



行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性

证券行业2022年度投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

2021年11月21日

核心观点

1.行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性。在居民资产向权益转移、注册制改革深化和流动性相对宽松的背景下，我们预计2022年上市券商整体净利润有望增长15%，行业ROE进一步提升至10.2%；券商投资或仍将围绕大财富管理主线，流动性和股市beta因素或成为券商资金型业务利润边际变化的重要催化，维持行业“看好”评级，关注低估值龙头券商机会。推荐标的东方证券、广发证券和东方财富，受益标的兴业证券、长城证券、中金公司（H股）和中信证券。

2.财券商板块性机会缺失，财富管理主线走出独立行情。截至11月10日，券商板块跑输大盘，下半年市场成交量持续火热，大财富管理业务较强的券商走出较强的独立行情，同时9月北交所设立驱动券商有所上涨。行业竞争激烈和对资本金依赖加大带来板块性机会缺失。从个股看，大财富管理业务较强的券商以及新三板业务较强的券商具有较高超额收益。基本面看，券商景气度延续，2021前三季度40家上市券商营收/净利润同比分别+15%/+23%，在2020年三季度高基数下，仍能实现超过20%的正增长。未来，北交所有望开辟增量市场，第三支柱养老政策若落地有望带来增量资金。

3.财富管理和资产管理为未来盈利成长性主要驱动。（1）财富管理：2021市场活跃度较高，预计2022年全市场成交额将维持高位。券商财富管理转型持续深化，产品代销收入有望保持高速增长，驱动经纪业务持续增长，基金投顾作为财富管理转型重要抓手，AUM及客户数不断增长。（2）资产管理：公募业务贡献较高盈利，随着政策放开，及公募规模不断增长，多家券商积极布局公募业务。同时券商主动管理转型有望驱动资管业绩高增，未来财富管理和资产管理有望成为业绩主要驱动力。

4.投行业务后续或将放缓，直投及跟投盈利贡献持续增长。（1）投行：2019年科创板实施注册制，资本市场迎来深改，IPO规模自2019年起实现高增，经历两年高增长后，2021年下半年起IPO规模同比有所下降，投行业务更加强调高质量发展，投行业务盈利增速或有所放缓。（2）投资：目前多数券商将方向性自营敞口额度控制在较小规模，发力衍生品等非方向性业务，风险敞口相对较小，利于平抑市场波动。同时直投和跟投业绩贡献增加，未来投资业务整体收益有望更加稳健。（3）信用业务：两融规模扩张，驱动利息净收入增长，股票质押风险显著下降。

风险提示：市场波动风险；政策落地不及预期。

目录

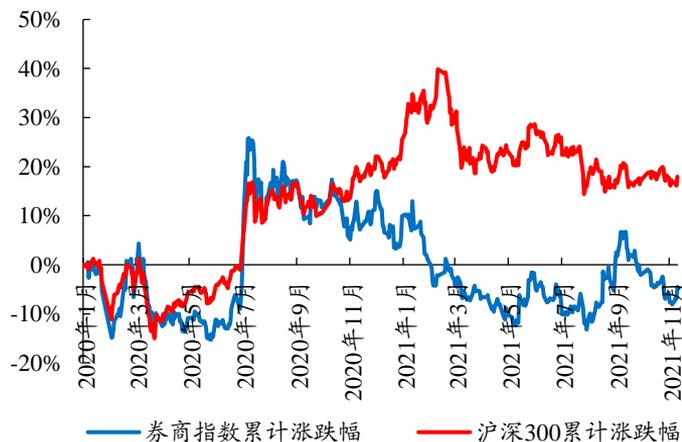
CONTENTS

- 1 历史复盘：券商景气度延续，财富管理主线走出独立行情
- 2 政策回顾及展望：券商进入高质量发展
- 3 看好大财富管理业务线成长性，机构业务增长提升ROE
- 4 盈利预测及投资建议
- 5 风险提示

板块+个股复盘：券商板块性机会缺失，两类公司超额收益率较高

- 截至11月10日，券商指数累计-13.4%，跑输沪深300指数6个百分点，Q1券商主要受交易端影响，持续跑输，Q2市场整体回调，机构资金逐渐关注券商这类盈利确定性较高，同时估值较低的板块。Q3之后大财富管理业务较强的的券商走出较强的独立行情，9月北交所设立驱动券商有所上涨。
- 大财富管理业务（基金代销+公募基金+券商资管）较强的券商以及新三板业务较强的券商具有较高超额收益。

图1：2021年券商整体跑输大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：两类券商具有超额收益

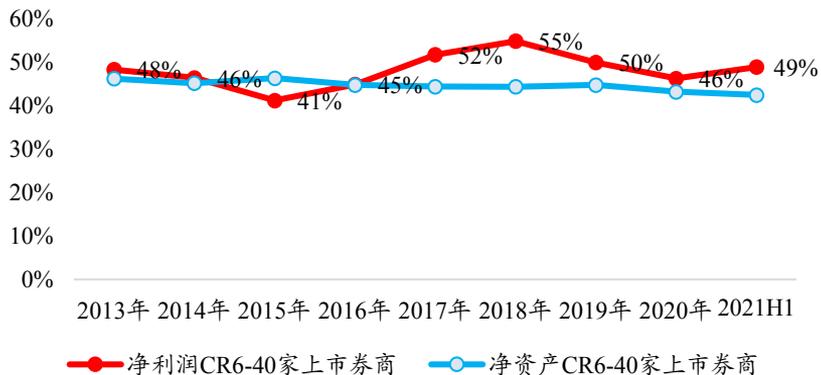
券商	年初至11.15涨跌幅 (%)	较沪深300超额收益率 (%)	较券商指数超额收益率 (%)
广发证券	37.59	43.90	51.87
东方财富	36.98	43.29	51.25
东方证券	21.13	27.44	35.40
申万宏源	4.20	10.52	18.48
国泰君安	2.24	8.55	16.51
兴业证券	1.91	8.22	16.18
海通证券	-0.20	6.11	14.07
东北证券	-6.60	-0.29	7.68
西南证券	-8.10	-1.79	6.18
华泰证券	-9.67	-3.36	4.61
沪深300	-6.31		
证券II	-14.28		

数据来源：Wind、开源证券研究所

行业竞争激烈和对资本金依赖加大带来板块性机会缺失

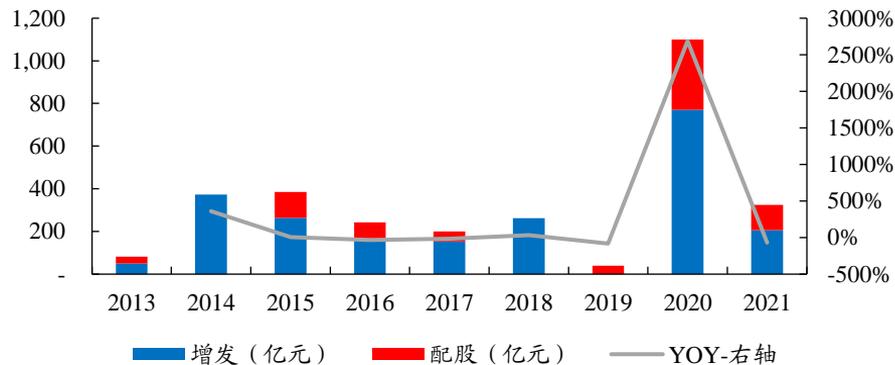
- 券商业务同质化严重，行业竞争激烈，集中度难以提升，从2013年至2021H1，CR6净利润和净资产集中度并未明显提升。
- 投资、信用等业务需要较多净资本，行业对资本金依赖度加大，频繁再融资将拉低行业ROE，带来券商板块性机会缺失。

图2：证券行业集中度并未明显提升



数据来源：中证协、开源证券研究所

图3：2020和2021年券商完成再融资规模分别为1100/324亿元



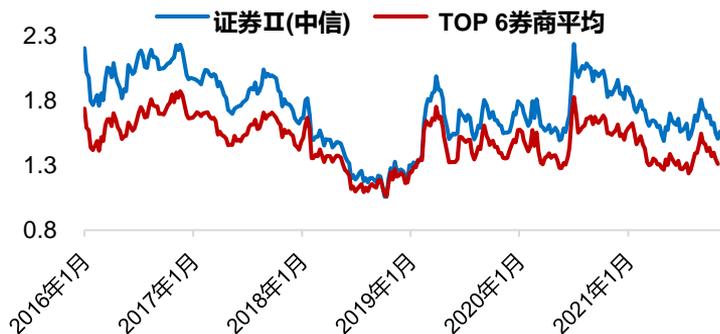
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2021年数据截至11月15日

当前板块估值低于历史中枢，主动型基金券商持仓占比有所上升

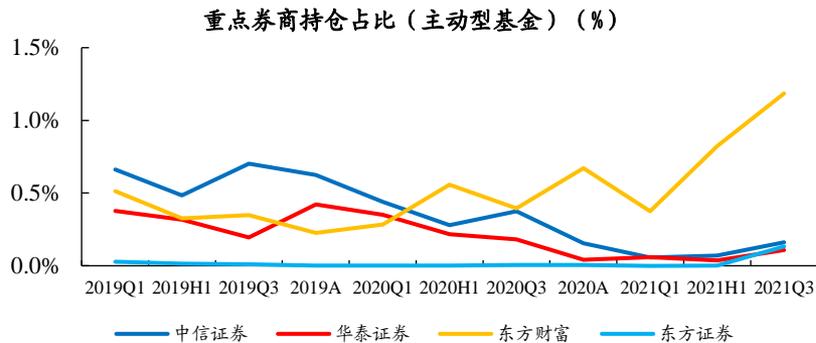
- 当前板块PB1.5，PE17倍，低于2013年以来的历史中枢，六家头部券商平均PB1.3倍，PE13倍，处于历史低位。
- 2021年Q3主动型基金增配大财富管理较强的广发证券和东方证券，东方财富连续两个季度获得增配。

图4：当前板块PB低于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：东方财富获得持续增配



数据来源：Wind、开源证券研究所

券商2021年前三季度业绩延续高增，盈利能力不断提升

- 2021前三季度40家上市券商净利润同比+23%，2021前三季度年化ROE10.1%，较2020年+1.7pct。
- 2021年上市券商前三季度资管、经纪、利息净收入分别同比+24.6%/+19.4%/+15.3%，为业绩增长主要驱动，投行和投资业务收入前三季度同比分别+0.6%/+11.1%。

图6：2021前三季度ROE持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2021前三季度券商业绩持续增长

40家上市券商合计	2021前三季度		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	1,035	19.4%	27.2%
投行业务	406	0.6%	10.7%
资管业务	349	24.6%	9.2%
投资业务	1,347	11.1%	35.5%
利息净收入	463	15.3%	12.2%
其他业务净收入	199	42.4%	5.2%
调整后营业收入	3,799	15.0%	
其他业务收入	1,078	65.2%	
营业收入合计	4,679	22.5%	
营业税金及附加	26	13.1%	1%
管理费用	1,799	18.3%	47%
信用减值及其他资产减值损失	50	-71.9%	1.3%
其他业务成本	880	71.4%	23%
营业支出	2,754	23.3%	
营业利润	1,925	21.5%	
净利润	1,526	22.8%	
归母净利润	1,479	22.8%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

政策回顾：券商进入高质量发展，财富管理转型不断推进

- 资本市场深改持续推进，2021年证券行业政策围绕提高上市公司质量、建设多层次资本市场体系，为全面注册制打下基础。
- 中政协开展证券公司账户管理功能优化试点、基金投顾试点资格扩大，政策不断推进券商财富管理转型。

表3：券商进入高质量发展，财富管理转型不断推进

时间	政策内容	影响
2020/12/31	退市新规落地	加大市场出清力度，利于股市优胜劣汰
2021/2/5	证监会批复深交所合并主板与中小板	利于优化深交所板块结构，突出创业板市场定位，为全面注册制减轻改革阻力
2021/2/19	外汇局资本项目管理司司长叶海生表示研究有序放宽个人资本项下业务限制，推动证券公司外汇业务试点	跨境投资便利提升，需求扩容利好境内和境外互联网券商
2021/2/26	沪深交易所分别发布实施全国中小企业股份转让系统挂牌公司向科创板、创业板转板上市办法	新三板精选层转板上市基础性制度建立，新三板公司转板上市进入实操阶段
2021/3/5	短融细则修订	利于券商负债管理
2021/3/18	修改证券公司股权管理规定	利于券商扩大资本金，引入战略投资者
2021/4/2	中证协开展证券公司账户管理功能优化试点	从建立综合客户账户、支持同名划转、分类账户管理三个方面优化现有账户管理模式，利于券商提高财富管理业务发展
2021/4/6	深交所主板与中小板正式合并	利于优化深交所板块结构，突出创业板市场定位，为全面注册制减轻改革阻力

资料来源：证监会、证券业协会、开源证券研究所

(续) 表3: 券商进入高质量发展, 财富管理转型不断推进

时间	政策内容	影响
2021/4/16	证监会修改《科创属性评价指引》	金融科技科创板上市受限
2021/6/11	银行现金管理类产品规范政策落地	拉平银行理财与货基差距, 银行相对优势下降
2021/7/1	公募基金投顾试点资格扩大	推进券商财富管理转型, 利于保有量提升
2021/9/3	北京证券交易所成立	利于中小企业融资, 加快全面注册制进程
2021/9/17	北交所降低个人投资者门槛	利于北交所活跃度提升
2021/9/24	证监会发布投行业务廉洁从业规则	进一步推进惩治金融腐败和防控金融风险, 也为全面注册制打下基础
2021/9/30	证监会发布《IPO辅导监管规定》	进一步压实中介机构责任, 从源头提高上市公司质量
2021/10/30	证监会发布北交所主要规则制度	完善北交所各项制度, 为北交所开市做准备

资料来源：证监会、证券业协会、开源证券研究所

展望：北交所开辟增量市场，第三支柱养老政策有望落地

- 未来全面注册制进程有望加快，北交所将为券商开辟增量市场，带动经纪、投行、投资业务增长，但短期盈利影响有限。
- 第三支柱养老政策将会落地，有望推动增量资金不断入市。

表4：预计北交所2022年投行业务将拉动行业净利润+0.63%

	2020	2021前三季度	2021E	2022E
精选层上市数量	41	25	85	95
承销及保荐费用（亿元）	7.01	3.25	29.75	33.25
单家公司承销及保荐费用（亿元）	0.17	0.13	0.35	0.35
承销净利率	30%	30%	30%	30%
IPO增加净利润（亿元）	2.1	0.98	8.93	9.98
行业2020年净利润（亿元）			1575	1575
占2020年净利润比重			0.63%	0.63%

数据来源：证监会、证券业协会、开源证券研究所

表5：预计北交所2022年经纪业务将拉动行业净利润+0.31%

	2020	2021前三季度	2021E	2022E
精选层成交额（亿元）	274	727	2,930	12,932
YOY			970%	341%
交易日	108	184	244	244
日均股票成交额（亿元）	2.54	3.95	12.01	53
日均换手率	1.00%	0.60%	1.20%	2.00%
精选层流通市值（亿元）	301	1,005	1700	3600
精选层公司数量	41	66	85	180
单家公司流通市值（期末值）	7.34	15.23	20	20
佣金率			0.03%	0.03%
经纪业务收入（亿元）			1.47	6.51
经纪业务净利润（亿元）（考虑所得税）			1.11	4.88
行业2020年净利润（亿元）			1575	1575
占2020年净利润比重			0.07%	0.31%

数据来源：证监会、证券业协会、开源证券研究所

财富管理：预计2022年全市场成交额将维持高位，产品代销驱动经纪业务增长

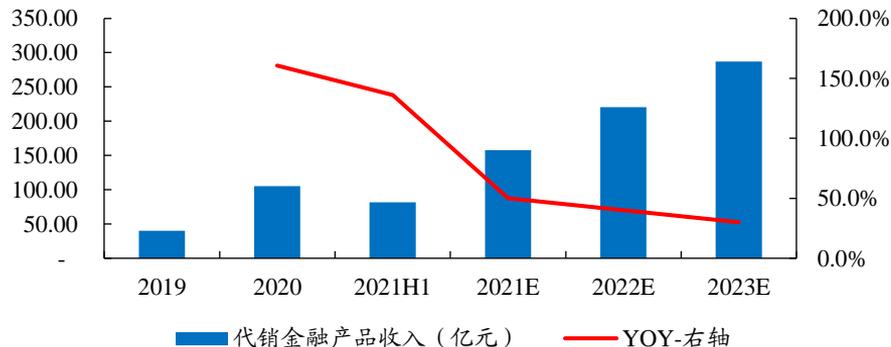
- 2021市场活跃度较高，截至10月末，全市场日均股基成交额1.12万亿元，同比+22.9%，中性假设下，我们预计2022年日均股票成交额相较2021年1-10月下降3%左右，2021年高基数下，预计2022年市场成交额将维持高位。
- 财富管理转型深化，产品代销驱动经纪业务增长。2021H1，40家上市券商代销金融产品收入同比+136%，占经纪业务收入比重从2019年的5.4%提升至2021H1的13.3%，预计未来公募市场CAGR为25%，代销金融产品收入增速有望超过25%。

表6: 预计2022年市场成交额将保持高位

2022E日均股票成交额较2021年1-10月日均股票成交额增幅		日均换手率		
		1.25% (悲观)	1.35% (中性)	1.45% (乐观)
流通市值扩张	-2% (悲观)	-17%	-10%	-3%
	6% (中性)	-10%	-3%	5%
	14% (乐观)	-3%	5%	12%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7: 预计未来代销收入同比增速超25%

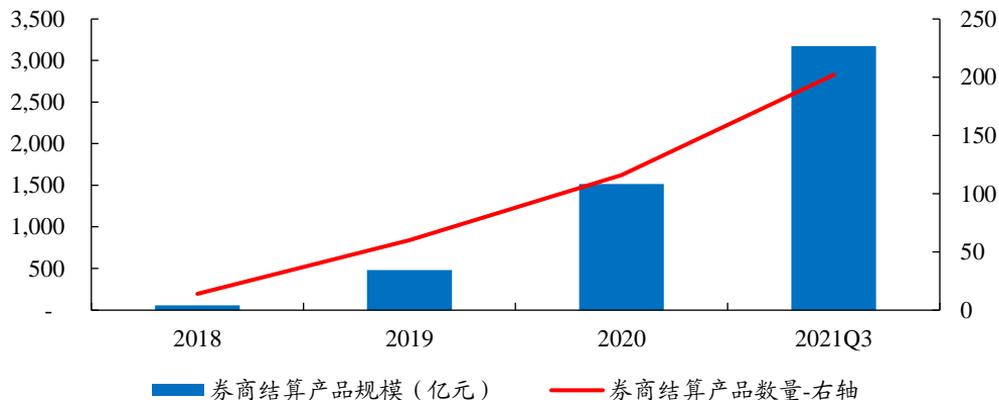


数据来源：Wind、开源证券研究所

财富管理：基金投顾增长较快，券商发力券结产品

- 自2019年基金投顾试点开启后，共29家券商获得基金投顾试点资格，截至2021年7月，基金投顾合计服务资产超500亿元，服务投资者约250万户，试点开启较早的券商AUM和客户数快速增长，6月末，国联证券基金投顾AUM71.08亿元，客户数9.7万人。
- 券结模式可以消除佣金分仓30%限额的规定，佣金可由1-3家券商切分，有望增加券商分佣，驱动券商扩大产品保有规模，发力券结产品代销有望成为券商财富管理转型另一抓手，2020年和2021Q3末，券结产品规模分别为1514/3174亿元，增长较快，同时权益产品占比较高，2020年和2021Q3末分别为73%/84%。

图8：券结产品规模和数量快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

资产管理：公募业务贡献高盈利，多家券商积极布局公募业务

- 2021年基金公司进入业绩加速兑现期，多家基金公司上半年利润增速超100%，为券商贡献较高盈利。
- 2020年7月起，证监会允许“一参一控一牌”，随着政策放开以及公募规模不断增长，多家券商积极布局公募业务。

表7：2021H1参控股公募基金贡献较高利润

单位： 亿元	合计 贡献	持股公募基金1				
		基金公司	持股比例	2021H1 净利润	YOY	利润 贡献
第一创业	47%	创金合信	51%	0.73	109%	11%
长城证券	47%	景顺长城	49%	7.20	104%	42%
兴业证券	32%	兴证全球	51%	13.76	128%	29%
西南证券	32%	银华基金	44%	4.92	12%	32%
东方证券	21%	汇添富	35%	15.70	141%	21%
广发证券	19%	广发基金	55%	12.72	40%	12%
东北证券	17%	东方基金	57.60%	0.47	123%	4%
国海证券	15%	国海富兰克林	51%	1.34	120%	15%
招商证券	13%	博时基金	49%	8.05	61%	7%
申万宏源	9%	申万菱信	67%	0.73	55%	1%

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

表8：券商加速布局公募基金业务

时间	券商	事项
2020/2	东兴证券	获证监会核准设立东兴基金管理有限公司
2020/4	天风证券	获证监会核准设立天风（上海）证券资产管理有限公司
2020/8	五矿证券	申请公募基金管理资格牌照
2021/1	国泰君安	国泰君安资管公募证券投资基金管理业务获证监会核准
2021/2	中信证券	董事会决议设立全资资管子公司，拟申请公募牌照
2021/3	国泰君安	将华安基金持股比例从20%提升至28%
2021/3	中金证券	董事会决议设立全资资管子公司，拟申请公募牌照
2021/5	山西证券	获证监会核准设立山证（上海）资产管理有限公司
2021/6	国联证券	董事会决议设立公募业务部，同意公司申请公募基金管理业务资格
2021/6	中原证券	以增资等方式成为合煦智远的控股股东，拟持有合煦智远50%以上的股权
2021/8	中信建投	将中信建投基金持股比例从55%增至75%
2021/10	国泰君安	将华安基金持股比例由28%提高至43%
2021/10	华西证券	设立华西基金管理有限公司，公司持股76%

数据来源：Wind、开源证券研究所

资产管理：公募增长空间广阔，主动管理规模快速增长

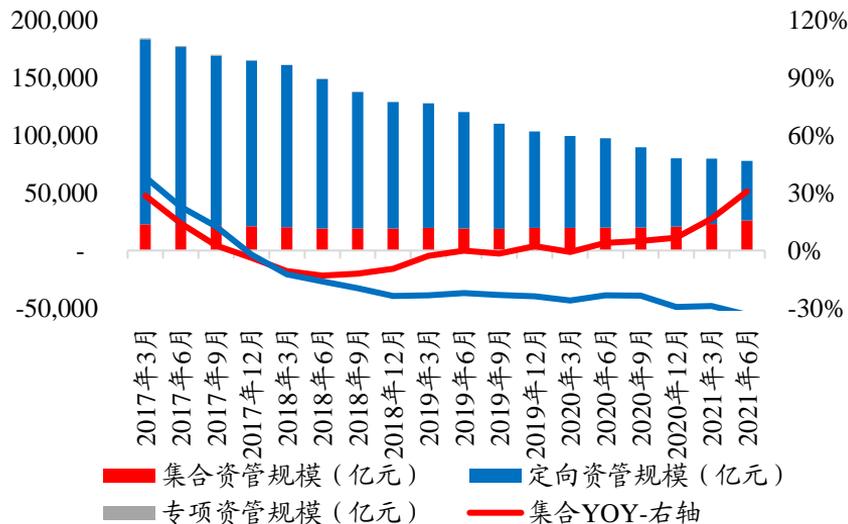
- 公募增长空间广阔，预计到2025年非货基公募规模有望扩大至36.4万亿元，未来5年非货基CAGR有望达25%。
- 2021年第二季度末定向资管、集合资管规模分别为51562/26254亿元，较年初分别-13%/+26%，主动管理规模增速扩张。2021年前三季度上市券商资管业务收入265亿，同比+26.4%。未来，随着券商资管逐步向主动管理转型，资管业务收入有望保持增长。

表9：未来5年非货基公募CAGR有望达25%

单位：万亿元	2020年	2021H1	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
居民资产规模	476.3	509.0	528.7	581.5	636.8	694.1	753.1
YOY/较年初	11.5%	6.9%	11.0%	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%
居民金融资产(总 理财+储蓄+股票)	206.0	225.2	238.2	270.7	302.8	337.0	373.2
YOY/较年初	16.2%	9.3%	15.6%	13.7%	11.9%	11.3%	10.7%
居民金融资产占 总资产规模比重	43.3%	44.2%	45.1%	46.6%	47.6%	48.6%	49.6%
提升比例	1.7%	1.0%	1.8%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
非货公募基金 (个人+机构)	11.8	13.8	15.6	19.9	24.7	30.1	36.4
YOY/较年初	55%	16%	32%	28%	24%	22%	21%
非货基占居民金 融资产比重	5.7%	6.1%	6.5%	7.3%	8.1%	8.9%	9.7%
提升比例	1.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

数据来源：Wind、社科院、开源证券研究所

图9：2021Q2末券商集合资管规模较年初+26%

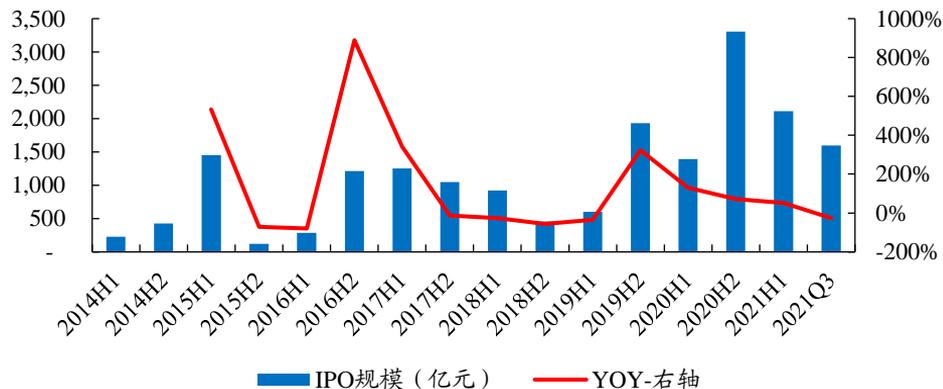


数据来源：Wind、开源证券研究所

投行：强调高质量发展，后续IPO增速或将放缓

- 2019和2020年IPO规模同比分别+84%/+86%，IPO经历两年高增长后，2021年IPO规模增速放缓，2020上半年受疫情影响基数较低，2021上半年IPO规模同比+51%，2021Q3IPO规模同比-26%，往后看，IPO增速或将放缓。
- 投行业务强调高质量发展，北交所开辟增量业务。2021年以来，围绕投行业务质量及中介机构职责等政策相继出台，中介机构职责不断压实。同时，2021年9月北交所正式成立，北交所采用注册制发行，上市公司由创新层公司产生，未来北交所公司上市将为投行业务开辟增量市场。

图10：2021Q3IPO规模同比增速有所下滑

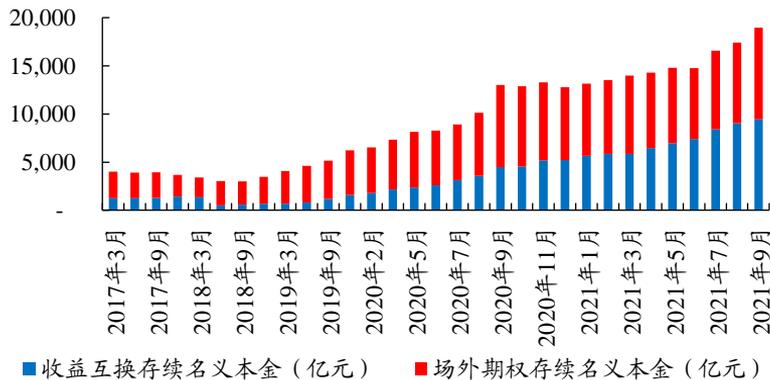


数据来源：Wind、开源证券研究所

投资业务：直投及跟投业绩贡献增加

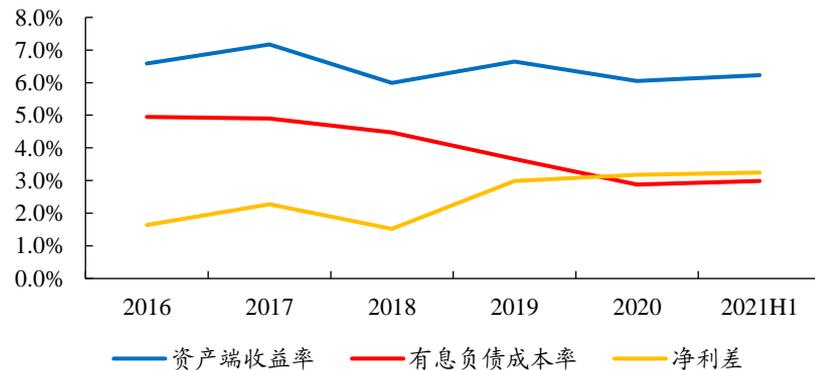
- 券商控制方向性自营额度，发力衍生品等非方向性业务，风险敞口相对较小，利于平抑市场波动，在股市下跌时仍能保持稳健收益9月末收益互换和场外期权名义本金分别为9469/9501亿元，较年初分别+82%/+26%。
- 2019年起自营金融投资收益率逐渐趋稳，2021Q3年化自营金融资产投资收益率为4.9%。同时资产端多元化经营下，资产端收益率整体保持稳定，2021H1年化资产端收益率为6.2%，利率下行带来负债成本下降，驱动净利差不断提升。

图11：场外衍生品规模保持扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：券商净利差不断提升

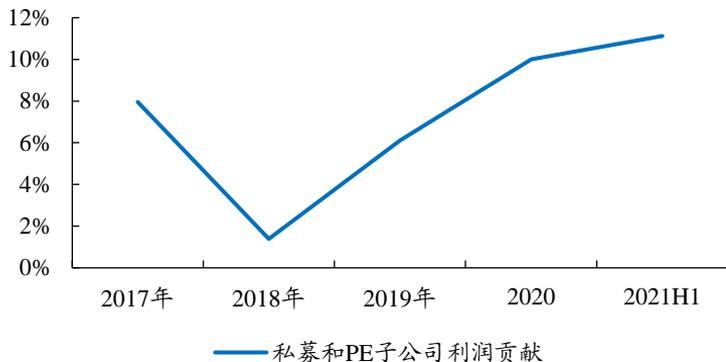


数据来源：Wind、开源证券研究所

投资业务：直投及跟投业绩贡献增加

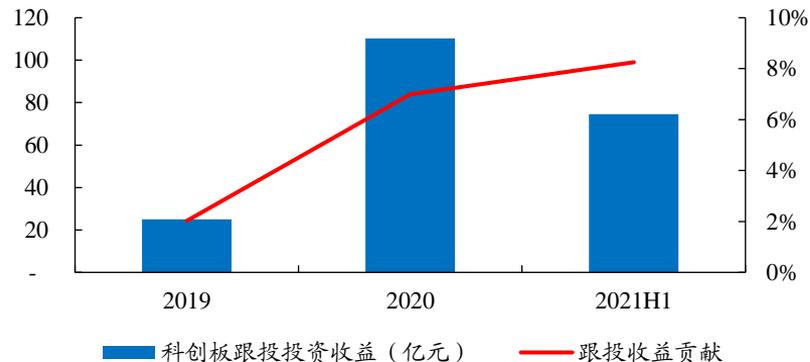
- IPO发行增加加快券商股权投资项目退出，旗下私募和另类子公司利润增加，盈利贡献持续增长。2017-2021H1，上市券商私募和另类子公司合计利润贡献从8%提升至11%，科创板跟投收益不断提升，从2019年的2%提升至2021H1的8%，直投和跟投业绩贡献明显增加。

图13：2019年起私募和另类子公司利润贡献有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：科创板累计跟投收益贡献有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

信用业务：两融规模保持扩张，股票质押风险降低

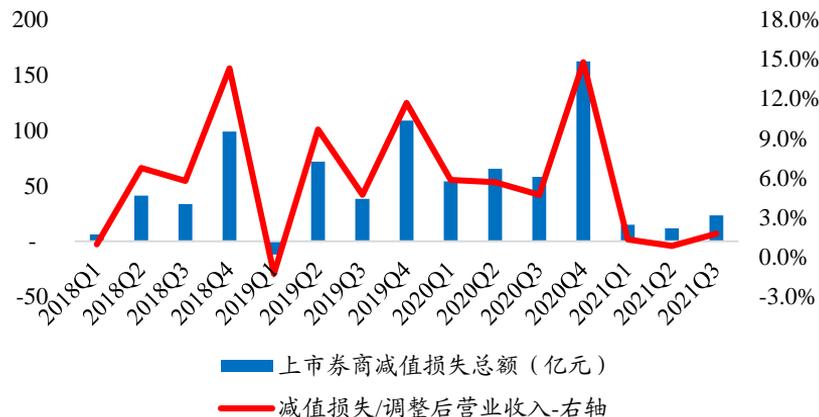
- 截至11月10日，全市场两融规模1.84万亿元，较年初+14%，融券余额占比7.6%，两融规模保持扩张。
- 2021年买入返售规模持续下降，Q3末上市券商买入返售余额4280亿元，同比-9%，较年初-10%，经过几年的风险排查，股票质押风险明显下降，上市券商买入返售规模降幅放缓。

图15：两融规模保持扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2021年减值损失大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利预测

我们预计2021-2023年上市券商净利润同比分别+34%/+15%/+18%。

表10: 预计2021-2023年上市券商净利润同比分别+34%/+15%/+18%

40家上市券商整体	2019年	2020年	2021年E	2022年E	2023年E
经纪业务收入	742	1,140	1,355	1,395	1,540
YOY	19.4%	53.7%	18.8%	2.9%	10.4%
日均股基成交额	5,580	9,042	11,031	11,031	12,134
投行业务收入	416	580	570	677	816
YOY	23.4%	39.4%	-1.8%	18.8%	20.5%
资产管理收入	314	389	486	616	781
YOY	3.0%	23.8%	24.8%	26.9%	26.7%
大投资业务收入	1,367	1,578	1,849	2,239	2,672
YOY	89.1%	15.4%	17.2%	21.1%	19.3%
自营投资收益率	5.20%	5.06%	4.83%	4.74%	4.64%
利息净收入	422	534	640	593	575
YOY	15.1%	26.7%	19.9%	-7.4%	-3.0%
营业收入(调整后)	3,440	4,404	5,155	5,827	6,750
YOY	36.8%	28.0%	17.0%	13.0%	15.9%
管理费	1,763	2,103	2,474	2,739	3,105
信用减值及其他资产减值损失	207	340	88	105	135
归母净利润	1,087	1,456	1,953	2,248	2,646
YOY	69.8%	34.0%	34.2%	15.1%	17.7%
ROE	6.97%	8.35%	9.90%	10.23%	10.82%
权益乘数(扣除客户保证金)	3.63	3.83	4.05	4.28	4.53

数据来源: Wind、开源证券研究所

投资结论：行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性。

- 截至2021年前3季度，上市券商盈利连续3年保持高增长，我们预计在居民资产向权益转移、注册制改革深化和流动性相对宽松的背景下，2022年上市券商整体净利润有望增长15%，行业ROE进一步提升至10.2%；财富管理和资产管理或是利润增速最高且确定性较强的细分业务，券商投资或仍将围绕大财富管理主线；流动性和股市beta因素或成为券商资金型业务利润边际变化的重要催化，关注低估值龙头券商机会。
- 推荐标的东方证券、广发证券和东方财富，受益标的兴业证券、长城证券、中金公司（H股）和中信证券。

表11：受益标的盈利预测及估值

证券代码	证券简称	股票价格	EPS				P/E		评级
		2021/11/19	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E		
600958.SH	东方证券	13.93	0.38	0.78	0.97	36.66	17.86	买入	
000776.SZ	广发证券	22.50	1.32	1.63	2.00	17.05	13.80	买入	
300059.SZ	东方财富	35.22	0.58	0.87	1.11	60.85	40.48	买入	
601377.SH	兴业证券	8.72	0.60	0.74	0.89	14.59	11.86	未评级	
002939.SZ	长城证券	11.56	0.48	0.50	0.56	24.08	23.12	未评级	
3908.HK	中金公司	19.32	1.60	2.14	2.63	12.09	9.02	未评级	
600030.SH	中信证券	24.30	1.16	1.63	2.05	20.95	14.93	未评级	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方财富、东方证券和广发证券外，上述公司盈利预测来自Wind一致性预期。

- 市场波动风险;
- 政策落地不及预期。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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R4（中高风险），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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券