

年度季度利润高增，100亿定增在途

浙商证券(601878)

事件概述

浙商证券公布2020年年报和2021年一季度业绩快报。

2020年，公司实现营业收入106.36亿元，yoy+87.94%；实现归母净利润16.27亿元，yoy+68.17%；ROE（摊薄）8.41%，同比增加1.90个百分点；EPS为0.47元/股。2020年末，净资产193.49亿元，yoy+30.25%。剔除客户资金存款和备付金的杠杆率为3.55倍，较2018/2019年的3.24/3.40倍略有增长。

2021年第一季度，浙商证券实现营业总收入32.61亿元，yoy+73.05%；归母净利润4.21亿元，yoy+31.88%。2021Q1末总资产1053.91亿元，净资产197.72亿元，较上年末分别增加15.70%和2.19%。年化ROE8.52%，较2020年8.41%略有提升。

分析判断：

浙商证券于2020年上半年启动非公开发行不超过10亿股A股股票项目。2020年11月2日，公司非公开发行通过中国证监会审核。

100亿在途定增主要用于四个方向：对投资业务以及资本中介投入分别不超过45亿元和40亿元；对经纪业务、研究业务及信息系统建设的投入不超过5亿元；另有不超过10亿元用于偿还债务。本次定增有望显著提升公司资本金实力，优化业务结构，把握证券行业的政策红利期，将募集资金迅速转化为业绩增长。

▶ 年报利润高增68%，一季报净利增32%

我们按照利润表拆解浙商证券的营收。在扣减其他业务成本之后的营业收入中，公司经纪/投行/资管/自营/信用/其他（主要为期货业务）的贡献分别为28%/20%/6%/28%/11%/-1%。

▶ 承销收入增速快，经纪业务布局扎实

浙商证券2020年股权项目7单IPO项目（排名第20），承销金额为40.83亿元（排名第21）。投行业务实现营收超10亿元，较2019年增长2倍多。

2020年公司加大产品客户引进及机构经纪推动，全年新增开户数量12.4万户，同比提升32.9%；股票基金市占率10.5%，与2019年基本持平，日均股基交易量192.3亿元，同比提升61.8%，与行业增幅基本持平；实现代理买卖净收入11.07亿元，同比提升39.07%。公司2020年推出业务集中运营模式，推动营业部向营销服务中心转变，提高分支机构生产力。

▶ 信用业务有升有降，控制风险敞口

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	11.9
股票代码：	601878
52周最高价/最低价：	21.25/9.18
总市值(亿)	430.07
自由流通市值(亿)	430.07
自由流通股数(百万)	3,614.04



分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

相关研究

1. 【华西非银】浙商证券(601878)中报点评：稳健增长“多点开花”，投行业务暴增212%

2020.08.31

截至 2020 年末，公司融资融券余额为 148.52 亿元，较 2019 年末增加 61.95 亿元，上涨 71.56%，高于市场规模增幅。股票质押业务规模从 50.26 亿元下降至 39.63 亿元。2020 年公司计提资产减值准备 2.94 亿元，融出资金和股票质押计提较大信用减值损失。

投资建议

公司深耕浙江，受益于沿海经济高速增长，有意识地建立“投行+商行”商业模式，借助银行在客户端、资金端的天然优势，发挥证券机构在业务牌照、投研能力等方面的长处，探索紧密合作的新型商业模式，为客户提供综合金融服务，快速做大业务规模。

100 亿在途定增有望显著提升公司资本金实力，优化业务结构，把握证券行业的政策红利期，将募集资金迅速转化为业绩增长。考虑到定增资金可能给公司业务拓展带来的积极作用，我们上调公司 2021、2022、2023 年的盈利预测，预计实现归母净利润 19.73 亿元、21.16 亿元、22.94 亿元，每股收益 0.43、0.46、0.50 元/股。维持“增持”投资评级。

风险提示

市场方面：全球疫情反复风险，经济复苏不力，国际局势不确定性加大；人民币对美元大幅贬值风险；美股波动或将对 A 股产生影响；通胀预期可能引发流动性收紧的风险；全球经济摇摆对沿海地区进出口贸易的冲击。

业务方面：A 股成交活跃度下降，经纪业务收入不达预期的风险；IPO 审核趋严，发行速度不达预期，信披过程中的操作风险和道德风险；A 股快速下跌引发股票质押业务融出资金回收问题及融资融券强平难度加大；股市、债市波动风险对自营业务的影响。

竞争格局方面：外资券商在我国开展业务，对内资券商带来业务冲击的风险；券商与商业银行、互联网平台战略合作，经纪、资管业务的市场竞争格局将改变；大型综合类券商对江浙沪皖的重视程度提升，对公司存量客户和项目资源竞争加大的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	106.37	120.04	130.76	142.90
YoY (%)	87.94	12.85	8.93	9.29
归母净利润(亿元)	16.27	19.73	21.16	22.94
YoY (%)	68.17	21.24	7.28	8.38
毛利率 (%)	15.30	16.43	16.19	16.05
每股收益(元)	0.45	0.43	0.46	0.50
ROE	9.76	9.47	9.05	8.97
市盈率	26.43	27.83	25.94	23.94

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 年报利润高增 68%，一季报净利增 32%	4
2. 35 亿可转债成功转股，100 亿定增已过会	5
3. 承销收入增速快，资管主动转型	5
4. 经纪业务布局扎实，财富管理转型坚定	6
5. 信用业务有升有降，控制风险敞口	6
6. 自营业务体系重塑，投资效率有效提升	6
7. 期货业务受益于大宗商品市场活跃	7
8. 投资建议	7
风险提示	8

图表目录

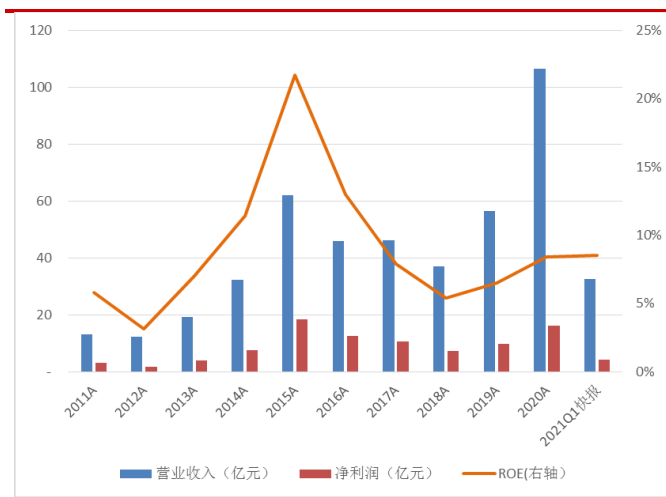
图 1 浙商证券经营数据（2011-2021Q1 快报）	4
图 2 浙商证券规模数据（2011-2021Q1 快报）	4
图 3 浙商证券营收结构变化（2011-2020）	5
图 4 浙商证券营收结构（2020A）	5
表 1 浙商证券营收结构（调整）	7

1. 年报利润高增 68%，一季报净利增 32%

浙商证券发布年度报告：2020 年，公司实现营业收入 106.36 亿元，yoy+87.94%；实现归母净利润 16.27 亿元，yoy+68.17%；ROE（摊薄）8.41%，同比增加 1.90 个百分点；EPS 为 0.47 元/股。截至报告期末，公司总资产 910.90 亿元，yoy+35.14%；净资本 183.15 亿元，yoy+46.39%；净资产 193.49 亿元，yoy+30.25%。剔除客户资金存款和备付金的杠杆率为 3.55 倍，较 2018/2019 年的 3.24/3.40 倍略有增长。

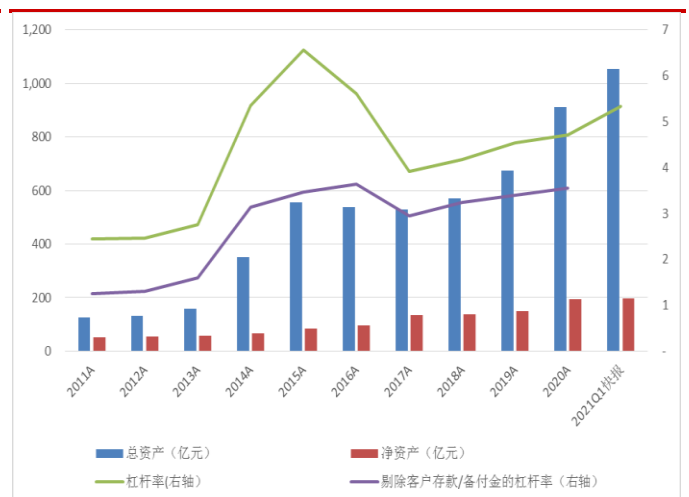
根据公司 4 月 13 日发布的 2021 年一季度业绩快报，2021 年第一季度，浙商证券实现营业总收入 32.61 亿元，yoy+73.05%；归母净利润 4.21 亿元，yoy+31.88%。2021Q1 末总资产 1053.91 亿元，净资产 197.72 亿元，较上年末分别增加 15.70%和 2.19%。年化 ROE8.52%，较 2020 年的 8.41%略有提升。

图 1 浙商证券经营数据（2011-2021Q1 快报）



资料来源：wind，华西证券研究

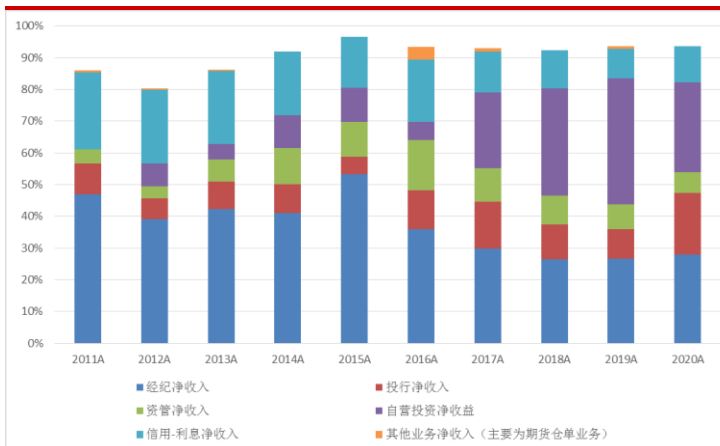
图 2 浙商证券规模数据（2011-2021Q1 快报）



资料来源：wind，华西证券研究

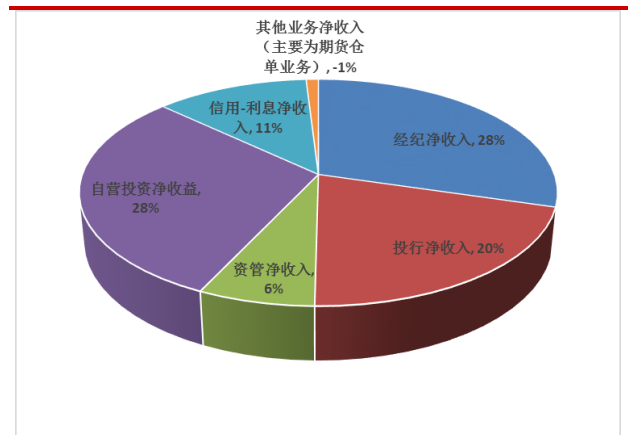
在业务结构方面，公司 2020 年经纪业务收入 16.45 亿元，yoy+62.64%；经纪净收入 11.07 亿元，yoy+39.07%。自营营收 8.55 亿元，yoy+2.0%；投行收入 10.26 亿元，yoy+227.29%；信用业务实现营收 13.39 亿元，营收占比 12.58%；期货业务实现营收 60.17 亿元，贡献公司总营收的 56.57%。但考虑到其他业务成本（主要由期货仓单业务成本构成），以及上市券商可比的财务报表分类，我们按照利润表解构浙商证券的营收。在扣减其他业务成本之后的营业收入中，公司经纪/投行/资管/自营/信用/其他（主要为期货业务）的贡献分别为 28%/20%/6%/28%/11%/-1%。

图 3 浙商证券营收结构变化 (2011-2020)



资料来源: wind, 华西证券研究

图 4 浙商证券营收结构 (2020A)



资料来源: wind, 华西证券研究

2. 35 亿可转债成功转股, 100 亿定增已过会

浙商证券于 2020 年上半年启动非公开发行不超过 10 亿股 A 股股票项目。2020 年 11 月 2 日, 公司非公开发行通过中国证监会审核。非公开发行 A 股股票募集资金将用于补充公司资本金, 支持重点业务发展。

本次非公开发行募集资金不超过人民币 100 亿元 (含人民币 100 亿元)。发行对象不超过 35 名, 发行价不低于定价基准日 A 股股价均值的 80%。发行对象持股比例在 5% 以下的锁定期 6 个月。募资用途主要有四大业务: 对投资业务以及资本中介投入分别不超过 45 亿元和 40 亿元; 对经纪业务、研究业务及信息系统建设的投入不超过 5 亿元; 另有不超过 10 亿元用于偿还债务。

浙商证券现有股本 36.14 亿股, 此次的定增数量几乎达到总股本的三分之一, 意味着这将对原来股东的持股比例进行一些稀释。公司控股股东上三高速在本次发行前, 持有公司 2,124,825,159 股, 持股比例为 63.74%。浙江沪杭甬持有上三高速 73.63% 股份, 浙江省交通集团持有浙江沪杭甬 66.99% 股份, 浙江省交通集团为公司实际控制人。若按照本次发行数量上限 10 亿股静态计算, 发行后上三高速持有的股份比例约为 49.03%, 仍为公司控股股东, 浙江省交通集团仍为公司实际控制人。

公司于 2019 年 3 月 12 日公开发行的 350 万手可转换公司债券, 每张面值 100 元, 发行总额 35 亿元。公司可转债已于 2019 年 3 月 28 日起在上海证券交易所挂牌交易, 债券简称“浙商转债”, 债券代码“113022”。2020 年 6 月 18 日至 2020 年 7 月 31 日期间, 满足连续三十个交易日内至少有十五个交易日的收盘价格不低于公司“浙商转债”当期转股价格 (12.37 元/股) 的 130% (即不低于 16.09 元/股), 触发“浙商转债”的赎回条件。可转债转股后, 公司控股股东上三高速所持公司股份仍为 21.25 亿股, 持股比例由 63.74% 下降至 62.61%, 被动稀释 1.13%。

3. 承销收入增速快, 资管主动转型

随着证券发行注册制的推行与分步实施, 2020 年公司 IPO 审核和发行节奏快, 过会率高, 一级市场 IPO 发行家数与规模大幅提升。全年共计有 395 家企业上市。公司 2020 年股权项目中有 7 单 IPO 项目 (排名第 20), 承销金额为 40.83 亿元 (排名第 21)。

2020 年公司投行业务实现营收超 10 亿元，较 2019 年增长 2 倍多。其中完成股权与债券融资项目共 161 单，融资金额达到 1290.38 亿元。股权方面共完成 17 单股权承销项目，合计融资规模 170.04 亿元。债券方面，完成 144 单债券主承销发行，合计承销金额 962.58 亿元。

资管业务方面，公司向主动管理转型，有序降低通道业务规模，持续推进去通道、降杠杆以及破刚兑的各项措施。公司通过全资子公司浙商资管开展业务，强化投资业绩以及投研团队的建设，优化产品布局。截至 2020 年末，主动管理规模达 839.21 亿，占总资管规模 63.8%，较年初增长 10%。2020 年公募权益类基金平均收益率超 40%；私募权益类两只产品进入行业前 15%。截至 2020 年底，公司权益类产品业务达 29.82 亿元，较 2019 年增长 13%；固收类规模为 706.34 亿元，同比增长 6.29%。

4. 经纪业务布局扎实，财富管理转型坚定

2020 年受益于行情回暖，以及公司加大产品客户引进及机构经纪推动，公司经纪业务实现较快复苏，全年新增开户数量 12.4 万户，同比提升 32.9%；**股票基金市场占有率 10.5%**，与 2019 年基本持平，日均股基交易量 192.3 亿元，同比提升 61.8%，与行业增幅基本持平；实现代理买卖净收入 11.07 亿元，同比提升 39.07%。此外随着证券公司对金融科技持续深入运用，公司在经纪业务上不断加大科技投入与系统建设，公司 2020 年推出业务集中运营模式，提升了业务运营的质量与效率，降低了人力成本，并不断推动营业部向营销服务中心转变，提高分支机构生产力。

随着国内财富管理市场发展迅速以及居民可投资金融资产迅速增长，传统经纪业务向财富管理业务转型是目前的大趋势以应对券商传统佣金的下滑。因此，浙商证券重新调整财富管理架构，助推分支机构向财富管理转型，加快经纪业务向财富管理转型，不断新增并创新产品，实现线上与线下渠道联动。同时大力布局投资银行、资产管理、期权期货、证券投资等业务形成协同效应。上海自营分公司的正式成立也使公司的综合竞争力进一步彰显。

5. 信用业务有升有降，控制风险敞口

2020 年二级市场整体走出明显上扬行情，受益于股市交投的活跃，两融业务发展形式总体良好；股票质押方面新增项目风控趋严。截至 2020 年末，公司融资融券余额为 148.52 亿元，较 2019 年末增加 61.95 亿元，上涨 71.56%，高于市场规模增幅。公司融资融券业务市场份额由 0.85% 提升至 0.92%。期末有负债融资融券客户平均维持担保比例 274.44%，融资融券业务整体风险可控。

截至 2020 年末，公司股票质押业务规模从 50.26 亿元下降至 39.63 亿元。其中以本公司作为融出方股票质押结存规模 36.69 亿元，平均履约保障比例为 347.97%；以集合资产管理计划或定向资产管理客户作为融出方的股票质押结存规模为 2.94 亿元。2020 年末结存项目中仅仅“ST 中新”项目（融资本金 1.8 亿）低于追保线，且为历史存量项目。

2020 年公司计提资产减值准备 2.94 亿元，融出资金和股票质押计提较大信用减值损失。公司两融余额规模跟随市场节奏稳步增长，股票质押规模主动压降。同时，公司合理计提减值，积极管控风险。

6. 自营业务体系重塑，投资效率有效提升

2020 年，我国的经济和证券的市场展现了强大的韧性。截至 12 月末，上证指数较年初相比上涨 13.87%；深证指数较年初上涨 38.73%。两市股票交易金额为 206 万亿元，同比上涨 62.32%。2020 年，自营收入为 8.55 亿元。公司以证券、衍生品自营投资把握市场阶段性行情，不断优化投资持仓结构。股票自营业务也加大了研究投入，

专注核心池建设。2020 年，其子公司浙商资本完成 3 只基金与 1 个直投项目的退出并实现良好收益。

7. 期货业务受益于大宗商品市场活跃

2020 年，大宗商品市场在疫情冲击下剧烈波动，全年来看呈显著的阶段性特征。公司通过全资子公司浙商期货开展期货业务，以打造研究型衍生品综合服务商为核心目标，不断提升创新能力。2020 年，浙商期货的全年成交金额为 91536.58 亿元，较 2019 年提升 65.23%。成交金额市场占有率为 1.05%，平均佣金率万分之 3.0，母公司营收 5.235 亿元。

表 1 浙商证券营收结构（调整）

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
经纪净收入	41%	53%	36%	30%	27%	27%	28%
投行净收入	9%	5%	12%	15%	11%	9%	20%
资管净收入	11%	11%	16%	10%	9%	8%	6%
自营投资净收益	10%	11%	6%	24%	34%	40%	28%
信用-利息净收入	20%	16%	20%	13%	12%	9%	11%
其他业务净收入（主要为期货仓单业务）	0%	0%	4%	1%	0%	1%	-1%
单位：亿元							
代理买卖证券业务净收入	10.20	28.52	13.17	9.72	7.00	8.98	14.69
证券承销业务净收入	2.29	2.92	4.52	4.86	2.86	3.13	10.26
资产管理业务净收入	2.85	5.93	5.83	3.42	2.40	2.66	3.39
利息净收入	5.02	8.55	7.20	4.18	3.17	3.07	6.00
投资净收益	2.13	5.35	3.00	8.14	8.04	12.02	21.17
公允价值变动净收益	0.44	0.37	-0.89	-0.32	0.91	1.42	-6.30
其他业务收入	7.25	8.35	10.67	13.85	10.49	23.16	53.31
其他业务成本	7.34	8.38	9.25	13.48	10.56	22.84	53.79

资料来源：wind，华西证券研究

8. 投资建议

公司深耕浙江，受益于沿海经济高速增长，围绕“产业、零售和交易”三条主线，服务万亿级产业、管理万亿级资产、连接万亿级市场；通过“资源整合、战略联盟、业务孵化”三种方式，探索外延式发展新模式。公司有意识地建立“投行+商行”商业模式，计划主动拥抱银行，借助银行在客户端、资金端的天然优势，发挥证券机构

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

在业务牌照、投研能力等方面的长处，探索紧密合作的新型商业模式，为客户提供综合金融服务，快速做大业务规模。

100 亿在途定增有望显著提升公司资本金实力，优化业务结构，把握证券行业的政策红利期，将募集资金迅速转化为业绩增长。考虑到定增资金可能给公司业务拓展带来的积极作用，我们上调公司 2021、2022、2023 年的盈利预测，预计实现归母净利润 19.73 亿元、21.16 亿元、22.94 亿元，每股收益 0.43、0.46、0.50 元/股。维持“增持”投资评级。

风险提示

市场方面：全球疫情反复风险，经济复苏不力，国际局势不确定性加大；人民币对美元大幅贬值风险；美股波动或将对 A 股产生影响；通胀预期可能引发流动性收紧的风险；全球经济摇摆对沿海地区进出口贸易的冲击。

业务方面：A 股成交活跃度下降，经纪业务收入不达预期的风险；IPO 审核趋严，发行速度不达预期，信披过程中的操作风险和道德风险；A 股快速下跌引发股票质押业务融出资金回收问题及融资融券强平难度加大；股市、债市波动风险对自营业务的影响。

竞争格局方面：外资券商在我国开展业务，对内资券商带来业务冲击的风险；券商与商业银行、互联网平台战略合作，经纪、资管业务的市场竞争格局将改变；大型综合类券商对江浙沪皖的重视程度提升，对公司存量客户和项目资源竞争加大的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	231.6	266.9	304.2	346.7	
其中：客户资金	193.2	222.2	255.6	293.9	
存款					
结算备付金	43.7	50.4	57.0	64.5	
其中：客户备付金	31.0	35.6	41.0	47.1	
融出资金	150.1	165.1	181.7	199.8	
金融投资	294.0	342.1	372.5	404.4	
交易性金融资产	294.0	342.1	372.5	404.4	
债权投资	-	-	-	-	
其他债权投资	-	-	-	-	
其他权益工具投资	-	-	-	-	
持有至到期投资	-	-	-	-	
买入返售金融资产	71.2	71.2	71.2	71.2	
长期股权投资	1.0	1.2	1.3	1.4	
固定资产	9.0	10.4	11.3	12.3	
无形资产	1.2	1.4	1.6	1.7	
递延所得税资产	5.1	5.9	6.4	7.0	
投资性房地产	-	-	-	-	
其他资产	104.0	124.5	135.9	148.9	
资产总计	910.9	1,039.2	1,143.2	1,258.0	
短期借款	0.7	0.7	0.8	0.8	
应付短期融资款	63.1	68.4	74.1	80.4	
拆入资金	4.0	4.3	4.7	5.1	
交易性金融负债	29.1	33.6	36.2	39.0	
衍生金融负债	5.0	5.7	6.2	6.7	
卖出回购金融资产款	115.3	133.1	143.4	154.5	
代理买卖证券款	157.7	181.3	208.5	239.8	
其他负债	158.9	187.4	206.2	226.8	
负债合计	717.4	816.0	898.8	990.7	
股本	36.1	46.1	46.1	46.1	
资本公积金	73.4	73.4	73.4	73.4	
盈余公积金	6.8	8.8	10.9	13.2	
未分配利润	55.9	71.6	88.6	106.9	
一般风险准备	21.3	23.2	25.4	27.7	
归属于母公司所有者权益	193.5	223.2	244.4	267.3	
负债及股东权益	910.9	1,039.2	1,143.2	1,258.0	
每股指标 (单位：元)					
每股净利润	0.45	0.43	0.46	0.50	
每股净资产	5.35	4.8	5.3	5.8	

利润表		单位:亿元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	106.4	120.0	130.8	142.9	
代理买卖证券业务净收入	14.7	14.7	14.5	14.5	
证券承销业务净收入	10.3	11.9	13.9	16.6	
受托客户资产管理业务净收入	3.4	3.9	4.3	4.9	
利息净收入	6.0	8.6	8.9	9.5	
投资净收益	21.2	18.4	20.7	22.5	
公允价值变动净收益	-6.3	0.0	0.0	0.0	
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他业务收入	53.3	58.6	64.5	70.9	
营业支出	84.6	93.7	102.5	112.3	
营业税金及附加	0.5	0.5	0.6	0.6	
管理费用	28.4	32.0	34.9	38.1	
信用减值损失	1.8	1.8	1.8	1.8	
其他业务成本	53.8	59.2	65.0	71.5	
营业利润	21.7	26.3	28.3	30.6	
利润总额	21.7	26.3	28.2	30.5	
所得税	5.4	6.5	7.0	7.6	
归属母公司净利润	16.27	19.73	21.16	22.94	
主要财务比率					
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入 (%)	87.9	12.9	8.9	9.3	
归母净利润 (%)	68.2	21.2	7.3	8.4	
收入结构					
手续费净收入 (%)	13.8	12.2	11.1	10.1	
承销收入 (%)	9.6	9.9	10.7	11.6	
资产管理收入 (%)	3.2	3.2	3.3	3.4	
利息净收入 (%)	5.6	7.2	6.8	6.7	
投资收益 (%)	13.9	15.3	15.8	15.7	
其他业务收入 (%)	53.8	52.1	52.3	52.4	
获利能力					
自营投资收益率 (%)	5.7	5.8	5.8	5.8	
杠杆率	3.9	3.8	3.8	3.8	
ROE (%)	9.8	9.5	9.1	9.0	
ROA (%)	2.1	2.0	1.9	1.9	
估值					
PE	26.43	27.83	25.94	23.94	
PB	2.22	2.46	2.25	2.05	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，6年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。