

[TABLE_ANALYSIS_INFO]

登记编号: S1220522040003

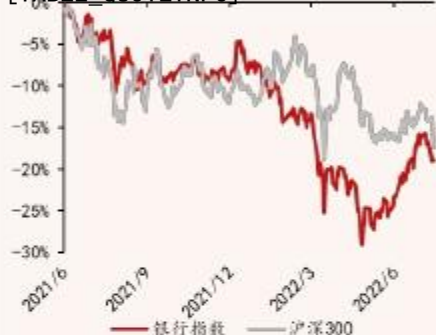
[Table_Author]

重要数据:

[Table_IndustryInfo]	42
上市公司总家数	
总股本(亿股)	18608.74
销售收入(亿元)	58117.80
利润总额(亿元)	23136.84
行业平均 PE	6.52
平均股价(元)	7.63

行业相对指数表现:

[TABLE_QUOTEINFO]



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

[TABLE_REPORTINFO]

事件:

2022年7月,银保监会印发《金融资产投资公司资本管理办法(试行)》,对金融资产投资公司资本管理作出具体要求,进一步加强金融资产投资公司监管,推动其持续稳健经营。

核心要点:

截至目前,我国已成立五大金融资产投资公司(以下简称“金融AIC”),母公司为工、农、中、建、交五个国有大行,全部注册成立。金融AIC主要以“发股还债”的模式做债转股业务,即寻找合适的标的企业入股,由入股资金偿还其债务。

本次发布的《金融资产投资公司资本管理办法(试行)》中,AIC对风险加权资产的计量方法基本参照商业银行资本管理办法制定,包含对信用风险资本、市场风险资本、操作风险资本和资产管理业务风险资本的计量方法。AIC的部分指标的风险权重相较于银行都为更低,对持有的非上市公司股权资产限制更为宽松,且对未处置的股权投资不设时间的限制。当以市场化债转股为目的收购不良资产债权的风险权重较高时,将占用较多的资本,限制公司债转股的业务量。《办法》降低多项指标的风险权重,可大幅降低不良和债转股资本占用,缓解了资本压力,拓展了金融AIC的债转股业务量。

杠杆率方面,商业银行并表和未并表的杠杆率均不得低于4%,金融AMC杠杆率不得低于8%,金融AIC的杠杆率不得低于6%,较AMC的要求更宽松。

对银行业来说,金融AIC资本管理办法落地带来利好。金融AIC主营业务属于重资本消耗业务,资本管理办法决定了该类机构的竞争性,以及未来业务选择和导向,此次办法降低部分资产风险权重,意味着降低了银行的资本成本,为银行处置不良资产、缓解不良率提供更多机会,另一方面,随着金融AIC管理能力、专业能力的持续提升,获取债转股后退出、债务重组、转让及处置的收益,以及发行私募资管产品的收益,可为银行提供利润增长点。预计未来监管将进一步出台相关政策,规范行业行为,有助于持续开展市场化债转股,助力行业长期发展,提升银行估值。

投资建议:化债转股业务有助于降低银行风险,也能提供利润增长点,建议关注拥有金融AIC子公司的五大行。

风险提示:1)宏观经济大幅下滑,引发银行不良风险;2)银行债转股业务开展不达预期;3)监管政策转向或监管力度加大。

目录

1	政策梳理.....	4
2	金融 AIC 简析.....	5
2.1	业务范围	6
2.2	不良资产市场情况	6
2.3	金融 AIC 发展情况.....	7
3	本次文件解读.....	8
3.1	资本充足率与资本定义	8
3.2	风险加权资产计量	9
3.2.1	AIC 采用权重法计量信用风险加权资产	9
3.2.2	AIC 采用标准法计量市场风险资本要求	10
3.2.3	AIC 采用基本指标法计量操作风险资本要求	10
3.2.4	AIC 计量资产管理业务风险资本要求	10
3.3	杠杆率计算及监管要求	12
4	影响及展望.....	12

图表目录

图表 1: AIC 相关政策梳理.....	5
图表 2: 金融资产投资公司业务范围	6
图表 3: 中国实体经济部门杠杆率情况	7
图表 4: 商业银行不良贷款情况	7
图表 5: 五大行金融 AIC 注册时间和资本	7
图表 6: 五大银行系 AIC 近四年净利润变化	8
图表 7: 五大银行系 AIC 近四年总资产变化	8
图表 8: 五大金融 AIC 私募产品情况.....	8
图表 9: 银行、AMC 和 AIC 资本充足率对比	9
图表 10: AIC 与商业银行的资本定义差异	9
图表 11: 特定市场风险计提比率	10
图表 12: AIC 资产业务管理风险系数表	11
图表 13: AIC 的 4 种风险加权资产计量	11
图表 14: 银行理财子风险系数	11

1 政策梳理

7月8日，银保监会发布《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》，明确了金融资产投资管理公司（以下简称“金融AIC”）的资本管理具体要求，进一步加强行业规范，推进其持续稳健经营。

为了化解不良资产可能导致的金融风险，1999年国家开始政策性剥离银行体系的不良资产，设立4家金融资产管理公司（金融AMC），后针对地方不良资产问题，各地政府又陆续设立起地方AMC。2017年，响应新一轮债转股鼓励政策，银行系金融资产投资公司诞生。金融AIC与金融AMC之间的聚焦业务领域不同，金融AIC主要业务为市场化债转股，而四大AMC的主要业务为金融不良资产、非金融不良资产业务。

2016年，为切实降低企业杠杆率，防范金融风险，国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，允许银行申请设立新机构开展市场化债转股，2017年五大银行系金融AIC应运而生。2018年2月，国务院进一步明确，保险机构也可以新设债转股实施机构，同时资管新规也将金融AIC纳入资产管理产品的发行主体中。

随着金融AIC业务拓展，银保监会开始逐步针对金融AIC设置专门的管理方案。2018-2019年，银保监会发布《金融资产投资公司管理办法（试行）》及《2019年降低企业杠杆率工作要点》，前者对金融AIC的基本运行、准入条件、监管指标等进行了规范，后者则在各个层面对金融AIC的运作给予鼓励。2020年，《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》明确了债转股投资计划的投资门槛、资金来源等，2022年7月，银保监会发布《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》，明确了金融AIC的资本管理办法规定和细则。

图表 1：金融 AIC 相关政策梳理

时间	机构	内容/事件
2016 年 10 月 10 日	国务院	印发《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股。
2017 年 8 月 -12 月	建、农、工、中、交五大行	依次成立市场化债转股专业化实施机构金融 AIC，银行系市场化债转股资产投资业务正进入新阶段。
2017 年 8 月 8 日	银监会	为规范商业银行新设债转股实施机构的行为，推动市场化银行债权转股权健康有序开展，印发《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿）。
2018 年 2 月	国务院	召开常务会议，提出加强市场化债转股实施机构力量，支持符合条件的银行、保险机构新设债转股实施机构。
2018 年 4 月 27 日	央行、银保监会、证监会、外汇局	发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，百万亿资管行业的新规正式落地，其中在资产管理产品的发行主体中新增了“金融资产投资公司”。
2018 年 6 月 29 日	银保监会	印发《金融资产投资公司管理办法（试行）》，强调债转股必须遵循市场化、法治化原则，明确金融资产投资公司设立、变更与终止要求，明确要求突出开展债转股及其配套业务，强调全面风险管理和风险隔离，强化监管部门事中事后监管职责。
2018 年 8 月 6 日	银保监会	印发《关于市场化债转股股权风险权重的通知》，下调商业银行因市场化债转股持有股权的风险权重应分别为 250%（上市公司）和 400%（非上市公司）。
2018 年 11 月 19 日	发改委	发布《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》，支持外资设立私募股权投资基金开展市场化债转股业务，允许外资依法依规投资入股金融资产投资公司开展市场化债转股。
2019 年 5 月 22 日	国务院	召开常务会议，指出实施市场化法治化债转股，是支持有市场前景企业缓解债务压力、促进稳增长防风险的重要举措，应当妥善解决金融资产投资公司等机构持有债转股股权风险权重较高、占用资本较多等问题，支持金融资产投资公司发起设立资管产品并允许保险资金、养老金等投资，发挥好金融资产投资公司在债转股中的重要作用。
2019 年 7 月 29 日	发改委、央行、财政部、银保监会	发布《2019 年降低企业杠杆率工作要点》，明确提出债转股要增量、扩面、提质，将金融资产投资公司等地位提至新的高点。
2020 年 5 月 6 日	银保监会	发布《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》，对于金融资产投资公司设立资管计划，明确了债转股投资计划的资金来源，明确了债转股投资计划的投资者门槛，明确了债转股投资计划的投资组合要求。
2022 年 7 月 1 日	发改委	发布《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》，支持金融资产管理公司、金融资产投资公司等参与盘活存量资产；鼓励银行等金融机构按照市场化原则为回收资金投入的新项目提供融资支持。
2022 年 7 月 8 日	银保监会	印发《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》，对金融资产投资公司资本管理作提出具体要求，进一步加强金融资产投资公司监管，推动其持续稳健经营。

资料来源：银保监会，发改委，央行，财政部，方正证券研究所

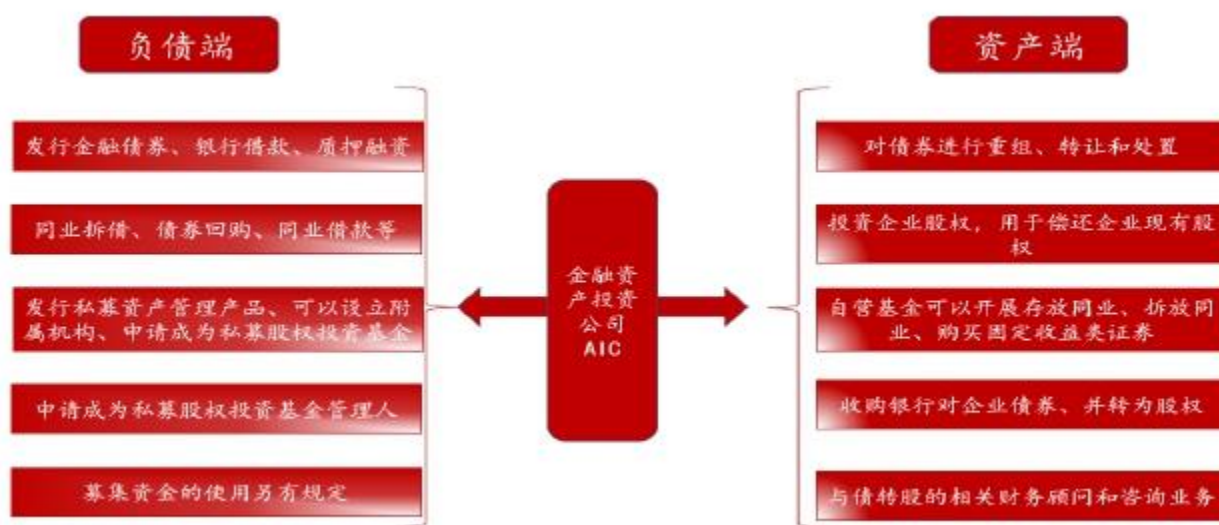
2 金融 AIC 简析

金融资产投资公司（以下简称金融 AIC）是指从事银行债权转股权及配套支持业务的非银行金融机构。债转股是银行恢复不良资产的手段之一，但在分业经营管理框架下，银行不便作为主体出面实行债转股，只能将欲转股的资产转移给 AIC 等公司，通过他们实现持股。

2.1 业务范围

根据《金融资产投资公司管理办法（试行）》，金融 AIC 的业务范围主要分为两个方向，即债转股项目（资产端）和对外融资（负债端）。资产端方面，金融 AIC 主要经营范围是以债转股为目的收购银行对企业的债权，将债权转为股权并对股权进行管理，除债转股相关业务外，公司还可以进行必要的投资管理，如存放同业、拆放同业、购买国债或其他固定收益类证券等业务；负债端是金融 AIC 资金的主要来源，表内业务可以通过发行金融债券、债券回购、同业拆借、同业借款等方式融入资金，表外业务可以发行私募资产管理产品。

图表 2：金融资产投资公司业务范围

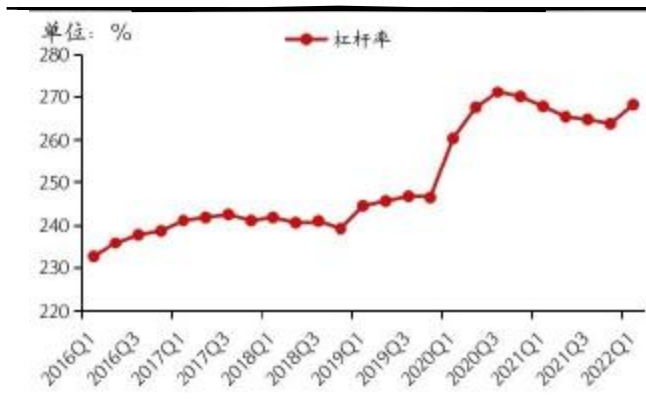


资料来源：《金融资产投资公司管理办法（试行）》，方正证券研究所

2.2 不良资产市场情况

目前，我国企业部门杠杆率一直处于上升趋势，自 2013 年起，实体经济部门杠杆率一直处于 200% 以上，截至 2022 年一季度，实体经济部门杠杆率达到 268%，高于发达经济体（非金融企业部门杠杆率 90% 左右）及新兴市场（非金融企业部门杠杆率 110% 左右）。近年，商业银行不良贷款率有所缓解，截至 2022 年一季度，商业银行不良贷款率为 1.69%，较 2016 年一季度下降 0.06 个百分点，但仍有 2.91 万亿的不良贷款余额，不良资产市场的风险处理仍是一个巨大市场。

图表 3：中国实体经济部门杠杆率情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 4：商业银行不良贷款情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

2.3 金融 AIC 发展情况

根据监管规定，每家金融 AIC 注册资金都需在 100 亿元以上，且要为一次性实缴，入股资金应为自有资金，不得以债务资金和委托资金等非自有资金入股，而大部分城、农商行规模有限，难以独立发起。截至目前，我国已成立五大金融 AIC，母公司为工、农、中、建、交五个国有大行，全部注册成立立于 2017 年，后续有不同程度的增资，目前总的注册资本达到 986 亿元。

图表 5：五大行金融 AIC 注册时间和资本

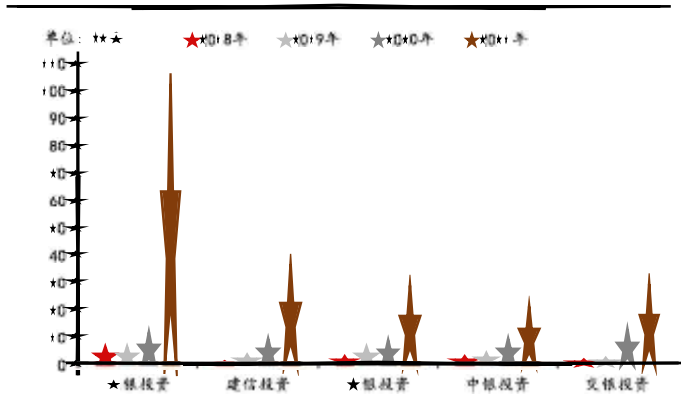
名称	成立时间	初次注册资本	现在注册资本	注册地
工银金融资产投资有限公司	2017 年 9 月 26 日	120 亿元	270 亿元	江苏南京
建信金融资产投资有限公司	2017 年 7 月 26 日	120 亿元	271 亿元	北京西城
农银金融资产投资有限公司	2017 年 8 月 1 日	100 亿元	200 亿元	北京海淀
中银金融资产投资有限公司	2017 年 11 月 16 日	100 亿元	145 亿元	北京东城
交银金融资产投资有限公司	2017 年 12 月 29 日	100 亿元	100 亿元	上海闵行

资料来源：公司年报，方正证券研究所

目前，金融 AIC 主要以“发股还债”的模式做债转股业务，即寻找合适的标的企业入股，由入股资金偿还其债务。近年，各大金融 AIC 业务扩展较快，截至 2021 年末，建信投资框架协议签约金额累计 9370.84 亿元，落地金额 3822.69 亿元；农银投资累计落地债转股项目 214 个，落地金额 2600 亿元；交银投资成立时间最晚，注册资本最小，但 2021 年内新增投放金额仍有 123.27 亿元。

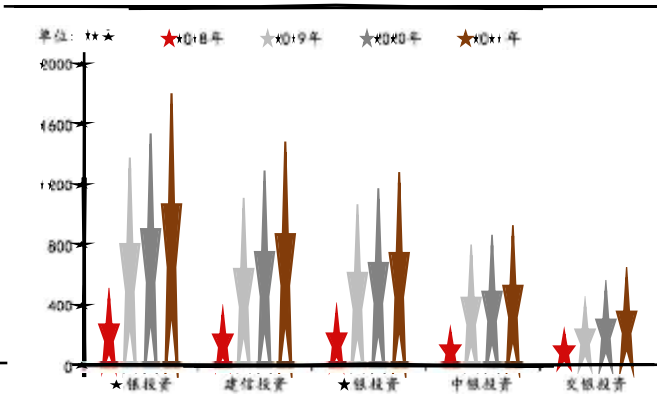
从财务数据来看，五大金融 AIC 净利润、总资产规模都增长较快。截至 2021 年，工银投资实现净利润最高，达 101.97 亿元，而 2018 年时其净利润仅 5.5 亿元；其他 4 家 2021 年的净利润均在 20-40 亿元；2021 年工银投资、建信投资、农银投资总资产规模已超千亿，中银投资、交银投资总资产规模分别为 849 亿元、571 亿元，均较 2018 年大幅增长，由此可见，市场化债转股推进进度加快。

图表 6: 五大银行系 AIC 近四年净利润变化



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表 7: 五大银行系 AIC 近四年总资产变化



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

自 2018 年以来, 5 家金融 AIC 的私募基金子公司陆续成立, 目前均取得私募牌照, 业务综合化加速推进。根据中基协数据显示, 截至目前, 5 家金融 AIC 共备案私募产品共 73 个, 其中工银投资最多, 共 27 个。

图表 8: 五大金融 AIC 私募产品情况

金融 AIC	私募子公司	备案产品数量
工银投资	工银资本管理有限公司	27
建信投资	建信金投基金管理(天津)有限公司	15
中银投资	中银资产基金管理有限公司	5
农银投资	农银资本管理有限公司	18
交银投资	交银资本管理有限公司	8

资料来源: 中国证券投资基金业协会, 方正证券研究所; 时间截至 2022 年 7 月 14 日

3 本次文件详解

2022 年 7 月, 银保监会印发的《金融资产投资公司资本管理办法(试行)》共六章六十六条, 主要内容包括: 资本监管要求, 风险加权资产的计量方法, 并表资本监管范围, 资本管理要求和监管部门职责五个方面。其中, 前三点从具体数值上对金融资产投资公司进行限定, 同时释放出监管在相关业务上积极的信号。

3.1 资本充足率与资本定义

资本监管要求主要从资本的定义、资本充足率和风险加权资产计量三个方面进行诠释。《办法》中规定 AIC 各级资本充足率与银监会 2012 年发布《商业银行资本管理办法(试行)》中的最低要求保持一致; 相较于其 2017 年发布的《金融资产管理公司资本管理办法(试行)》, 各级资本充足率最低要求均有 4% 左右的下降。并且, 银行需在最低资本要求的基础上计提储备资金, 而 AIC 与 AMC 并无此要求。

图表 9：银行、AMC 和 AIC 资本充足率对比

指标	银行	AMC	AIC
核心一级资本充足率	5%	9%	5%
一级资本充足率	6%	10%	6%
资本充足率	8%	12.50%	8%
储备资本	2.5%（由核心一级资本来满足）		
逆周期资本要求	0—2.5%（由核心一级资本来满足）		0—2.5%（由核心一级资本来满足）

资料来源：银保监会，方正证券研究所

图表 10：AIC 与商业银行的资本定义差异

资本项目	AIC	商业银行
超额损失准备	超额损失准备可计入二级资本，但不得超过信用风险加权资产的 1.25%。	
小额少数资本投资	合计超出核心一级资本净额 30%的，从各级监管资本中扣除	合计超出核心一级资本净额 10%的，从各级监管资本中扣除
大额少数资本投资	合计超出核心一级资本净额 30%的，从核心一级资本中扣除	合计超出核心一级资本净额 10%的，从核心一级资本中扣除
未的核心一级资本中扣除的对金融机构的大额少数资本投资和相应的净递延所得税资产	合计金额不得超过本公司核心一级资本净额的 35%	合计金额不得超过本行核心一级资本净额的 15%

资料来源：银保监会，方正证券研究所

3.2 风险加权资产计量

AIC 对风险加权资产的计量方法基本参照商业银行资本管理办法制定，包含信用风险资本、市场风险资本、操作风险资本和资产管理业务风险资本，共 4 种资产的计量方法。

3.2.1 AIC 采用权重法计量信用风险加权资产

《办法》附表内资产信用风险权重表，其中，以市场化债转股为目的收购不良资产形成债权的风险权重为 75%；市场化债转股形成的股权投资的风险权重为 250%；非自用不动产的风险权重为 400%；经批准以特殊目的持有的对金融机构投资的风险权重为 250%。与 22 年 6 月下发的鼓励中小金融机构向 AMC 转让不良的政策相似，由于 AIC 此次政策债转股目的收购不良资产的风险权重较低，预计未来将允许收购中小金融公司的不良资产，帮助金融公司改革风险化解。

银保监会于 18 年 8 月发布《关于市场化债转股股权风险权重的通知》规定商业银行因市场化债转股持有的上市公司、非上市公司股权的风险权重分别为 250%、400%；其他非自用不动产的风险权重为 1250%；被动持有或因政策性原因持有的对工商企业股权投资的风险权重，在持有的前两年都为 400%，两年后还未处置的风险权重上升至 1250%。AIC 这几项指标的风险权重相较于银行都为更低，对非上市公司的限制更为宽松，且对未处置的股权投资不设时间的限制。当以市场化债转股为目的收购不良资产债权的风险权重较高时，将占用较多的资本。《办法》降低多项指标的风险权重，可大幅降低不良和债转股资本占用，缓解了资本压力，拓展了金融 AIC 的债转股业务量。

3.2.2 AIC 采用标准法计量市场风险资本要求

本条明确了账簿划分标准，定义了资产市场风险要求中的利率风险、股票风险和期权风险。其中，利率风险的资本要求包括特定市场风险和一般市场风险的资本要求，AIC 的特定市场风险计提比率均高于银行的比率。

图表 11：特定市场风险计提比率

类别	发行主体外部评级	银行比率	AIC 比率
政府证券	AA-以上（含 AA-）	0%	0%
	A+ 至 BBB- （含 BBB-）	0.25% （剩余期限不超过 6 个月）	0.40% （剩余期限不超过 6 个月）
		1.00% （剩余期限 6 至 24 个月）	1.60% （剩余期限 6 至 24 个月）
		1.60% （剩余期限 24 个月以上）	2.50% （剩余期限 24 个月以上）
	BB+至 B-（含 B-）	8.00%	12.50%
	B-以下	12.00%	18.75%
合格证券	未评级	8.00%	12.50%
	BB+以上 （不含 BB+）	0.25% （剩余期限不超过 6 个月）	0.40% （剩余期限不超过 6 个月）
		1.00% （剩余期限 6 至 24 个月）	1.60% （剩余期限 6 至 24 个月）
		1.60% （剩余期限 24 个月以上）	2.50% （剩余期限 24 个月以上）

资料来源：银保监会，方正证券研究所

3.2.3 AIC 采用基本指标法计量操作风险资本要求

操作风险资本要求为近三年每年正的总收入*15%之和/近三年中总收入为正的年数。AIC 在其中总收入构成中，相较银行新增了一项不良资产经营及处置净收入。

3.2.4 AIC 计量资产管理业务风险资本要求

相较于商业银行与 AMC，AIC 增加了资产管理业务风险加权资产。资产管理业务接受投资者委托，将设立债转股投资计划并担任管理人，对受托的投资者财产进行投资和管理。资产管理业务风险资本要求参照银行理财子公司，与 2019 年 12 月银保监会发布的《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》风险资本计算表中的理财资金投资对应的资本风险系数部分相似。

资产管理业务风险资本的计算公式为债转股资管计划投资各类资产余额*风险系数的总和。其中，AIC 的现金及存款、标准化债权类资产和股票资产的风险系数都为 0，而非标准化债权类资产和未上市股权的风险系数都为 1.5%，反映出监管部门将支持投资标准化资产及股票股权投资。由于银行资本金及其自有资金可开展的业务规模相对有限，因此未来将社会资本引入债转股业务中尤为重要，可有效缓解银行的资本压力。

图表 12: AIC 资产业务管理风险系数表

项目	风险系数
1. 现金及银行存款（包括大额存单）等	0%
2. 标准化债权类资产	0%
3. 市场化债转股业务中的非标准化债权类资产	1.50%
4. 市场化债转股形成的股权投资	
4.1 股票	0%
4.2 未上市股权	1.50%

资料来源：银保监会，方正证券研究所

图表 13: AIC 的 4 种风险加权资产计量

种类	计量方法	计算方法
信用风险加权资产	权重法	$(\text{资产账面价值} - \text{减值准备} - \text{风险缓释工具账面价值}) \times \text{资产的风险权重} + \text{风险缓释工具账面价值} \times \text{风险缓释工具风险权重}$
市场风险加权资产	标准法	市场风险资本要求 $\times 12.5$
操作风险加权资产	基本指标法	操作风险资本要求 $\times 12.5$
资产管理业务风险加权资产	-	资产管理业务风险资本要求 $\times 12.5$

资料来源：银保监会，方正证券研究所

项目	风险系数
一、自有资金投资风险资本	
二、理财业务对应的资本	
（一）理财资金投资对应的资本	
1. 现金及银行存款、拆放同业等	0%
2. 固定收益类证券	0%
3. 其他标准化债权类资产	0%
4. 非标准化债权类资产	
（1）融资主体外部信用评级 AA+（含）以上	1.50%
（2）融资主体外部信用评级 AA+以下及未评级	
其中：抵押、质押类	1.50%
保证类	2%
信用类	3%
5. 股票	0%
6. 未上市企业股权	1.50%
7. 衍生产品	
（1）符合标准化金融工具特征的衍生产品	0%
（2）其他衍生产品	1%
8. 商品类资产	1%
9. 另类资产	1%
10. 公募证券投资基金	0%
11. 其他	3%
（二）附加风险资本	

资料来源：银保监会，方正证券研究所

3.3 杠杆率计算及监管要求

杠杆率方面，2015 年银监会发布的《商业银行杠杆率管理办法（修订）》中规定：商业银行并表和未并表的杠杆率均不得低于 4%；金融 AMC 杠杆率不得低于 8%，金融 AIC 的杠杆率不得低于 6%，较 AMC 更为宽松。

AIC 的杠杆率计算公式与银行和 AMC 的较为相似，但细节项目略有不同。杠杆率的计算公式：

AIC：杠杆率 = 一级资本净额 / （调整后的表内资产余额 + 表外项目余额） × 100%；

商业银行：杠杆率 = （一级资本 - 一级资本扣减项） / 调整后的表内外资产余额 × 100%；

AMC：杠杆率 = 一级资本净额 / （调整后的表内资产余额 + 衍生产品资产余额 + 证券融资交易资产余额 + 调整后的表外项目余额） × 100%。

4 影响及展望

金融 AIC 作为银行开展债转股业务最重要的机构，对宏观经济和银行经营都有深远意义。

宏观意义上来讲，本轮债转股则强调“市场化、法制化”，意在能够保证流动性的前提下，达到平稳去杠杆的目的。在经济承压的时候，企业对未来预期较为悲观，债务压力加重，甚至面临破产困境，AIC 通过债转股的方式，缓解企业债务压力，帮助企业回到正常经营轨道，达到对冲和缓解的预防性目的。

对银行业来说，金融 AIC 资本管理办法落地带来利好。金融 AIC 主营业务属于重资本消耗业务，资本管理办法决定了该类机构的竞争性，以及未来业务选择和导向，此次办法降低部分资产风险权重，意味着降低了银行的资本成本，为银行处置不良资产、缓解不良率提供更多机会，另一方面，随着金融 AIC 管理能力、专业能力的持续提升，获取债转股后退出、债务重组、转让及处置的收益，以及发行私募资管产品的收益，可为银行提供利润增长点。预计未来监管将进一步出台相关政策，规范行业行为，有助于持续开展市场化债转股，助力行业长期发展，提升银行估值。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有 20% 以上的涨幅；
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有 10% 以上的涨幅；
 中性：分析师预测未来半年公司股价在 -10% 和 10% 之间波动；
 减持：分析师预测未来半年公司股价有 10% 以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深 300 指数；
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深 300 指数持平；

减持：
 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深 300 指数。

地址	网址: https://www.foundersc.com	E-mail: yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层	
上海	静安区延平路 71 号延平大厦 2 楼	
上海	浦东新区世纪大道 1168 号东方金融广场 A 栋 1001 室	
深圳	福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦 31 层	
广州	天河区兴盛路 12 号楼 隽峰苑 2 期 3 层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段 36 号华远国际中心 37 层	

