

证券 II

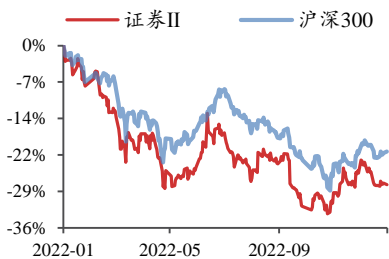
2023 年 01 月 06 日

重资本化趋势凸显，证券行业再融资需求提升

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《否极泰来，关注成长主线——证券行业 2023 年投资策略》-2022.12.1

《赛道空间和单客价值向好，市占率向龙头集中——互联网券商行业深度报告》-2022.11.23

《三方阵营非货币市占率提升，天天基金市占率具有韧性——2022Q3 基金销售渠道数据点评》-2022.11.11

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

事件：2022 年 12 月 30 日华泰证券公告拟配股募资不超过 280 亿元。2023 年 1 月 3 日，证监会发文回应上市券商再融资。

● 华泰证券发布配股预案，证监会对上市券商再融资发文回应

(1)2022 年 12 月 30 日，华泰证券拟 10 配 3 比例进行 A+H 配股募资不超过 280 亿，预计配股发行价不低于 10.28 元。华泰证券配股预案公告时 A 股 PB 估值 0.81 倍，截止 2023 年 1 月 4 日收盘，华泰证券 H 股 PB 0.53 倍，是华泰证券 A 股的 0.76 倍 PB 的 70%，折价幅度较大，预计 H 股配股参与度较低。仅考虑 A 股募资，以 10.28 元配股发行价计算，实际募资或不超 227 亿。华泰证券母公司 2022H1 末流动性覆盖率降至 142%，距离预警线 120% 较近，净稳定资金率 131%，接近预警线 120%。(2)2023 年 1 月 3 日，证监会对于上市券商再融资行为做出评价。

● 证券行业重资本化趋势凸显，再融资需求提升

2020 年以来上市券商再融资规模大幅扩容，选择配股的比例提升。2022 年上市券商再融资募资 658 亿，配股募资 524 亿，占比 80%。**(1) 牛市环境下融资需求提升，再融资难度下降。**2019 年 A 股慢牛特征显现，券商资金型业务需求明显提升，市场日均两融规模自 2019 年 9116 亿提升到 2021 年 17676 亿元，增长幅度 94%；牛市环境下券商股往往有更好表现，再融资难度降低。**(2) 行业竞争加剧，重资本化趋势明显，业务发展驱动资本需求。**证券行业竞争加剧，经纪业务佣金率大幅下降，轻资本业务牌照红利减小，券商积极发力资本中介类业务；随着业务创新和机构业务需求大幅增长，以两融、衍生品、直投跟投等资本金推动型业务的需求持续增加。上市券商资金型业务收入占比自 2013 年 35% 提升至 2021 年 46%，重资本业务的快速发展驱动商再融资需求增加。**(3) 券商面临多重风控指标监管，资本金补充需求较大。**证券行业面临杠杆率、流动性和集中度三重风控监管体系，股权融资是补充净资本、缓解流动性等指标压力的最有效手段。近年来券商场外衍生品等占表型业务快速发展，带来增量利润和高 ROE 的同时，也催生了头部券商的再融资需求。**(4) 相较内生盈利能力，各方导向或更注重规模。**从证券公司年度的分类评级指标看，规模、排名型指标占比偏高，而对内生盈利能力的关注偏少。在规模和效率之间，证券公司往往更重视规模和业务排名。

● 看好 1 季度券商股机会，轻资本成长型标的估值向好

行业重资本趋势下，传统券商长期估值中枢仍面临承压，轻资本的业务模式以及温和的融资模式更易受到二级市场的认可。资本依赖度低且内生长性好的业务线条包括互联网经纪业务、资产管理和财富管理业务，这类业务占比高的券商估值更加受益。2022Q4 券商相对于大金融其他行业滞涨明显，估值仍在底部，主要受交易量下降、债市下跌和政策不明朗压制。2023Q1 流动性或偏宽，市场交易量有望触底回升，券商板块低估值和股市带来的盈利弹性有望催化券商板块 beta 机会。推荐标的：(1) 轻资本成长型标的，推荐东方财富、指南针，受益标的香港交易所、同花顺。(2) 近期完成再融资，短时间再融资概率较低的优质券商，推荐东方证券、中信证券、国联证券、国金证券，受益标的兴业证券。

● **风险提示：**股市波动对券商盈利带来不确定性影响；市场交易活跃度下降。

目 录

1、 华泰证券发布配股预案，证监会对上市券商再融资发文回应.....	3
2、 证券行业重资本化趋势凸显，再融资需求提升.....	3
3、 投资结论：看好 1 季度券商股机会，轻资本成长型标的估值向好.....	8
4、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 2020 年以来 41 家上市券商通过配股募资的比重提升.....	4
图 2： 上市券商资金型业务收入占比自 2013 年的 35%提升至 2021 年的 46%.....	5
图 3： 2022H1 核心券商风险覆盖率距预警线仍有空间.....	6
图 4： 2022H1 核心券商资本杠杆率相对安全.....	6
图 5： 2022H1 中信证券和华泰证券流动性覆盖率分别为 140%/142%，距离预警线 120%较近.....	6
图 6： 2022H1 中信证券和华泰证券净稳定资金率分别为 129%/131%，距离预警线 120%较近.....	6
图 7： 2022H1 核心公司自营权益类证券及证券衍生品 / 净资本比例相对安全.....	7
图 8： 2022H1 华泰证券和中金公司自营非权益类证券及证券衍生品 / 净资本分别为 367%/347%，接近预警线.....	7
图 9： 2016 年以来券商板块 PB 估值呈下降趋势.....	8
表 1： 截至 2022 年末，尚有 6 家上市券商合计预计募资 825 亿规模的再融资方案正处于进行中.....	4
表 2： 证券公司风险控制指标的限制一定程度上驱动券商再融资补充资本.....	5
表 3： 券商分类评级根据业务发展状况的加分项中主要以收入排名为标准，第 9 条涉及净资产回报率.....	7
表 4： 券商分类评级影响业务经营.....	8
表 5： 核心券商标的股权融资梳理.....	9

事件：华泰证券 2022 年 12 月 30 日公告拟配股募资不超过 280 亿元。2023 年 1 月 3 日，证监会发文回应上市券商再融资。

1、华泰证券发布配股预案，证监会对上市券商再融资发文回应

华泰证券拟配股不超 280 亿，用于补充资本金。(1) 2022 年 12 月 30 日，华泰证券拟 10 配 3 的比例进行 A+H 配股募资不超过 280 亿，其中资本中介、投资交易和子公司增资分别用资不超 100/80/50 亿。以 280 亿元募资额和配股股份计算，预计配股发行价不低于 10.28 元（是 12 月 30 日 A 股收盘价的 81%）。

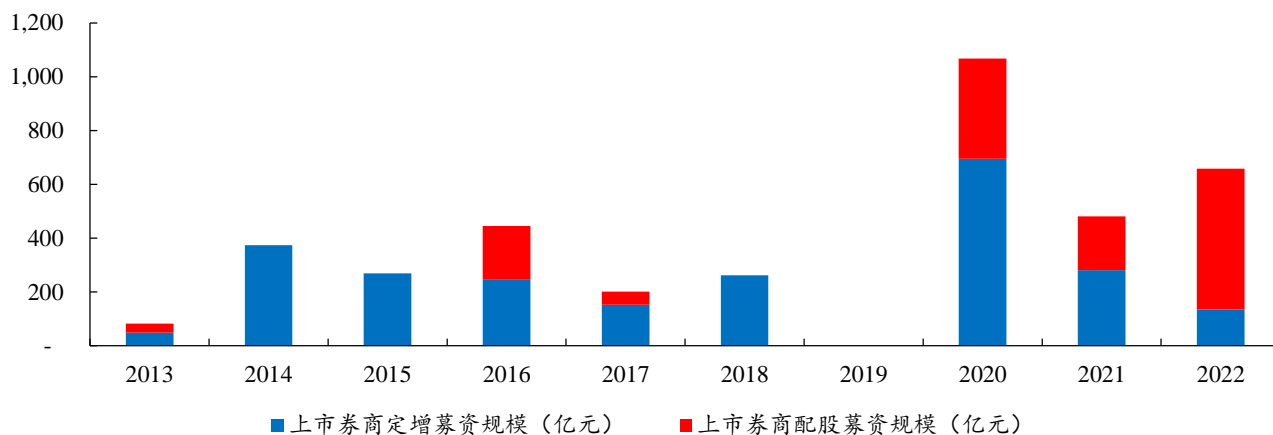
预计华泰证券配股港股参与度或较低，母公司流动性覆盖率距离监管预警线较近。

(1) 华泰证券配股预案公告时 A 股 PB 估值 0.81 倍，截止 2023 年 1 月 4 日收盘，华泰证券 H 股 PB 0.53 倍，是华泰证券 A 股的 0.76 倍 PB 的 70%，折价幅度较大，预计 H 股配股参与度或较低。仅考虑 A 股募资，以 10.28 元配股发行价计算，实际募资或不超 227 亿。(2) 华泰证券 IPO 后共进行过 2 次再融资，2018 年 7 月完成定增募资 141 亿，2019 年 6 月伦交所 GDR 募资 113 亿人民币，本次配股预案较 GDR 募资完成间隔 3.5 年。(3) 从风控指标看，华泰证券母公司 2022 年 6 月末流动性覆盖率降至 142%，距离预警线 120% 较近，净稳定资金率 131%，接近预警线 120%。

2023 年 1 月 3 日，证监会对于上市券商再融资行为做出评价，表示：证监会有关关注到有关上市证券公司再融资行为，证监会一直倡导证券公司自身必须聚焦主责主业，树牢合规风控意识，坚持稳健经营，走资本节约型、高质量发展的新路，发挥好资本市场“看门人”作用。作为已上市的证券公司，更应该为市场树立标杆，提高公司治理质效，结合股东回报和价值创造能力、自身经营状况、市场发展策略等合理确定融资计划及方式，董事会和股东大会要统筹平衡，审慎决策，切实维护各类投资者特别是中小投资者合法权益。同时，证监会也会支持证券公司合理融资，更好发挥证券公司对实体经济高质量发展的功能作用。审核中将充分关注上市证券公司融资的必要性、合理性，把好股票发行入口关。

2、证券行业重资本化趋势凸显，再融资需求提升

2020 年以来上市券商再融资规模大幅扩容，选择配股的比例明显提升。2020 年以来，上市券商通过定增、配股方式募资规模快速增长，通过配股方式再融资的比例也持续提升，2022 年上市券商再融资募资 658 亿，其中配股募资 524 亿，占比 80%。截至 2022 年末，尚有 6 家上市券商合计预计募资 825 亿规模的再融资方案正处于进行中。

图1：2020年以来41家上市券商通过配股募资的比重提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：截至2022年末，尚有6家上市券商合计预计募资825亿规模的再融资方案正处于进行中

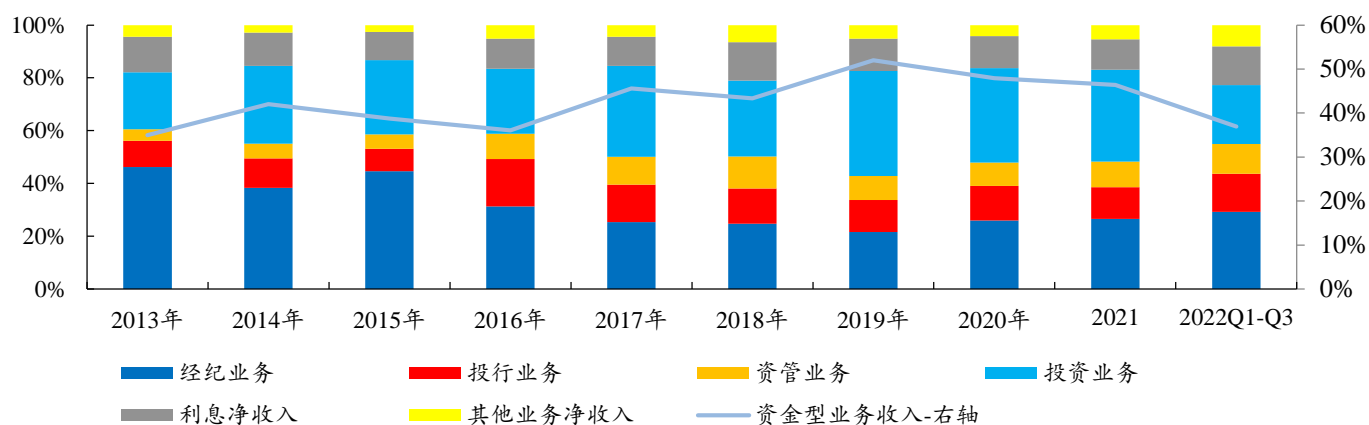
代码	公司	类型	预案时间	预计募资 (亿元)	状态
601995.SH	中金公司	配股	2022/9/14	270	股东大会通过
601688.SH	华泰证券	配股	2022/12/30	280	董事会预案
000750.SZ	国海证券	定增	2022/2/26	85	证监会通过
601375.SH	中原证券	定增	2022/4/30	70	股东大会通过
601456.SH	国联证券	定增	2022/9/29	70	股东大会通过
600906.SH	财达证券	定增	2022/12/27	50	董事会预案

资料来源：Wind、开源证券研究所

我们认为上市券商再融资需求明显提升的主要原因有：

(1) **牛市环境下融资需求提升，再融资难度下降。**2019年以来A股慢牛特征显现，券商资金型业务需求明显提升，全市场日均两融规模自2019年的9116亿提升到2021年的17676亿元，增长幅度达94%；牛市环境下券商股往往有更好表现，再融资难度降低。

(2) **行业竞争加剧，重资本化趋势明显，业务发展驱动资本需求。**一方面，证券行业竞争加剧，经纪业务佣金率大幅下降，轻资本业务牌照红利减小，券商积极发力资本中介类业务；另一方面，随着业务创新和机构业务需求大幅增长，以两融、衍生品、直投跟投等资本金推动型业务的需求持续增加。上市券商资金型业务收入占比自2013年的35%提升至2021年的46%，行业整体呈重资本化趋势，重资本业务的快速发展驱动商再融资需求增加。

图2：上市券商资金型业务收入占比自 2013 年的 35% 提升至 2021 年的 46%


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 资金型业务收入包括利息净收入与投资业务

(2) 2022Q1-Q3 由于资本市场下跌导致券商投资业务占比下降明显

(3) 券商面临多重风控指标监管，资本金补充需求较大。 证券行业面临杠杆率、流动性和集中度等具体业务层面的三重风控监管体系，股权融资是补充净资本、缓解流动性等指标压力的最有效手段。近年来券商场外衍生品等占表型业务快速发展，带来增量利润和高 ROE 的同时，也催生了头部券商的再融资需求。头部券商如中信证券、中金公司、华泰证券在流动性覆盖率、净稳定资金率、自营权益类证券及证券衍生品 / 净资本等指标均有不同程度的承压，负债规模和结构也会受到风控指标的限制。

此外，与海外券商相比，国内券商无法自由支配客户保证金，缺少了重要的低息负债来源，国内券商在负债工具和用表效率上或弱于海外投行。

表2：证券公司风险控制指标的限制一定程度上驱动券商再融资补充资本

分类	评价指标	预警标准	监管标准
资本实力绝对值	核心净资本		
	附属净资本		
	净资本		
	净资产		
	各项风险资本准备之和		
以净资本和流动性为核心的风险控制指标	表内外资产总额		
	风险覆盖率(%)	≥120%	≥100%
	资本杠杆率(%)	≥9.6%	≥8%
	流动性覆盖率(%)	≥120%	≥100%
	净稳定资金率(%)	≥120%	≥100%
	净资本/净资产	≥24%	≥20%
	净资本/负债	≥9.6%	≥8%
	净资产/负债	≥12%	≥10%
	自营权益类证券及证券衍生品 / 净资本	≤80%	≤100%
	自营非权益类证券及证券衍生品 / 净资本	≤400%	≤500%
业务集中度指标	持有一种权益类证券的成本与净资本的比例	≤24%	≤30%

持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例	≤4%	≤5%
持有一种非权益类证券的规模与其总规模的比例	≤16%	≤20%
融资（含融券）的金额/净资本	≤320%	≤400%
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资本的比例	≤4%	≤5%
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例	≤16%	≤20%

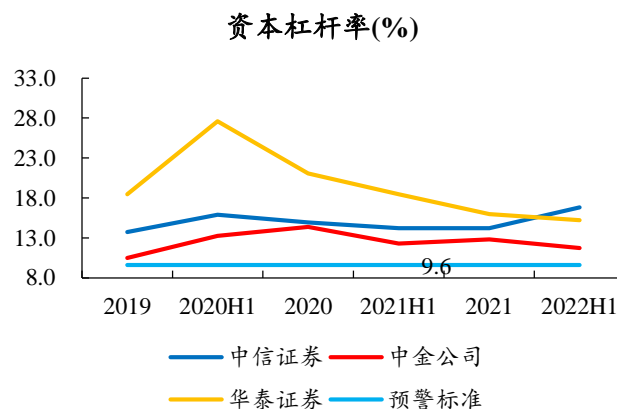
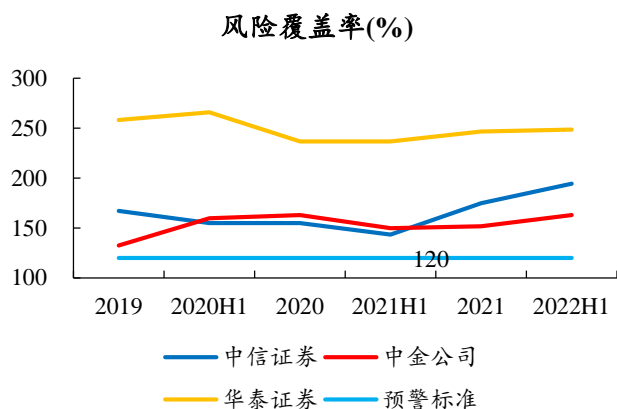
资料来源：证监会、开源证券研究所

注：（1）融资（含融券）的金额指证券公司开展融资融券业务、约定式购回交易、股票质押式回购交易等融资类业务融出（含融券）金额总计。

（2）单一客户融资（含融券）业务指客户参与融资融券业务、约定式购回交易、股票质押式回购交易等融资类业务。

图3：2022H1 核心券商风险覆盖率距预警线仍有空间

图4：2022H1 核心券商资本杠杆率相对安全

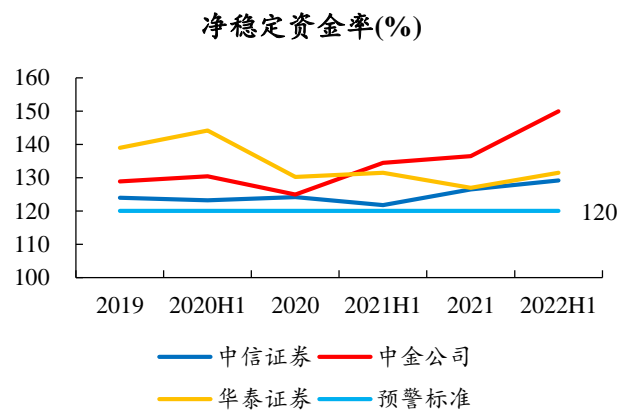
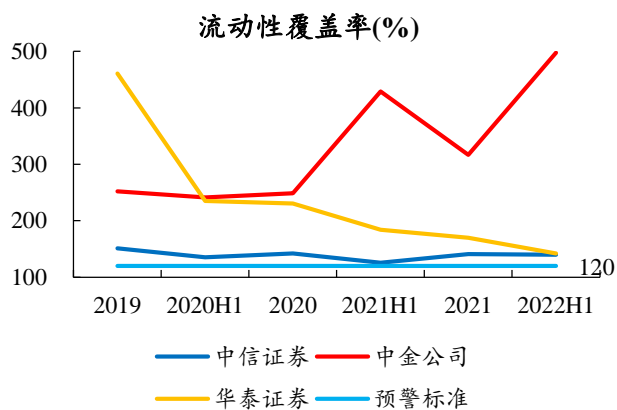


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

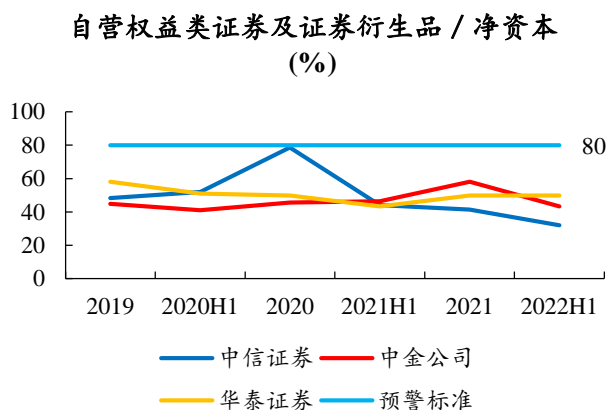
图5：2022H1 中信证券和华泰证券流动性覆盖率分别为140%/142%，距离预警线120%较近

图6：2022H1 中信证券和华泰证券净稳定资金率分别为129%/131%，距离预警线120%较近

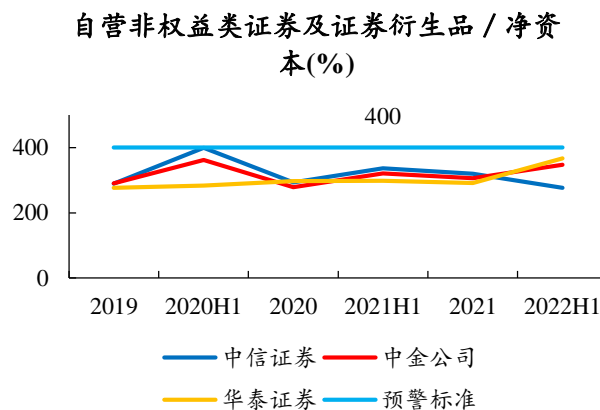


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图7：2022H1 核心公司自营权益类证券及证券衍生品 / 净资本比例相对安全


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图8：2022H1 华泰证券和中金公司自营非权益类证券及证券衍生品 / 净资本分别为 367%/347%，接近预警线


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

(4) 相较于内生盈利能力，各方导向或更注重规模。从证券公司年度的分类评级指标看，规模、排名型指标占比偏高，而对内生盈利能力的关注偏少。在规模和效率之间，证券公司往往更重视规模和业务排名。

表3：券商分类评级根据业务发展状况的加分项中主要以收入排名为标准，第9条涉及净资产回报率

加分项	内容
1	证券公司上一年度营业收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分。
2	证券公司上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分，或者上一年度营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分，前述两项按孰高分值加分。
3	证券公司上一年度承销与保荐业务收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分。
4	证券公司上一年度财务顾问业务收入位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分。
5	证券公司上一年度资产管理业务收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分。
6	证券公司上一年度代理机构客户买卖证券交易额位于行业中位数以上，且代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额的比例位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分，或者基于柜台与机构客户对手方交易业务收入位于行业前5名、前10名的，分别加1分、0.5分，前述两项按孰高分值加分。
7	证券公司上一年度投资咨询业务收入位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分，或者代销金融产品业务收入位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分，前述两项按孰高分值加分。
8	证券公司上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达到30%、20%、10%，且营业收入位于行业中位数以上的，分别加2分、1分、0.5分。
9	证券公司上一年度净利润位于行业中位数以上，且净资产收益率位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分。
10	证券公司信息技术投入金额位于行业平均数以上，且投入金额占营业收入的比例位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分。具体指标及计算口径由证券业协会根据行业发展情况确定。

资料来源：证监会、开源证券研究所

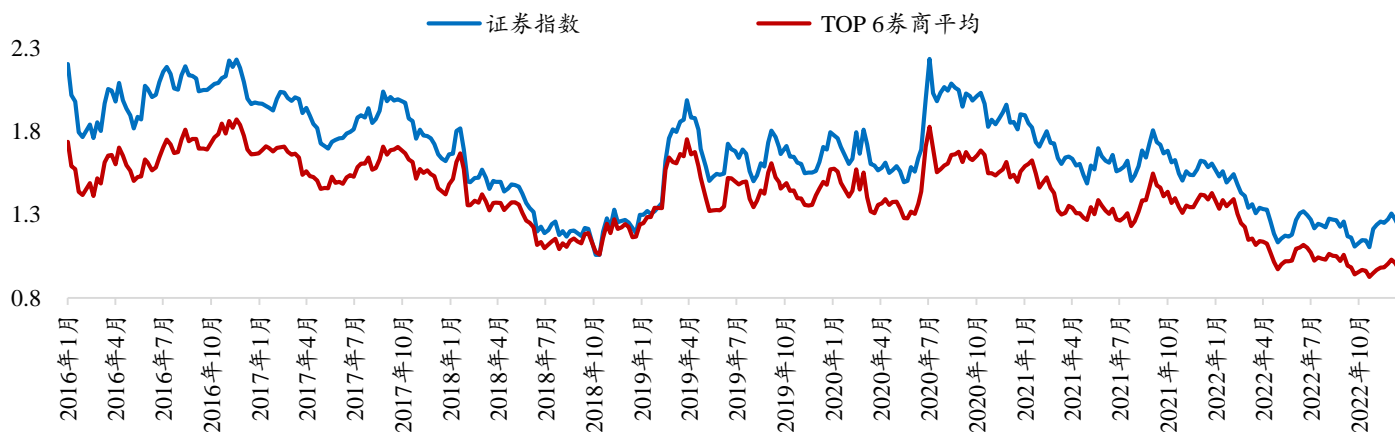
表4：券商分类评级影响业务经营

序号	影响	内容
1	影响风控指标标准、风险资本准备计算比例和检查频率	对不同类别证券公司规定不同的风险控制指标标准和风险资本准备计算比例，并在监管资金来源分配、现场检查和非现场检查频率等方面区别对待。 (1) 按股票质押新规要求，按照分类监管原则对证券公司自有资金参与股票质押回购交易业务融资规模进行控制：分类评价结果为 A，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%。
2	证券公司申请增加业务种类、发行上市等事项的审慎性条件	(2) 场外期权新规明确将对交易商实行分层管理，证券公司被分为一级交易商和二级交易商。根据规定，最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的证券公司，经中国证监会认可，可以成为一级交易商；最近一年分类评级在 A 类 A 级以上的证券公司，经中国证券业协会（以下简称协会）备案，可以成为二级交易商。未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务。
3	新业务申请的依据	证券公司分类结果将作为确定新业务、新产品试点范围和推广顺序的依据。
4	直接挂钩投保基金上交额	中国证券投资者保护基金公司根据证券公司分类结果，确定不同级别的证券公司缴纳证券投资者保护基金的具体比例。根据 2013 年证监会“证监会公告〔2013〕22 号”通知，保护基金规模在 200 亿以上时，AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D 等 10 级证券公司，分别按照其营业收入的 0.5%、0.75%、1%、1.5%、1.75%、2%、2.5%、2.75%、3%、3.5% 的比例缴纳保护基金。
5	隐性债务成本、业务投标挂钩	

资料来源：证监会、开源证券研究所

3、投资结论：看好 1 季度券商股机会，轻资本成长型标的估值向好

行业重资本趋势下，传统券商长期估值中枢仍面临承压。截至 2023 年 1 月 5 日，券商板块 PB/TOP6 券商平均为 1.61/1.39 倍，位于 2017 年以来分位数 11.7%/3.9%，估值中枢呈下行趋势。行业重资本业务发展趋势、现有风控指标和评级评价体系下，券商再融资需求仍较强，重资本趋势下证券行业长期估值中枢或承压。

图9：2016 年以来券商板块 PB 估值呈下降趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：TOP6 券商统计 2022Q3 末归母净资产前六名，包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券和招商证券

轻资本的业务模式以及温和的融资模式更易受到二级市场的认可。从投资角度看，传统券商估值中枢仍面临压力，轻资本的业务模式以及温和的融资模式更易受到二级市场的认可。资本依赖度低且内生长性好的业务线条包括互联网经纪业务、资产管理和财富管理业务，这类业务占比高的券商估值更加受益。受益标的包括同花顺、东方财富和指南针，同时香港交易所也是手续费收入占比为主的轻资本模式。

看好 1 季度券商股机会，推荐轻资本成长型券商。2022Q4 券商相对于大金融其他行业滞涨明显，估值仍在底部，主要受交易量下降、债市下跌和政策不明朗压制。2023Q1 流动性或偏宽，市场交易量有望触底回升，券商板块低估值和股市带来的盈利弹性有望催化券商板块 beta 机会。推荐标的：（1）轻资本成长型标的，推荐东方财富、指南针，受益标的香港交易所、同花顺。（2）近期完成再融资，短时间再融资概率较低的优质券商，推荐东方证券、中信证券、国联证券、国金证券，受益标的兴业证券。

表5：核心券商标的股权融资梳理

代码	券商	最近完成的 股权融资类 型	最近完成的 股权融资时 间	实际募资总 额(亿元)	仍在进行中股权融 资方式	仍在进行中的股权 融资预案日	仍在进行中的股权 融资预计募资规模 (亿元)
600030.SH	中信证券	A+H 配股	2022/2/15	223			
601066.SH	中信建投	A 股定增	2020/12/28	39			
601995.SH	中金公司	A 股 IPO	2020/11/2	132	A+H 配股	2022/9/14	270
600999.SH	招商证券	A+H 配股	2020/7/31	127			
000783.SZ	长江证券	A 股定增	2016/8/1	83			
002939.SZ	长城证券	A 股定增	2022/8/22	76			
601377.SH	兴业证券	A 股配股	2022/9/2	100			
000166.SZ	申万宏源	港股 IPO	2019/4/26	78			
601688.SH	华泰证券	GDR	2019/6/20	113	A+H 配股	2022/12/30	280
600837.SH	海通证券	A 股定增	2020/8/5	200			
002736.SZ	国信证券	A 股定增	2020/8/14	150			
601456.SH	国联证券	A 股定增	2021/10/15	65	A 股定增	2022/9/29	70
600109.SH	国金证券	A 股定增	2022/5/10	58			
601555.SH	东吴证券	A 股配股	2021/12/31	80			
600958.SH	东方证券	A+H 配股	2022/5/13	126			
600906.SH	财达证券	A 股 IPO	2021/5/7	19	A 股定增	2022/12/27	50
601211.SH	国泰君安	H 股定增	2019/4/10	28			
000776.SZ	广发证券	港股 IPO	2015/4/10	254			
300059.SZ	东方财富	可转债	2022/3/1		GDR	2022/10/31	103
601878.SH	浙商证券	A 股定增	2021/5/20	28	可转债	2021/10/1 (预案) 2022/6/14 (发行)	70

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：（1）可转债仅考虑已全部转股的情形；（2）股权融资完成时间以 IPO 股份、配股股份、定增股份上市日计算

4、风险提示

- 股市波动对券商盈利带来不确定性影响；
- 市场交易活跃度下降。

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。

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，属于商业秘密材料，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9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