负值：国君转债（-8%）、教东转债（-16%）、浙商转债（-28%）。

表 12： 券商可转债的转股、纯债和平底溢价率比较

	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)	平底溢价率
教东转债	35%	14%	-16%
国君转债	34%	23%	-8%
长证转债	25%	26%	0%
浙商转债	62%	17%	-28%

资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

教东转债流动性相对较差。从流动性角度看，近三个月国君转债和长江转债的日均成交金额均在 5000 万元以上，占发行规模的比重达到 1%；浙商转债近三个月日均成交金额为 2845 万元，近一个月成交金额升至 2970 万元，占比均为 0.8%左右，成交金额的提升预计和临近转股价与转股价下修预期有关；教东转债近期日均成交金额不足 1000 万元，占比约 0.3%，这与公司评级相对较低且不是纯的券商标的有关。

表 13： 券商可转债流动性比较

	近一个月日均成交金额		近三个月日均成交金额	
	(万元)	占发行规模比	(万元)	占发行规模比
教东转债	806	0.3%	837	0.3%
国君转债	5529	0.8%	6848	1.0%
长证转债	4960	1.0%	5166	1.0%
浙商转债	2970	0.8%	2845	0.8%

资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.8.30

2.5. 券商可转债投资建议

国君转债：基本面优质但弹性相对较弱。国泰君安基本面优质，转债流动性好且价格相对稳健。股价弹性相对较弱，预计股市反弹前期转债价格弹性不及其他转债；后期转股可能性较高，存在博弈转股的机会。

教东转债：广发利空因素基本消化，有转股价下修可能。吉林教东基本面主要关注广发证券，当前广发利空因素基本被市场消化，存在利空出尽后的博弈机会，股价弹性可能相对较强。由于吉林教东股价连续低于转股价，存在转股价下修可能。

长征转债：当前具备博弈转股的价值，初期可能最具弹性。当前长江证券股价与转股价非常接近，因此具有博弈转股机会，其可转债在下一轮券商股反弹的初期可能具有更高的弹性。

浙商转债：转股价下修可能性高，有条款博弈机会。由于浙商转债发行时间处于券商股反弹周期，导致转股价偏高，当前转股可能性最低。但浙商证券股价已连续大幅低于修正价，下修转股价的可能性高，因此具有条款博弈的机会。

表 14：券商转债价差和条款博弈机会分析

	现价距转股价差	现价距修正价差	条款博弈机会
教东转债	30%	4%	股价连续低于修正价，符合修正条款，有转股价下修可能
国君转债	14%	-9%	距转股价较近
长征转债	7%	-15%	距转股价较近
浙商转债	55%	24%	股价连续低于修正价，符合修正条款，有转股价下修可能

资料来源：Wind，安信证券研究中心；

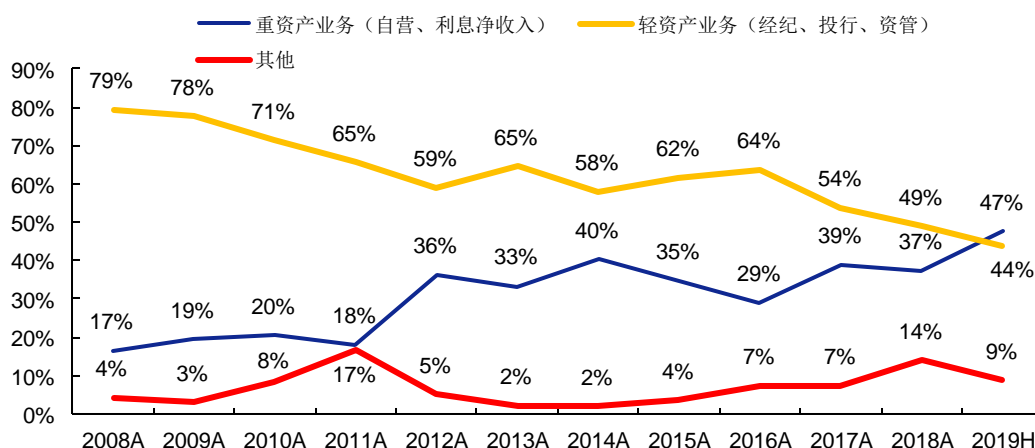
注：现价距转股价差=转股价/现价-1，现价距修正价差=修正价/现价-1；数据截至 2019.8.30

3. 券商发行可转债意义与股价展望

3.1. 券商发行可转债旨在补充资本，转股诉求强

券商收入结构趋于重资产化。2019H 券商重资产类业务收入占比扩大至 47%，超越轻资产类业务成为券商的主要收入来源；轻资产业务中，经纪业务收入占比降至 26%、投行收入占比下降至 11%和资管业务收入降至 7%。随着佣金率和交易量的下降，以及券商扩大的资本投入自营和信用交易类业务，券商重资产业务收入占比持续上升，资本金对于券商行业的意义提升。

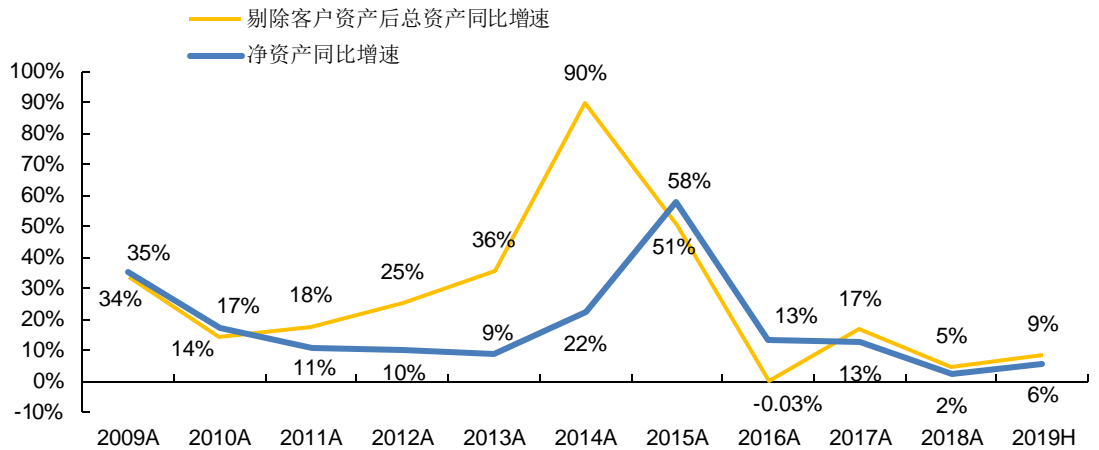
图 31：券商轻资产业务收入与重资产业务收入占比此消彼长



资料来源：证业协会，安信证券研究中心

近年来券商资产扩张依靠融资和利润留存。我们观察券商在资产端的一些变化：从规模来看，券商资产增速在放缓，驱动因素发生变化。2011-2014 年券商资产的扩张主要靠提高杠杆驱动，2015 年以后券商资产的扩张主要靠净资产的扩张，即更依赖外部资本补充和自身利润留存。由于近年来券商利润下降明显，外部融资对于券商经营而言更为重要。

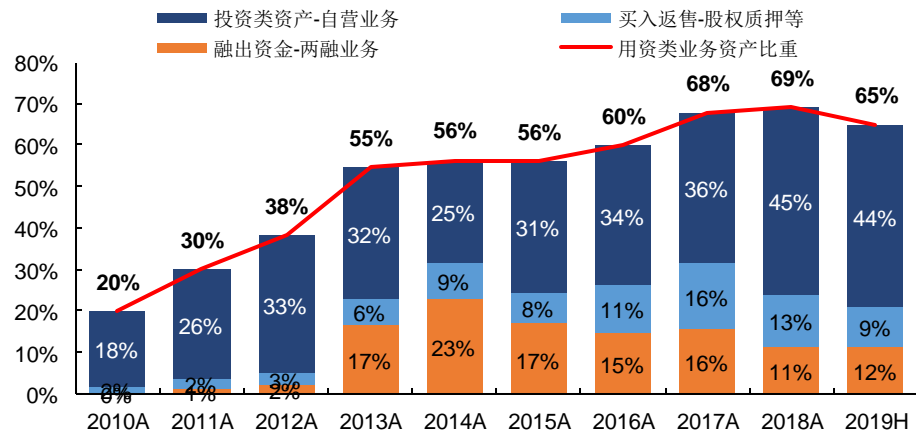
图 32: 资产扩张主要靠融资和利润留存



资料来源: 证券业协会, 安信证券研究中心

外部融资主要投入重资产业务。我们将融出资金、买入返售和自营资产（交易性金融资产、持有到期金融资产等）定义为券商的用资类业务资产，通过整理上市券商数据发现：券商资产项中用于运营用资类业务的资产占总资产的比重明显增加，2010年券商用资类资产占比仅为20%，到2018年末最高升至69%，2019H略回落至65%。具体来看，2019H自营资产占比为44%，买入返售资产（含约定购回、股票质押、债券质押等）占比回落至9%，融出资金（主要对应两融业务）占比达到12%。

图 33: 上市券商资产结构变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

券商可转债融资主要投向信用交易业务、自营投资业务和对子公司增资。从规模来看，券商可转债融资主要用于投入信用交易和自营业务，因为可转债在未转股前属于低成本的资金来源，券商可从中获得较大的利差收益；此外，对重要子公司增资也是券商募资后的主要投资方向，这取决于各券商对于其子公司的定位和重视程度；轻资产类业务（经纪、投行、资管）由于消耗资本金较少，通常募资规模较小。

表 15: 券商可转债募资投向

	国君转债	东财转债	长证转债	浙商转债
信用交易	40	40	20	10
自营业务	25	4	5	10
资管业务	1	-	-	5
经纪业务	3	1.5	-	1.5
投行业务	1	-	-	-
对子公司增资	-	1	25	8.5
合计	70	46.5	50	35

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

可转债对于券商的优势在于: 低成本、发行周期短, 在牛市可以快速转股补充净资产。

- **低成本的融资方式。**目前券商可转债期限均为 6 年, 首期利率仅为 0.2% 且最后一期的票面利率仅为 2%, 成本低于券商其他融资方式。
- **发行周期短。**当前监管政策更鼓励企业发行可转债, 相比于定增, 券商可转债发行周期通常更短, 寻找买家相对容易, 可以满足中短期的资金需求。
- **转股可补充净资产, 牛市时受益明显。**假如市场行情突然转好, 券商可转债触发强制赎回条款, 投资者通常会选择转股获取更大收益。券商则会以较低成本且快速地完成净资产的补充, 从而进一步加大经营杠杆, 扩大业务规模, 最终实现盈利的大幅增长。此外, 此时的大规模转股并不会稀释每股盈利, 因为市场行情好转和转股带来盈利增长可以覆盖稀释的影响。

3.2. 券商行业基本面及股价展望: 布局正当时

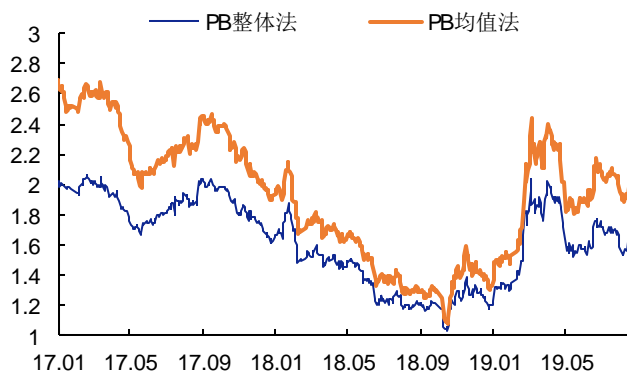
券商股是大盘的“看涨期权”, 当前估值合适左侧布局。2019 年初以来市场行情与券商股价先扬后抑, Q2 以来券商股进入震荡区间。以年初作为起点来看, 券商指数相对沪深 300 具有相对收益, 反映券商股作为股市的“看涨期权”的作用。截至 8 月 30 日, 上市券商整体估值 1.62xPB、算术均值 1.96xPB, 基本回到春节前的估值水平。

图 34: 券商指数相对沪深 300 具有相对收益



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 券商估值回到春节前水平



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

我们旗帜鲜明看好资本市场改革的红利, 这将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素。我们认为金融供给侧改革的三个关键意义在于: 优化金融供给、赋能经济增长和优化居民财富结构。历史金融改革过程中, 防范化解金融系统性风险、提高直接融资比例和加大对外开放始终是资本市场改革的三大方向。这一轮金融供给侧改革的四大配套政策方向: 制度上, 以推进科创板为代表建设多层次资本市场, 开启注册制试点; 金融工具上, 逐步松绑股指期货, 规范发展场外期权工具。资金层面, 引导保险、理财资金和外资等长期价值投资资

金入市；对于金融机构则鼓励“优胜劣汰”，引入外资带来“鲶鱼效应”。

长期趋势：券商业务模式在市场改革中转型升级。我们看好金融供给侧改革对于资本市场转型升级的重要作用，资本市场改革红利将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素。我们认为券商各项业务将伴随资本市场改革而逐步解决经营痛点，例如：经纪业务降低对于交易量和佣金率的被动依赖，发展具备成长性、与市场短期波动关联性相对较小且存在一定门槛效应的财富管理业务和机构业务；投行业务向注册制转型，科创板和 CDR 带来增量业务，存量业务中的债券发行和并购重组业务出现回暖迹象；自营方面，券商发展非方向投资提升盈利逆周期性，头部券商转型交易投行享受资本市场升级和市场集中红利，科创板券商跟投机制让直投子公司逐步进入业绩兑现期；信用交易业务模式预计将更为丰富，股权质押风险逐步减小；资管加速向主动管理转型，券商国际化布局更进一步。

短期变化：利空消化政策红利频现，看好券商“期权价值”。前期美方再提加征关税、人民币汇率贬值和各地风险事件频发，对股市整体和券商股产生一定负面影响。我们认为我国经济具有较强的韧性，流动性相对宽松且政策持续发力，A 股经过调整后仍有望迎来上升行情，券商股可作为 A 股上涨的“看涨期权”进行配置，对于固收产品投资者可配置券商可转债。近期随着利空因素消化、利好事件发酵（转融通费率降低、MSCI 资金扩容等），券商股已出现一定反弹，低流通市值券商股价和业绩弹性更明显。中长期来看，我们旗帜鲜明看好资本市场改革的红利，这将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素，供给侧改革下的分类评级和分类监管强化券商优胜劣汰。

券商股有望迎接震荡上涨行情，改革带来正反馈效应。我们认为券商股可能将迎来较长时间的震荡波动行情，震荡的根源在于两个方面：短期市场环境波动导致传统业务业绩波动和长期增量业务的业绩兑现进程。2019 年我们看好全年券商自营投资收益和市场交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进；长期我们坚定看好新一轮资本市场改革的持续性和政策效果，当券商传统业务转型取得明显进展且增量业务进入到相对成熟的阶段，券商盈利能力将提升到一个更高的水平当中。因此，我们预计券商股将迎来震荡性上行的行情。

图 36：资本市场改革红利与券商业绩的正反馈效应



资料来源：安信证券研究中心整理

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬、蒋中煜声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034