

证券

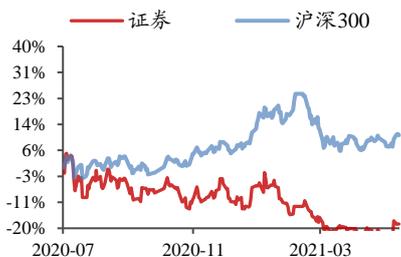
2021年07月08日

中报业绩超预期，财富管理是长期投资主线

——上市券商中报业绩预增事件点评

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《证券行业深度报告-重估财富管理业务，看好转型龙头和高溢价率标的》-2021.5.31

《上市券商2020年报及2021一季报综述-行业ROE持续上行，头部效应凸显》-2021.5.18

《证券行业2021年中期投资策略-左侧布局时点已至，财富管理转型正当时》-2021.5.9

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

龚思匀（联系人）

gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790120110033

事件：13家上市券商披露中报业绩预告，利润增速整体超预期。

● 中报业绩超预期，财富管理是长期投资主线

截至7月6日，13家上市券商披露业绩预告，13家券商整体同比增速为32%-46%，业绩增速较快。整体看，上市券商净利润增速超预期，预计财富管理和投资业务表现较强，龙头券商和大财富管理利润贡献较高的标的业绩增长确定性更强。我们预计2021H1上市券商整体净利润同比+25.3%，ROE有望达9.9%，预计2021年净利润有望同比+16.5%，ROE有望达8.6%。财富管理利润增长确定性较强，具有高ROE和高估值特征，同时政策有望带来催化，是长期投资主线。推荐互联网财富管理龙头东方财富，推荐资管和财富管理重估溢价率最高的东方证券，财富管理主线受益标的为兴业证券和广发证券，低估值头部券商中金公司(H股)、国泰君安有望受益。

● 各业务保持增长，券商中报业绩有望超预期

(1) 经纪：2021年以来市场活跃度持续上行，2021H1市场日均股基成交额同比+21%，2021H1非货基新发1.6万亿份，同比+53%，随着券商财富管理转型深化，代销金融产品预计延续高增，同时第二批公募基金投顾资格获批，财富管理转型提速。(2) 投行：IPO规模和单数持续上行，驱动投行业务保持增势，头部券商优势明显，IPO规模和单数位于行业前列；债承规模保持扩张，2021H1全市场债承规模同比+18%。(3) 资管：非货基规模保持增长，公募市场持续扩容，5月末全市场非货基规模达13.3万亿元，同比+44%，较年初+12%。券商私募主动管理规模整体保持上行。TOP20（扣除国信证券、平安证券和国海证券）同比+24%，头部券商增速较快。(4) 资金型业务：2021年上半年股市和债市整体有所上涨，驱动券商自营收益率或有所提升，同时客需型业务为投资收入带来重要贡献。两融规模保持增长，利率略有下滑，驱动资金型业务有所增长。

● 财富管理是长期主线，东方证券财富管理利润贡献较高

监管引导公募基金发展，鼓励券商通过投顾和持牌方式发展财富管理和资产管理，由公募基金规模推动的券商财富管理和资产管理利润增长确定性较强。财富管理业务对净资本占用较少，具有高ROE特征，2C业务估值更高，同时上海出台相关政策利好资管行业发展，政策催化下，基金公司上市有望带来估值重塑。我们从四维度衡量财富管理利润贡献，狭义财富管理利润贡献为代销+基金公司合计利润贡献，广义财富管理利润贡献为代销+基金公司利润贡献+PE创新投利润贡献+券商资管业务利润贡献，两种口径下东方证券财富管理利润贡献最高，兴业证券和广发证券整体排名靠前；分拆重估下，东方证券、广发证券和兴业证券估值溢价率较高。

● 风险提示：市场波动风险，政策落地不及预期。

目 录

1、 各业务保持增长，中报业绩有望超预期	3
1.1、 经纪：财富管理转型不断深化	3
1.2、 投行：IPO 规模持续上行	4
1.3、 资管：公募市场持续扩容，主动管理规模保持增长	5
1.4、 资金型业务：客需性业务快速增长	7
1.5、 预计 2021H1 上市券商净利润同比+25%	8
2、 财富管理是长期主线	9
3、 投资结论	11
4、 风险提示	12

图表目录

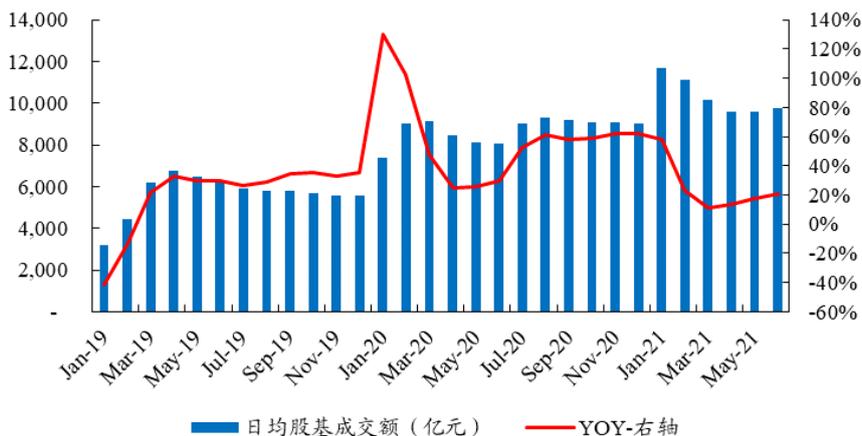
图 1： 2021H1 市场日均股基成交额同比+21%	3
图 2： 2021H1 非货基新发 1.6 万亿份，同比+53%	3
图 3： 全市场非货基保有量持续上行	3
图 4： 2021H1 IPO 规模持续上行	4
图 5： IPO 单数整体保持增长	4
图 6： 2021H1 债券承销规模同比+18%	5
图 7： 全市场非货基保有量持续增长	6
图 8： 全市场偏股型基金规模保持增长	6
图 9： 2021H1 股市和债市整体有所上涨	7
图 10： 场外衍生品规模持续增长	7
图 11： 两融规模保持扩张	8
图 12： 2021 年以来市场利率略有下滑	8
表 1： 头部券商 IPO 规模和单数位于行业前列	4
表 2： 2021Q1 券商私募主动管理规模整体保持上行	6
表 3： 13 家券商整体净利润同比增长 32%-46%	8
表 4： 预计 2021H1 上市券商净利润同比+25%，ROE 有望达 9.9%	9
表 5： 四维度衡量财富管理利润贡献	10
表 6： 东方证券、广发证券和兴业证券重估溢价率较高	10
表 7： 受益标的估值表	12

1、各业务保持增长，中报业绩有望超预期

1.1、经纪：财富管理转型不断深化

日均成交额同比增长，市场活跃度持续上行。2021年以来市场活跃度持续上行，2021H1市场日均股基成交额9778亿元，同比+21%，高基数下仍有所增长，市场活跃度提升下，驱动券商经纪业务有所增长。

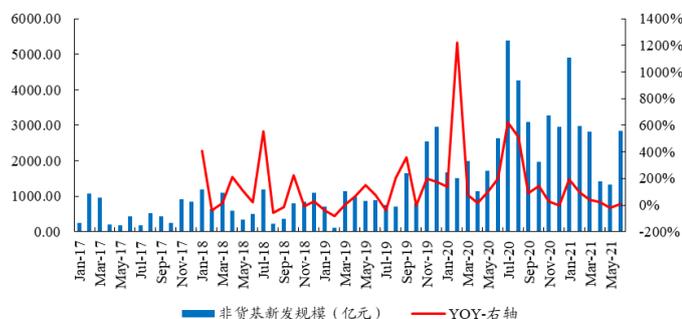
图1：2021H1市场日均股基成交额同比+21%



数据来源：Wind、开源证券研究所

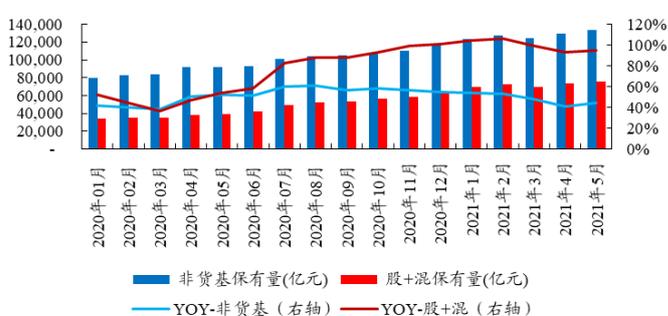
财富管理转型深化，代销金融产品增长预计延续高增长。券商传统经纪业务逐渐向财富管理转型，同时伴随公募市场大幅增长，券商代销金融产品业务迎来高增长，2020年证券行业代销金融产品收入+149%。2021上半年公募市场持续增长，2021H1非货基新发1.6万亿份，同比+53%，我们预计截至6月末，偏股型基金保有规模有望达7.84万亿，同比+86%，较年初+22%，同时随着券商财富管理转型深化，代销金融产品预计延续高增，我们预计2021H1上市券商代销金融产品收入同比+135%，占经纪业务收入比重有望从2020年的9.2%提升至12.6%。

图2：2021H1非货基新发1.6万亿份，同比+53%



数据来源：基金业协会、开源证券研究所

图3：全市场非货基保有量持续上行



数据来源：基金业协会、开源证券研究所

第二批公募基金投顾资格获批，财富管理转型提速。根据券商中国等媒体报道，目

前东方财富证券、平安证券、国金证券、东方证券等多家券商获得公募基金投顾资格，基金投顾是买方模式的重要牌照，有望成为券商财富管理转型的重要抓手。公募基金投顾试点逐步走向常规化，预计将有更多机构获得试点，投顾模式利于销售机构向以客户为中心的买方模式转型，提升投资者获得感，券商盈利性提升，加快财富管理转型步伐。

1.2、投行：IPO 规模持续上行

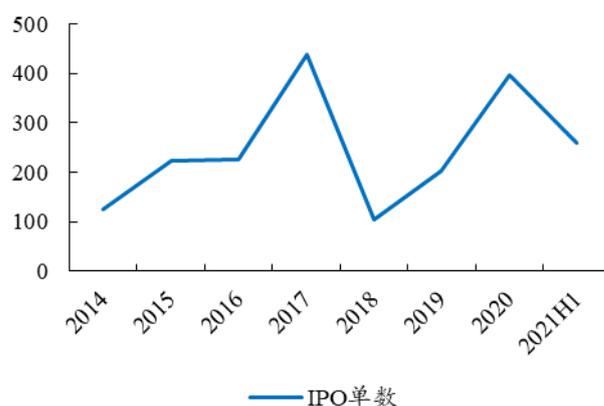
IPO 融资规模和单数持续上行。自科创板注册制以来，IPO 承销规模持续增长，2021H1 IPO 承销规模 2109 亿元，同比+51%，上半年 IPO 单数 259 单，同比增加 128 单，IPO 规模和单数持续上行，驱动投行业务保持增势。

图4：2021H1 IPO 规模持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：IPO 单数整体保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

头部券商优势明显，IPO 规模和单数位于行业前列。2021H1 IPO 规模排名前三分别为中信证券、海通证券和华泰证券，同比增速均超 200%，其中中信证券 IPO 承销单数 27 单，头部券商整体优势明显。中小券商中，东方证券 IPO 规模同比+783%，跻身行业前十。

表1：头部券商 IPO 规模和单数位于行业前列

	2021H1 IPO 规模 (亿元)	YOY	2021H1 IPO 单数
中信证券	372.17	255%	27
海通证券	165.29	282%	22
华泰证券	165.09	231%	17
中信建投	159.73	-61%	19
中金公司	120.87	-29%	9
东方证券	114.91	783%	7
国泰君安	71.39	183%	10
光大证券	70.99	30%	7
招商证券	67.96	17%	9
兴业证券	67.82	98%	7
民生证券	65.36	88%	14

	2021H1IPO 规模 (亿元)	YOY	2021H1IPO 单数
国信证券	63.46	557%	7
安信证券	60.59	184%	9
长江证券	57.83	584%	12
申万宏源	54.48		4
中泰证券	44.52	758%	6
国金证券	40.52	-47%	8
中原证券	39.25		6
东莞证券	30.24		3
浙商证券	19.85	8%	5

数据来源: Wind、开源证券研究所

债承规模保持增长。2020 年以来, 企业债券发行实施注册制, 债券承销规模同比快速增长, 2021H1 全市场债承规模 4.9 万亿元, 同比+18%, 债券承销规模延续增长趋势。

图6: 2021H1 债券承销规模同比+18%

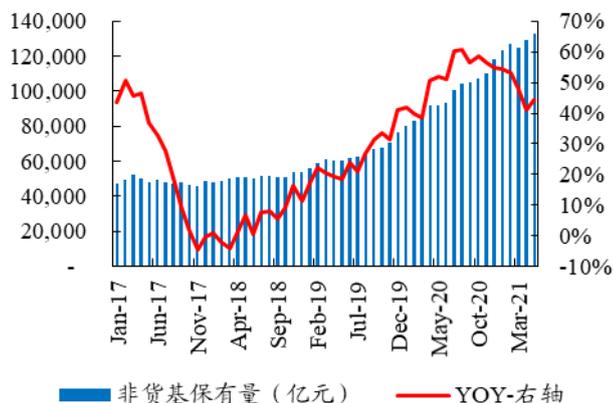


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、资管：公募市场持续扩容，主动管理规模保持增长

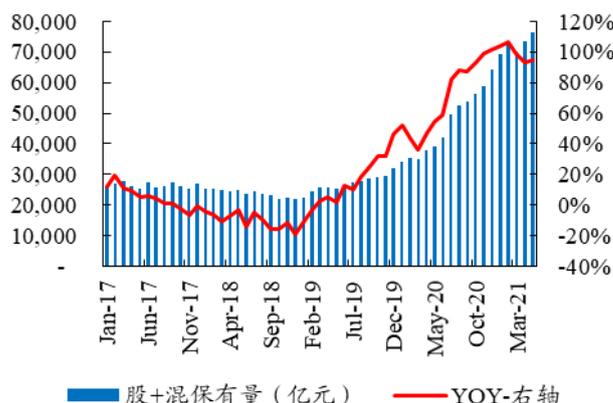
非货基规模保持增长，公募市场持续扩容。2019 年以来, 全市场非货基规模保持增长, 2020 年增速有所扩大, 2020 年末全市场非货基规模 11.8 万亿元, 同比+55%, 2021 年以来非货基规模保持增长, 5 月末全市场非货基规模达 13.3 万亿元, 同比+44%, 较年初+12%, 公募市场持续扩容。

图7: 全市场非货基保有量持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 全市场偏股型基金规模保持增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

2021Q1 券商私募主动管理规模整体保持上行。2021Q1TOP20 券商私募主动管理规模整体保持上行，同比+24%（扣除国信证券、平安证券和国海证券），头部券商增速较快，其中中金公司 2021Q1 主动资管月均规模 3859 亿元，同比+208%，中信建投和中信证券同比分别增长 54%/47%。

表2: 2021Q1 券商私募主动管理规模整体保持上行

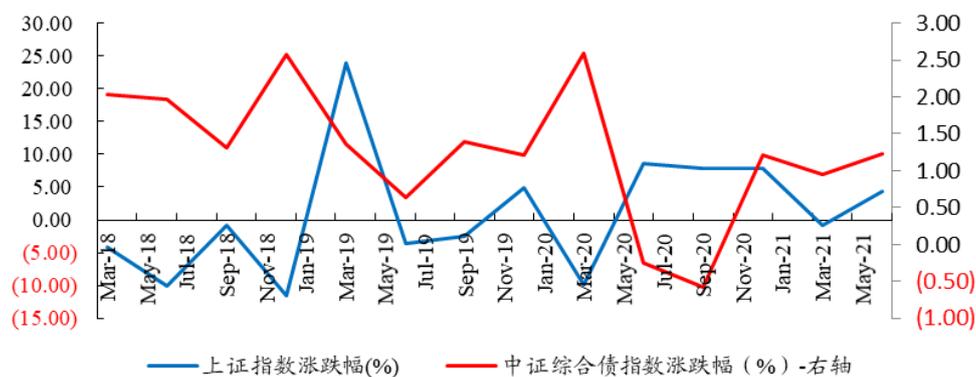
	2021Q1 券商私募主动资管月均规模 (亿元)	YOY
中信证券	7171.46	47%
中金公司	3858.58	208%
国泰君安	3569.89	-9%
招商证券	2804.87	29%
华泰证券	2670.41	0%
中信建投	2424.67	54%
广发证券	2353.22	35%
海通证券	1525.2	23%
光大证券	1407.57	19%
国信证券	1199.16	
申万宏源	1170.11	-14%
中泰证券	1118	24%
东方证券	869.66	5%
中银国际	837.15	3%
平安证券	739.82	
财通证券	727.75	-4%
天风证券	708.99	-9%
国海证券	669.31	
银河证券	667.86	-13%
华融证券	632.36	-35%
前 20 合计(扣除国信证券、平安证券、 国海证券)	34517.75	24%

数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

1.4、资金型业务：客需性业务快速增长

2021H1 股市和债市整体有所上涨，债市同比涨幅收窄。2021H1 上证指数上涨 3.40%，较 2020 年同期（-2.15%）改善明显，2021H1 中证综合债指数上涨 2.19%，较 2020 年同期（+2.32%）有所收窄，2021 年上半年股市和债市整体有所上涨，驱动券商自营收益率或有所提升。

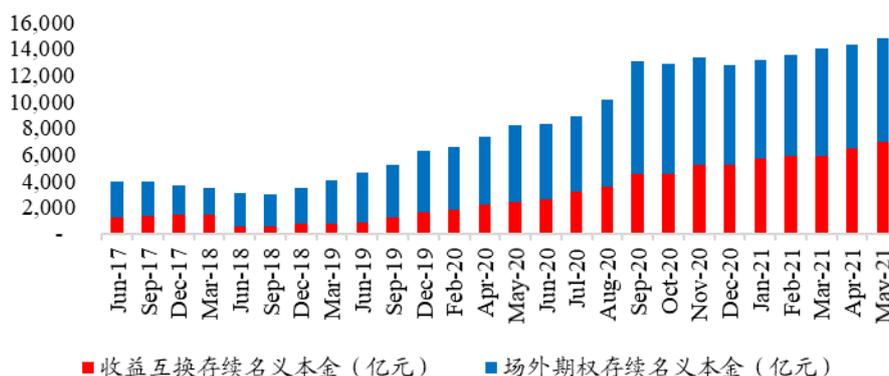
图9：2021H1 股市和债市整体有所上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

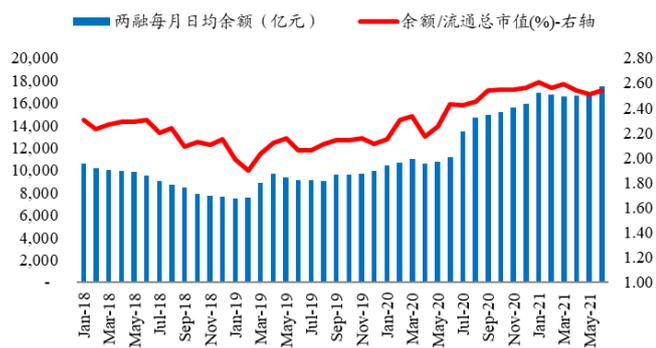
客需型业务快速增长，对头部券商投资收入带来重要贡献。客需型业务快速增长，驱动权益类资产规模大幅扩张，同时为券商投资收入带来重要贡献。截至 2021 年 5 月末，收益互换和场外期权存续名义本金规模分别达 6966 亿元/7849 亿元，较年初分别+34%/+4%。

图10：场外衍生品规模持续增长



数据来源：基金业协会、开源证券研究所

两融规模持续扩张，2021 年以来市场利率略有下滑。2021H1 末，全市场两融余额为 1.8 万亿元，较年初+10%，占流通市值比重从 2.52% 提升至 2.56%，整体规模保持扩张。利率方面，2021 年以来，市场利率略有下滑，2021 年 6 月末 3A 公司债和 3A 短融到期收益率较年初分别下降 5%/3%，利率下行驱动利差有所扩张。

图11: 两融规模保持扩张


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2021年以来市场利率略有下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.5、预计 2021H1 上市券商净利润同比+25%

截至 7 月 6 日, 13 家披露业绩预告券商 2021H1 整体同比增长 32%-46%。目前有 13 家上市券商披露业绩预告, 13 家券商整体同比增速为 32%-46%, 业绩增速较快, 已披露业绩预告券商中, 财达证券、东方证券和西南证券增速较快, 2021H1 财达证券同比增长 85%-125%, 东方证券同比增长 60%-80%, 西南证券同比增长 50%-80%。我们预计东方财富 2021H1 净利润 35.6 亿, 同比+97%。

表3: 13 家券商整体净利润同比增长 32%-46%

单位: 亿元	2020H1 净利润	2021H1 净利润上限	2021H1 净利润下限	同比增速下限	同比增速上限
中信证券	89.26	116.04	107.11	20%	30%
海通证券	54.83	82.25	74.02	35%	50%
招商证券	43.34	59.37	55.04	27%	37%
国信证券	29.46	51.00	45.00	53%	73%
中金公司	30.52	50.35	44.25	45%	65%
中国银河	35.52	42.63	40.85	15%	20%
东方证券	15.26	27.47	24.42	60%	80%
兴业证券	16.19	25.91	22.67	40%	60%
长江证券	9.42	15.07	13.18	40%	60%
东吴证券	10.31	13.92	12.89	25%	35%
浙商证券	6.55	9.17	8.52	30%	40%
西南证券	4.28	7.71	6.43	50%	80%
财达证券	2.09	4.70	3.86	85%	125%
合计	347.02	505.59	458.25	32%	46%

数据来源: Wind、开源证券研究所

预计 2021H1 上市券商净利润同比+25%, ROE 有望达 9.9%。整体看, 上市券商净利润增速超预期, 预计财富管理和投资业务表现较强, 龙头券商和大财富管理利润贡献较高的标的, 业绩增长确定性更强。我们预计 2021H1 上市券商整体净利润同比+25.3%, ROE 有望达 9.9%, 预计 2021 年净利润有望同比+16.5%, ROE 有望达 8.6%。

表4: 预计 2021H1 上市券商净利润同比+25%，ROE 有望达 9.9%

40 家上市券商整体 (单位: 亿元)	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
经纪业务收入	621	742	1,140	625	1,198	1,326	1,459
YOY	-19.7%	19.4%	53.7%	26.3%	5.1%	10.7%	10.0%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,042	9778	8,952	9,668	10,538
投行业务收入	337	416	580	269	651	796	944
YOY	-21.8%	23.4%	39.4%	28.0%	12.1%	22.3%	18.6%
资产管理收入	305	314	389	227	471	598	756
YOY	-4.3%	3.0%	23.8%	26.5%	20.9%	27.1%	26.4%
大投资业务收入	723	1,367	1,578	1,050	1,659	2,060	2,479
YOY	-31.3%	89.1%	15.4%	25.6%	5.1%	24.2%	20.3%
自营投资收益率	2.98%	5.20%	5.06%	2.99%	4.43%	4.65%	4.66%
利息净收入	366	422	534	275	559	573	538
YOY	8.7%	15.1%	26.7%	11.3%	4.7%	2.5%	-6.2%
营业收入 (调整后)	2,516	3,440	4,404	2,566	4,747	5,585	6,430
YOY	-17.4%	36.8%	28.0%	23.6%	7.8%	17.6%	15.1%
管理费	1,470	1,763	2,103	1,219	2,279	2,625	2,958
信用减值及其他资产减值 损失	180	207	340	77	190	223	257
归母净利润	640	1,087	1,456	954	1,696	2,042	2,404
YOY	-38.3%	69.8%	34.0%	25.3%	16.5%	20.4%	17.7%
净利率 (调整后)	25.4%	31.6%	33.1%	37.2%	35.7%	36.6%	37.4%
归母股东权益	14,973	16,196	18,663	19,968	21,023	23,339	25,790
YOY	3.4%	8.2%	15.2%	10.5%	12.6%	11.0%	10.5%
股权融资合计	495	261	950	300	1,000	700	600
ROE	4.35%	6.97%	8.35%	9.88%	8.55%	9.21%	9.78%
权益乘数 (扣除客户保证金)	3.44	3.63	3.83	3.90	3.84	3.99	4.20

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、财富管理是长期主线

财富管理是券商长期投资主线:

- **公募基金规模推动的券商财富管理和资产管理利润增长确定性较强。** 监管引导公募基金发展, 在分类评级指标中加入财富管理指标的排名加分, 加速公募基金尤其是权益类产品的发行速度, 允许券商“一参一控一牌”发展公募业务, 公募基金投顾试点落地, 目前已有十几家券商和基金获得投顾资格。公募基金规模推动下, 券商 AUM 持续增长, 财富管理和资产管理利润增长确定型增强。
- **具有高 ROE 和高估值特征。** 财富管理具有空间广阔、盈利稳定、规模效应明显的优势, 受市场波动影响较小, 对净资本依赖较小, 作为轻资本业务, 具有高 ROE 特征, 为券商带来高估值。
- **政策有望带来催化, 基金公司上市有望带来估值重塑。** 上海市人民政府办公厅印发《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》的通知。发展目

标力争到 2025 年，上海基本建成资产管理领域要素集聚度高、国际化水平强、生态体系较为完备的综合性、开放型资产管理中心，打造成为亚洲资产管理的重要枢纽，迈入全球资产管理中心城市前列。提及加强资产管理机构培育，支持符合条件的基金管理资产机构在多层次资本市场挂牌上市，拓展境内外业务布局。整体利好资管行业，同时政策催化下，基金公司上市有望带来券商估值重塑。

四维度衡量财富管理利润贡献，东方证券财富管理利润占比较高。我们从券商旗下公募基金净利润贡献（不含持有公募牌照的资管子公司）、券商资管业务净利润贡献、PE 创新投净利润贡献、代销金融产品净利润贡献四个维度衡量财富管理利润贡献，狭义财富管理利润贡献为代销+基金公司合计利润贡献，广义财富管理利润贡献为四维度加总，两种口径下，东方证券财富管理利润贡献占比均为最高，兴业证券和广发证券整体靠前。

表5: 四维度衡量财富管理利润贡献

公司名称	维度 1: 旗下公募	维度 2: 券商资管	维度 3: PE 创新	维度 4: 代销金融	代销+基金公司合	大资管+财富管理
	基金净利润贡献	净利润贡献	投净利润贡献	产品净利润贡献	计利润贡献	净利润贡献
东方证券	34%	30%	13%	7%	41.5%	84.5%
中原证券	-	17%	20%	25%	24.7%	61.5%
第一创业	26%	24%	0%	1%	26.9%	50.4%
华泰证券	7%	11%	22%	2%	9.2%	42.2%
国海证券	11%	17%	9%	2%	13.5%	40.0%
长城证券	32%	3%	0%	3%	34.7%	37.6%
广发证券	16%	9%	9%	3%	19.1%	37.4%
西南证券	33%	1%	-1%	1%	34.7%	35.2%
兴业证券	24%	2%	3%	6%	29.4%	34.6%
方正证券	-1%	9%	12%	14%	12.5%	32.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 旗下公募基金净利润贡献不含持公募牌照的资管子公司利润贡献

(2) 券商资管净利润贡献为纯券商资管业务净利润贡献

(3) 代销金融产品净利润贡献=代销金融产品收入*50% (假设净利率)/净利润

东方证券、广发证券和兴业证券估值溢价率较高。我们对头部券商及财富管理业务具有优势的一共 9 家券商进行分拆估值，重估财富管理业务利润后，东方证券、广发证券和兴业证券重估溢价率分别达到 83%/56%/62%。

表6: 东方证券、广发证券和兴业证券重估溢价率较高

单位: 亿元	分拆一				分拆二			分拆估值 总市值	7月6日 总市值	动态重估 溢价率
	2020 代销+ 基金公司利 润贡献	2021E 代销+ 基金公司利 润贡献	假设 PE	市值 1	扣减净 资产 (2021E)	5.10 PB	市值 2			
东方证券	19.41	27.32	25	683	75.6	1.08	606	1,288	702	83%
广发证券	19.13	28.91	25	723	110.2	1.11	1,034	1,756	1,129	56%
海通证券	7.13	10.01	25	250	32.5	0.92	1,478	1,729	1,496	16%

华泰证券	21.65	28.52	25	713	157.9	1.09	1,342	2,055	1,408	46%
国泰君安	10.80	14.80	25	370	89.4	1.13	1,602	1,972	1,493	32%
兴业证券	12.59	17.64	25	441	35.0	1.40	532	973	599	62%
招商证券	13.11	16.18	25	405	67.6	1.69	1,811	2,216	1,598	39%
中信证券	19.76	26.70	25	667	84.1	1.65	3,104	3,771	3,061	23%
中金公司	3.45	5.16	25	129	4.0	2.95	2,419	2,548	2,664	-4%

数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

注: (1) 基金公司净利润包含持公募牌照的资管子公司;

(2) 基金代销净利润=基金代销收入*50% (假设净利率);

(3) 扣减后净资产=2021E 券商净资产-持股基金公司净资产*持股比例。

3、投资结论

推荐互联网财富管理龙头东方财富。公司是互联网财富管理优质赛道稀缺标的, 具有客户、渠道、研发等多方面优势, 2021 年以来, 公司调整组织架构、获批基金投顾资格, 财富管理布局不断完善, AUM 和证券业务市占率有望持续提升, 驱动盈利超预期提升, 管理团队年轻化、国际和资管业务或贡献第二增长曲线, 应给予更高估值溢价。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 72.7/93.6/119.4 亿元, 对应 EPS 0.84/1.09/1.39 元, 当前股价对应 2021/2022/2023 年 PE 分别为 42.8/33.2/26.0 倍, 维持“买入”评级。

推荐资管和财富管理重估溢价率最高的东方证券。公司财富管理和资产管理业务净利润占比较高, 公司 2020 年代销及基金公司利润贡献达 71%, 财富管理优势凸显; 减值风险释放, 股票质押风险出清, 净利润增速和 ROE 有望回升, 业绩弹性较大; 从资产重估上看, 公司目前估值和重估空间较大。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 51.21/64.09/76.95 亿元, 对应 EPS 分别为 0.73/0.92/1.10 元, 当前股价对应 2021/2022/2023 年 PE 分别为 13.6/10.9/9.1 倍, 维持“买入”评级。

头部券商和财富管理优势标的有望受益。头部券商综合优势明显, 在客户、产品、服务等方面优于中小券商, 财富管理发展有望优于同业, 受益标的: 中信证券、中金公司 (H 股)。广发证券和兴业证券旗下参控股基金公司带来较高利润贡献, 具有资产端优势, 有望受益。

表7: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2021/07/07	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	30.48	0.58	0.84	1.09	52.66	36.29	买入
600958.SH	东方证券	9.86	0.38	0.73	0.92	25.95	13.51	买入
3908.HK	中金公司	19.98	1.60	1.80	2.14	12.50	11.11	未评级
000776.SZ	广发证券	14.41	1.32	1.54	1.74	10.92	9.37	未评级
601377.SH	兴业证券	9.05	0.60	0.70	0.81	15.14	12.99	未评级
600030.SH	中信证券	23.64	1.16	1.54	1.79	20.38	15.32	未评级
601211.SH	国泰君安	16.71	1.20	1.48	1.66	13.93	11.32	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 除东方财富、东方证券外, 上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期;

(2) 中金公司 H 股价格为港币, 2021 年 7 月 7 日汇率 (1 港币=0.83 人民币)。

4、风险提示

- 市场波动风险;
- 政策落地不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn