

# 注册制快速推进，券商进入大投行时代

## 2020年中期证券行业投资策略报告

证券分析师：魏涛 SACNO：S1120519070003

吕秀华 SACNO：S1120520040001

2020年6月2日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## □ 注册制下券商运营模式将发生大的调整，有望孕育真正意义上的大型航母级投资银行

▶ 传统证券公司运营模式下业务模块之间独立性较高，缺乏协同效应。经纪业务主要为代买卖业务及融资融券业务，个人客户中高净值占比低。为机构投资者提供服务单一，主要为金融产品代销及研究销售服务。注册制将重构券商业务生态，各业务模块协同增加，形成有机整体。自营业务功能将显著变化，承担起卖方业务支持的功能。

## □ 注册制对投行业务影响面面观：注册制发行下企业上市审核周期明显缩短，IPO将明显扩容，同时投资银行的承销费率不会下降。

□ 虽然19年&20Q1数据显示行业景气度抬升背景下行业集中度升势暂缓，但注册制下投行业务、融券业务、衍生品业务发展，以及监管政策继续向大型券商倾斜，将带来行业集中度继续提升。

□ 维持行业推荐评级，推荐：1) 受益于行业打造航母级券商各项创新政策的大型综合性券商，包括华泰、海通、国君；2) 投行业务占比高，项目储备充足的国金证券。

□ 风险提示：资本市场改革不及预期，权益市场大幅波动

# 目录

contents

01注册制下有望孕育真正意义  
上的大型航母级投资银行

02注册制对投行业务影响面面观

03行业集中度有望继续提升

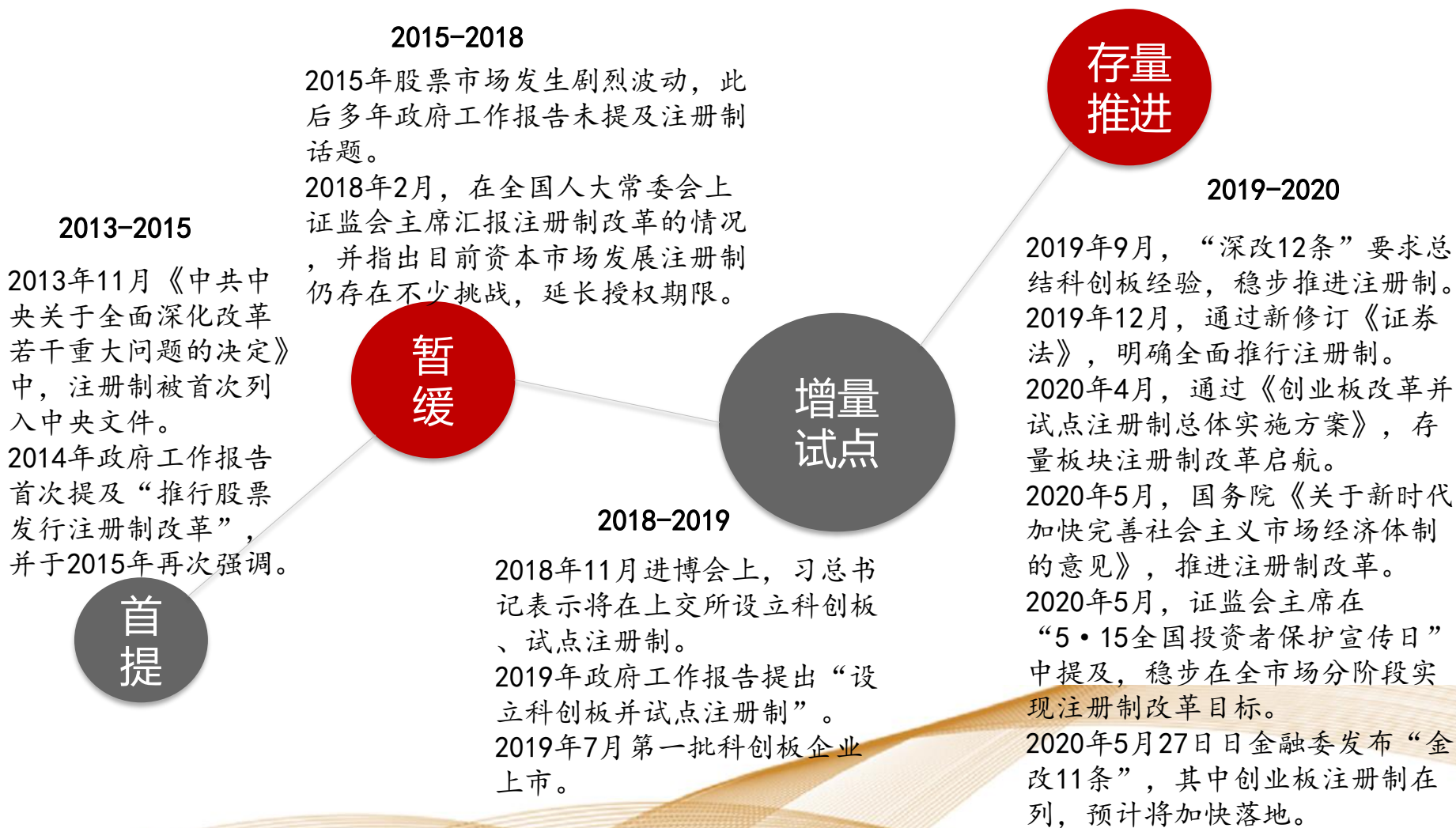
04投资建议

05风险提示



## 01 注册制下有望孕育真正意义上的大型航母级投资银行

# 创业板注册制落地指日可待

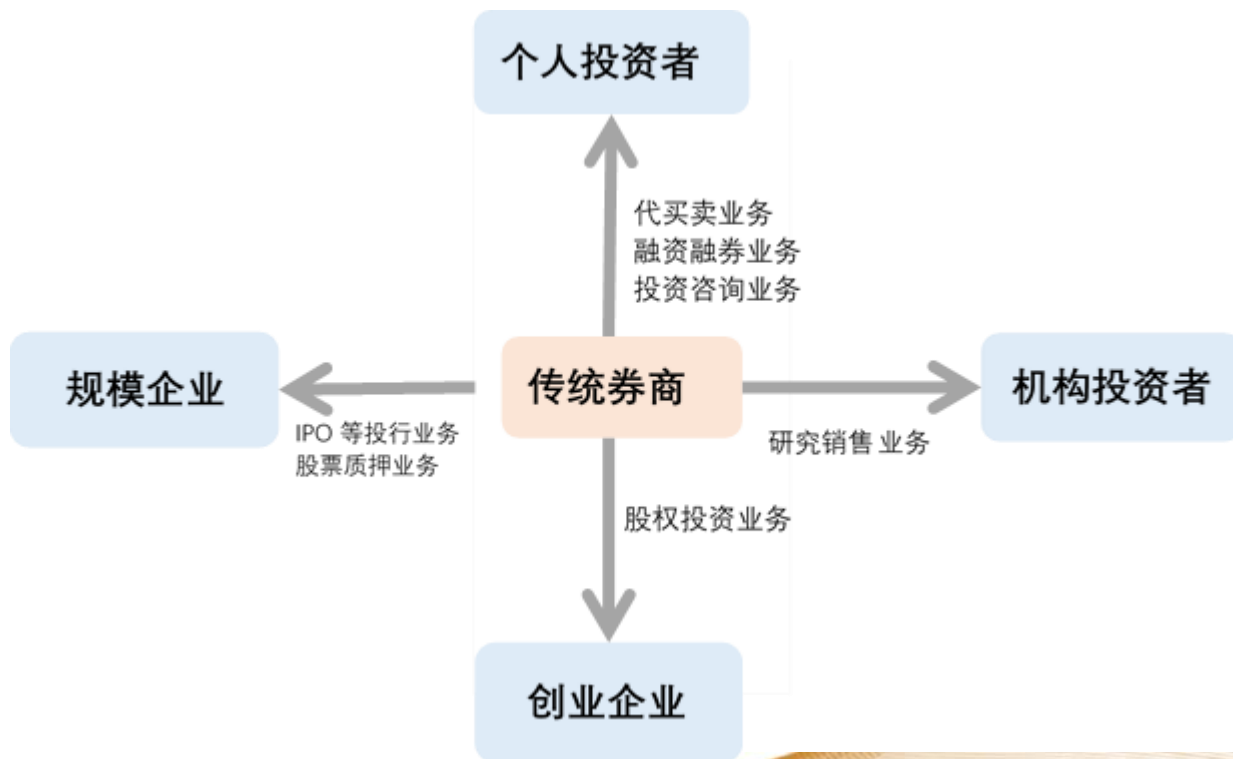




# 券商运营模式有望带来大的调整

## 传统证券公司运营模式

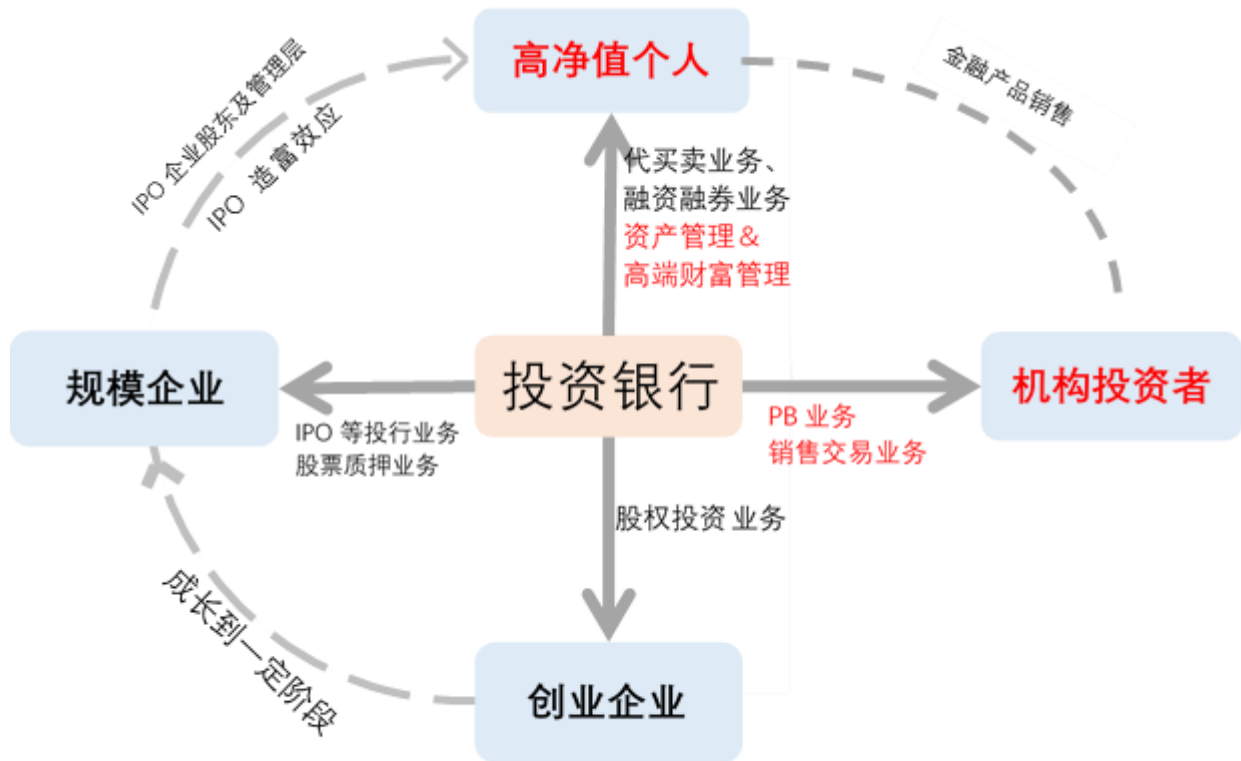
- 传统证券公司运营模式下业务模块之间独立性较高，缺乏协同效应。
- 经纪业务主要为代买卖业务及融资融券业务，个人客户中高净值个人比例低。
- 为机构投资者提供服务单一，主要为金融产品代销及研究销售服务。
- 注册制将重构券商业务生态，券商有望向现代投资银行转型。



# 注册制下券商有望向现代投资银行转型

## 现代投资银行运营模式

- 注册制下各业务模块协同增加，形成有机整体。
- 民营、新兴产业IPO数量增多，造富效应下股东及管理层将成为券商高端财富管理业务重要客户来源。
- 私人财富管理部门可以利用投行项目优势，开发股票市场相关的定增、股票质押回购类项目、并购融资类项目，为高净值客户提供高端定制化产品。
- 自营业务功能将显著变化。将承担起卖方业务支持的功能。



资料来源：华西证券研究所



## 02

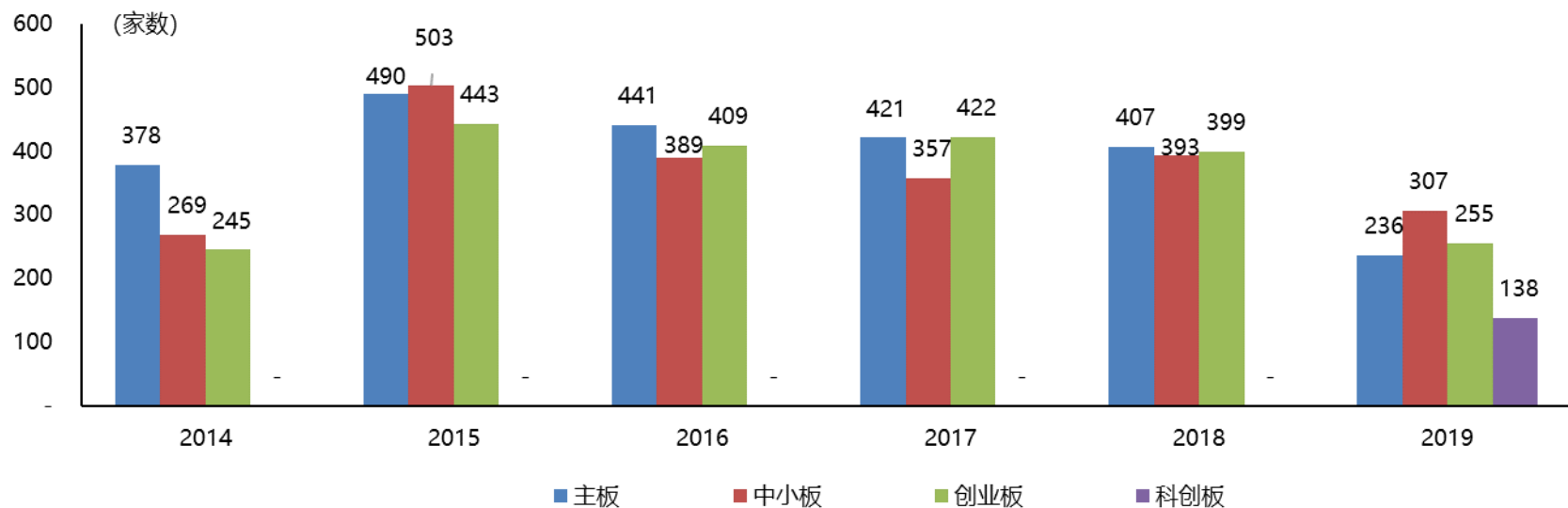
# 注册制对投行业务影响面面观



# 注册制下企业上市审核周期明显缩短

- 注册制以信息披露为核心，证券监管机构对发行人提交的材料只作合规性核查，不进行专门核查，更不会进行投资价值判断，行政审批周期缩短。有利于缩短证券发行的时间，提高发行效率。
- 科创板的经验支持这一结论，以IPO从监管受理到审核完成的时间周期来看，主板、中小板与创业板的审核平均周期在400天左右，而科创板企业从上交所受理，到审核完成则仅需138天，时间缩短效果明显。

2014-2019年各个板块IPO从受理至审核完成的时间

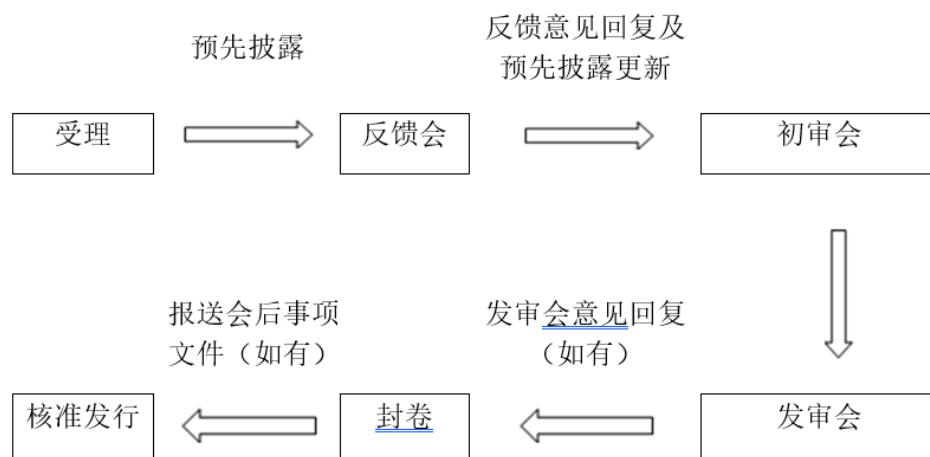


资料来源：Wind, 华西证券研究所

# 核准制审核流程VS注册制审核流程

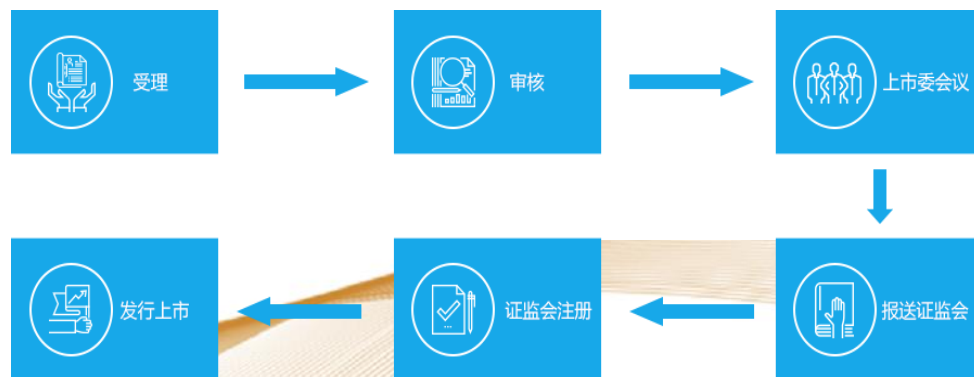
- ❑ 仅从审核流程本身看，现行核准制与科创板注册制并无显著差异，两者受理环节都规定5个交易日，反馈时间也较为接近。
- ❑ 注册制下不进行实质审核，相应企业反馈时间也大为缩短是注册制下审核效率提升的关键。
- 现行核准制下，需要对企业财务经营等诸多状况进行逐一审核，确保其真实性与合规性，同时需要就其中出现的问题进行意见反馈并解决。不同企业规范程度不同，因此反馈次数，和反馈问题的解决时长存在较大差异。
- 注册制下，监管机关对披露信息的完整性进行把控，而不会花费大量时间对真实性进行逐一把控，发行人和承销商对材料的真实性负责，投资者对是否购买股票的投资决策自负其责。

## 现行核准制审核流程



资料来源：中国证监会官网, 华西证券研究所

## 科创板注册制审核流程

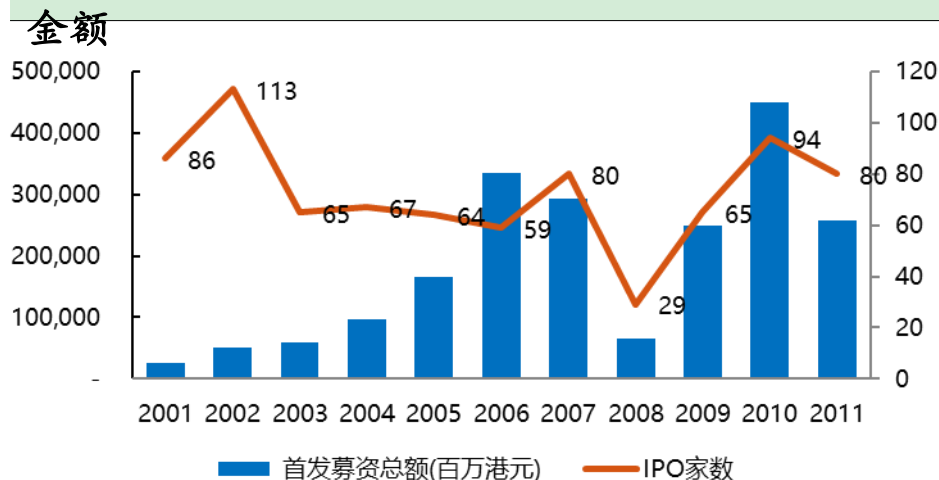


资料来源：上海证券交易所官网, 华西证券研究所

# 注册制发行下IPO将明显扩容

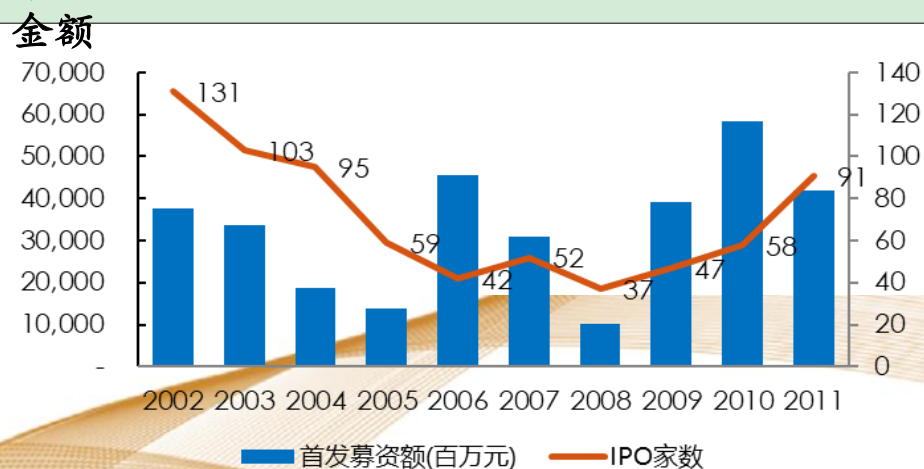
- 中国香港于2003年4月1日确定双重存档制的注册制改革。受2002年“仙股事件”影响，中国香港注册制推行后最初几年IPO发行家数下滑。但由于市场转牛加之大型项目增多，首发募资总额持续增加。
- 中国台湾于2006年《证券交易法》修订，股票发行机制全面过渡到注册制。改革后，IPO发行家数止跌回升，加之市场走牛，首发募资金额增幅明显，2006年募集金额分别为456亿元，同比增长233%。
- 由于现行审核制下创业板IPO堰塞湖现象明显，预计在启动注册制改革后随着IPO审核效率的提升，创业板IPO会有一个明显的扩容。

中国香港注册制改革前后IPO发行家数（右轴）及



资料来源：Wind, 华西证券研究所

中国台湾注册制改革前后IPO发行家数（右轴）及

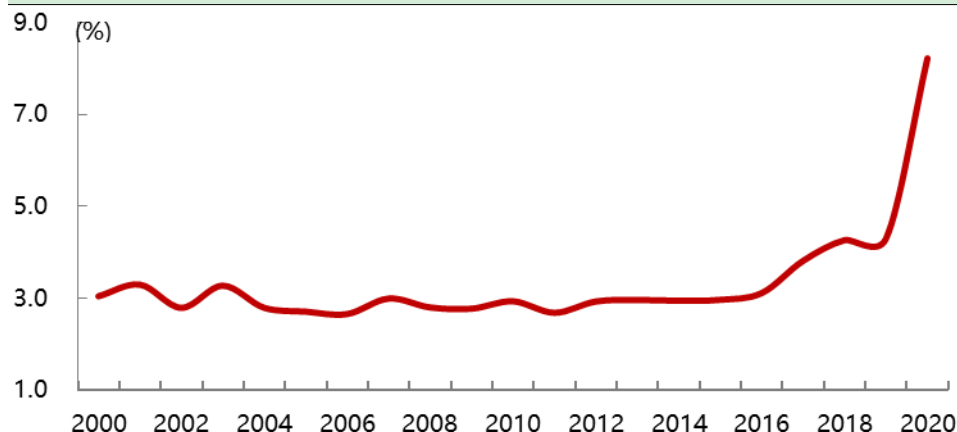


资料来源：Wind, 华西证券研究所

# 注册制发行下承销费率不会下降

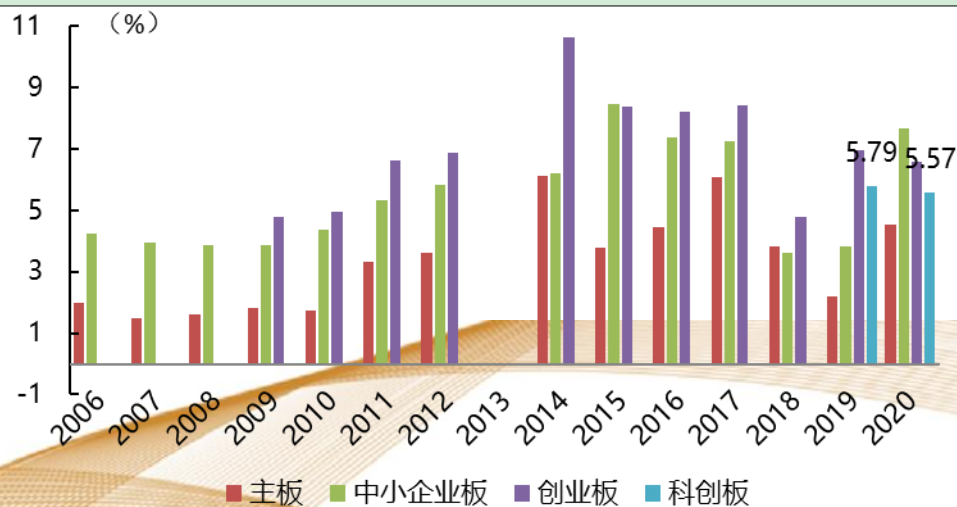
- 注册制下券商投行将从通道发行回归定价与销售本源，对投行的专业性、客户关系能力要求大为提升，相应IPO承销费率不会下降甚至会提升。
- 对比中国香港2006年注册制改革前后IPO承销费率可以发现，承销费率并没有下降，基本稳定在3%左右，近年IPO承销费率提升明显。
- 中国大陆的投行IPO承销费率逐年走高，而且从主板到创业板的承销费率逐渐提高。发行审核较为宽松的创业板发行费率持续高于中小板，而后者则高于发行更为严格的主板，也印证了发行门槛的放松并非降低投行费率，反而提高发行费率。
- 在各家券商将科创板作为战略项目争夺的背景下，科创板IPO平均承销费率依然保持在5.5%以上。

## 中国香港注册制改革前后IPO承销费率



资料来源：Wind, 华西证券研究所

## 我国科创板IPO发行费率



资料来源：Wind, 华西证券研究所



### 03

## 证券行业集中度有望继续提升

行业景气度抬升背景下行业集中度升势暂缓，但注册制下投行业务、融券业务、衍生品业务发展将带来行业集中度继续提升，监管政策继续向大型券商倾斜。



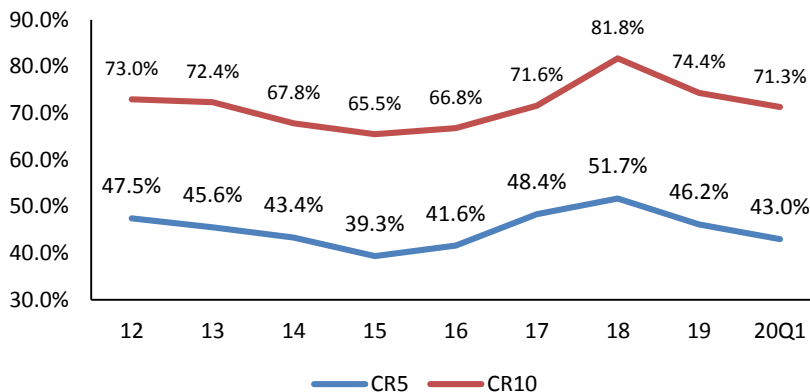
# 景气度抬升背景下行业集中度升势暂缓

► 景气度抬升的背景下行业集中度升势暂缓。19年上市券商营收、净利的CR5、CR10均有所下滑。19年37家上市券商归母净利润 CR5/CR10 分别为46.2%/74.4%，相较18年的51.7%/81.8%有所下降。营收来看也符合这个趋势，19年营收的CR5/CR10分别为42.4%/65.5%，相较18年的42.6%/66.0%也有所下降。

► 20Q1上市券商归母净利的CR5、CR10均下滑，但营收的CR5下滑，但CR10有所提升。整体来看，行业15年以来集中度抬升的势头暂缓。但从长远来看，在打造航母级券商以及投行注册制、机构交易业务大发展的背景下，券商行业马太效应将持续。

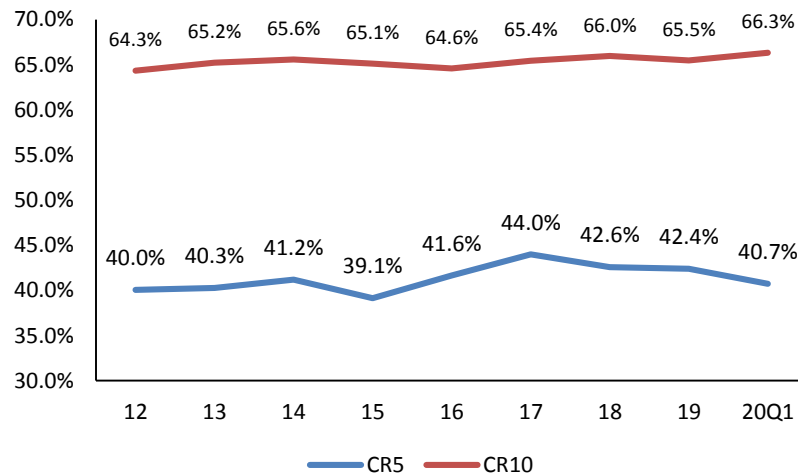
► 观察数据得到的另一个结论是大型券商的利润率显著优于其他券商。上市券商归母净利的CR5、CR10均大于营收的CR5、CR10。

## 12年至今37家上市券商归母净利集中度



资料来源：Wind, 华西证券研究所

## 12年至今37家上市券商营收集中度



资料来源：Wind, 华西证券研究所

# 注册制下投行业务集中度提升

► 科创板业务市场集中度远高于以往市场，以承销保荐费来看，19年CR3占比33%，CR5占比47%；20Q1的CR3为56%，CR5为73%。而19年上半年科创板未开市前全市场承销保荐业务CR3为22%，CR5为31%。

► 具体公司来看，中金公司、中信建投和中信证券为19年科创板承销保荐费前三，分别为5.82亿元、5.31亿元和4.44亿元；20Q1科创板承销保荐费前三为中金公司、中信证券和光大证券，收入分别为5.01亿元、2.14亿元和1.93亿元。

## 承销保荐费科创板集中度VS其他板块集中度

2019科创板 20Q1科创板 2019上半年全市场

CR3	33%	56%	22%
CR5	47%	73%	31%

资料来源：Wind, 华西证券研究所

## 各家券商科创板投行保荐费收入（单位：亿元）

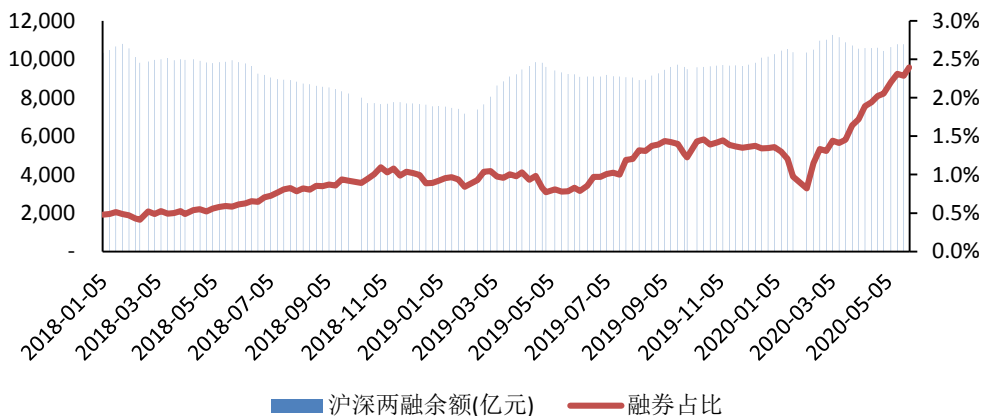
2019承销保荐费		2020承销保荐费	
中金公司	5.82	中金公司	5.01
中信建投	5.31	中信证券	2.14
中信证券	4.44	光大证券	1.93
国泰君安	3.51	中信建投	1.75
华泰联合	3.42	国金证券	1.11
国信证券	2.93	广发证券	0.83
招商证券	2.9	国泰君安	0.76
广发证券	2.03	西部证券	0.71
民生证券	1.85	首创证券	0.6
东兴证券	1.76	兴业证券	0.51
安信证券	1.75	华创证券	0.41
海通证券	1.69	中泰证券	0.37
其他	10.1	民生证券	0.19
合计	47.51	合计	16.32

资料来源：Wind, 华西证券研究所

# 融券业务有望增长

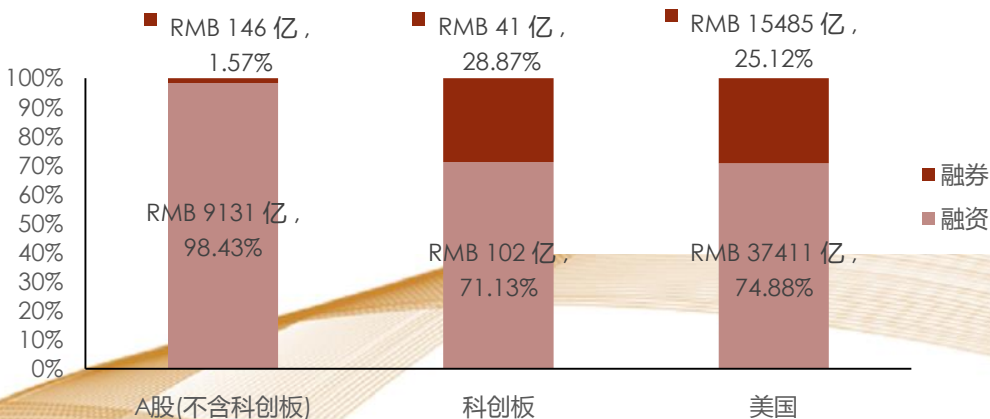
- ▶ 长期以来我国融券余额占比不足2%（科创板开板前）。制约融券业务发展的核心因素为券源渠道未打开，目前此约束条件在逐步放开
- ▶ 2019年4月，上交所发布《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》，扩大融券业务券源：公募基金、社保基金等机构可作为出借人参与科创板证券出借；战略投资者配售获得股票可参与科创板证券出借。
- ▶ 科创板开板后，全市场融券余额占比有明显提升，由开板前的1%左右提升至目前的2.3%左右。目前市场整体融券余额占比1.57%，距离美国市场的25.12%有较大空间。创业板注册制试点下可以期待融券政策的相应放松以及由此带来的融券规模的扩大。
- ▶ 机构客户基础越好券源越广，融券业务市占率越高，融券业务集中度将非常高。

## 全市场融券余额占比



资料来源：Wind, 华西证券研究所

## 科创板融券业务



资料来源：Wind, 华西证券研究所，数据取自2020年5月29日

# 券商分类评价新规下大型券商占优不动摇

## 以18年数据测算分类评价新旧规下各家券商得分对比

营收排名	公司	旧规下得分	新规下得分	得分变化	得分变化标准化	代理买卖 证券业务 收入 (旧)	代理买卖 证券业务 收入 (新)	变化	投行业务 (旧)	投行业务 (新)	变化	财富管理 业务收入 (新增)	境外子公 司业务收 入 (旧)	境外子公 司业务收 入 (新)	变化	信息技术 投入考核 值(旧)	信息技术 投入 (新)	变化	净资产收 益率 (旧)	净资产收 益率 (新)	变化	成本管理 能力 (旧)	净资产 (旧)	风险覆 盖率 (新)	变化
1	中信证券	9.5	7.0	-2.5	-1.2	1.0		-1.0	2.0	3.0	1.0	1.0			-	1.0		-1.0	2.0	1.0	-1.0	0.5	3.0	2.0	-1.0
2	海通证券	10.0	7.0	-3.0	-1.7			-	2.0	3.0	1.0	1.0	2.0	0.5	-1.5	0.5		-0.5	0.5	0.5	-	2.0	3.0	2.0	-1.0
3	国泰君安	9.5	8.0	-1.5	-0.2	2.0	2.0	-	1.0	3.0	2.0	0.5			-	2.0		-2.0	0.5	0.5	-	1.0	3.0	2.0	-1.0
4	华泰证券	10.0	5.5	-4.5	-3.2	1.0		-1.0	2.0	2.0	-	1.0			-	2.0		-2.0	1.0	0.5	-0.5	1.0	3.0	2.0	-1.0
5	广发证券	9.0	7.0	-2.0	-0.8	1.0	1.0	-	1.0	2.0	1.0	1.0			-	1.0		-1.0	1.0	1.0	-	2.0	3.0	2.0	-1.0
6	中金公司	11.0	6.5	-4.5	-3.3	1.0	1.0	-	2.0	3.0	1.0	1.0	2.0	0.5	-1.5	2.0		-2.0	1.0	1.0	-		3.0		-3.0
7	申万宏源	7.0	6.5	-0.5	0.7	2.0	2.0	-	0.5	1.0	0.5	0.5			-	0.5		-0.5	0.5	1.0	0.5	0.5	3.0	2.0	-1.0
8	招商证券	7.5	6.5	-1.0	0.2	1.0	1.0	-	1.0	2.0	1.0	1.0			-	1.0		-1.0	1.0	0.5	-0.5	0.5	3.0	2.0	-1.0
9	中信建投	8.0	7.5	-0.5	0.7	0.5	0.5	-	2.0	3.0	1.0	1.0			-	0.5		-0.5	1.0	1.0	-	1.0	3.0	2.0	-1.0
10	东方证券	6.0	4.5	-1.5	-0.3			-	1.0	1.5	0.5	1.0			-	1.0		-1.0	0.5		-0.5	0.5	3.0	2.0	-1.0
11	国信证券	9.5	7.5	-2.0	-0.8	2.0	2.0	-	1.0	1.5	0.5	1.0			-	1.0		-1.0	2.0	1.0	-1.0	0.5	3.0	2.0	-1.0
12	银河证券	8.0	6.0	-2.0	-0.8	2.0	2.0	-		0.5	0.5	1.0			-	0.5		-0.5	0.5	0.5	-	2.0	3.0	2.0	-1.0
13	平安证券	9.5	4.5	-5.0	-3.8	2.0		-2.0	0.5	0.5	-	1.0			-	2.0		-2.0	2.0	1.0	-1.0		3.0	2.0	-1.0
14	安信证券	4.0	3.5	-0.5	0.6			-		0.5	0.5	1.0			-	0.5		-0.5	0.5		-0.5		3.0	2.0	-1.0
15	光大证券	4.0	3.5	-0.5	0.7			-	0.5	1.0	0.5	0.5			-	0.5		-0.5			-		3.0	2.0	-1.0
.....																									
30	西南证券	3.0	2.0	-1.0	-0.0			-		1.0	1.0				-			-			-		3.0	1.0	-2.0
31	广州证券	3.0	1.0	-2.0	-1.0			-			-				-			-			-		3.0	1.0	-2.0
32	华西证券	5.0	2.5	-2.5	-1.5	1.0	1.0	-			-				-			-	0.5	0.5	-	0.5	3.0	1.0	-2.0
33	国元证券	3.5	1.0	-2.5	-1.6			-			-				-			-	0.5		-0.5		3.0	1.0	-2.0
34	华福证券	3.2	1.0	-2.2	-1.3			-			-				-			-	0.5		-0.5		2.7	1.0	-1.7
35	西部证券	3.0	1.5	-1.5	-0.6		0.5	0.5			-				-			-			-		3.0	1.0	-2.0
36	国海证券	3.0	1.0	-2.0	-1.1			-			-				-			-			-		3.0	1.0	-2.0
37	新时代证 券	3.2	1.0	-2.2	-1.3			-			-				-			-	0.5		-0.5		2.7	1.0	-1.7
38	国开证券	3.5	1.0	-2.5	-1.6			-			-				-			-	0.5		-0.5		3.0	1.0	-2.0
39	华创证券	3.0	1.0	-2.0	-1.2			-			-				-			-			-		3.0	1.0	-2.0
40	东方财富	8.2	2.0	-6.2	-5.4	1.0		-1.0			-				-	0.5		-0.5	2.0	1.0	-1.0	2.0	2.7	1.0	-1.7
.....																									
90	爱建证券	-	1.0	1.0	0.3			-			-				-			-			-		-	1.0	1.0
91	申港证券	1.1	1.0	-0.1	-0.7			-			-				-			-			-		1.1	1.0	-0.1
92	汇丰前海	-	1.0	1.0	0.2			-			-				-			-			-		-	1.0	1.0
93	华菁证券	0.3	1.0	0.7	-0.1			-			-				-			-			-		0.3	1.0	0.7
94	世纪证券	-	1.0	1.0	0.3			-			-				-			-			-		-	1.0	1.0
95	东亚前海	-	1.0	1.0	0.3			-			-				-			-			-		-	1.0	1.0
96	华信证券	-	1.0	1.0	0.4			-			-				-			-			-		-	1.0	1.0
97	中天国富	1.3	1.0	-0.3	-0.7			-			-				-			-			-		1.3	1.0	-0.3
98	网信证券	-	1.0	1.0	-			-			-				-			-			-		-	1.0	1.0



# 头部券商先行获批创新业务资格

- 打造航母级券商的背景下，头部券商获得更多的政策倾斜
- 头部券商在创新业务资格获取、分类评价得分方面具有明显优势；515投资者保护日讲话中易主席明确未来将进一步完善中介机构分类管理，奖优惩劣
- 2019年7月证监会下发《证券公司股权管理规定》，引导券商差异化经营：区分从事具有显著杠杆性质业务且多项业务之间存在交叉风险的券商（即综合类券商）和从事常规传统证券业务券商（即专业类券商）。

近年来头部券商获批创业业务资格情况

	银行间市场交易商协会		央行	国家外管局	证监会及下属机构						
	非金融企业债承销 (A类主承销商)	银行间债券市场做市商	公开市场业务一级交易商	外汇业务结售汇业务试点	基金投资顾问业务	并表监管试点	跨境业务	黄金等贵金属现货合约代理	黄金现货合约自营业务	中金所国债期货做市商	合计
中信证券	1	1	1	1		1	1	1	1	1	9
国泰君安	1	1		1	1	1	1	1	1		8
海通证券	1						1	1	1		4
华泰证券	1			1	1	1	1	1	1	1	8
广发证券	1	1					1	1	1		5
招商证券	1			1		1	1		1	1	6
申万宏源					1				1	1	3
中国银河	1				1		1		1	1	5
国信证券	1										1
中信建投	1				1	1	1	1	1		6
东方证券	1								1	1	3
光大证券	1							1	1		3
国金证券										1	1
天风证券										1	1
第一创业		1									1
国联证券					1						1
中金公司	1	1	1	1	1	1	1				7
合计	12	5	2	5	7	6	9	7	11	8	72





## 04 投资建议：维持行业推荐评级

## 4.1 中性假设下2020年归母净利润增速超10%

► 预计2020年行业营业收入、净利润分别达到3797亿元、1405亿元，同比分别增长5.3%、14.1%。

### 证券行业业绩预测

券商行业收入利润（单位：亿元）	2018	2019	20Q1	2020E	2021E
营业收入	2,663	3,605	983	3,797	4,303
--经纪业务	623	788	295	969	1,004
--自营业务	800	1,222	292	1,413	1,739
--利息收入	215	464	129	531	498
--投行业务	370	483	110	570	708
--资管业务	275	275	67	272	313
--其他	379	374	90	42	42
营业支出	1,775	1,964	465	1,924	2,173
--营业税金及附加	24	25	8	30	34
--管理费用	1,521	1,795	439	1,779	2,017
--减值损失	194	215	47	151	149
营业利润	888	1,641	518	1,873	2,131
所得税	222	410	130	468	533
净利润	666	1,231	389	1,405	1,598
收入增速及利润率	2018	2019	20Q1	2020E	2021E
营业收入增速	-14.5%	35.4%	-3.5%	5.3%	13.3%
--经纪业务	-24.1%	26.3%	33.0%	23.0%	3.6%
--自营业务	-7.1%	52.6%	-43.2%	15.7%	23.0%
--利息收入	-38.3%	115.8%	87.3%	14.5%	-6.3%
--投行业务	-27.4%	30.5%	25.7%	18.0%	24.3%
--资管业务	-11.4%	0.1%	16.4%	-1.0%	15.0%
净利润增速	-41.0%	84.8%	-11.7%	14.1%	13.8%
利润率	25.0%	34.1%	39.5%	37.0%	37.1%

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4.2 核心假设：

- 预计2020年行业日均股票成交额7252亿元；行业IPO规模、再融资、核心债券融资规模分别为2972亿元、8132亿元、6.39万亿元；日均两融余额10556亿元。

### 证券行业盈利预测核心假设

关键假设（单位：亿元）	2018	2019	20Q1	2020E	2021E
<b>经纪业务</b>					
日均交易额	4,139	5,599	9,145	7,252	7,909
佣金率	3.10	2.88	2.78	2.74	2.60
<b>投行业务</b>					
IPO规模	1,378	2,532	786	2,972	4,755
定增规模	7,524	6,888	1,540	8,132	11,385
配股规模	228	134	160	740	740
核心债券	39,922	55,387	13,571	63,902	70,292
<b>资管业务</b>					
集合资管规模日均	20,131	19,054	19,326	20,393	23,452
定向资管规模日均	126,938	100,563	92,899	98,028	112,732
专项资管规模日均	60	16	0	0	0
<b>资本中介业务</b>					
日均融资融券规模	9,131	9,116	10,447	10,556	11,413
日均股权质押规模	7,475	5,197	4,159	4,311	4,527
日均客户资金	9,989	11,189	14,350	14,300	17,220
<b>自营业务</b>					
平均投资资产	31,361	38,759	43,199	47,100	57,956
投资收益率	2.6%	3.2%	0.7%	3.0%	3.0%

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4.3投资建议：维持行业推荐评级，两主线选股

- 目前行业估值处于历史低位，政策推动行业景气度持续攀升。2020年资本市场进入深改全面推进阶段，创业板改革并试点注册制顺利启动，新三板改革启动公开发行并挂牌精选层受理审核，再融资政策调整、红筹企业境内上市安排优化等一系列改革创新举措陆续出台。未来存量板块的注册制改革、退市制度等相关配套制度预计跟进，下一步投资端、中介机构端改革也有望获得突破，包括推动完善中长期资金入市的安排，加大期货期权等产品供给，支持优质券商提质创新。资本市场有望伴随新经济板块的崛起而发展壮大。
- 个股方面，我们推荐两条主线：1) 受益于行业打造航母级券商各项创新政策的大型综合性券商，包括华泰、海通、国君；2) 投行业务占比高，项目储备充足的国金证券。

证券行业重点公司盈利预测与估值表

重点公司									
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	BVPS(元)			P/B		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601688	华泰证券	17.28	增持	13.50	14.35	15.40	1.28	1.20	1.12
600837	海通证券	11.55	增持	10.96	11.91	12.91	1.05	0.97	0.89
601211	国泰君安	15.67	增持	15.44	16.28	17.40	1.01	0.96	0.90
600109	国金证券	9.84	增持	6.85	7.37	8.00	1.44	1.34	1.23

资料来源：Wind，华西证券研究所，注：收盘价为2020年5月29日收盘价



## 05 风险提示：

资本市场改革不及预期，  
权益市场大幅波动



## 分析师简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，6年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且该判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。