



东兴证券
DONGXING SECURITIES

非银行金融行业跟踪：券商公募基金销售数据回暖，财富管理主线机会显现

证券：本周市场日均成交额环比下降 1200 亿至 0.86 万亿；两融余额（2.9）续升至 1.57 万亿。周五央行公布的 1 月金融数据中，快速上升的社融和企业贷款增量进一步印证了国内经济疫后加速复苏的趋势，企业复工复产产生的资金需求将助力直接融资市场发展提速。配合全面注册制落地的政策主基调，预计在 2022 年一级市场股权融资规模创历史新高后，2023 年有望再上一层楼。对证券行业而言，全面注册制的落地为投行业务提供了加速发展的土壤，投行业务将成为行业中长期最具成长性和确定性的业务板块，投行收入在行业营收中的比重有望提升至 15% 之上，“泛投行业务”（投行+直投+衍生）收入占比有望提升至 30-40%。

从基金业协会公布的基金销售机构 2022 年四季度公募基金销售保有规模数据中可以看到，证券公司在全部机构中的整体排名进一步上升。在数据可考区间内，券商首次进入销售保有规模前十，其中，中信证券和华泰证券分列第 8 和第 9 位，广发证券和招商证券排名也各环比上升 1 位，分列第 17 和第 20 位。四季度在债券市场大幅波动的情况下，银行系和第三方平台保有规模不同程度下降，而券商在权益市场波动中，依靠在 ETF 领域的持续发力，规模和市占率均有一定提升。我们预期，权益市场的高波动性或将持续推高 ETF 基金的购买热度，为券商带来更多业务机会，基金销售保有规模有望继续上升，但市占率或受债券基金的回暖而略有下降。此外，根据中证登公布的数据，2023 年 1 月新增投资者达 84.48 万，环比增长 18.6%，券商分公司和营业部的开门红推动功不可没。随着权益市场的逐步回暖，考虑到数据一个月左右的滞后，预计一季度新增投资者规模将持续上升。市场回暖和投资者流入形成有效正反馈，对券商财富管理业务构成持续性利好，券商的财富管理主线有望进一步夯实。

保险：2023 年是国内疫后经济的复苏之年，随着经济的企稳向好，居民消费能力和消费意愿均有望逐步增强。且近期受疫情、资产配置需求、产品竞争格局、政策等因素影响，居民对能满足保障、资产保值增值等多类型需求的保险产品的认可度持续提升，保险产品需求改善趋势有望形成；同时，伴随险企对于产品定位的高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。我们预计，伴随人身险和财产险的协同发力，2023 年险企负债端有望持续复苏，进而使板块估值修复成为中期主题。

板块表现：2 月 6 日至 2 月 12 日 5 个交易日非银板块整体下跌 1.19%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 29/31；其中证券板块下跌 1.85%，跑输沪深 300 指数（-0.85%）；保险板块上涨 0.05%，跑赢沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前五分别为信达证券（31.78%）、锦龙股份（3.57%）、华鑫股份（2.11%）、南京证券（1.06%）、西部证券（1.04%）；保险公司涨跌幅分别为天茂集团（5.15%）、中国太保（3.61%）、中国人寿（2.15%）、新华保险（0.16%）、中国人保（0.00%）、中国平安（-0.60%）。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

2023 年 2 月 13 日

看好/维持

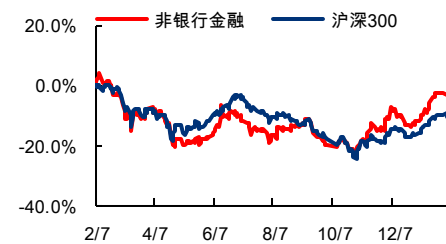
非银行金融 行业报告

未来 3-6 个月行业大事：

无

行业基本资料	占比%
股票家数	87 1.83%
行业市值(亿元)	60783.12 6.59%
流通市值(亿元)	45190.33 6.37%
行业平均市盈率	17.35 /

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554130

gaoxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070005

1. 行业观点

证券：

本周市场日均成交额环比下降 1200 亿至 0.86 万亿；两融余额（2.9）续升至 1.57 万亿。周五央行公布的 1 月金融数据中，快速上升的社融和企业贷款增量进一步印证了国内经济疫后加速复苏的趋势，企业复工复产产生的资金需求将助力直接融资市场发展提速。配合全面注册制落地的政策主基调，预计在 2022 年一级市场股权融资规模创历史新高后，2023 年有望再上一层楼。对证券行业而言，全面注册制的落地为投行业务提供了加速发展的土壤，投行业务将成为行业中长期最具成长性和确定性的业务板块，投行收入在行业营收中的比重有望提升至 15% 之上，“泛投行业务”（投行+直投+衍生）收入占比有望提升至 30-40%。

当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性。从基金业协会公布的基金销售机构 2022 年四季度公募基金销售保有规模数据中可以看到，证券公司在全部机构中的整体排名进一步上升。在数据可考区间内，券商首次进入销售保有规模前十，其中，中信证券和华泰证券分列第 8 和第 9 位，广发证券和招商证券排名也各环比上升 1 位，分列第 17 和第 20 位。四季度在债券市场大幅波动的情况下，银行系和第三方平台保有规模不同程度下降，而券商在权益市场波动中，依靠在 ETF 领域的持续发力，规模和市占率均有一定提升。我们预期，权益市场的高波动性或将持续推高 ETF 基金的购买热度，为券商带来更多业务机会，基金销售保有规模有望继续上升，但市占率或受债券基金的回暖而略有下降。此外，根据中证登公布的数据，2023 年 1 月新增投资者达 84.48 万，环比增长 18.6%，券商分公司和营业部的开门红推动功不可没。随着权益市场的逐步回暖，考虑到数据一个月左右的滞后，预计一季度新增投资者规模将持续上升。市场回暖和投资者流入形成有效正反馈，对券商财富管理业务构成持续性利好，券商的财富管理主线有望进一步夯实。

从历史数据看，当前证券板块整体估值仍处于近年较低位置，且券商间估值分化较前期加大，头部价值标的的交易价值愈加凸显。我们认为，2023 年是国内经济从疫情中走出的复苏之年，也是资本市场的大发展之年，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。从投资角度看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。

我们认为，除政策和市场因素外，未来有三点将影响券商估值：1. 国企改革、激励机制的市场化程度；2. 财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3. 业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。整体上看，证券行业当前业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并拓宽，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具 beta 和较高业绩增长确定性的行业龙头中信证券。中信证券当前估值仅 1.3xPB，仍处于严重低估区间，业绩快报显示公司 2022 年归母净利润仅个位数下滑，大幅优于行业整体水平，在市场剧烈波动的情况下业绩仍能保持较强稳定性和确定性。此外，近年来公司业务结构不断优化，不断向海外头部平台看齐，具备较强的前瞻性，我们坚定看好其发展前景。

保险：

2023 年是国内疫后经济的复苏之年，随着经济的企稳向好，居民消费能力和消费意愿均有望逐步增强。且近期受疫情、资产配置需求、产品竞争格局、政策等因素影响，居民对能满足保障、资产保值增值等多类型

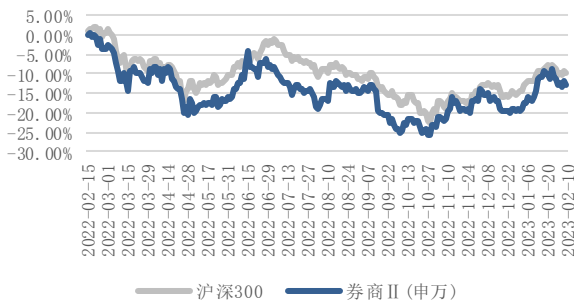
需求的保险产品的认可度持续提升，保险产品需求改善趋势有望形成；同时，伴随险企对于产品定位的高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。我们预计，伴随人身险和财产险的协同发力，2023 年险企负债端有望持续复苏，进而使板块估值修复成为中期主题。

过去一个季度房地产支持政策的持续推出对险企资产端的改善大有帮助，是行业估值修复的主要推动力，此外，险企在市值管理和分红方面的积极表现也有效提振市场信心，助力行业估值修复。但考虑到 ROE/ROEV 中枢下行并保持在近年低位，保险标的投资周期拉长是大概率事件。同时，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022 年政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素，需要持续重点关注。

2. 板块表现

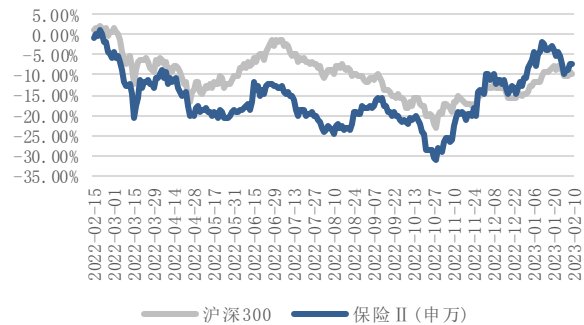
2月6日至2月12日5个交易日非银板块整体下跌1.19%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业29/31；其中证券板块下跌1.85%，跑输沪深300指数（-0.85%）；保险板块上涨0.05%，跑赢沪深300指数。个股方面，券商涨幅前五分别为信达证券（31.78%）、锦龙股份（3.57%）、华鑫股份（2.11%）、南京证券（1.06%）、西部证券（1.04%）；保险公司涨跌幅分别为天茂集团（5.15%）、中国太保（3.61%）、中国人寿（2.15%）、新华保险（0.16%）、中国人保（0.00%）、中国平安（-0.60%）。

图1：申万Ⅱ级证券板块走势图



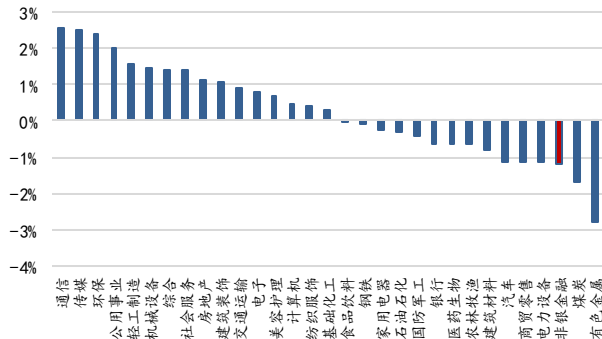
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：申万Ⅱ级保险板块走势图



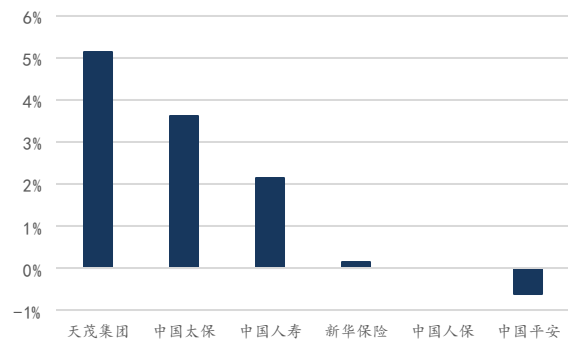
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



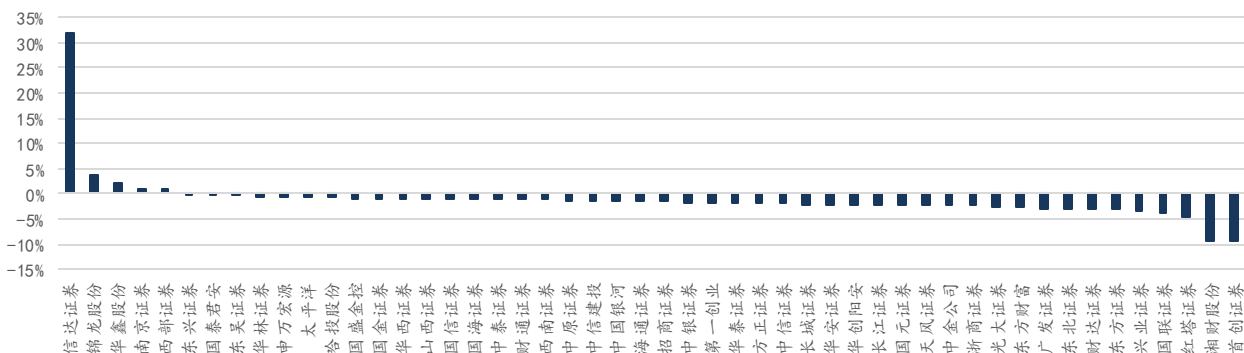
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

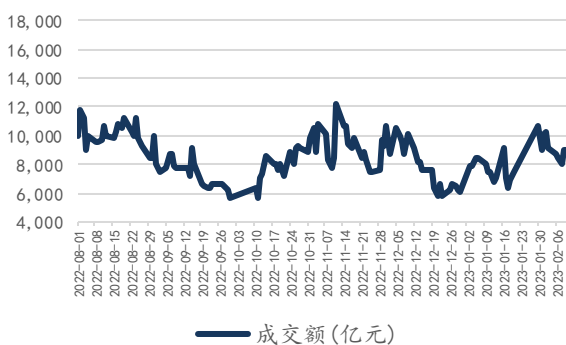
图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

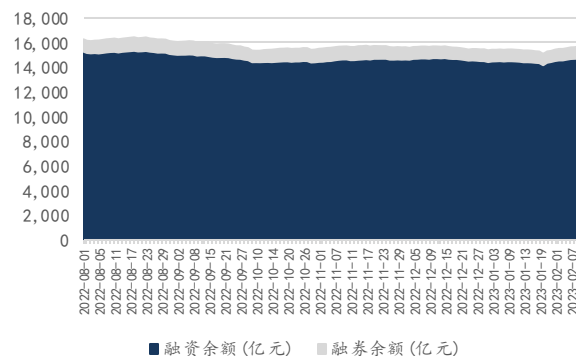
2月6日至2月12日5个交易日合计成交金额 43,232.17 亿元，日均成交金额 8646.43 亿元，北向资金合计净流入 29.34 亿元。截至2月9日，沪深两市两融余额 15,704.42 亿元，其中融资余额 14,728.08 亿元，融券余额 976.33 亿元。

图6：市场交易量情况



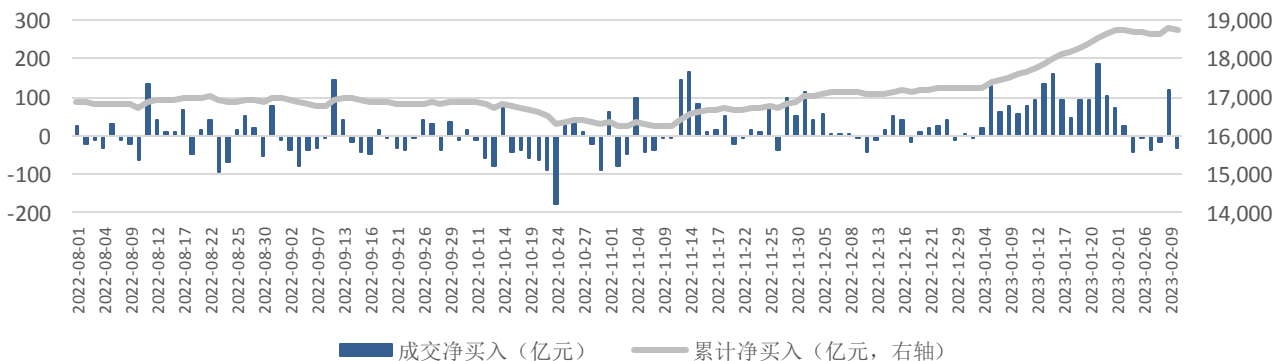
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 行业及个股动态

表1：政策跟踪及媒体报道（2月6日 - 2月12日）

部门或事件	主要内容
香港交易所	香港交易及结算所有限公司(香港交易所)宣布与沙特证交所集团(Saudi Tadawul Group Holding Company)签署合作备忘录，探讨在多个领域展开合作，以推动双方金融市场互惠互利。根据合作备忘录，香港交易所与沙特证交所集团将在金融科技、ESG、互挂上市以及双方均感兴趣的其他领域探索合作机遇。
交易所债券市场	交易所债券市场2月6日正式启动债券做市业务，首批共有12家证券公司参与做市。推出债券做市业务，一方面有利于降低流动性溢价和债券发行成本，完善交易所债券市场功能，进一步发挥债券市场对实体经济的支持作用；另一方面有利于提高定价效率，形成能更加准确反映市场供求关系的债券收益率曲线，为市场定价提供基准参考。
中国证监会	近日，证监会核准北京华融综合投资有限公司成为恒泰证券主要股东，核准北京金融街投资(集团)有限公司成为恒泰证券、恒泰长财证券、新华基金实际控制人。对华融投资依法受让恒泰证券约5.7亿股股份(占公司股份总数21.8806%)无异议。这意味着，恒泰证券第一大股东正式从天风证券变更为北京金融街投资集团，而北京金融街集团背后的实际控制人为北京市西城区国资委。
香港证监会	香港证监会行政总裁梁凤仪于立法会财经事务委员会透露，最快将于本月底就规管虚拟资产交易措施发表咨询文件，当中将包括为虚拟资产交易平台制定监管机制，预期将对交易平台资产托管设有严格要求，平台必须分隔户口，并且不能以客户资产作孖展借贷。
中国人民银行	2月10日，央行发布1月金融数据，1月社会融资规模增量为5.98万亿元预期5.68万亿元，前值1.3万亿元；1月末社会融资规模存量为350.93万亿元，同比增长9.4%。1月末M2同比增12.6%，预期增11.5%，前值增11.8%。当月新增人民币贷款4.9万亿元，预期4.08万亿元，前值1.4万亿元。

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（2月6日 - 2月12日）

个股	摘要	主要内容
华安证券	业绩快报	公司发布2022年度业绩快报公告。公司实现营业收入31.59亿元，同比下降9.31%；实现归母净利润11.81亿元，同比下降17.04%。
中金公司	参与碳排放交易	中国证监会对公司在境内合法交易场所自营参与碳排放权交易无异议。
中泰证券	受让万家基金股权	公司发布关于受让万家基金管理有限公司部分股权进展情况的公告。近日，中国证监会《关于核准万家基金管理有限公司变更实际控制人的批复》（证监许可〔2023〕215号），核准山东能源集团有限公司成为万家基金实际控制人；对中泰证券依法受让万家基金3,300万元出资（占注册资本比例11%）无异议。截至本公告披露日，本次交易事项尚待万家基金办理工商变更登记。
东北证券	收到立案告知书	公司发布收到中国证券监督管理委员会立案告知书的公告。因公司在执行豫金刚石2016年非公开发行股票项目中，涉嫌保荐、持续督导等业务未勤勉尽责，所出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，中国证监会决定对公司立案。
民生控股	诉讼仲裁情况	公司发布关于累计诉讼、仲裁情况的公告。截至披露日，公司及控股子公司连续十二个月内累计诉讼、仲裁事项涉案金额合计11,780万元，占公司最近一期经审计净资产的13.14%。
国联证券	收购中融基金	公司发布关于拟收购中融基金100%股权的公告。2023年2月7日，公司召开第五届董事会第四次会议审议通过了《关于收购中融基金100%股权的议案》，公司拟通过摘牌方式收购中融信托所持有中融基金51%股权（挂牌底价为150,378.9213万元），最终成交价格由竞价结果确定。在公司取得中融信托所持有中融基金51%股权的前提下，公司将通过协议受让方式收购上海融晟所持有中融基金49%股权，受让价格将参考经国资评估备案结果且不高出14.45亿元（根据中融基金51%股权的挂牌底价对应全部股权估值计算，中融基金49%股权价格约为14.45亿元）。

个股	摘要	主要内容
国泰君安	业绩快报	公司发布 2022 年度业绩快报公告。预计公司 2022 年实现营业收入 356.92 亿元，同比下降 16.64%；实现归母净利润 115.07 亿元，同比下降 23.35%。
华泰证券	子公司对外提供担保	公司发布关于间接全资子公司根据中期票据计划进行发行并由全资子公司提供担保的公告。公司境外全资子公司华泰国际的附属公司华泰国际财务于 2020 年 10 月 27 日设立本金总额最高为 30 亿美元（或等值其他货币）的境外中期票据计划，此中票计划由华泰国际提供担保。2023 年 2 月 6 日，华泰国际财务在上述中票计划下发行三笔中期票据，发行金额分别为 1,000 万美元、4,700 万美元以及 2,060 万美元，合计约为人民币 5.25 亿元。
天风证券	出售子公司股权	公司发布关于出售恒泰证券股份有限公司部分股权进展情况的公告。2022 年 9 月 30 日，公司与北京华融协议约定向北京华融出售公司持有的 249,397,261 股恒泰证券内资股股份（占恒泰证券总股份数的 9.5754%），本次交易的转让价格合计为人民币 1,800,000,000 元，标的股份的转让价格约为每股人民币 7.22 元。本次协议转让交易涉及证券公司主要股东变更，恒泰证券于近日收到中国证监会批复，核准北京华融成为恒泰证券主要股东。
国海证券	非公开发行	公司非公开发行 A 股股票申请已于 2022 年 10 月 31 日通过中国证监会发行审核委员会审核，并完成了封卷相关事宜。公司相关要求发布跨年财务审核相关事项，包括业绩快报、在符合发行条件方面不存在重大不确定性等内容。
浙江东方	工商变更登记	公司发布关于变更注册资本和注册地址完成工商变更登记的公告。近日，公司取得了浙江省市场监督管理局换发的《营业执照》，公司注册资本为 3,415,381,590.00 元，住所为浙江省杭州市上城区香樟街 39 号国贸金融大厦 31-33 层。
渤海租赁	对深交所关注函的回复	公司发布关于对深圳证券交易所关注函回复的公告。2023 年 1 月 31 日，公司收到深圳证券交易所《关于对渤海租赁股份有限公司的关注函》，公司就上述关注函中问题做出回复，包括飞机租赁业务计提固定资产减值准备的具体情况以及对对应金额，资产减值损失列入经常性损益的合规性、合理性，集装箱租赁业务净利润继续较上年同期出现较大幅度增长的具体情况及其原因等。
中信证券	子公司业绩快报	公司发布关于华夏基金 2022 年度业绩快报的公告。截至 2022 年 12 月 31 日，华夏基金总资产人民币 176.50 亿元，总负债人民币 52.60 亿元；2022 年实现营业收入人民币 74.75 亿元，净利润人民币 21.63 亿元，综合收益总额人民币 22.48 亿元。截至 2022 年 12 月 31 日，华夏基金母公司管理资产规模为人民币 17,216.26 亿元。
华泰证券	对外提供担保	公司发布关于间接全资子公司根据中期票据计划进行发行并由全资子公司提供担保的公告。公司境外全资子公司华泰国际的附属公司华泰国际财务于 2020 年 10 月 27 日设立本金总额最高为 30 亿美元（或等值其他货币）的境外中期票据计划，此中票计划由华泰国际提供担保。2023 年 2 月 8 日，华泰国际财务在上述中票计划下发行一笔中期票据，发行金额为 2,000 万美元，约为人民币 1.35 亿元。
西部证券	公司债	公司发布 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）发行结果公告。本期债券发行时间为 2023 年 2 月 7 日-2023 年 2 月 8 日，本期债券品种一最终发行规模为 8 亿元，票面利率为 3.25%；品种二最终发行规模为 10 亿元，票面利率为 3.45%。
东北证券	股东减持	公司发布关于股东股权转让及减持事项的进展公告。公司于 2022 年 7 月 27 日和 12 月 31 日，经与公司股东吉林亚泰（集团）股份有限公司和吉林省信托有限责任公司确认，截至本公告披露日，亚泰集团意向转让公司股份事项在持续推进中；吉林信托拟在 2023 年 2 月 1 日至 4 月 30 日期间以集中竞价方式减持公司股份不超过 23,400,000 股（占公司总股本比例不超过 1%）的减持计划尚未实施。鉴于公司股东亚泰集团意向转让公司股份事项及吉林信托拟减持公司股份事项，均属于规定不得减持范畴，公司已书面告知并提示股东亚泰集团和吉林信托，在上述规定期间，不得减持公司股份。
永安期货	子公司对外提供担保	公司发布关于子公司浙江中邦实业发展有限公司为子公司浙江永安资本管理有限公司、上海永安瑞萌商贸有限公司提供担保的进展公告。浙江中邦实业发展有限公司本次对永安资本的担保金额为 13.50 亿元、对永安瑞萌的担保金额为 0.50 亿元；本次担保实施后，中邦公司已实际为永安资本及其子公司提供担保总额为 49.26 亿人民币（含本次担保）。

个股	摘要	主要内容
国金证券	短融	公司发布 2023 年度第一期短期融资券发行结果公告。实际发行总额 5 亿元人民币，期限为 272 天，票面利率为 2.75%。
国金证券	短融	公司发布 2023 年度第二期短期融资券发行结果公告。实际发行总额 5 亿元人民币，期限为 180 天，票面利率为 2.70%。
华林证券	股份质押及解除质押	公司发布关于控股股东部分股份质押及解除质押的公告。本次质押数量 105,000,000 股，占其所持股份比例为 6.03%，占公司总股本比例为 3.89%。
华西证券	公司债	公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）发行结果，本期债券发行时间为 2023 年 2 月 8 日至 2023 年 2 月 9 日，本期债券的发行工作已于 2023 年 2 月 9 日结束，最终实际发行规模为 20 亿元，票面利率为 3.45%。
四川双马	合伙人份额变动	公司发布关于义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）合伙人份额变动的公告。公司全资子公司西藏锦合创业投资管理有限公司所管理的义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）的有限合伙人之间近期发生了份额转让的交易事项，和谐锦弘有限合伙人之一珠海华金阿尔法四号股权投资基金合伙企业（有限合伙）拟受让另一有限合伙人张家港市悦丰金创投投资有限公司对和谐锦弘人民币 20,000 万元的出资额并于近期签署了《合伙权益转让协议》。根据该协议约定，前述标的份额转让已于 2023 年 2 月 8 日生效，同日受让方珠海华金阿尔法四号股权投资基金合伙企业（有限合伙）签署了《追加认缴协议》等文件。
ST 安信	换领金融许可证	公司已于近日换领新的金融许可证。
ST 安信	重点资产出售	公司发布关于重大资产出售实施进展情况的公告。本次重大资产出售的后续工作安排包括 1. 对于信银国际 3.4%股权的交易，待信银国际完成相应决策程序及获得香港监管部门批复（如需）后，公司将尽快完成与中国银行上海分行完成资产交割；2. 就本次交易中存在权利限制情形的置出资产，待查封冻结机构解除权利限制后，公司将尽快完成与中国银行上海分行完成资产交割。3. 对于其他不存在权利限制的标的资产，公司将与交易对手方协商办理相关资产交割手续。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	证券行业：全面注册制亮点突出，优质投行直接受益——证监会就全面注册制主要制度规则向社会公开征求意见点评	2023-02-02
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：流动性环境和风险偏好改善有望助力证券板块延续估值修复	2023-01-31
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：经济复苏&消费回暖望助力保险板块估值修复向中期演进	2023-01-16
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：建议继续关注权益市场核心指标变化，投资仍需“重个股”	2023-01-09
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：开年关注政策推进节奏和资本市场核心指标变化	2023-01-03
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：沪深交易所降费助力实体经济复苏，资本市场望迎更多政策红利	2022-12-27
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：立足年末展望明年，资本市场改革有望推动证券行业稳步复苏	2022-12-20
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：交易量稳步回升，证券板块估值修复有望延续	2022-12-12
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：商业养老金业务试点启动，继续关注保险板块	2022-12-05
行业普通报告	保险行业：寿险复苏仍看银保，产险发力倚仗非车——保险行业 2023 年年度策略报告	2022-12-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，七年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士，2019 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526