

高基数下自营拖累业绩有所承压，ROE 仍位居行业前列

——中信建投 2021 年中报点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

| | |
|-----------------|-----------------|
| 股价(2021年08月26日) | 28.37元 |
| 目标价格 | 31.38元 |
| 52周最高价/最低价 | 54.29/25.33元 |
| 总股本/流通A股(万股) | 775,669/507,239 |
| A股市值(百万元) | 220,057 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 非银行金融 |
| 报告发布日期 | 2021年08月27日 |

| | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-------|-------|------|--------|--------|
| 绝对表现 | -1.43 | 6.68 | -16.57 | -44.35 |
| 相对表现 | -3.71 | 5.37 | -3.87 | -44.88 |
| 沪深300 | 2.28 | 1.31 | -12.7 | 0.53 |



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 孙嘉庚
021-63325888*7041
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520080006

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipai@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060001

相关报告

高基数下自营显著承压,费用支出大增拖累业绩增速:——中信建投 2021 年一季报点评 2021-04-23

自营交易高速发展+股债承销双击,ROE 行业一骑绝尘:——中信建投 2020 年年报点评 2021-04-01

业绩增速与 ROE 持续领跑全行业,投行业务优势明显:——中信建投 2020 年三季报点评 2020-10-25

核心观点

- **ROE 仍位居行业前列,高基数下业绩有所承压。**1) 公司 2021H 实现营业收入 123.26 亿元,同比+25%,实现归母净利润 45.29 亿元,同比-1%。2) 公司 2021H 实现 ROE12.78%,同比下降 3pct,仍远高于行业平均 7.68%,位居行业前列。截至 21H 末权益乘数达 4.24,较年初下滑 0.14。3) 自营、经纪、投行、利息、资管贡献度(剔除其他)为 36%、29%、20%、9%、7%。
- **股基成交额与两融余额市占率双双提升,带动经纪与两融收入同比增加。**1) 21H 公司股基成交额市占率预计由 2.93%升至 3.13%,同时受益于市场高活跃度,经纪收入同比+39%至 27.81 亿元。2) 21H 末两融余额达 640 亿元,较年初增加 16%,市占率由 3.41%增至 3.59%,带动利息净收入同比+26%至 8.30 亿元。3) 截至 21H 末公司表内金融资产规模较年初-1%至 1858 亿元;其中股票与基金类资产较年初分别+19%/+12%至 185/92 亿元;场外衍生品取得快速发展,21H 新增期权与收益互换规模分别为 1446/348 亿元,同比均显著增加。21H 公司实现自营收入 34.81 亿元,同比-22%。
- **高基数下 IPO 下滑明显致投行业务承压,资管主动管理转型接近尾声。**1) 21H 公司合计完成股债承销规模 6790 亿元,市占率 11.59%,排名行业第二;高基数下公司 IPO 金额同比-60%至 167 亿元,市占率近 7.73%,排名第三。在此影响之下,21H 公司实现投行收入 19.60 亿元,同比-1%。2) 21H 公司实现大资管业务收入 6.30 亿元,同比+5%。资管方面,虽然 AUM 较年初下滑 12.5%至 4289 亿元,但是主动管理占比由 69%升至 78%。基金管理方面,公募管理规模较年初+37.48%至 367 亿元。

财务预测与投资建议

- 结合中报业绩情况,将公司 21-23 年 BVPS 由 8.59/9.95/11.57 元下调至 8.34/9.51/10.90 元,按可比公司法,维持 30%溢价,目标 22PB 为 3.30x,对应目标价 31.38 元,维持增持评级。

风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期;市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

公司主要财务信息

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 13,693 | 23,351 | 26,802 | 31,113 | 35,153 |
| 同比增长 | 26% | 71% | 15% | 16% | 13% |
| 营业利润(百万元) | 7,165 | 12,165 | 12,389 | 15,067 | 17,835 |
| 同比增长 | 77% | 70% | 2% | 22% | 18% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 5,502 | 9,509 | 9,829 | 12,099 | 14,490 |
| 同比增长 | 78% | 73% | 3% | 23% | 20% |
| 每股收益(元) | 0.72 | 1.23 | 1.27 | 1.56 | 1.89 |
| 总资产收益率 | 2.3% | 2.9% | 2.4% | 2.5% | 2.7% |
| 净资产收益率 | 10.5% | 15.2% | 13.7% | 15.2% | 16.2% |
| 市盈率 | 39.43 | 23.14 | 22.39 | 18.19 | 14.97 |
| 市净率 | 4.65 | 3.81 | 3.40 | 2.98 | 2.60 |
| 经纪业务佣金率 | 0.037% | 0.034% | 0.032% | 0.031% | 0.031% |

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

结合公司中报业绩及经营数据，我们将 2021-23 年公司 BVPS 由 8.59/9.95/11.57 元下调至 8.34/9.51/10.90 元。我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。我们选取华林证券、南京证券、红塔证券、中信证券、招商证券、中金公司作为可比公司。考虑到中信建投 ROE 大幅领先于可比公司平均水平，具有更高的成长性，维持其 30% 的估值溢价率。可比公司平均 2022PB 为 2.50x，按 30% 溢价率，对应 2022E PB 为 3.30x，公司 22BVPS 为 9.51 元，对应目标价 31.38 元，维持增持评级。

表 1：可比公司估值表（2021 年 8 月 26 日）

| 股票代码 | 可比公司 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 002945 | 华林证券 | 5.70 | 5.11 | 4.48 | 3.99 |
| 601236 | 红塔证券 | 4.14 | 2.54 | 2.42 | 2.31 |
| 601990 | 南京证券 | 2.61 | 2.49 | 2.38 | 2.28 |
| 600999 | 招商证券 | 1.52 | 1.38 | 1.26 | 1.13 |
| 600030 | 中信证券 | 1.77 | 1.67 | 1.50 | 1.33 |
| 601995 | 中金公司 | 3.52 | 3.07 | 2.70 | 2.33 |
| | 平均值 | 3.30 | 2.80 | 2.50 | 2.30 |

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 2：盈利预测假设指标调整前后对比

| 指标 | 原预测 | | | 新预测 | | |
|----------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 成交额市占率 | 2.98% | 3.03% | 3.08% | 3.13% | 3.23% | 3.33% |
| %债权投资增长率 | 30% | 20% | 10% | 0% | 20% | 10% |
| %其他投资增长率 | 20% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| %IPO 市占率 | 12.50% | 12.50% | 15.00% | 8.00% | 10.00% | 12.00% |
| IPO 费率 | 3.50% | 3.50% | 3.50% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 3：盈利预测调整表（百万元）

| 业务条线 | 原预测 | | | 新预测 | | |
|------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经纪业务 | 5,131.66 | 5,298.24 | 5,658.08 | 5,389.74 | 5,647.65 | 6,116.95 |
| 占比 | 19% | 17% | 16% | 20% | 18% | 17% |
| 同比增速 | 6% | 3% | 7% | 11% | 5% | 8% |
| 投行业务 | 6,305.46 | 7,012.05 | 8,505.35 | 5,128.11 | 6,061.47 | 7,278.07 |
| 占比 | 24% | 23% | 24% | 19% | 19% | 21% |
| 同比增速 | 8% | 11% | 21% | -12% | 18% | 20% |
| 资管业务 | 1,466.37 | 1,687.74 | 1,945.13 | 1,466.37 | 1,687.74 | 1,945.13 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

| | | | | | | |
|--------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 占比 | 5% | 6% | 6% | 5% | 5% | 6% |
| 同比增速 | 14% | 15% | 15% | 14% | 15% | 15% |
| 投资交易业务 | 10,796.82 | 13,173.78 | 15,079.09 | 8,628.43 | 10,717.93 | 12,273.18 |
| 占比 | 40% | 43% | 43% | 32% | 34% | 35% |
| 同比增速 | 24% | 22% | 14% | -1% | 24% | 15% |
| 资本中介业务 | 1,538.57 | 1,733.25 | 1,912.31 | 1,648.06 | 2,004.30 | 2,296.83 |
| 占比 | 6% | 6% | 5% | 6% | 6% | 7% |
| 同比增速 | 16% | 13% | 10% | 24% | 22% | 15% |
| 其他业务 | 1,534.53 | 1,685.91 | 1,770.21 | 4,541.54 | 4,993.62 | 5,243.30 |
| 占比 | 6% | 6% | 5% | 17% | 16% | 15% |
| 同比增速 | 14% | 10% | 5% | 236% | 10% | 5% |
| 营业总收入 | 26,773.41 | 30,590.97 | 34,870.17 | 26,802.25 | 31,112.70 | 35,153.46 |

数据来源: WIND、东方证券研究所

表 4: 2021H 业绩摘要

| 单位: 百万元 | 2020H | 2021H | 同比 (%) |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 一、营业收入 | 9,900 | 12,326 | 25% |
| 手续费及佣金净收入 | 4,617 | 5,426 | 18% |
| 经纪业务手续费净收入 | 1,996 | 2,781 | 39% |
| 投资银行业务手续费净收入 | 1,982 | 1,960 | -1% |
| 资产管理业务手续费净收入 | 401 | 474 | 18% |
| 利息净收入 | 657 | 830 | 26% |
| 投资净收益 | 3,645 | 3,275 | -10% |
| 对联营企业和合营企业的投资收益 | 0.88 | 2.59 | 195% |
| 公允价值变动净收益 | 806 | 208 | -74% |
| 其他业务收入 | 149 | 2,545 | 1607% |
| 二、营业支出 | 4,003 | 6,669 | 67% |
| 营业税金及附加 | 65 | 73 | 12% |
| 管理费用 | 3,587 | 4,373 | 22% |
| 减值损失合计 | 209 | -293 | -240% |
| 其他业务成本 | 141 | 2,515 | 1689% |
| 三、营业利润 | 5,897 | 5,657 | -4% |
| 四、利润总额 | 5,869 | 5,660 | -4% |
| 减: 所得税 | 1,281 | 1,167 | -9% |
| 五、净利润 | 4,588 | 4,493 | -2% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4,578 | 4,529 | -1% |
| 归属于母公司所有者的净资产 | 59,086 | 74,075 | 25% |
| 权益乘数 | 4.08 | 4.24 | 4% |

数据来源: WIND、东方证券研究所

图 1：2021H 公司分业务收入（亿元）及同比增速



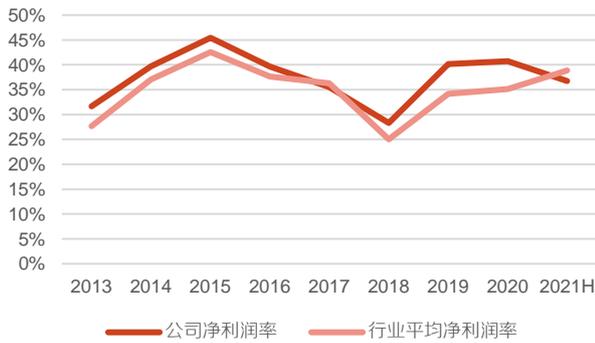
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2021H 公司分业务收入结构



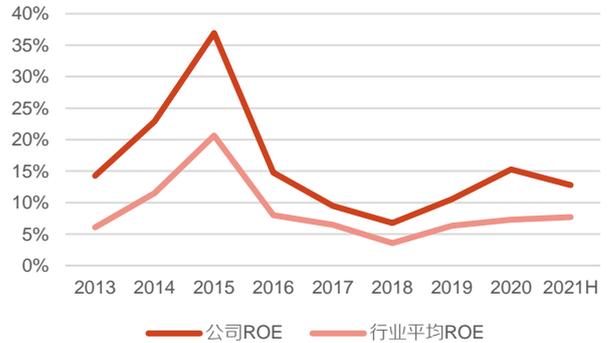
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2021H 公司净利润率



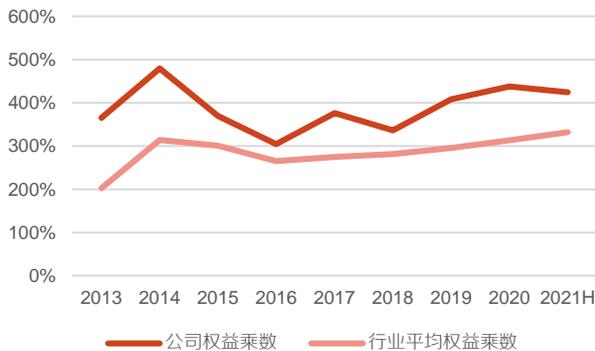
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2013-2021H 公司 ROE



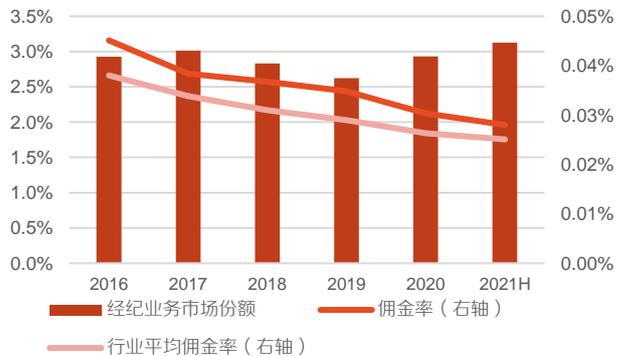
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2013-2021H 公司权益乘数（剔除代理买卖证券款）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2016-2021H 公司经纪市占率及佣金率



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7: 2013-2021H 公司股债承销金额及市占率


数据来源: WIND、东方证券研究所

图 8: 2014-2021H 公司 IPO 承销金额及市占率


数据来源: WIND、东方证券研究所

图 9: 2015-2021H 公司资产管理规模及增速

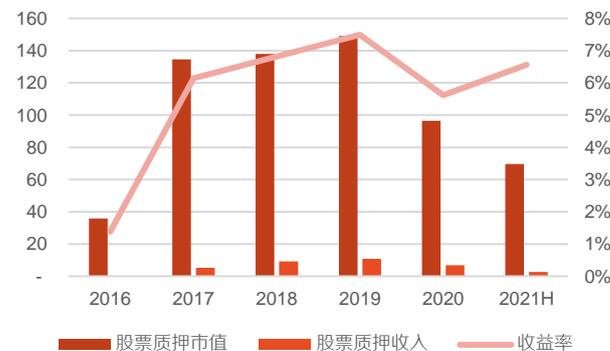

数据来源: WIND、东方证券研究所

图 10: 2015-2021H 公司资产管理构成


数据来源: WIND、东方证券研究所

图 11: 2015-2021H 公司两融余额及市场份额


数据来源: WIND、东方证券研究所

图 12: 2016-2021H 表内股票质押余额及收入（亿元）


数据来源: WIND、东方证券研究所

图 13：2015-2021H 公司金融投资资产构成



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 14：2015-2021H 自营资产规模（亿元）及权益占比



数据来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 90,255 | 82,864 | 97,768 | 105,933 | 114,670 | 成长能力 | | | | | |
| 其中: 客户存款 | 47,315 | 59,604 | 70,323 | 76,197 | 82,481 | 营业收入 | 25.5% | 70.5% | 14.8% | 16.1% | 13.0% |
| 公司存款 | 42,940 | 23,261 | 27,444 | 29,736 | 32,189 | 手续费及佣金净收入 | 18.6% | 57.7% | 0.0% | 11.8% | 14.5% |
| 结算备付金 | 9,662 | 15,984 | 18,859 | 20,434 | 22,120 | 其中: 经纪业务 | 24.2% | 69.9% | 11.4% | 4.8% | 8.3% |
| 其中: 客户备付金 | 5,381 | 10,665 | 12,583 | 13,634 | 14,758 | 投行业务 | 17.5% | 58.9% | -12.4% | 18.2% | 20.1% |
| 公司备付金 | 4,281 | 5,319 | 6,276 | 6,800 | 7,361 | 资产管理 | 11.4% | 20.7% | 13.5% | 15.1% | 15.3% |
| 投资资产 | 127,400 | 186,753 | 195,057 | 230,181 | 254,414 | 净利息收入 | -21.8% | -14.7% | 23.8% | 21.6% | 14.6% |
| 其中: 交易性资产 | 91,756 | 138,656 | 144,821 | 170,899 | 188,890 | 自营收入 | 82.3% | 96.8% | -0.6% | 24.2% | 14.5% |
| 其他债权投资 | 32,430 | 44,817 | 46,889 | 55,866 | 62,036 | 营业支出 | -4.9% | 71.3% | 28.9% | 11.3% | 7.9% |
| 其他权益工具投资 | 3,214 | 3,280 | 3,348 | 3,417 | 3,487 | 管理费用 | 14.8% | 30.5% | 8.1% | 14.4% | 11.3% |
| 存出保证金 | 2,794 | 8,741 | 10,313 | 11,174 | 12,096 | 营业利润 | 77.3% | 69.8% | 1.8% | 21.6% | 18.4% |
| 买入返售资产 | 21,119 | 16,117 | 19,016 | 20,604 | 22,304 | 归属于母公司净利润 | 78.2% | 72.8% | 3.4% | 23.1% | 19.8% |
| 长期股权投资 | 270 | 229 | 221 | 520 | 323 | 资产分布 | | | | | |
| 固定资产 (含在建工程) | 503 | 572 | 509 | 750 | 610 | 自有存款/总资产 | 15.0% | 6.3% | 6.1% | 5.8% | 5.7% |
| 资产总计 | 285,670 | 371,228 | 449,551 | 514,491 | 565,632 | 客户存款/总资产 | 16.6% | 16.1% | 15.6% | 14.8% | 14.6% |
| 交易性金融负债 | 1,126 | 1,596 | 1,915 | 2,298 | 2,757 | 投资资产/总资产 | 44.6% | 50.3% | 43.4% | 44.7% | 45.0% |
| 代买卖证券款 | 54,626 | 74,710 | 88,147 | 95,509 | 103,387 | 买入返售资产/总资产 | 7.4% | 4.3% | 4.2% | 4.0% | 3.9% |
| 应付职工薪酬 | 2,704 | 3,948 | 4,101 | 4,378 | 4,524 | 投资资产/净资产 | 223.9% | 274.3% | 260.1% | 273.7% | 268.1% |
| 负债总计 | 228,775 | 303,157 | 374,551 | 430,380 | 470,729 | 收入分布 | | | | | |
| 股本 | 7,646 | 7,757 | 7,757 | 7,757 | 7,757 | 手续费收入/营业收入 | 55.7% | 51.5% | 44.9% | 43.2% | 43.8% |
| 资本公积 | 8,753 | 12,491 | 12,491 | 12,491 | 12,491 | 经纪业务/营业收入 | 20.8% | 20.7% | 20.1% | 18.2% | 17.4% |
| 一般风险准备 | 17,543 | 22,076 | 24,048 | 26,474 | 29,381 | 投行业务/营业收入 | 26.9% | 25.1% | 19.1% | 19.5% | 20.7% |
| 其他综合收益 | 394 | 377 | 359 | 555 | 780 | 资管业务/营业收入 | 7.8% | 5.5% | 5.5% | 5.4% | 5.5% |
| 盈余公积 | 3,573 | 4,525 | 5,510 | 6,724 | 8,177 | 自营业务/营业收入 | 20.1% | 32.7% | 28.3% | 30.2% | 30.6% |
| 未分配利润 | 8,692 | 10,549 | 14,512 | 19,761 | 25,939 | 净利息收入/营业收入 | 11.4% | 5.7% | 6.1% | 6.4% | 6.5% |
| 少数股东权益 | 313 | 336 | 361 | 389 | 418 | 净利润驱动指标 | | | | | |
| 股东权益合计 | 56,895 | 68,071 | 75,000 | 84,111 | 94,903 | 公司股基交易额 | 7,140,000 | 12,930,000 | 15,255,499 | 16,529,607 | 17,892,987 |
| 负债和股东权益总计 | 285,670 | 371,228 | 449,551 | 514,491 | 565,632 | 公司股基交易市占率 | 2.62% | 2.93% | 3.13% | 3.23% | 3.33% |
| | | | | | | 净佣金率(%) | 0.37 | 0.34 | 0.32 | 0.31 | 0.31 |
| | | | | | | IPO 市占率 | 0.00% | 17.80% | 8.00% | 10.00% | 12.00% |
| | | | | | | 再融资市占率 | 10.63% | 13.98% | 13.98% | 13.98% | 15.00% |
| | | | | | | 债券承销增长率 | 10.80% | 10.62% | 10.62% | 10.62% | 11.50% |
| | | | | | | 营业税金/营业收入 | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| | | | | | | 成本收入比 | 47.7% | 47.9% | 53.8% | 51.6% | 49.3% |
| | | | | | | 有效税率 | 22.7% | 21.4% | 20.5% | 19.5% | 18.5% |
| | | | | | | 资本公积变化 | 4,981 | 3,718 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 净利率 | 40.2% | 40.7% | 36.7% | 38.9% | 41.2% |
| | | | | | | ROA | 2.3% | 2.9% | 2.4% | 2.5% | 2.7% |
| | | | | | | ROE | 10.5% | 15.2% | 13.7% | 15.2% | 16.2% |
| | | | | | | 每股指标 (元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.72 | 1.23 | 1.27 | 1.56 | 1.89 |
| | | | | | | 每股净资产 | 6.09 | 7.45 | 8.34 | 9.51 | 10.90 |
| | | | | | | 每股经纪业务交易额 | 933.77 | 1,666.95 | 1,966.75 | 2,131.01 | 2,306.78 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 39.43 | 23.14 | 22.39 | 18.19 | 14.97 |
| | | | | | | 市净率 | 4.65 | 3.81 | 3.40 | 2.98 | 2.60 |

资料来源: 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn