信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

如何前瞻判断券商行情及后市演绎

非银金融行业

2020 年 7 月 5 日

王舫朝　非银金融行业分析师

证券研究报告

行业研究——投资策略

非银行金融行业

看好 | 中性 | 看淡

上次评级：看好，2020.06.15

王舫朝　　非银行业分析师
执业编号：S1500519120002
联系电话：（010）83326877
邮　箱：wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

如何前瞻判断券商行情及后市演绎

2020 年 7 月 5 日

本期内容提要

- **银证混业传言又起，障碍并非不可打破。**近日媒体报道证监会计划向商业银行试点发放券商牌照，关于银证混业，有两条法律障碍，但两条法规最后一句话均是“国家另有规定的除外”。如果传闻为真，即便在现行法律框架下，通过国务院特批的方式进行试点，也是可行的。同时，对于银证混业，在贸易摩擦、新冠疫情后复产复工、科技创新走出“中等收入陷阱”等背景下，较 5 年前更具有必要性。

- **深刻理解本轮行情的背后含义。**流动性+经济边际向好仍是双重前提，复苏的基本面已经在债市率先反映，在宽货币转向宽信用，经济企稳预期明确加强的情况下，此轮券商行情迟早会来。融资体系的重大变革，券商将深度参与，一切股权融资窗口的打开，均体现了监管引导我国历史悠久的间接融资体系向直接融资转型。为防范金融风险，监管层先后出台了一系列文件“精准拆弹”，2016-2019 年影子银行规模持续压降 15 万亿。受投行业绩爆发带动，上市券商净利润达 533 亿，同比增长 19%，靓眼的投行业务为全年业绩打下坚定基础。如果银证混业，券商股权融资带来增量业务，券商有望发挥股权融资领域的优势，为银行的企业客户提供全生命周期的服务；银行理财业务规模和客户数远超券商资管，券商有望利用银行丰富的高净值客户资源，打通财富管理全链条。

- **此轮券商行情空间。**本轮券商行情启动之前，市场关注度极低。但由于券商板块的 β 属性，一旦启动后往往伴随着自强化，交易量放大带来经纪、两融、券商自营等业务迅速发展，进一步提升业绩拉动估值。如佣金率保持 2019 年平均水平不变，假设 2020 年日均交易额冲高达到日均 9000 亿元，将给行业带来 1360 亿元的经纪收入；从中介业务来看，2019 年 12 月 18 日以来两融规模始终维持在万亿以上，除利息收入外，由于两融投资者的换手率及佣金率均高于普通投资者，其带来的手续费收入也相当可观，预计全年日均两融余额 12000 亿元，2020 行业融资融券收入为 700 亿元。另外科创板转融券制度带来券源增加，融券业务空间被打开。未来市场化转融券将推广到存量板块，随着创业板转融券制度的推进以及科创板融券 T+0 的落地，融券规模或将进一步提升。叠加转融通取消保证金提取比例，券商现金管理的效率大大提升，有利于券商转融通业务的进一步发展。

- **投资评级：**在监管对证券行业进行分类评级且业务放开准绳参考评级结果后，风控实力和资本实力占优的头部券商可以开展更多业务，因此历史上形成的大小券商估值差在不断收敛。但头部券商的估值锚仍然具有较强参考意义，经历过上周板块大幅上涨后，当前 PB 估值中信证券 2x、海通 1.3x，华泰 1.6x，国君 1.4x，距行业中枢 2-2.5x，仍然具有一定安全边际。建议关注头部券商中信、国君、招商等。

- **风险因素：**国内疫情二次爆发影响复工复产、政策出现大幅调整、海外疫情失控影响复工进度等。

目 录

一、银证混业传言又起，障碍并非不可打破 1
二、深刻理解本轮行情的背后含义 1
1.流动性+经济边际向好仍是双重前提 1
2.融资体系的重大变革，券商将深度参与 2
3.如果银证混业，券商的想象空间来自哪里 5
三、此轮券商行情空间 8
四、投资建议 11
风险因素 12

表 目 录

表 1: 股权融资窗口打开的标志性事件 3
表 2: 整治非标相关文件 3
表 3: 资管业务余额（万亿元） 7
表 4: 私人银行 AUM（2019） 8

图 目 录

图 1: M2-M1，5 月剪刀差收窄 2
图 2: PMI 显示经济复苏迹象 2
图 3: 基建投资回暖 2
图 4: 债市 6 月份率先出现调整 2
图 5: 2019 年底，我国资管行业规模约为 116 万亿 4
图 6: 影子银行部分持续压降 4
图 7: 2020H1IPO 融资规模同比增长+134% 5
图 8: 2020 年 H1 再融资规模增长 20% 5
图 9: 2020H1 债券融资规模同比增长+28% 5
图 10: 2020 年上半年投行承销保荐收入同比增长 78% 5
图 11: 债券总承销金额占比（截止 2020 年 7 月 5 日） 6
图 12: 债券市场总承销金额和市场份额（亿元、%） 6
图 13: 券商为企业提供全生命周期服务 6
图 14: 零售客户数（亿户，2019 年） 7
图 15: 招行零售客户分布（2018） 7
图 16: 行业代买卖证券业务净收入及增速 9
图 17: 2014.10-2020.07A 股日均成交额及换手率 9
图 18: 2019 年 12 月以来两融余额始终维持万亿规模 9
图 22: 大小券商估值差收敛 12
图 23: 头部券商估值锚仍处于历史中枢位置 12

一、银证混业传言又起，障碍并非不可打破

近日媒体报道证监会计划向商业银行试点发放券商牌照，证监会回应“‘发展高质量投资银行’是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需要，是推进和扩大直接融资的重要手段，有多种路径选择，且不会对现有行业格局形成大的冲击。”

关于银证混业，现行法律障碍有二，一是《商业银行法》第四十三条规定，“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务”；一是《证券法》第六条规定，“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理”。两条法规最后一句话均是“国家另有规定的除外”。也就是说，如果传闻为真，即便在现行法律框架下，通过国务院特批的方式进行试点，也是可行的。同时，对于银证混业，在贸易摩擦、新冠疫情后复产复工、科技创新走出“中等收入陷阱”等背景下，较 5 年前更具有必要性。

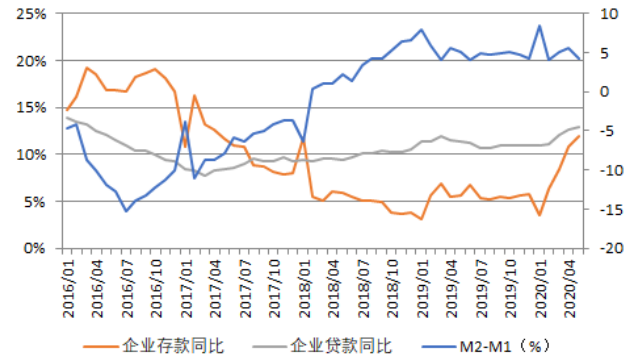
二、深刻理解本轮行情的背后含义

1.流动性+经济边际向好仍是双重前提

我们在 2020 年中策略报告《结构性行情下，券商何时王者归来》中，分析了在受非标融资拖累的情况下，表内信贷和直接融资带动 4 月、5 月社融持续高增，M1、M2 剪刀差持续走阔，显示受疫情影响，非金融企业活跃度尚未完全恢复，但 5 月份 M1-M2 开始收窄，经济企稳信号开始出现。6 月房地产销售数据显示，无论是销售金额还是销售面积，在 5 月份市场普遍认为是疫情堆积需求带来的增长情况下，环比、同比再度出现改善（克而瑞，6 月 50 家房企单月销售金额环比+31%，同比+19%；销售面积环比+32%，同比+14%）。6 月制造业 PMI 为 50.9%，连续 4 个月在荣枯线上；非制造业 PMI 为 54.4%，连续四个月回升。

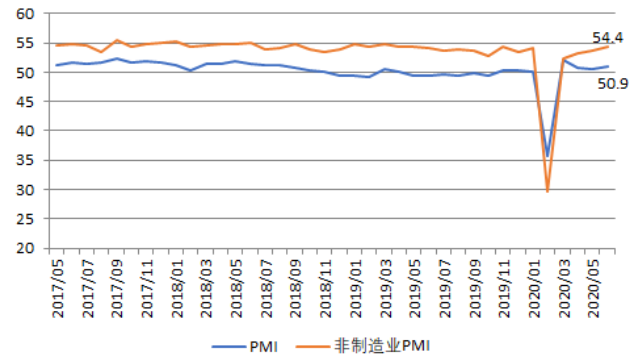
同时，在“房住不炒”的大背景下，财政和基建较以往下行周期承担了更多的托底经济的使命，5 月份地方政府专项债接近万亿，且基建投资同比负增长收窄至-3.3%，伴随着两会对下半年财政扩张的定调，我们可以预期投资复产将进一步加强。其实复苏的基本面已经在债市率先反映，在宽货币转向宽信用，经济企稳预期明确加强的情况下，此轮券商行情迟早会来。

图 1：M2-M1，5 月剪刀差收窄



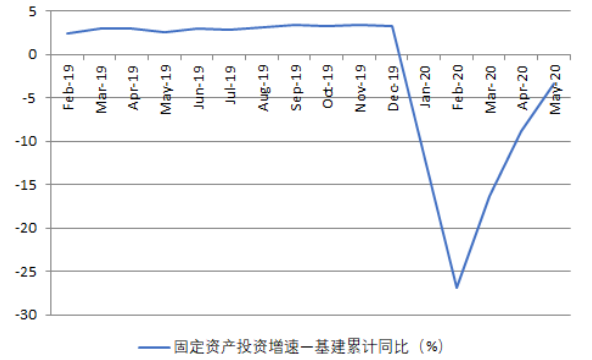
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：PMI 显示经济复苏迹象



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：基建投资回暖



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：债市 6 月份率先出现调整



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.融资体系的重大变革，券商将深度参与

2019 年 9 月证监会提出的“全面深化资本市场改革十二条”为纲领性文件，后续围绕其中的推广注册制、推动中长期资金入市、建设高质量投行、加强投资者保护等相关政策迅速落地。2019 年底《新证券法》修订，落实全面推行注册制的基本定位，随后四月份便将创业板改革并试点注册制；同时，启动新三板新一轮改革，设立精选层，引入公募基金、转板制度等。一切股权融资窗口的打开，均体现了监管引导我国历史悠久的间接融资体系向直接融资转型。

表 1：股权融资窗口打开的标志性事件

时间	事件	部委	内容
2020.6	创业板注册制及配套文件正式实施	证监会	完成征求意见
2020.4	创业板注册制及配套文件征求意见	证监会	发行审核方式、交易规则、投资者适当性、并购重组及退市安排进行改革
2020.2	新三板改革业务规则和指引发布	全国股转公司	明确信息披露为中心，提高审查效率，发行承销流程进行规定
2019.12	《证券法》修订	全国人大	明确全面推行注册制，大幅提高违法成本，重视投资者保护
2019.10	新三板精选层改革启动	证监会	设立精选层，转板上市制度，引入公募基金
2019.7	科创板正式开市	证监会	首批 25 家企业上市
2019.1	设立科创板并试点注册制	证监会	3 份部门规章和 6 份交易所细则

资料来源：证监会，中国证府网，上交所，信达证券研发中心

我们在 2020 年策略报告《资本市场改革带来券商成长逻辑》中已经分析提出，自十一届三中全会后为我国经济腾飞做出了突出贡献的“银行导向型”金融体系已经无法满足来自于居民、企业和政府三方面的要求，资本市场改革迫在眉睫，大力发展直接融资将助力产业升级，帮助我国跨过“中等收入陷阱”，这也是今年以来政策密集出台的核心出发点。

（1） 压降影子银行，防范金融风险

历史上由投资趋动经济增长带来的“影子银行”问题，危害无需多言。“银行理财资金——非银牌照形成非标产品——投向房地产、城投平台”带来了我国“泛资管”行业虚假繁荣，2019 年底我国资管行业规模超过 110 万亿，其中以券商单一资管、基金子公司、单一信托为代表的“通道类”业务，约 20.6 万亿，占比约为 18%。自 2017 年银保监会启动整治“金融乱象”、拆解影子银行后，监管层先后出台了一系列文件“精准拆弹”，2016-2019 年影子银行规模持续压降 15 万亿。同时，为了防范影子银行对社会融资规模带来的冲击，监管深入推进金融供给侧改革，引导更多资金及时、有效的流向民营和小微企业。成立银行理财子公司、严控非银机构投资非标比例，我们预计未来表外转表内趋势明确，标准化债权将成为行业投资首选标的。

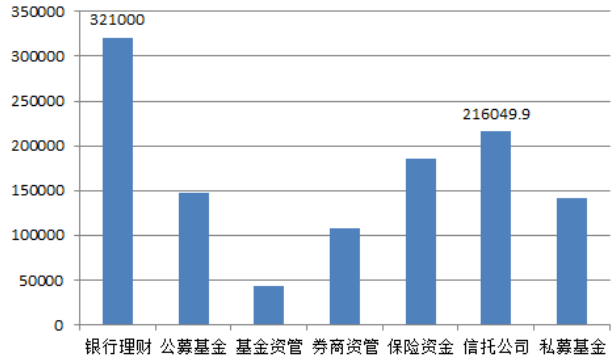
表 2：整治非标相关文件

时间	文件	部委	内容
2018.4	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(“资管新规“)	央行、银保监会、证监会、外管局	去刚兑、去嵌套、去资金池、定期整改
2018.7	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	央行	鼓励非标资产回表
2018.7	《商业银行理财业务监督管理办法》	银保监会	将公募理财销售起点由 5 万元降低至 1 万元，银行理财产品投资非标余额不得超过理财产品净资产 35%或银行总资产 4%，投资单一机构不超过资本净额 10%
2018.7	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《运作管理规定》	证监会	投资于非标准化债权类资产的资金不得超过全部资产管理计划净资产的 35%，投资于同一非标准化债权类资产的资金合计不得超过 300 亿元。

2020.5	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	银保监会	投资非标不得超过全部集合资金信托规模 50%，投资单一非标资产不得超过净资产 30%
2020.7	《标准化债权类资产认定规则》	央行、银保监会、证监会、外管局	明确标债、非标定义

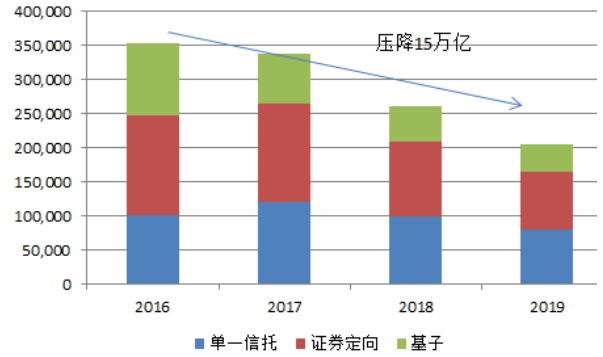
资料来源：信达证券研发中心整理

图 5：2019 年底，我国资管行业规模约为 116 万亿



资料来源：银行业理财登记托管中心，中国证券投资基金业协会，万得，信达证券研发中心；注：银行理财余额数据为 2018 年底

图 6：影子银行部分持续压降

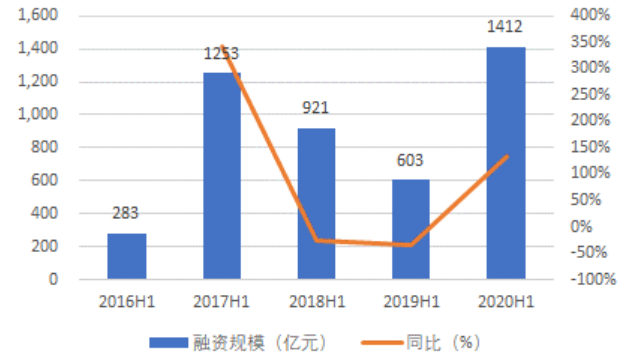


资料来源：银行业理财登记托管中心，中国证券投资基金业协会，万得，信达证券研发中心

（2）投行打造坚实业绩基础

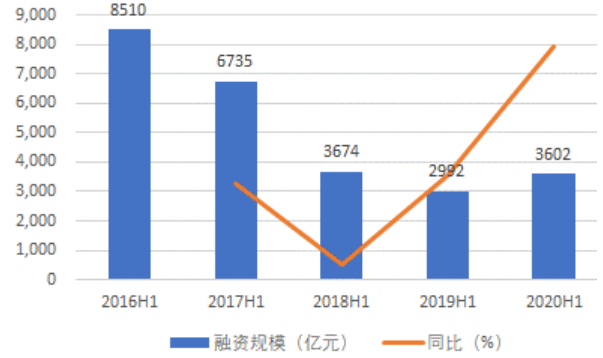
2020 年前 3 个月，受疫情影响，尽管日均交易量超过 8500 亿元，同比增加 47%，但由于主要指数下行，自营拖累上市券商业绩同比-6.2%。但截止 5 月份，受投行业绩爆发带动，上市券商净利润达 533 亿，同比增长 19%。从上半年投行业务数据来看，IPO 融资规模 1412 亿元（YoY+134%），再融资规模 3602 亿元（YoY+20%），债券融资规模 44034 亿元（YoY+28%），上半年行业实现投行收入 84.7 亿元，同比增长超过 70%，靓眼的投行业务为全年业绩打下坚定基础。

图 7：2020H1IPO 融资规模同比增长+134%



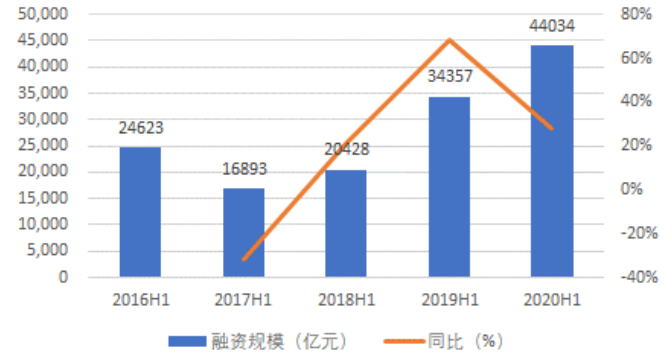
资料来源： Wind，信达证券研发中心

图 8：2020 年 H1 再融资规模增长 20%



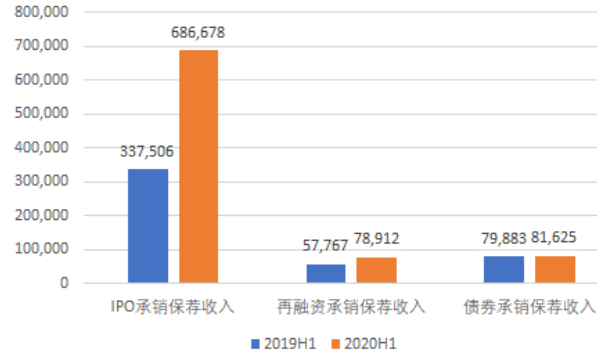
资料来源:: Wind，信达证券研发中心

图 9：2020H1 债券融资规模同比增长+28%



资料来源:: Wind，信达证券研发中心

图 10：2020 年上半年投行承销保荐收入同比增长 78%



资料来源：Choice，信达证券研发中心

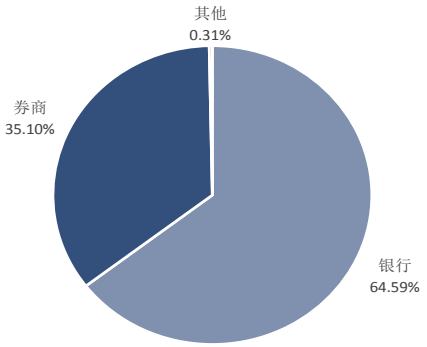
3.如果银证混业，券商的想象空间来自哪里

（1）券商股权融资带来增量业务

我国的社融结构以间接融资为主，银行由于风险偏好较低，对抵押物和信用主体要求较高，因此更多为国企和大客户服务，初创企业和轻资产企业较难得到低成本资金。而银行如果拥有券商牌照，将打通客户和资本市场，券商有望凭借专业的研究和定价能力为中小企业股权融资服务。此外，注册制的推出进一步强化了市场价值发现的功能。

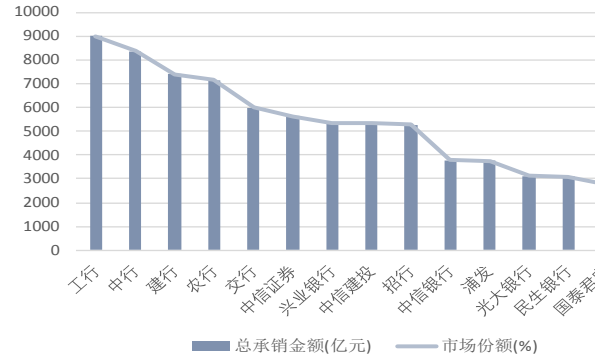
券商有望发挥股权融资领域的优势，为银行的企业客户提供全生命周期的服务。银行和券商在投行业务能力上有一定的差异。银行是债券承销的第一大主体，截止 2020 年 7 月 5 日，银行债承占总承销金额的 65%，券商占比为 35%。银行优势在于银行间债券承销，目前是银行间债券市场最大的承销商，涵盖包括短融、中票、定向工具、资产支持证券等业务品种，而缺乏交易所市场债券承销（包括公司债、企业债）以及股票承销资格。而券商在股权承销领域具有优势，对银行债承形成有力补充。未来，券商有望继续发挥资本中介作用，整合银行客户资源，提供全生命周期服务。

图 11：债券总承销金额占比（截止 2020 年 7 月 5 日）



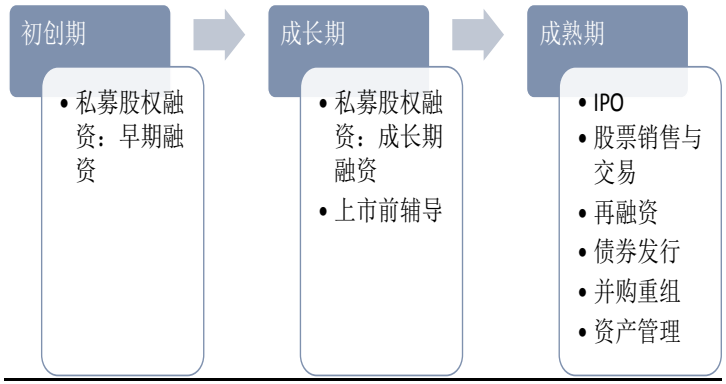
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 12：债券市场总承销金额和市场份额（亿元、%）



资料来源:Wind，信达证券研发中心

图 13：券商为企业提供全生命周期服务



资料来源:信达证券研发中心整理

（2）券商财富管理带来更多高净值客户资源

银行理财业务规模和客户数远超券商资管。规模方面，截至 2019 年，券商资管规模为 10.8 万亿，其中集合资管规模仅 2 万

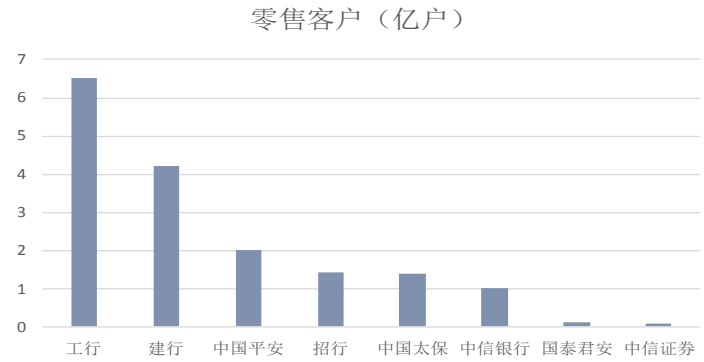
亿，与超过 30 万亿的银行理财规模和超过 20 万亿的信托规模相差甚远。从客户数方面，券商零售客户数远低于银行和保险。2019 年，国泰君安和中信证券客户数仅分别为 1354 万户和 870 万户，而工商银行、中国平安、招商银行和中信银行零售客户数分别为 6.5、2、1.44、1 亿户。

表 3：资管业务余额（万亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
银行理财	15.0	23.5	29.1	29.5	32.1	-
信托	14.0	16.3	20.2	26.3	22.7	21.6
证券资管	8.0	11.9	17.6	16.9	13.4	10.8
集合资管	0.7	1.6	2.2	2.1	1.9	2.0
定向资管	7.3	10.2	14.7	14.4	11.0	8.4
证券资管其他	0.0	0.2	0.7	0.4	0.5	0.5
公募基金	4.5	8.4	9.2	11.6	13.0	14.8
私募基金	1.5	4.2	7.9	11.1	12.7	14.1
基金公司专户	5.9	12.6	16.9	13.7	11.3	8.5
期货公司	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1

资料来源：，信达证券研发中心

图 14：零售客户数（亿户，2019 年）



资料来源:公司公告，信达证券研发中心

图 15：招行零售客户分布（2018）



资料来源: iresearch，信达证券研发中心

券商有望利用银行丰富的高净值客户资源，打通财富管理全链条。以招行为例，2019 年私行（日均人民币总资产超过 1000 万元）零售客户数为 81674 户，AUM 达 2.23 万亿元，户均总资产 2731.66 万元。中国居民财富呈现二八分化格局，极少量

高净值客户就占据了大多数的资产规模。2018 年高净值和超高净值（AUM 超过 50 万以上）客户 236.26 万户，仅占零售客户总数的 2%，但 AUM 贡献超过 80%。混业经营后，券商有望利用银行的高净值客户优势，同时凭借专业和市场化的投资和研究能力（涵盖股票市场、债券市场、私募股权、衍生品以及横跨一二级市场的联动能力等），挖掘高净值人群潜在的需求，为客户打造全方位定制化的综合财富管理。未来随着金融市场发展的不断完善，高净值客户需求也将进一步细分，高净值客户不再简单停留在低风险水平的获益，而是深入资本市场，有望为股市带来长线资金。

表 4：私人银行 AUM（2019）

	私行 AUM(亿元）	私行客户数(亿元）	户均 AUM(万元）
招行	22300	8.17	2729
工行	15547	9.02	1724
建行	15100	14.27	1058
农行	14040	12.3	1141
浦发	5000	4.0	1250
中信	5739	4.19	1370

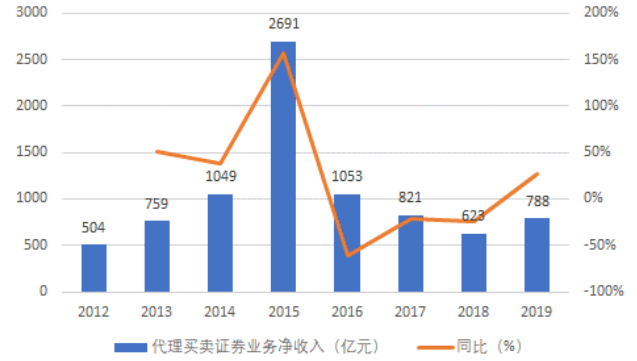
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、此轮券商行情空间

本轮券商行情启动之前，市场关注度极低。但由于券商板块的 β 属性，一旦启动后往往伴随着自强化，交易量放大带来经纪、两融、券商自营等业务迅速发展，进一步提升业绩拉动估值。

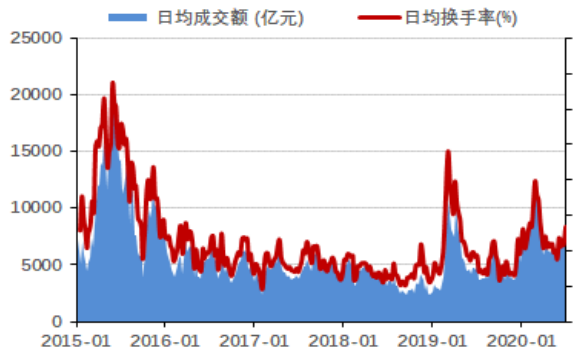
回顾 2014 年 10 月到 2015 年 4 月交易量大幅上升，达到日均交易额 7500 亿元，而 2014 年前三个季度日均交易量不足 2200 亿，彼时行业平均佣金率为 0.069%，交易量上升带给行业 1440 亿元的经纪收入。（2014 年全年行业收入为 2600 亿元）。近几年，虽然佣金率逐渐下滑至 2019 年的 0.031%，但交易量暴涨带给行业的增量收入依然可观。截至目前 2020 年沪深两市日均成交额 7656 亿元，而上周沪深两市已经破万亿，按照 2019 年平均佣金率测算，如佣金率保持 2019 年平均水平不变，日均交易额每提升 1000 亿元将带给行业 146 亿元经纪收入，约占行业收入 4%；假设 2020 年日均交易额冲高达到日均 9000 亿元，将给行业带来 1360 亿元的经纪收入。

图 16：行业代买卖证券业务净收入及增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

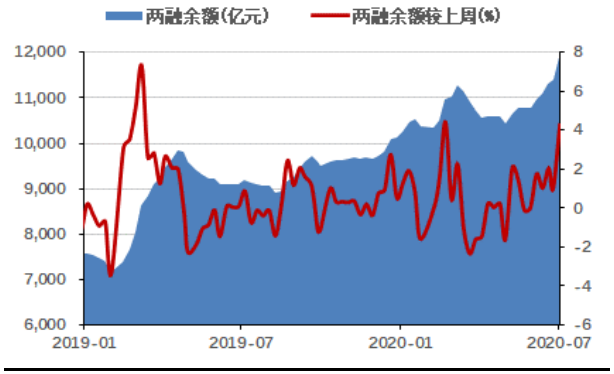
图 17：2014.10-2020.07A 股日均成交额及换手率



资料来源：万得，信达证券研发中心

从资本中介业务来看，2019 年 12 月 18 日以来两融规模始终维持在万亿以上，而 2015 年两融日均余额为 13500 亿元，日均两融交易额为 1320 亿元，占 A 股成交金额的 14.5%，2020 年至今两融日均余额 10805 亿元，而日均两融交易量与占 A 股成交额比例下降较多，分别为 693 亿元和 9.93%，说明两融投资者换手率正在下降，杠杆投资者趋于理性。从收入的角度来看，除利息收入外，由于两融投资者的换手率及佣金率均高于普通投资者，其带来的手续费收入也相当可观。按照 4%的息差假设、佣金率 0.1%，预计全年日均两融余额 12000 亿元，2020 行业融资融券收入为 700 亿元（利息收入 480 亿元，以日均两融交易额 900 亿计算手续费收入约 220 亿元），约占我们行业收入的 16.5%。

图 18：2019 年 12 月以来两融余额始终维持万亿规模



资料来源：万得，信达证券研发中心

科创板扩大融券券源，融券业务空间被打开

我国融券业务发展相对滞后。截止 2020 年 6 月，融券余额占两融余额仅 3%，与海外发达国家相比仍有较大的发展空间（美国 2000 年以来均值为 33%）。一大原因因为融券券源较少，融券标的以主板为主，同时融券券源只能以券商自营持有的股票融出给具有做空需求的客户。2019 年 4 月，上交所、证金公司和中国结算联合发布的《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》，科创板转融券通过增量来推进存量改革，将券源扩大至公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者以及参与科创板发行人首次公开发行的战略投资者。从 2019 年 7 月科创板开通以来，市场对科创板转融券业务的需求增大，两市转融券余额实现较快增长，截止 2020 年 6 月 30 日，转融券余额为 77.2 亿元，较去年 7 月的 34.7 亿元翻了 1 倍，推动科创板融券业务快速发展，融券占两融余额的比例达 27.3%，接近发达国家水平。此外，券商出借效率进一步提升。约定申报方式由证券公司借入股票次日可供客户融券卖出改为当日，大幅提升交易效率。未来市场化转融券将推广到存量板块，随着创业板转融券制度的推进以及科创板融券 T+0 的落地，融券规模或将进一步提升，做空机制或将更加完善。

转融通保证金提取比例取消，利好转融通业务

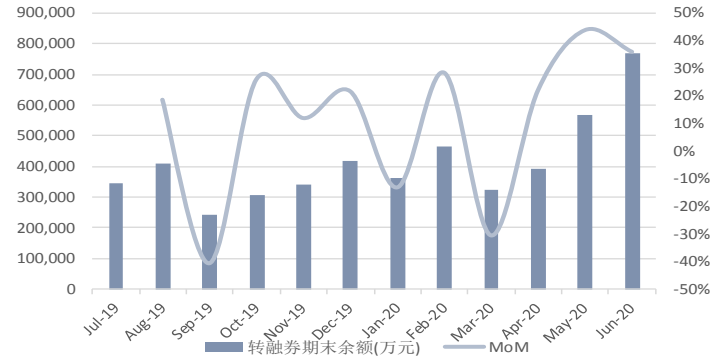
7 月 3 日，证金公司修订了转融通业务保证金管理实施细则和转融通业务合同，取消了证券公司转融通业务保证金提取比例限制。我们认为，新修订使得券商现金管理的效率大大提升，有利于券商转融通业务的进一步发展。券商作为融资融券和转融通业务的重要参与者，有望平衡多空双方的交易，进一步发挥市场定价功能，同时也有望活跃交易，增强市场流动性，推动两融业务的平衡发展。

图 19：美国融券余额/两融余额



资料来源:Wind，信达证券研发中心

图 20：科创板转融券余额（万元）



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 21：科创板融券余额/两融余额



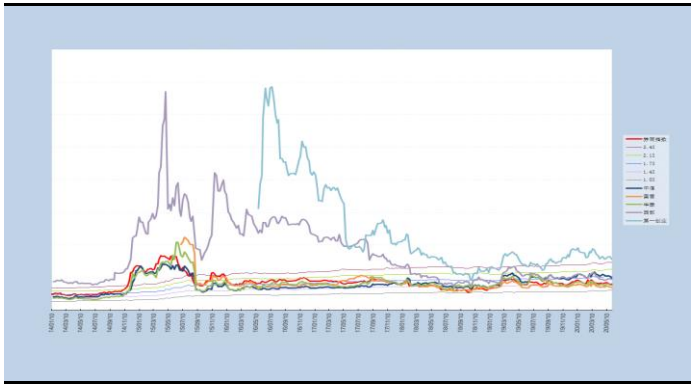
资料来源:Wind，信达证券研发中心

四、投资建议

回溯券商上两次波澜壮阔的大行情，2005-2006 由股权分置改革带来上市公司股权治理结构优化，同时公募、社保、险资等入市，大牛市使得中信证券 2006、2007 年利润增速分别 800%和 500%，区间涨幅达 15 倍；2014-2015 年由于创新大会放开资管和两融，使得行业分别实现 120%和 150%的利润增长，龙头西部证券区间涨幅为 4 倍。

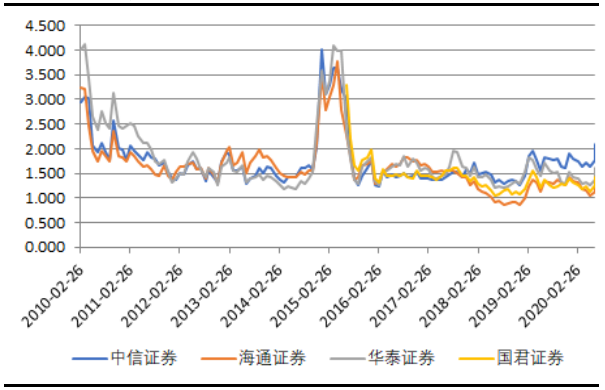
在监管对证券行业进行分类评级且业务放开准绳参考评级结果后，风控实力和资本实力占优的头部券商可以开展更多业务，因此历史上形成的大小券商估值差在不断收敛。但头部券商的估值锚仍然具有较强参考意义，经历过上周板块大幅上涨后，当前 PB 估值中信证券 2x、海通 1.3x，华泰 1.6x，国君 1.4x，距行业中枢 2-2.5x，仍然具有一定安全边际。建议关注头部券商中信、国君、招商等。

图 22：大小券商估值差收敛



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：头部券商估值锚仍处于历史中枢位置



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

国内疫情二次爆发影响复工复产、政策出现大幅调整、海外疫情失控影响复工进度

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com

华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。