

证券行业中报研究

——证券行业深度研究

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

A股上市券商2024年中报已披露完毕。我们统计了45家（下同）上市券商披露的中报数据，从归母净利润来看，利润总值是6395759.39万元，与去年同期相比下降了22.08%，其中11家公司盈利增长，同比增速排名前三的分别是首创证券、东兴证券和红塔证券，增速分别是73.39%，64.67%，52.27%；总营收为23686645.14万元，与去年同期相比下降了12.55%，其中只有9家上市公司营收增长为正，营收增速排名前三的券商分别是东兴证券、锦龙股份、首创证券，具体增速分别是168.28%，134.80%，47.62%。

从券商四大块收入来看：

经纪业务手续费净收入为4630299.36万元，同比下降了13.01%；

投行业务手续费净收入为1414269.31万元，同比下降了40.77%；

资管业务手续费净收入为2276972.93万元，同比下降了1.33%；

自营业务净收入为7604873.88万元，同比下降了8.44%。

中报呈现的几个特点：

自营业务再度排名第一，其净收入大幅领先于经纪业务的手续费净收入。

对中小券商来说，由于投行、资管和经纪业务份额占全市场的比例较小，自营业务贡献就显得更加重要，甚至直接决定了公司的盈亏。

投行业务受综合原因影响，净收入几乎减半，对行业影响巨大。

资管业务微幅下降基本持平，可以称得上是上半年券商行业的一抹亮点。

券商的市场效应。券商在资本市场的表现一方面来自于公司自身的业绩和未来的增长预期，一方面来自于投资者对大势趋势的预期。券商的业绩又和资本市场的发展息息相关，比如资本市场大扩容，投行业绩相对增长的快；比如资本市场大繁荣，经纪业务的手续费收入、自营业务的收入以及资管业务的收入可能也会水涨船高。从这个意义上来说券商的业绩其实是资本市场繁荣的放大器，因此券商股也被市场亲切的称为“牛市的旗手”。

投资策略：近两年出现了多起证券公司之间的兼并整合，一方面是行业发展到一定阶段的存量竞争之举，一方面是证券公司快速扩张的必由之路。证券公司的整合更多应该是人才队伍的整合，如果是单纯的两个公司营业网点的合并则难以做到“1+1>2”，更难以得到资本市场上投资者认同。

从估值角度来看，当前的估值处在历史较低的位置，具备一定的长期投资价值，左侧交易者可以适度布局业务具有鲜明特色且在未来资本市场有较好恢复情况下弹性大的证券公司。资本市场的发展一般也遵循螺旋形上升的变化规律，在低迷的市场，投资者应该穿透当前的低谷看到未来的光明前景。

风险提示：市场风险、政策风险、估值分位数样本选取的风险

评级

增持（维持）

2024年09月18日

徐广福

分析师

SAC执业证书编号：S1660524030001

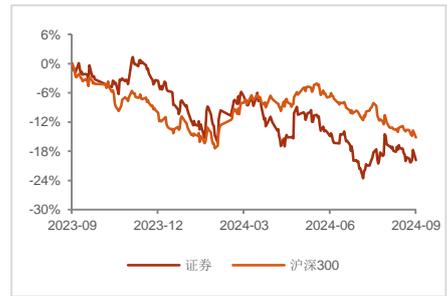
行业基本资料

2024.08.

30

股票家数	50
行业平均市盈率	21.06
市场平均市盈率	11.26

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 《证券行业周报：竞争激烈 估值约束》
2024-09-10
- 《适度低配：证券行业周报》2024-09-03
- 《证券行业周报：分化中调整》
2024-08-26

内容目录

1. 上市券商中报业绩综述	3
1.1 净利润及营收	3
1.2 从券商四大块收入来看	5
1.3 同期的市场表现	6
2. 归母净利润增速前 3 的公司简析	6
3. 上市券商的估值情况	8
3.1 中报全面公布完毕之后的估值	8
3.2 券商估值纵比	10
4. 投资策略:	11
5. 风险提示: 市场风险、政策风险、估值分位数样本选取的风险	11

图表目录

图 1: 四大业务板块所占比重 (未考虑其他业务收入, 经纪业务不含两融、股质利息)	6
图 2: 首创证券母公司利润表节选	7
图 3: 红塔证券各业务板块的中报表现 (单位: 人民币元)	7
图 4: 东兴证券各业务板块的中报表现	8
图 5: 历年市盈率变化 (时间 2018.1.1—2024.8.30)	10
图 6: 申万二级证券行业指数几个区间的分位数 (单位: %)	11
表 1: 中报归母净利润	3
表 2: 中报营业收入	4
表 3: 四大业务板块情况	5
表 4: 指数表现	6
表 5: 首创证券自营业务表现 (单位: 人民币元)	7
表 6: 证券行业指数估值	8
表 7: 各公司的具体估值	8
表 8: 券商估值百分位 % (市盈率单位: 倍)	10

1. 上市券商中报业绩综述

1.1 净利润及营收

A股上市券商2024年中报已披露完毕。我们统计了45家（下同）上市券商披露的中报数据，从归母净利润来看，利润总值是6395759.39万元，与去年同期相比下降了22.08%，其中11家公司盈利增长，同比增速排名前三的分别是首创证券、东兴证券和红塔证券，增速分别是73.39%，64.67%，52.27%；总营收为23686645.14万元，与去年同期相比下降了12.55%，其中只有9家上市公司营收增长为正，营收增速排名前三的券商分别是东兴证券、锦龙股份、首创证券，具体增速分别是168.28%，134.80%，47.62%。

表1：中报归母净利润

证券代码	证券简称	归母净利润 (2024H1) 万元	归母净利润 (2023H1) 万元	同比增速%
601136.SH	首创证券	47688.71778	27503.05979	73.39%
601198.SH	东兴证券	57619.32694	34990.29705	64.67%
601236.SH	红塔证券	44922.12633	29502.21472	52.27%
002797.SZ	第一创业	39992.66949	31599.85441	26.56%
601375.SH	中原证券	20126.51201	16728.2208	20.31%
601990.SH	南京证券	54615.80791	45615.66111	19.73%
002945.SZ	华林证券	12329.82982	10316.10447	19.52%
600958.SH	东方证券	211137.1072	190145.0159	11.04%
000728.SZ	国元证券	100016.9298	91391.72577	9.44%
600909.SH	华安证券	71419.32648	65734.79871	8.65%
600999.SH	招商证券	474769.5568	472697.5057	0.44%
000776.SZ	广发证券	436237.1717	453840.5677	-3.88%
601901.SH	方正证券	135111.7093	143965.3431	-6.15%
600030.SH	中信证券	1056976.446	1130577.096	-6.51%
002673.SZ	西部证券	65359.87257	71369.63968	-8.42%
601108.SH	财通证券	92705.93766	103666.4264	-10.57%
601881.SH	中国银河	438781.971	493922.1805	-11.16%
002736.SZ	国信证券	313873.1142	358956.3661	-12.56%
601211.SH	国泰君安	501601.7486	574157.6949	-12.64%
601878.SH	浙商证券	78435.23411	91142.72357	-13.94%
601059.SH	信达证券	61410.82047	72923.86695	-15.79%
601555.SH	东吴证券	116522.7509	138910.5296	-16.12%
002500.SZ	山西证券	31864.5812	38841.5495	-17.96%
002939.SZ	长城证券	72146.32267	88937.12773	-18.88%
601688.SH	华泰证券	531070.4145	655564.0254	-18.99%
600369.SH	西南证券	34026.76401	46191.05488	-26.33%
000783.SZ	长江证券	78678.21766	110607.477	-28.87%
601066.SH	中信建投	285767.7144	430747.7577	-33.66%
601696.SH	中银证券	42442.01549	64548.9881	-34.25%
601995.SH	中金公司	222805.5738	356064.3863	-37.43%
600906.SH	财达证券	24062.34637	40834.13504	-41.07%

证券代码	证券简称	归母净利润 (2024H1) 万元	归母净利润 (2023H1) 万元	同比增速%
601788.SH	光大证券	139052.759	239195.2432	-41.87%
000166.SZ	申万宏源	212807.1819	374773.3668	-43.22%
601377.SH	兴业证券	94174.37254	179611.6429	-47.57%
600109.SH	国金证券	45487.64979	87447.13828	-47.98%
000750.SZ	国海证券	14263.14458	39021.38332	-63.45%
000712.SZ	锦龙股份	-5108.747644	-15178.86369	-66.34%
601099.SH	太平洋	6833.510098	20983.31831	-67.43%
600837.SH	海通证券	95309.73688	382963.4782	-75.11%
600918.SH	中泰证券	40127.18237	163882.8093	-75.51%
000686.SZ	东北证券	13213.3235	54657.46704	-75.83%
600155.SH	华创云信	4752.827898	31453.14176	-84.89%
601456.SH	国联证券	8770.932857	60031.26051	-85.39%
002926.SZ	华西证券	3954.874512	52448.26523	-92.46%
601162.SH	天风证券	-32397.99429	55180.56631	-158.71%

资料来源: wind、申港证券研究所

表2: 中报营业收入

证券代码	证券简称	营业收入 (2024H1) 万元	营业收入 (2023H1) 万元	同比增速%
601198.SH	东兴证券	181839.9087	487836.63	168.28%
000712.SZ	锦龙股份	15272.78933	35859.96782	134.80%
601136.SH	首创证券	85001.05554	125475.1533	47.62%
601236.SH	红塔证券	77969.0018	102801.1957	31.85%
002945.SZ	华林证券	46973.80002	61777.38005	31.51%
601990.SH	南京证券	129496.0685	167761.6407	29.55%
601375.SH	中原证券	104576.4809	119867.0567	14.62%
002797.SZ	第一创业	144511.4064	152413.8652	5.47%
600909.SH	华安证券	190590.3682	196216.7795	2.95%
000728.SZ	国元证券	311084.1517	308444.7258	-0.85%
600958.SH	东方证券	869502.7712	857147.2966	-1.42%
601881.SH	中国银河	1741358.103	1708585.566	-1.88%
600155.SH	华创云信	151862.7868	148484.3878	-2.22%
600030.SH	中信证券	3149996.002	3018344.243	-4.18%
601688.SH	华泰证券	1836929.432	1744101.469	-5.05%
601555.SH	东吴证券	533831.8278	505109.2586	-5.38%
601878.SH	浙商证券	845567.0625	800021.3703	-5.39%
002736.SZ	国信证券	820771.4091	775749.6967	-5.49%
601211.SH	国泰君安	1833368.788	1706976.488	-6.89%
000750.SZ	国海证券	207702.0947	192468.4346	-7.33%
601901.SH	方正证券	405397.0392	372231.0424	-8.18%
002939.SZ	长城证券	220011.0694	198207.8302	-9.91%
000776.SZ	广发证券	1323752.702	1177811.864	-11.02%
600906.SH	财达证券	122847.1753	109282.4446	-11.04%
600999.SH	招商证券	1079396.109	959515.7988	-11.11%

证券代码	证券简称	营业收入 (2024H1) 万元	营业收入 (2023H1) 万元	同比增速%
000166.SZ	申万宏源	1223951.664	1087601.642	-11.14%
601108.SH	财通证券	347546.2487	302564.7714	-12.94%
002673.SZ	西部证券	393481.5674	332917.7662	-15.39%
601059.SH	信达证券	189703.2667	159583.6255	-15.88%
600369.SH	西南证券	147214.6973	119109.6619	-19.09%
600109.SH	国金证券	332679.9678	267640.3947	-19.55%
601696.SH	中银证券	159219.5431	124604.0064	-21.74%
601377.SH	兴业证券	693813.9199	539118.3009	-22.30%
600918.SH	中泰证券	662402.9474	509868.0413	-23.03%
000783.SZ	长江证券	383165.9317	285500.3784	-25.49%
002500.SZ	山西证券	189159.173	139984.966	-26.00%
000686.SZ	东北证券	356181.9148	260656.1195	-26.82%
601099.SH	太平洋	74851.86599	54136.74656	-27.67%
601995.SH	中金公司	1242086.189	891051.053	-28.26%
601066.SH	中信建投	1346470.801	952827.073	-29.24%
002926.SZ	华西证券	202125.136	141311.5471	-30.09%
601788.SH	光大证券	617941.4	418380.3637	-32.29%
601456.SH	国联证券	180707.8426	108587.712	-39.91%
600837.SH	海通证券	1696836.697	886475.7836	-47.76%
601162.SH	天风证券	216012.8155	72233.60246	-66.56%

资料来源：wind、申港证券研究所

1.2 从券商四大块收入来看

经纪业务手续费净收入为 4630299.36 万元，同比下降了 13.01%；

投行业务手续费净收入为 1414269.31 万元，同比下降了 40.77%；

资管业务手续费净收入为 2276972.93 万元，同比下降了 1.33%；

自营业务净收入为 7604873.88 万元，同比下降了 8.44%。

表3：四大业务板块情况

各项业务净收入	2023H1 单位：万元	2024H1 单位：万元	同比增速%
经纪业务手续费*	5,322,829.9554	4,630,299.3621	-13.01%
投行业务手续费	2,387,791.0562	1,414,269.3142	-40.77%
资管业务手续费	2307553.644	2276972.928	-1.33%
自营业务*	8,306,337.945122	7,604,873.881067	-8.44%

资料来源：wind、申港证券研究所

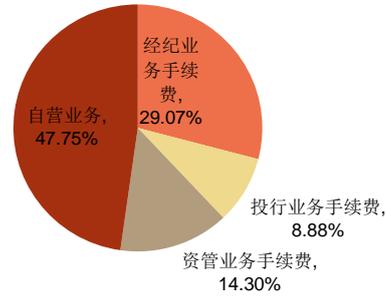
*经纪业务手续费计算口径为代理买卖手续费收入，不含两融和股质等其他的利息收入

*自营业务计算口径为：投资净收益+公允价值变动-对联营企业和合营企业的投资收益（下同）

从 45 家上升券商整体来看，经纪、投行、自营板块同比下滑，只有资管业务基本持平，算是券商行业难得的一抹亮点。投行业务受到政策和市场等各方面因素

影响，手续费净收入下降幅度高达 40.77%，几乎对折，显示政策和市场对行业营收影响巨大。

图1：四大业务板块所占比重（未考虑其他业务收入，经纪业务不含两融、股质利息）



资料来源：wind，申港证券研究所

1.3 同期的市场表现

同期的市场相对来说，除了沪深 300 指数上半年跑赢去年同期之外，其他各大观察指数均不及去年，部分指数比如科创 50、中证 1000、中证 2000 的表现今年上半年全部为正，今年上半年全部为负且下跌幅度都超过 16%，中证 2000 指数的今年上半年的下跌幅度高达 23.28%。从观察的几个指数来看，今年上半年市值越小的指数样本跌幅越大。从国证全 A 来看，去年上半年指数上涨 3.18%，今年上半年指数下跌了 7.62%，成交额同比下滑了 8.01%，呈现的是“价跌量缩”现象。

表4：指数表现

证券代码	证券简称	区间涨跌幅	区间涨跌幅	区间成交额	区间成交额	区间成交额 同比增速	
		2023-01-01	2024-01-01	2023-01-01	2024-01-01		
		2023-06-30	2024-06-30	2023-06-30	2024-06-30		
		[单位] %	[单位] %	[单位] 亿元	[单位] 亿元		
000300.SH	沪深 300	-0.7537	0.8903	300,606.4622	266,725.0545	-11.27%	
000001.SH	上证指数	3.6515	-0.2532	470,243.7266	443,094.1574	-5.77%	
399001.SZ	深证成指	0.0962	-7.0972	641,006.6229	558,638.7874	-12.85%	
399006.SZ	创业板指	-5.6148	-10.9940	270,166.1107	240,907.6138	-10.83%	
000688.SH	科创 50	4.7135	-16.4233	86,736.6067	63,713.3547	-26.54%	
000905.SH	中证 500	2.2894	-8.9598	178,907.0162	160,862.5475	-10.09%	
000852.SH	中证 1000	5.1009	-16.8372	236,806.4775	189,878.3139	-19.82%	
932000.CSI	中证 2000	9.8651	-23.2813	256,423.5904	245,780.7043	-4.15%	
399317.SZ	国证 A 指	3.1817	-7.6226	1,080,262.7609	993,764.9033	-8.01%	

资料来源：wind，申港证券研究所

2. 归母净利润增速前 3 的公司简析

归母净利润增速前 3 的券商分别是首创证券 (73.39%)，东兴证券 (64.67%)，红塔证券 (52.27%)。其中首创证券业务增长来源主要是资产管理业务手续费净收入，去年同期是 1.99 亿，今年上半年是 5.34 亿。自营业务今年上半年收入 6.1 亿元，

去年同期末 4.70 亿元，资管业务收入增长是公司净利润增长的首要原因，自营业务的增长也是重要原因。东兴证券今年中报披露，资管业务小幅增长，但自营业务相当于去年同期大幅增长了 110.23%，由 4.11 亿直接猛增到 8.65 亿，对公司净利润大幅增长居功至伟。红塔证券自营投资业务相对于去年营收同比增加 69.97%，营业成本下降了 14.67%，营业利润率增加 3.91 个百分点到 96.06%，营业利润为 5.66 亿元。三家归母净利润增速最大的券商其经纪业务手续费收入（或财富管理业务，各家公司统计口径稍有差异），都呈现出一定幅度的下降，显示传统的经纪业务受大势影响较大。

图2：首创证券母公司利润表节选

项目	附注	2024年半年度	2023年半年度
一、营业总收入		1,272,844,740.93	810,059,036.32
利息净收入	二十一、3	-53,415,047.81	-57,067,055.58
其中：利息收入		301,350,075.38	289,378,640.80
利息支出		354,765,123.19	346,445,696.38
手续费及佣金净收入	二十一、4	706,837,824.34	367,048,897.73
其中：经纪业务手续费净收入		90,345,296.26	106,977,490.58
投资银行业务手续费净收入		63,749,707.86	44,577,610.34
资产管理业务手续费净收入		533,751,976.86	199,173,157.43

资料来源：上市公司中报，申港证券研究所

表5：首创证券自营业务表现（单位：人民币元）

各项业务净收入	2024H1	2023H1
投资收益	561,228,454.26	316,379,559.25
对联营企业和合营企业的投资收益	5,795,506.51	27,322,743.09
公允价值变动收益	54,837,787.62	180,443,776.75
自营业务	610,270,735.37	469,500,592.91
自营业务同比增速	29.98%	

资料来源：上市公司中报，申港证券研究所

图3：红塔证券各业务板块的中报表现（单位：人民币元）

主营业务	2024年1-6月			同比变动比例 (%)		营业利润率同比变动
	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入	营业成本	
自营投资业务	772,006,781.30	30,448,122.16	96.06	69.97	-14.67	增加 3.91 个百分点
财富管理业务	118,234,788.32	195,309,900.29	-65.19	-42.63	-6.21	减少 64.15 个百分点
机构服务业务	223,041,135.20	174,242,918.48	21.88	17.54	132.90	减少 38.69 个百分点

资料来源：上市公司中报，申港证券研究所

图4：东兴证券各业务板块的中报表现

单位：元 币种：人民币

营业收入	2024 年上半年	占比	2023 年上半年	占比	同比变动
财富管理业务	736,004,534.66	15.09%	832,826,129.36	45.80%	-11.63%
自营业务	864,931,211.61	17.73%	411,429,682.34	22.63%	110.23%
投资银行业务	87,124,332.77	1.79%	101,465,203.31	5.58%	-14.13%
资产管理业务	143,906,643.86	2.95%	113,217,984.04	6.23%	27.11%
其他业务	3,046,399,577.07	62.44%	359,460,087.51	19.76%	747.49%

注：其他业务包括境外业务、期货业务、另类投资业务、私募基金管理业务等。

从五个分部来看：财富管理业务收入与上年同期相比有所减少，同比下降 11.63%，在营业收入中占比 15.09 个百分点；自营业务收入与上年同期相比有所增长，同比增加 110.23%，在营业收入中占比 17.73 个百分点；投资银行业务收入与上年同期相比有所减少，同比下降 14.13%，

资料来源：上市公司中报，申港证券研究所

3. 上市券商的估值情况

3.1 中报全面公布完毕之后的估值

上市券商行业指数（申万二级）和各上市证券公司截止到 8 月 30 日的估值情况（市盈率，TTM）如表 6、表 7 所示。

表6：证券行业指数估值

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM) 单位：倍 [交易日期] 2024-08-30
801193.SI	证券 II(申万)	21.0600

资料来源：wind、申港证券研究所

表7：各公司的具体估值

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM) 单位：倍 [交易日期] 2024-08-30
002945.SZ	华林证券	1,082.5887
600095.SH	湘财股份	307.2901
000750.SZ	国海证券	237.3275
601099.SH	太平洋	198.7731
601236.SH	红塔证券	151.0177
601456.SH	国联证券	111.5533
600155.SH	华创云信	69.7039
601375.SH	中原证券	59.5954
601136.SH	首创证券	58.5479
000686.SZ	东北证券	53.9944
002797.SZ	第一创业	53.2163
600864.SH	哈投股份	46.5745

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM) 单位: 倍 [交易日期] 2024-08-30
600906.SH	财达证券	42.4407
600918.SH	中泰证券	41.5178
600369.SH	西南证券	41.1062
601990.SH	南京证券	36.3342
600621.SH	华鑫股份	35.8339
002500.SZ	山西证券	32.1126
601059.SH	信达证券	30.7085
601377.SH	兴业证券	30.4934
601696.SH	中银证券	29.1402
000166.SZ	申万宏源	28.4162
601901.SH	方正证券	27.7207
601995.SH	中金公司	26.8636
601878.SH	浙商证券	26.7094
601066.SH	中信建投	26.6951
002673.SZ	西部证券	26.2368
601198.SH	东兴证券	25.2779
600958.SH	东方证券	24.1395
000783.SZ	长江证券	22.2744
002939.SZ	长城证券	21.4333
300059.SZ	东方财富	21.2451
600109.SH	国金证券	21.0089
601788.SH	光大证券	20.7150
601555.SH	东吴证券	17.4085
601881.SH	中国银河	16.6090
600909.SH	华安证券	15.9144
601211.SH	国泰君安	15.1954
600030.SH	中信证券	15.0590
600999.SH	招商证券	14.6895
002736.SZ	国信证券	14.5398
000776.SZ	广发证券	14.1891
000728.SZ	国元证券	14.1815
601108.SH	财通证券	14.1323
601688.SH	华泰证券	9.6289
000712.SZ	锦龙股份	-32.6295
601162.SH	天风证券	-33.7476
600837.SH	海通证券	-60.2813
002670.SZ	国盛金控	-214.3512
002926.SZ	华西证券	-284.4587

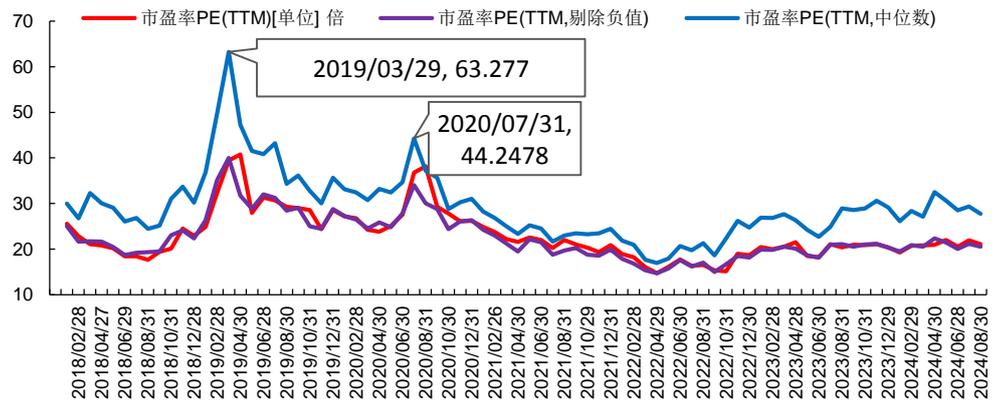
资料来源: wind、申港证券研究所

3.2 券商估值纵比

如果统计 2018 年以来的券商估值数据（图 5）就可以发现：券商估值在 2019 年有一个峰值（尤其是中位数表现的更加突出），2020 年有一个峰值，券商的估值自 2019 年以来整体上是中枢下移的状态。

考察其当前的估值（2024 年 8 月 30 日数据，下同），可以发现目前的估值百分位，从市盈率的三个统计方法来看都是处在 25% 分位以内，显示券商的估值处在该区间的低位。

图5：历年市盈率变化（时间 2018.1.1—2024.8.30）



资料来源：wind，申港证券研究所

表8：券

商估值百分位 %（市盈率单位：倍）

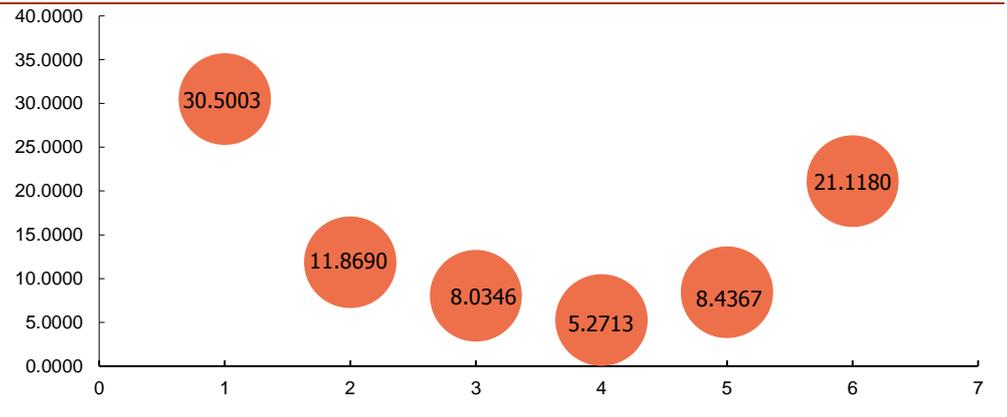
	市盈率（TTM）	市盈率（剔除负值）	市盈率（中位数）
区间最高	40.77	39.9712	63.277
区间最低	14.7	14.6954	16.9057
当前百分位	24.40%	22.94%	23.32%

资料来源：wind，申港证券研究所

如果我们把时间拉长一点，同时考察不同时段的分位数，可以发现上市券商的估值依然是处在相对较低的位置。我们以 2024 年 8 月 30 日的市盈率为观测值和期末值，自不同起点的区间开始取得的分位数如图 6，6 个观察区间的起点分别是 1、2005 年 1 月 1 日；2，2014 年 1 月 1 日；3，2018 年 1 月 1 日；4，2022 年 1 月 1 日；5，2023 年 1 月 1 日；6，2024 年 1 月 1 日。

行业估值受到多种因素的影响，比如上市公司的业绩、增长预期、未来行业的发展趋势、政策因素、资金情况、投资者风险偏好等等，无论什么原因影响或相互叠加的影响，券商的估值在我们选取的几段区间来看，当前的估值是处在一个相对低估的区间。需要提醒我们注意的是，这个低估状态是历史的周期起伏，还是估值体系新平衡的开启，需要后续进一步验证。

图6：申万二级证券行业指数几个区间的分位数（单位：%）



资料来源：wind，申港证券研究所

4. 投资策略：

近两年出现了多起证券公司之间的兼并整合，一方面是行业发展到一定阶段的存量竞争之举，一方面是证券公司快速扩张的必由之路。证券公司的整合更多应该是人才队伍的整合，如果是单纯的两个公司营业网点的合并则难以做到“1+1>2”，更难以得到资本市场上投资者认同。

从估值角度来看，当前的估值处在历史较低的位置，具备一定的长期投资价值，左侧交易者可以适度布局业务具有鲜明特色且在未来资本市场有较好恢复情况下弹性大的证券公司。资本市场的发展一般也遵循螺旋形上升的变化规律，在低迷的市场，投资者应该穿透当前的低谷看到未来的光明前景。

5. 风险提示： 市场风险、政策风险、估值分位数样本选取的风险

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）