



政策利好叠加复苏持续，券商估值修复可期

证券行业2020年中期投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

2020年6月15日

## 回顾：券商板块跑输市场，估值下移

疫情影响下，机构对权益市场预期悲观，活跃度回落，券商盈利前景不确定性增加，板块跑输市场。1-5月整体业绩+14%。

## 展望：政策红利叠加经济复苏，券商迎来边际改善

- 创业板注册制正式落地，券商经纪、投行和直投业务全面受益；
- 资本市场改革政策超预期，引入长期资金相关政策有望落地；
- 2020年1-5月社会融资规模同比扩张明显，经济持续复苏，利于权益市场风险偏好提升。

## 投资观点：看好券商板块估值修复，两主线择股

- 资本市场深改不断推进，经济复苏持续，券商盈利边际改善可期，板块估值处于历史低位，券商板块前期滞涨，看好下半年估值修复机会，维持行业“看好”评级。
- 受益标的：1）政策受益主线：国金证券（IPO及经纪业务弹性明显），东方财富（证券零售和代销业务双增长）；2）头部券商主线：华泰证券，中信证券。

## 风险提示

全球疫情冲击超预期，券商投资及股票质押等业务风险加大；创业板注册制进程低于预期。

# 目 录

## CONTENTS

- 1 回顾：券商板块跑输市场，1-5月净利润保持升势
- 2 展望：政策红利叠加经济复苏，边际向好
- 3 投资结论：看好券商估值修复，两主线择股
- 4 风险提示

## 2020年上半年券商板块跑输指数

- 截止6月12日，券商指数-12.3%，沪深300指数-2.3%，跑输10个百分点。
- 2020Q1略优于指数，2020Q2指数开启反弹，券商明显跑输。
- 估值下行：PB估值回落至ROE下方。

图1：2020年上半年券商板块跑输市场

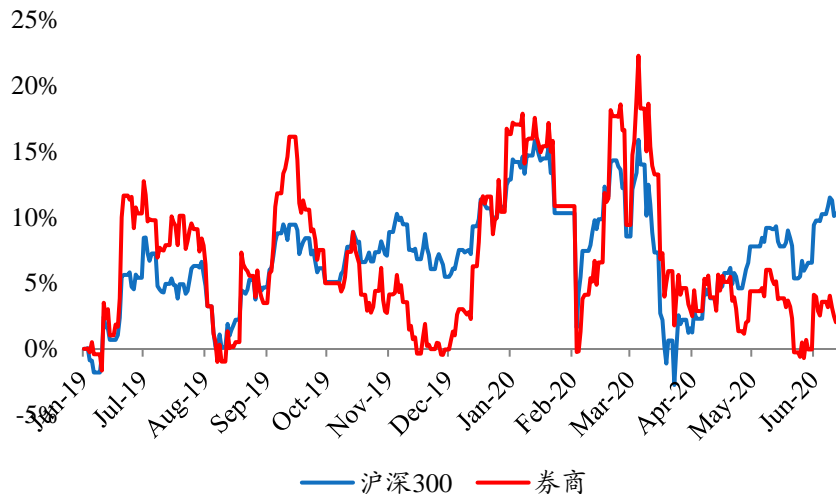
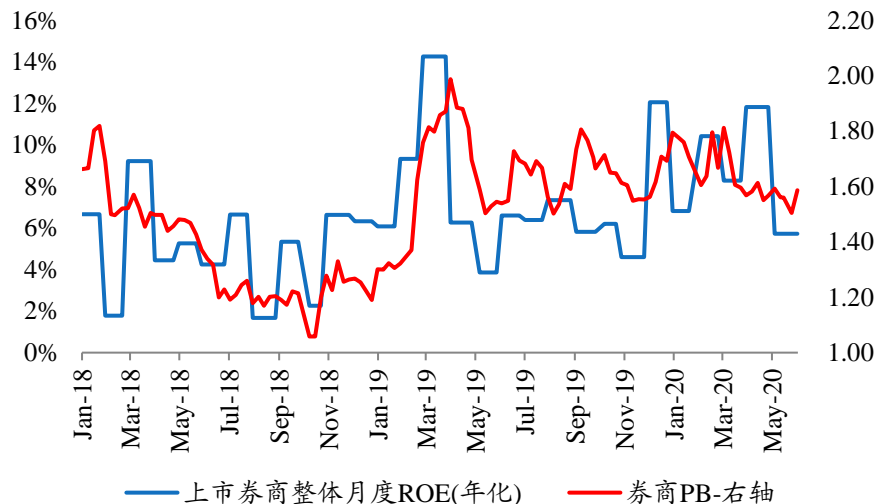


图2：2019年券商PB整体高于ROE，2020年1-5月券商PB低于ROE



## 1.2 板块复盘：券商板块跑输市场

**主要矛盾：全球疫情冲击下，机构对权益市场预期悲观，券商业绩前景担忧加大**

- 疫情影响下，市场情绪整体悲观，上半年沪深300最大跌幅7.9%，交易额持续回落，券商盈利前景不确定性增大。
- 流动性持续宽松，1-4月债市上涨明显，政策面整体超预期，未能对冲主要矛盾。
- 相比2019年同期，券商板块1季度估值处于相对高位。

图3：2020年1-5月交易量环比下降

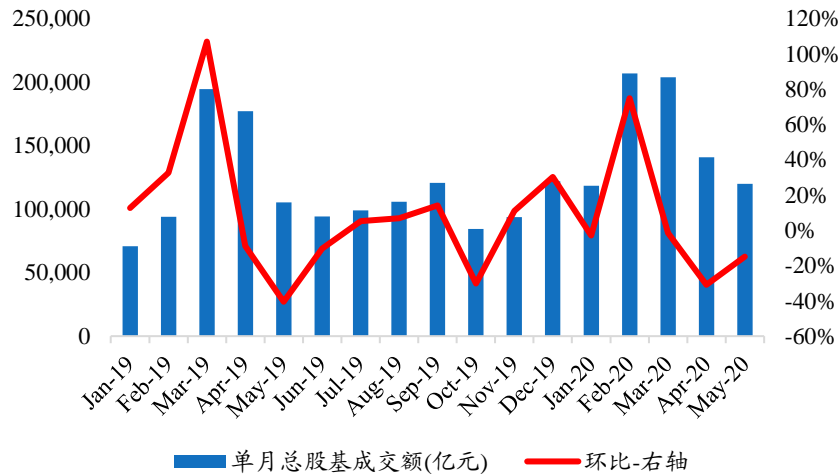
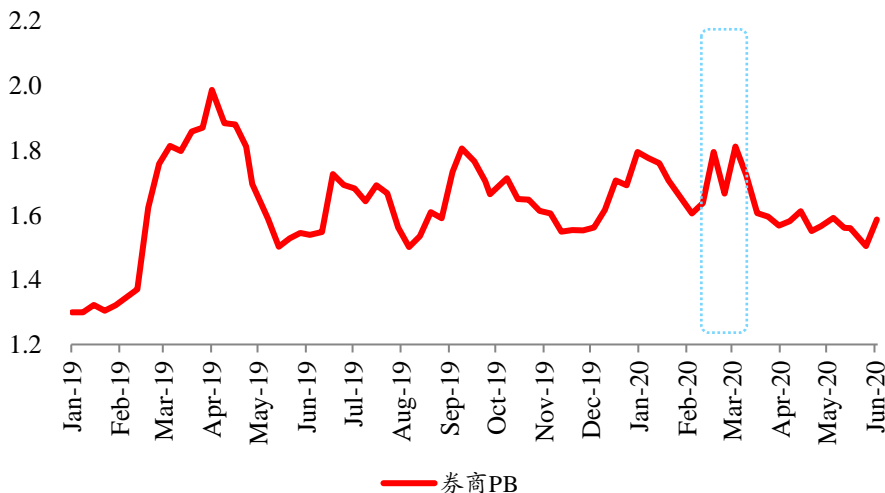


图4：2020年1季度券商PB估值整体处于相对高位



## 1.3 个股复盘：次新股和盈利突出标的涨幅领先

- 个股涨幅前十以中小券商为主，除去新股及次新股，东方财富、国金证券等中小券商收益率较高
- 头部券商中，中信建投和招商证券进入前十，盈利增长相对突出。

表1：券商板块收益率不及市场，中小券商收益率先领先

排序	个股名称	涨跌幅（%） （年初至2020.6.12）	相比沪深300指数 超额收益率（%）	相比券商板块指数 超额收益率（%）
1	中银证券	182.99	185.45	195.15
2	中泰证券	77.02	79.48	89.17
3	红塔证券	25.94	28.40	38.09
4	东方财富	20.53	22.99	32.69
5	国金证券	12.02	14.48	24.18
6	南京证券	9.99	12.45	22.15
7	中信建投	9.90	12.36	22.06
8	华安证券	-3.42	-0.97	8.73
9	华西证券	-6.99	-4.54	5.16
10	招商证券	-7.55	-5.09	4.61
沪深300指数		-2.3		
券商		-12.3		

## 1.4 业绩回顾：净利润保持增长态势，股市回落拖累投资收益

盈利持续增长，2020年1-5月净利润同比增长14%

- 经纪、投行、资管和利息净收入均实现同比增长，疫情冲击下依然表现较强。
- 股市整体回落拖累投资收益同比下降，资产减值计提同比增加。

图5：2020年1-5月净利润同比增长

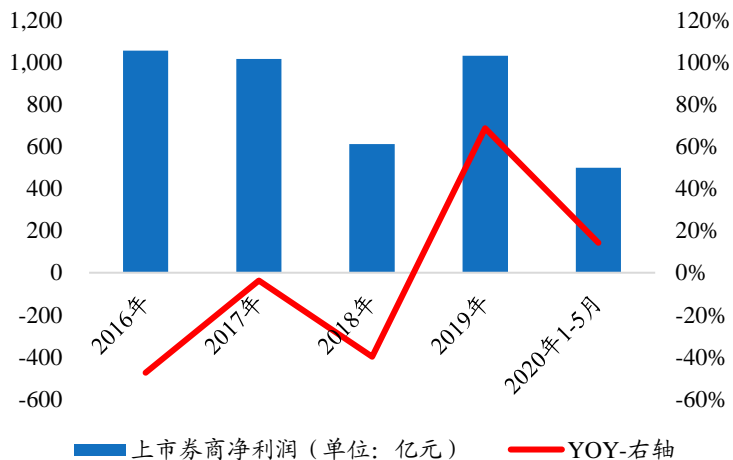


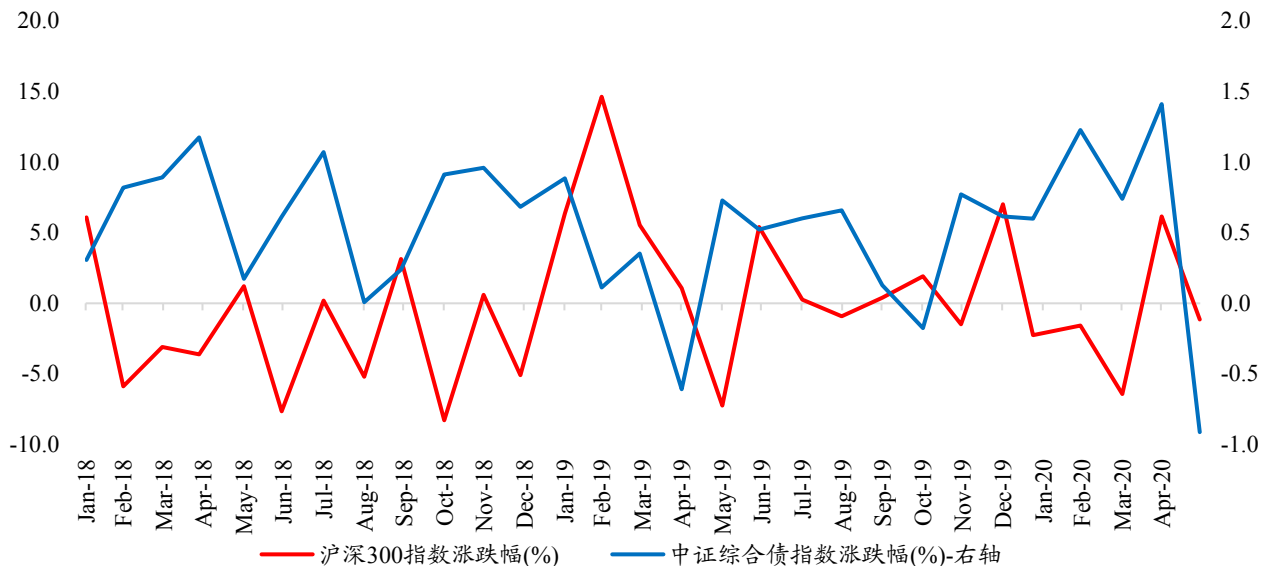
表2：2020Q1各板块业绩持续增加，投资收入和减值计提拖累业绩

35家上市券商合计	2019年			2020Q1		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	676	19.5%	21.6%	250	36.8%	30.0%
投行业务	357	21.6%	11.4%	78	16.4%	9.4%
资管业务	294	3.7%	9.4%	80	25.4%	9.6%
投资业务	1,246	92.9%	39.7%	267	-41.5%	32.0%
利息净收入	407	17.1%	13.0%	112	24.4%	13.5%
其他业务净收入	156	13.7%	5.0%	46	65.1%	5.6%
调整后营业收入	3,136	37.9%		832	-6.2%	
营业收入合计	3,762	42.0%		971	-0.6%	
信用减值及其他资产减值损失	202	20.2%	6.4%	52	N.A.	6.3%
其他业务成本	626	67.0%	20.0%	138	54.7%	16.6%
营业支出	2,429	29.2%		574	20.9%	
营业利润	1,334	73.2%		397	-20.9%	
净利润	1,032	71.6%		306	-22.0%	
归母净利润	1,000	71.4%		301	-20.3%	

## 股市债市反向波动，券商自营收益投资收益率承压

- 疫情冲击下，权益市场整体表现弱于2019年同期；
- 流动性宽松，债市1-4月上涨明显，5-6月延续下跌趋势。

图6：2020年1-5月股市和债市整体反向波动





## 1.4 业绩回顾：净利润保持增长态势，股市回落拖累投资收益

### 交易活跃度持续提升，IPO和债承规模高速扩张

- 截止6月12日，两市日均股基成交额为8039亿元，同比+27%，驱动经纪业务收入扩张；
- IPO承销规模跃升，2020年1-5月同比增幅达126.72%，债承规模持续增长，预计2020年投行业务迎来全面爆发。

图7：2020年1-5月单月股基成交额同比增加

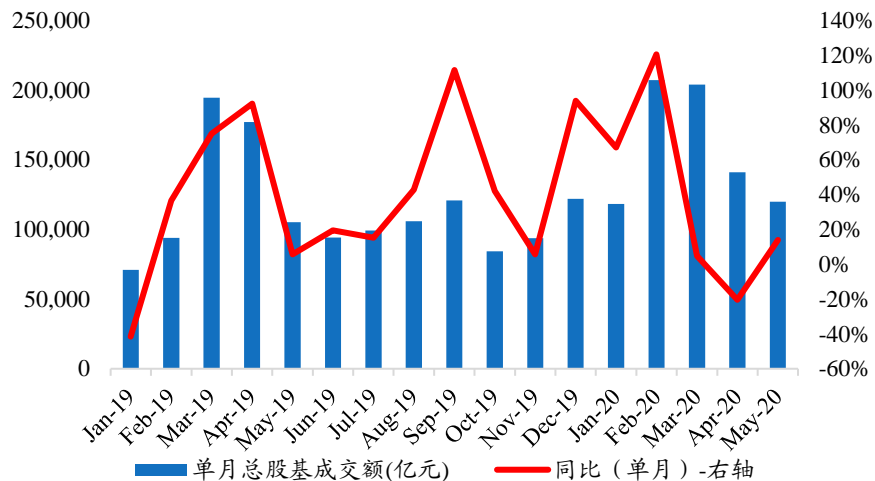


表3：IPO和债承规模高速增长

单位：亿元	2019年	YOY	2020年1-5月	YOY
IPO承销规模	2,532	84.1%	1,132	126.7%
债券承销规模	76,417	31.6%	38,214	34.7%

## 两融扩张效果显现，减值计提拖累Q1业绩

- 券商两融规模持续扩张，2019年两融标的扩容，2020年1月券商风控新将两融融出资金稳定资金计算比例由50%降至30%；
- 受疫情影响权益市场整体下跌，券商减值计提同比增加明显

图8：2020年1-5月两融每月日均余额同比增长

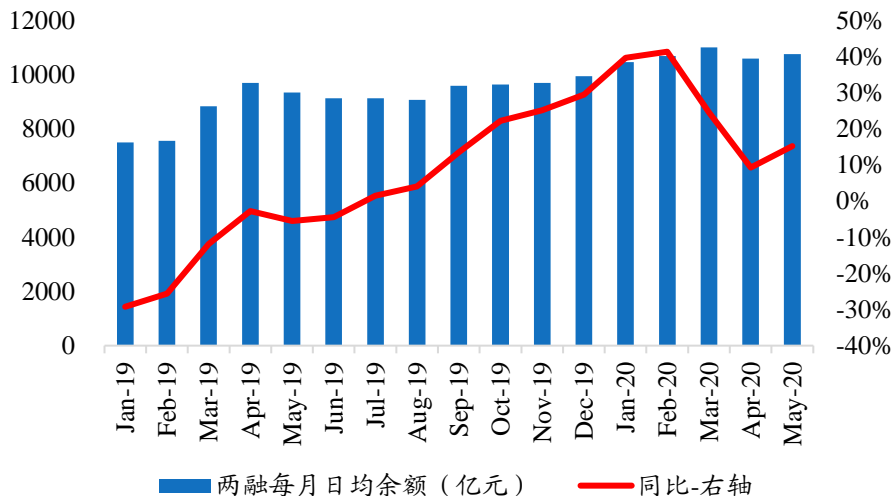
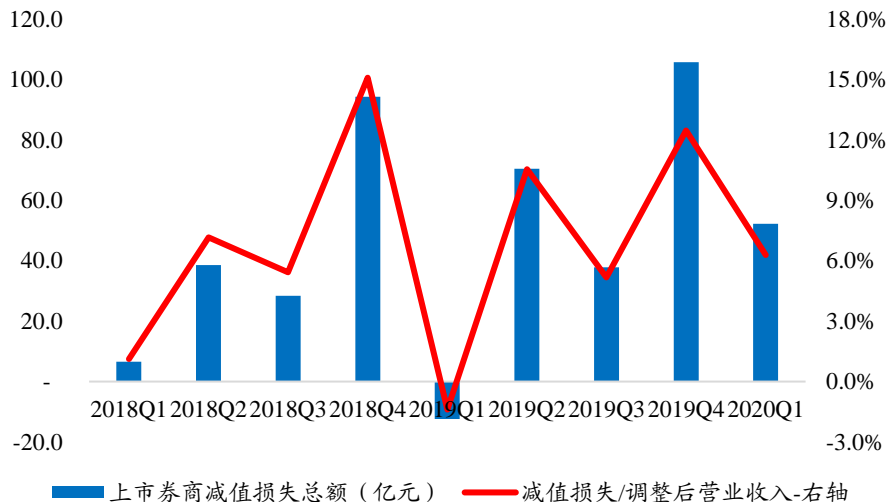


图9：2020Q1减值计提同比增加



# 目 录

## CONTENTS

- 1 回顾：券商板块跑输市场，1-5月净利润保持升势
- 2 展望：政策红利叠加经济复苏，边际向好
- 3 投资结论：看好券商估值修复，两主线择股
- 4 风险提示

## 2.1 深改政策加快落地，注册制进入存量市场

### 面对疫情，资本市场深化改革进程加快

- 2020年以来，一系列政策加速落地，涉及再融资、创业板IPO、财富管理、新三板等多项业务。
- 展望：引入长期资金入市等相关政策。

表4：2020年一系列资本市场深改政策加快落地

时间	政策	影响
2020年1月23日	券商风控指标新规正式落地	高评级券商净资本进一步释放，提升杠杆上限
2020年2月14日	再融资新规正式稿落地	利好投行业务，有助于吸引长期资金入市
2020年3月1日	新《证券法》正式实施	全面确立注册制改革，债券市场进入注册制，公开发债条件有所松绑，明确券商可以做股权激励
2020年3月6日	券商开启公募基金投顾试点	利好头部券商发展财富管理转型
2020年4月6日	头部券商试点并表监管	利于头部券商净资本释放
2020年5月29日	上交所提出研究单次“T+0”交易机制	政策若落地，将利好券商经纪业务
2020年6月3日	新三板转板制度落地	进一步打造多层次资本市场体系，激发市场活力
2020年6月8日	科创板针对红筹企业回归出台新规定	吸引优质红筹企业登陆科创板，促进科创板市场做优做大
2020年6月12日	创业板注册制改革落地	注册制正式进入存量市场，券商业务全面受益

## 2.1 深改政策加快落地，注册制进入存量市场

### 创业板注册制正式落地，改革进入“存量时代”

- 创业板注册制与科创板注册制在定位、跟投、投资者门槛、发行条件等多方面存在差异；
- 两融、涨跌幅松绑、再融资均是存量改革。

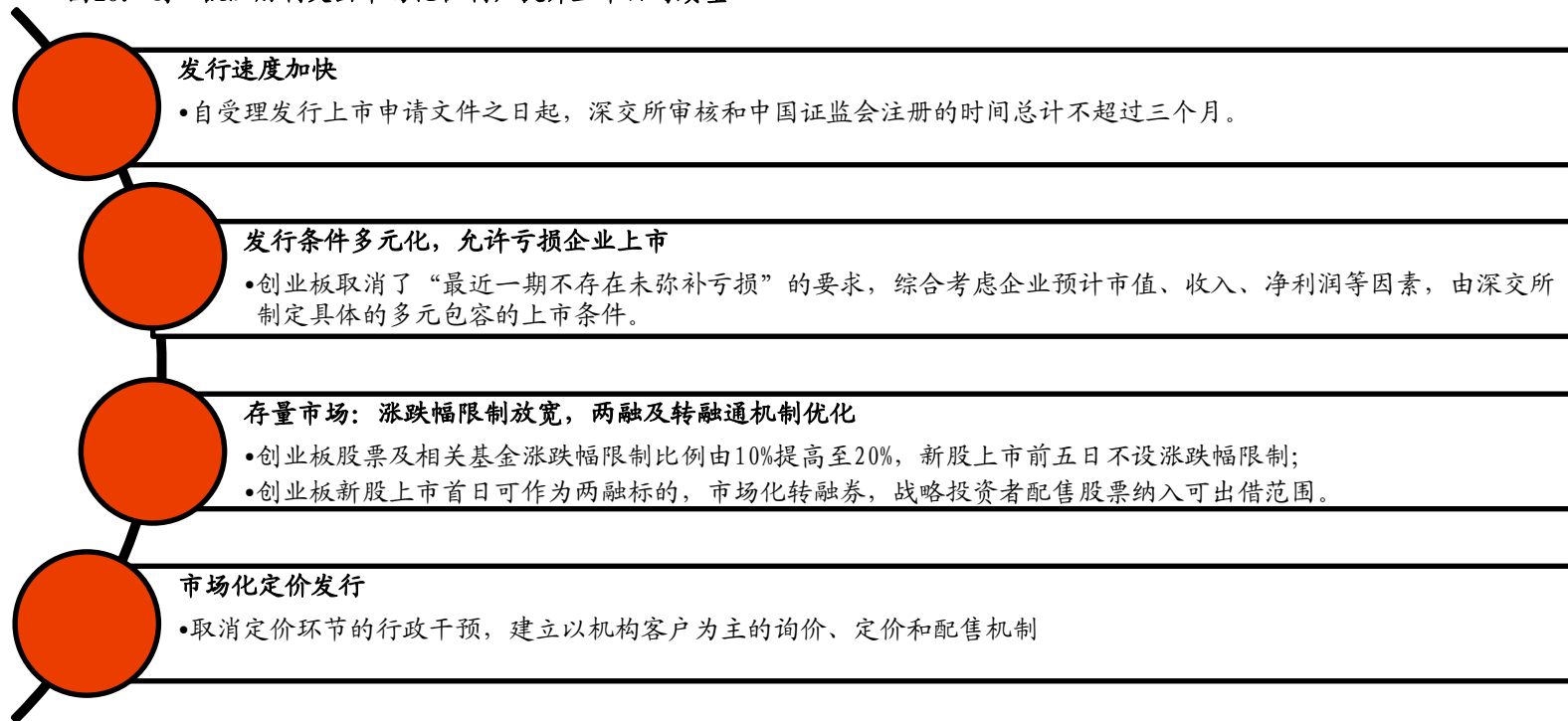
表5：创业板与科创板定位、跟投机制存在差异

	创业板	科创板
所属市场	深交所	上交所
目标定位	成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业
合格投资者	前20个交易日日均资产不低于10万元，且具备24个月的A股交易经验的门槛	前20个交易日证券资金账户内的资产日均不低于人民币50万元(但不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券)，同时须有24个月以上的证券交易经验。
发行条件（财务指标）	(1)两年累计盈利5000万元；(2)市值10亿元，净利润为正且收入1亿元；(3)市值50亿元，收入3亿元（一年之后接受最近一期末盈利企业）	市值+盈利、市值+收入+研发投入占比、市值+收入+经营活动现金流量、市值+收入、市值+技术优势五套指标，对应市值10、15、20、30、40亿元
交易涨跌幅限制	20%涨跌幅限制，前5交易日不设涨跌幅（存量市场同步实施）	20%涨跌幅限制，前5交易日不设涨跌幅
跟投制度	仅对未盈利，红筹架构，特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投	参与跟投的主体为发行人的保荐机构或其母公司依法设立的另类投资子公司使用自有资金。承诺认购的规模为发行人首次公开发行股票数2%-5%的股浆，具体比例根据发行公开发行股份。

## 2.1 深改政策加快落地，注册制进入存量市场

创业板注册制改革：上市条件多元化、发行速度加快、交易机制改革。

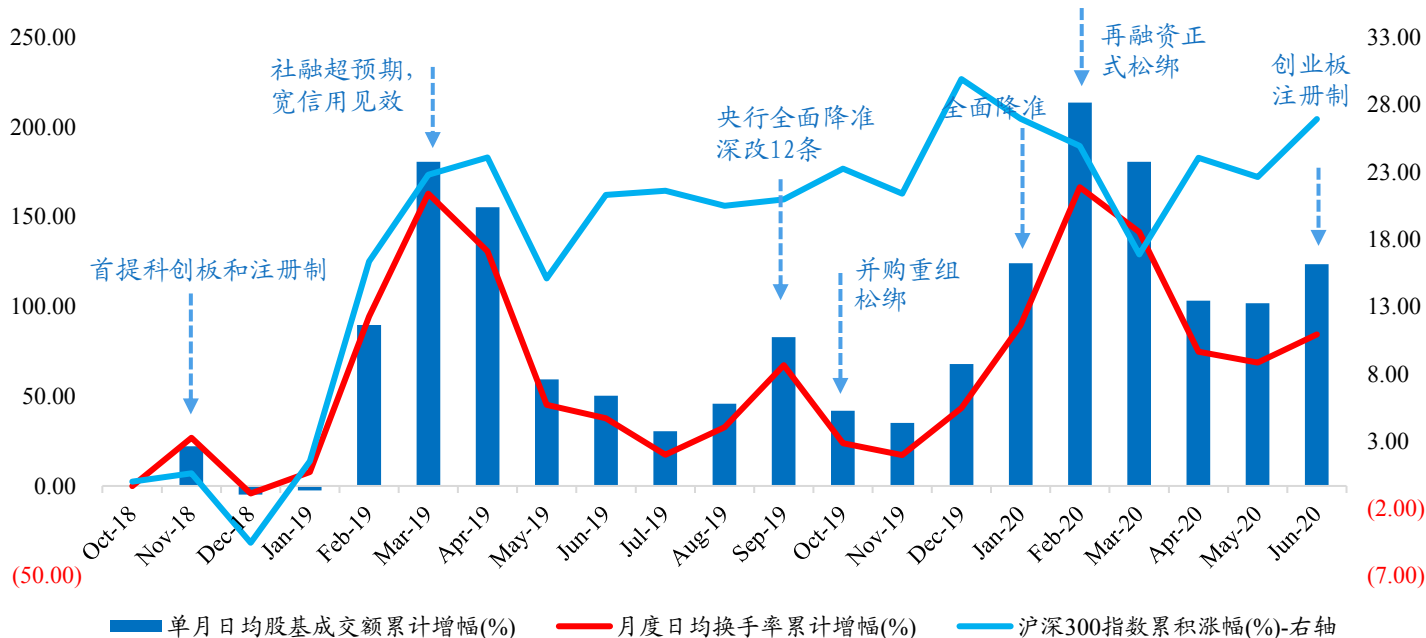
图10：创业板注册制突出市场化机制，提升上市公司质量



**经纪业务：流动性宽松+资本市场深改，市场活跃度有望保持升势**

- 换手率呈现波动上行趋势，截止6月12日，2020年日均换手率1.6%，同比+14%。
- 资本市场深改提升上市公司质量，流动性宽松加快增量资金入场，市场活跃度有望保持升势。

图11：政策助力提升市场成交量



## 2.2 政策利好持续，券商业务全面受益

### 经纪业务：创业板注册制落地，有望激发市场活跃度提升

上市公司质量持续优化、涨跌幅放宽有望驱动市场活跃度持续提升，创业板交易额占全市场21%，在创业板交易额增加30%/40%/50%三种情况下，预计经纪业务拉动上市券商全年净利润增加4.2%/5.6%/7.0%。

表6：创业板交易额提升将直接拉动券商经纪业务增长

创业板市场日均股基成交额增幅假设	悲观	中性	乐观
	30%	40%	50%
全年创业板股基成交额增加额（亿元）	124,556	166,075	207,594
行业佣金率	0.0278%	0.0278%	0.0278%
全年经纪业务收入增加额（亿元）	69.35	92.47	115.59
占2019年上市券商代买证券净收入比重	8.8%	11.7%	14.7%
全年经纪业务净利润增加额（亿元）	52.01	69.35	86.69
占2019年上市券商净利润比重	4.2%	5.6%	7.0%

注：1）全年股基成交额增加额基于创业板2020年日均股基成交额计算(截止6月12日)。

2）全年经纪业务净利润增加额=全年经纪业务收入增加额\*（1-25%）。边际成本仅考虑所得税因素，假设其余边际成本为零。



## 2.2 政策利好持续，券商业务全面受益

### 投行业务：注册制对于投行收入拉动明显

- 科创板：科创板承销费率明显高于其他项目，收入占IPO半壁江山
- 创业板：注册制下，目前已预披露更新的创业板IPO排队项目有67单，参考科创板审核速度，预计新规下全年(后6个月)有望过会70单，2019年全年仅过会60单，在每年增加80单IPO的中性假设下，拉动券商净利+0.73%

表7：科创板收入占比跃升，承销费率高于非科创板

年份	科创板融资规模占IPO融资规模比重	科创板数量占IPO数量比重	科创板承销收入占IPO收入比重	科创板承销费率	非科创板承销费率
2019年	32.5%	34.5%	42.1%	5.8%	3.8%
2020年1-5月	35.4%	35.0%	46.9%	5.8%	3.6%

表8：创业板将拉动净利润拉动相对较小

每年多增加单数	每单承销费收入（亿元）	IPO承销毛利率	IPO增加毛利（亿元）	IPO增加净利润（亿元） （25%税率）	对净利润拉动
60	0.5	30%	9	6.8	0.55%
80（中性）	0.5	30%	12	9.0	0.73%
100	0.5	30%	15	11.3	0.91%

## 2.2 政策利好持续，券商业务全面受益

### 直投业务：注册制对直投业务重大利好

- 按30%净利润增幅假设，直投业务将拉动净利润增长2.0%
- 按50%净利润增幅假设，直投业务将拉动净利润增长3.4%

表9：直投业务增长将明显驱动券商盈利提升

单位：亿元	2018年	2019年	两年合计
30家上市券商PE子公司 净利润	16	59	74
30家上市券商另类子公司 净利润	12	22	34
PE+另类子公司净利润	28	80	108
上市券商净利润合计	584	1000	1584
PE+另类占比	4.7%	8.0%	6.8%
增幅假设	30%		50%
PE和另类拉动净利润	2.0%		3.4%

- 流动性整体保持宽松，社融增速持续扩张，宽信用延续下，经济复苏有望持续；
- 经济增速改善预期下，权益市场风险偏好有望提升，支撑券商经纪、投资等业务增长，减值风险降低。

图12：2020年1-5月社会融资规模增速明显扩张，宽信用延续

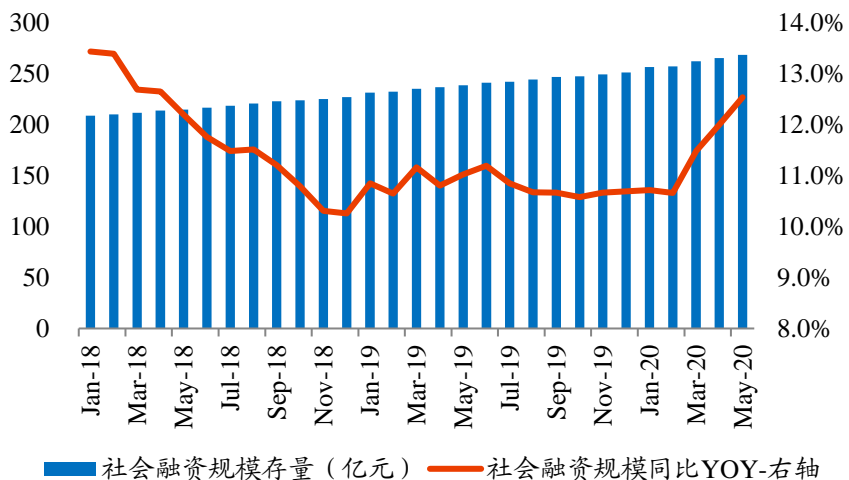
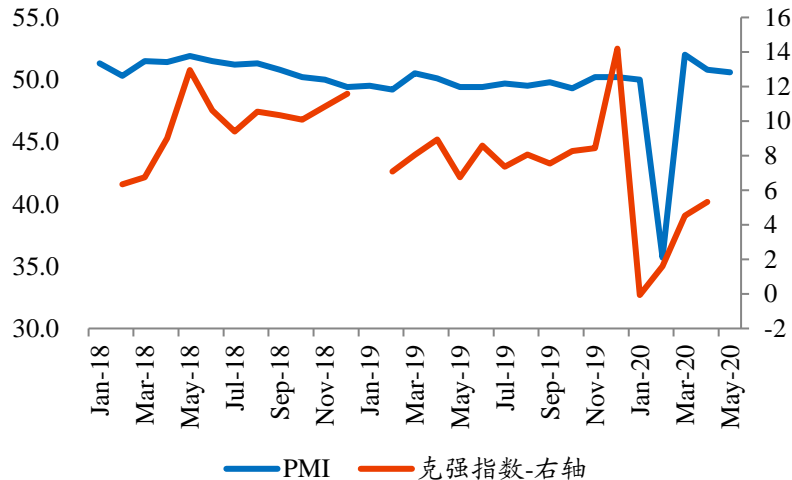


图13：疫情影响缓解，经济复苏持续



## 2.4 预计上市券商全年净利润+21%

### 资本市场深改叠加流动性宽松，行业ROE延续上行趋势

- **经纪**：流动性宽松叠加资本市场改革深化，预计全年日均股基成交额7000亿元，同比+25.4%。
- **投行**：注册制、再融资和重组松绑下，2020年投行业务有望迎来全面增长，预计投行收入+20%。
- **资管**：大集合转公募提速和财富管理转型推进下，预计券商资管2020年将迎来改善，头部券商增幅更加明显。
- **投资**：宽信用延续利于权益市场投资收益率改善，预计大自营投资收益率同比有所下降。
- **利息净收入**：两融日均规模同比增长，股权质押降幅明显放缓，利率下行利于券商负债成本下降，利息净收入高增长可期。

表10：上市券商整体盈利预测核心假设

35家上市券商整体盈利预测	2019A	2020E
核心假设：		
1.沪指收盘点位	3,050	3,050
当期沪指涨跌幅		0.00%
对应自营投资收益率	5.17%	4.80%
2.日均股基成交额（亿元）	5,580	7,000
YOY		25.4%
3.信用减值损失（亿元）	202	180
YOY		-10.8%
4.管理费（亿元）	1,578	1,724
YOY		9.3%
管理费率	50.3%	49.0%
营收收入（调整后）	3,136	3,519

表11：预计2020年上市券商整体净利润同比+21%

35家上市券商整体 (单位：亿元)	2018年	2019年	2020Q1	2020年E	2021年 E
经纪业务收入	566	676	250	794	827
YOY	-19.9%	19.5%	36.8%	17.4%	4.2%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,125	7,000	7,490
投行业务收入	294	357	78	428	544
YOY	-24.3%	21.6%	16.4%	19.8%	26.9%
资产管理收入	284	294	80	324	387
YOY	-3.7%	3.7%	25.4%	10.3%	19.2%
大投资业务收入	646	1,246	267	1,311	1,575
YOY	-34.7%	92.9%	-41.5%	5.3%	20.1%
自营投资收益率	2.87%	5.17%	1.01%	4.8%	4.94%
利息净收入	347	407	112	482	524
YOY	11.5%	17.1%	24.4%	18.5%	8.7%
营业收入（调整后）	2,274	3,136	832	3,519	4,050
YOY	-19.0%	37.9%	-6.2%	12.2%	15.1%
管理费	1,316	1,578	377	1,724	1,944
信用减值及其他资产减值损失	168	202	52	180	162
归母净利润	584	1,000	301	1,205	1,453
YOY	-40.1%	71.4%	-20.3%	20.5%	20.5%
净利率（调整后）	25.7%	31.9%	36.2%	34.3%	35.9%
归母股东权益	13,925	15,032	15,595	16,528	18,275
YOY	3.3%	8.0%	8.6%	9.9%	10.6%
ROE	4.3%	6.9%	7.9%	7.6%	8.4%
权益乘数（扣除客户保证金）	3.39	3.58	3.67	3.58	3.71

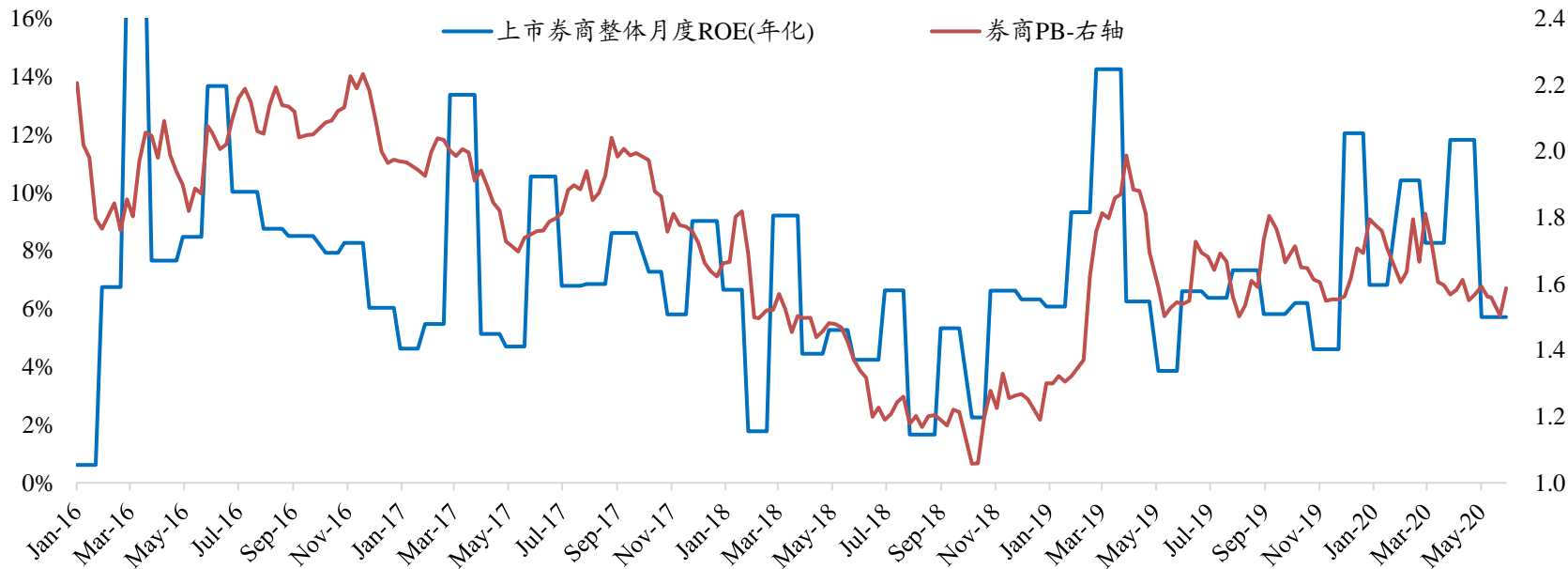
# 目 录

## CONTENTS

- 1 回顾：券商板块跑输市场，1-5月净利润保持升势
- 2 展望：政策红利叠加经济复苏，边际向好
- 3 投资结论：看好券商估值修复，两主线择股
- 4 风险提示

资本市场深改不断推进，整体经济持续复苏，权益市场风险偏好改善利于券商盈利回升；后续政策有望超预期，板块估值处于历史低位，看好券商板块估值修复，维持行业“看好”评级。

图14：券商板块估值处于历史地位，全年ROE保持上行，下半年估值修复可期



## 选股策略1：政策受益明显的标的弹性较强

- 全年角度看，资本市场改革带来的IPO扩容及活跃度提升是盈利增长主逻辑。
- 受益标的：1) 国金证券：IPO和经纪弹性明显。创业板项目储备排名第四，其中临近过会项目7单，行业第二；投行和经纪收入占比高。2) 东方财富：经纪和基金代销双增长。公司经纪、利息净收入和基金代销收入占比超过80%，受益市场活跃度提升明显。

图15：东方财富零售业务收入占比超80%

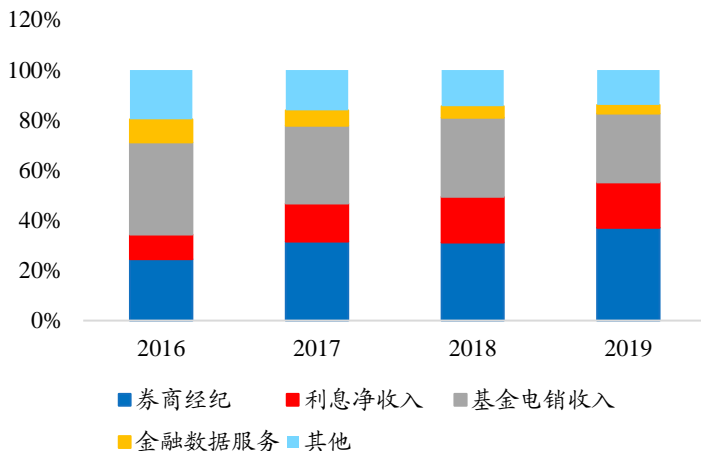


表12：国金证券创业板已预披露更新项目个数居前

序号	上市券商	创业板已预披露更新项目单数	2019年投行业务收入占比	2019年经纪业务收入占比
1	中信建投	9	27%	21%
2	国金证券	7	21%	26%
3	海通证券	5	13%	13%
4	中金公司	5	23%	23%
5	东方证券	3	11%	16%
6	东兴证券	3	26%	17%
7	广发证券	3	7%	20%
8	申万宏源	3	7%	24%



## 选股策略2：行业格局优化利好头部券商

- 政策导向利于头部券商做大做强。衍生品、公募基金投顾试点等创新业务优先向头部券商放开，风控新规利好高评级头部券商净资本释放，证监会表态支持打造航母级证券公司，头部券商更加受益于资本市场全面深改。
- 受益标的：中信证券、华泰证券。

表13：前5家券商2020年1-5月调整后净利润

公司名称	2020年1-5月累计净利润	2019年1-5月累计净利润	YOY
中信证券	5,569	4,096	36.0%
国泰君安	3,635	4,148	-12.4%
华泰证券	3,496	2,834	23.4%
海通证券	3,447	3,432	0.4%
招商证券	3,338	2,550	30.9%

表14：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B	
		2020/6/15	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E
600030.SH	中信证券	22.59	1.01	1.13	1.31	13.34	13.75	1.70	1.64
601688.SH	华泰证券	18.13	1.04	1.12	1.27	13.50	14.41	1.32	1.24
300059.SZ	东方财富	16.23	0.28	0.34	0.44	3.16	3.01	5.11	5.37
600109.SH	国金证券	10.32	0.43	0.46	0.49	6.85	7.27	1.51	1.42

注：上述公司盈利预测均来自Wind一致性预期

# 目 录

## CONTENTS

- 1 回顾：券商板块跑输市场，1-5月净利润保持升势
- 2 展望：政策红利叠加经济复苏，边际向好
- 3 投资结论：看好券商估值修复，两主线择股
- 4 风险提示

- 全球疫情冲击超预期，券商投资及股票质押等业务风险加大；
- 创业板注册制进程低于预期。

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R3（中风险），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C3、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C3、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	<b>备注：</b> 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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金茂大厦C2座16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

**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