

经纪质地良好，资管优势突出

报告要点

■ 经纪业务质地优良，布局良好

公司经纪业务市场份额排名第十，2009 年部均交易额名列第 16 位，部均代理买卖净收入位列上市券商第 2；佣金费率先行企稳，形成有利的价格优势；网点布局合理，62%的网点分布在上海、广东、浙江三大经济圈，并且在这些地区市场份额、部均交易额、部均营业收入均位列前十。

■ 资产管理业务优势突出

09 年末公司的资产管理市场份额 12.3%，行业排名第二，管理资产的规模达 120 亿元，规模较 08 年增长了 1.43 倍，资产管理的收入贡献率最高，超过 10%；光大集合理财产品收益率在行业内一直处于较高水平，其中光大阳光成立以来总回报率达 300%，在现阶段集合理财产品中排名第 1 位。

■ 自营业务塞翁失马

由于一季度公司股票自营规模偏重，当期亏损了 1.83 亿元，但之后股票类自营规模大幅度减少，这可能使公司在二季度自营亏损幅度相对有限；

■ 季度业绩环比增长，具有一定的估值优势

公司的其他业务发展势头良好。投行业务在二季度取得今年以来的突破，实现 IPO 项目 3 家；继续加强对直接投资、融资融券、股指期货等新业务的投入，已完成了 2 个项目的直接投资。我们认为公司二季度业绩实现了恢复性的增长，股价下跌中已经具备一定的估值优势，融资融券等新业务对公司的业绩贡献弹性较大，预计全年 EPS0.67 元，维持“谨慎推荐”评级。

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	5594	4743	5670	6445
增长率（%）	59%	-15.21%	19.55%	13.66%
归属母公司所有者净利润（百万元）	2826.7	2282	2685	3011
增长率（%）	107%	-19.28%	17.70%	12.12%
每股收益（元）	0.827	0.668	0.786	0.881
净资产收益率（%）	12.5%	9.86%	10.96%	11.62%

当前股价：15.15
金融行业评级：看淡

公司基本数据 2010. 6. 29

总股本(万股)	341800
流通 A 股/B 股(万股)	52000/0
资产负债率	63.51%
每股净资产（元）	6.62
市盈率（当前）	18.32
市净率（当前）	2.29
12 个月内最高/最低价	30.94/15.06

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

招商证券	09A	10E	11E
PE	19.61	27.2	25.2
PB	3.23	2.9	2.5
EV/EBITDA	0	0.00	0.00
华泰证券	09A	10E	11E
PE	16.51	20.8	18.3
PB	4.43	2.3	2.0
EV/EBITDA	0	0.00	0.00

相关研究

《证券业 2010 年中期投资策略报告：成长的困惑》2010-6-29
《光大证券一季报点评：自营短期亏损，经纪与资管仍具优势》2010-4-25

分析师：

刘俊
(8627)65799532
liujun@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490208090171
联系人：
杨靖凤
(8621) 68751636
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

投资逻辑与估值比较.....	5
投资逻辑	5
上市券商估值比较	6
经纪业务质地优良	7
市场份额相对稳定	7
网点布局合理	8
客户质地良好	14
佣金费率有望先行期企稳	16
基金分仓佣金收入：提升空间明显.....	17
资产管理业务优势突出	17
资管规模成倍增长	18
收益率居行业前列	19
光大阳光：让投资者信得过的品牌.....	19
基金业务做大做强	20
自营风格灵活	21
投行业务有望恢复性增长	23
积极开辟新业务来源.....	26
光大期货迅速发展	27
融资融券短期内业绩贡献有限.....	28
直接投资业务正式运转.....	29
风险提示与投资建议.....	29

图表目录

图 1: 光大证券代理买卖业务净收入占营业收入比重大幅提升	7
图 2: 2008 年以来公司经纪业务的市场份额	7
图 3: 光大证券经纪业务市场份额在上市券商中位居中游	8
图 4: 截止 2009 年底光大证券营业部分布情况	9
图 5: 2010 年 1-4 月年三大经济圈投资者开户总数总占全国开户总数比重达 62%... 9	9
图 6: 截至 2010 年 4 月光大证券营业部网点数量排名第五	9
图 7: 上市券商营业网点数量增减情况	10
图 8: 09 年底在上海、浙江、广东的总交易金额占公司比重为 60%.....	10
图 9: 2010 年 1-5 月年光大证券在上海地区经纪业务市场份额第 10.....	10
图 10: 2010 年 1-5 月光大证券上海地区部均交易额排名第 7.....	11
图 11: 光大证券在上海的毛佣金费率低于平均水平	11
图 12: 光大在上市券商中上海地区部均营业收入排前列	11
图 13: 2010 年 1-5 月年光大证券在广东地区经纪业务市场份额第 5.....	12
图 14: 10 年 1-5 月光大证券广东地区部均交易额排名第 7.....	12
图 15: 上市券商在广东的毛佣金费率水平	12
图 16: 光大在上市券商中广东地区部均营业收入情况.....	13
图 17: 2010 年 1-5 月光大证券在浙江地区经纪业务市场份额第 5.....	13
图 18: 2010 年 1-5 月光大证券浙江地区部均交易额第 8.....	13
图 19: 上市券商在浙江的毛佣金费率比较.....	14
图 20: 光大在上市券商中浙江地区部均营业收入排名前列	14
图 21: 2008 年以来证券业佣金水平的变化	16
图 22: 基金分仓佣金收入及比重情况	17
图 23: 09 年主要券商基金分仓收入情况	17
图 24: 光大证券资产管理业务净收入及占营业收入比重	18
图 25: 公司的集合资产管理业务规模蒸蒸日上	18
图 26: 截至 2010 年 1 季度光大证券集合资产管理规模第二	18
图 27: 2010 年 1 季度上市券商资产管理平均费率	19
图 28: 截至 2010 年 5 月底光大阳光累计单位净值第 1	20
图 29: 截至 2010 年 5 月底光大阳光成立以来总回报率第 1	20
图 30: 截至 2010 年 1 季度总资产净值排名前十基金公司	20
图 31: 自 2006 年来光大保德信和大成基金平均收益率	21
图 32: 投资收益及占营业收入比重	21
图 33: 公司的交易性金融资产所占比重灵活变化	22
图 34: 公司的可供出售金融资产所占比重灵活变化	22
图 35: 投行业务净收入及占营业收入比重	23
图 36: 公司近年来主承销收入情况	23
图 37: 公司近年来 IPO 承销收入情况	24
图 38: 股指期货与 A 股成交额的变化预测	27
图 39: 首批试点资格券商融资融券情况	28

表 1: 融资融券业务对上市券商业绩提升幅度测算	5
表 2: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	6
表 3: 上市券商经纪业务价值系数比较	6
表 4: 公司的经纪业务市场份额排名第十	8
表 5: 2010 年一季度股基交易额及市场份额前 20 名券商	15
表 6: 2010 年一季度光大证券的营业部网点平均盈利额居上市券商第 6 位	15
表 7: 上市券商佣金费率比较	16
表 8: 截至 2010 年 5 月光大证券集合资管产品回报率排名	19
表 9: 公司自营业务主要品种投资收益情况	22
表 10: 2010 年 1-5 月证券公司主承销收入排名	24
表 11: 2010 年 1-5 月证券公司首发主承销收入排名	25
表 12: 截至 2010 年 5 月证券公司首发主承销金额排名	25
表 13: 截至 2010 年 5 月上市券商企业债承销情况	26
表 14: 截至 2010 年 5 月公司债承销情况	26
表 15: 2010 年 1-5 月大商所券商系期货公司的成交额排名情况	27
表 16: 上市券商股指期货业绩贡献预测	28
表 17: 上市券商直投业务开展情况	29
财务报表及指标预测	30

投资逻辑与估值比较

投资逻辑

质地优良，业绩改善

经纪方面：公司经纪业务市场份额排名第十，网点重点布局三大经济圈，62%的网点分布在三大经济区域；公司努力提升网点服务能力，注重客户质量，2009 年部均交易额名列第 16 位，部均代理买卖净收入位列上市券商第 2；公司 2009 年佣金费率先行企稳，形成有利价格优势；公司在上海、广东、浙江的经纪市场优势明显，经纪市场份额、部均交易额、部均营业收入均位列前十。

资管方面：公司资管业务实力雄厚，集合理财规模和品牌建设均走在券商前列，光大阳光系列深受投资者青睐；资产管理收入贡献率超过 10%，位列上市券商之首。

投行业务方面：09 年随着 IPO 的开闸，公司投行业务出现恢复性增长，09 年主承销收入较 08 增长 2 倍，在 IPO、增发、配股、企业债、公司债上都有斩获。2010 年 1-5 月公司的股票主承销 3 家，公司债 2 家，虽然竞争激烈使公司投行承销规模的综合排名有所下降，但我们仍看好公司投行业务的恢复性增长。

融资融券的收入弹性较大

我们以两种情形测算融资融券业务对证券公司业绩的提升幅度。

第一种情形假设业务发展初期，融资融券的资金主要来自资本金，不同类型券商融资融券的规模占净资产比重约 5%至 10%；第二种情形是假设放宽融资融券标的和试点券商范围后，融资达到净资产的 0.3 至 0.5 倍。

此外，假设融资融券的客户资产周转率至少在 10 倍以上，部分优质券商的客户资产周转率达到 30 倍，综合净利差水平为 8%。

经过测算，我们认为融资融券对光大证券业绩提升幅度较明显，有助于提升其估值优势。

表 1：融资融券业务对上市券商业绩提升幅度测算

情形 1：净资产的 5%-10%	融资融券利息收入（亿元）		相关佣金收入（亿元）		较 2011 年业绩提升度	
情形 2：净资产的 30%至 50%	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2
中信	4.87	12.18	1.83	9.13	7.97%	25.36%
海通	3.38	8.44	0.84	4.22	6.75%	20.25%
招商	1.72	4.30	0.64	3.22	5.34%	16.98%
光大	1.73	5.19	0.65	3.89	5.95%	22.71%
华泰	2.44	7.32	0.91	5.49	6.35%	24.23%
广发	1.37	6.85	0.51	5.13	3.14%	19.97%
宏源	0.49	1.22	0.09	0.46	3.08%	8.92%
国元	0.61	1.82	0.08	0.46	4.79%	15.96%
东北	0.11	0.55	0.01	0.14	1.06%	5.90%
西南	0.20	0.98	0.02	0.24	2.44%	13.57%
国金	0.10	0.49	0.02	0.24	2.31%	13.84%
太平洋	0.07	0.34	0.01	0.08	1.70%	9.46%

资料来源：长江证券研究部

上市券商估值比较

市盈率和市净率倍数法

按照市盈率法，公司目前的 PE 倍数约为 22.7 倍，2011 年的 PE 倍数约为 19 倍，在同类券商中处于较低水平；并且，年底公司的市净率倍数为 2.1 倍，与招商等同类上市的券商相比具有较明显的估值优势。

表 2：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
600030	中信证券	12.01	0.90	1.40	0.56	13.3	8.6	21.4	1.8	1.5	1.4
600837	海通证券	9.39	0.55	0.47	0.51	17.0	20.0	18.4	1.7	1.6	1.4
000562	宏源证券	14.65	0.79	0.80	0.92	18.6	18.3	15.9	3.1	2.6	2.2
000728	国元证券	11.93	0.69	0.50	0.63	17.3	24.0	18.9	1.6	1.5	1.4
000686	东北证券	24.00	1.43	1.15	1.31	16.8	21.0	18.3	4.8	3.8	3.1
600109	国金证券	13.90	0.52	0.39	0.47	26.9	35.9	29.7	5.4	4.6	3.9
600369	西南证券	12.41	0.54	0.31	0.47	23.0	39.6	26.4	5.0	4.4	3.7
601099	太平洋	11.13	0.27	0.21	0.28	41.3	53.9	39.8	9.3	7.8	6.4
601788	光大证券	15.15	0.92	0.67	0.79	16.5	22.7	19.2	2.3	2.1	1.9
600999	招商证券	20.39	1.16	0.75	0.81	17.6	27.2	25.2	3.2	2.9	2.5
000776	广发证券	32.20	1.87	1.40	1.63	17.2	23.0	19.8	4.7	3.8	3.2
601688	华泰证券	13.01	0.82	0.62	0.71	15.9	20.8	18.3	4.5	2.3	2.0

资料来源：长江证券研究部

经纪业务价值系数法

以经纪份额、佣金费率与市值相比较，得出各上市券商的经纪业务价值系数，并考虑经纪业务的收入比重，测算其市值对应的企业价值系数，也可衡量各券商的实际投资价值。

由于公司 2009 年佣金费率降幅较快，且经纪业务占营业收入的比重偏高，导致公司目前的经纪业务价值系数和企业价值系数不高。但若考虑其他大券商未来佣金水平的降幅，以及公司在正常情形下佣金收入占营业收入的比重，我们发现其经纪业务价值系数在同类券商中具有一定的估值优势或安全边界。

表 3：上市券商经纪业务价值系数比较

	海通	国元	东北	宏源	国金	太平洋
市值 (亿元)	879	258	163	243	151	189
市场份额	4.10%	1.07%	0.79%	1.34%	0.75%	0.29%
佣金水平	0.1245%	0.1185%	0.1414%	0.1405%	0.1095%	0.1606%
经纪业务价值系数	5.81	4.90	6.84	7.73	5.43	2.43
经纪业务收入比重	63%	70%	70%	73%	69%	70%
企业价值系数	9.20	6.96	9.73	10.55	7.85	3.46
	西南	光大	招商	华泰	广发	新中信
市值 (亿元)	256	560	771	802	883	1,330
市场份额	0.72%	3.10%	4.06%	5.83%	4.72%	5.09%
佣金水平	0.1073%	0.0892%	0.0895%	0.0909%	0.1117%	0.0900%
经纪业务价值系数	3.01	4.94	4.71	6.62	5.98	3.48
经纪业务收入比重	44%	65%	54%	65%	63%	41%
企业价值系数	6.91	7.59	8.78	10.24	9.48	8.48

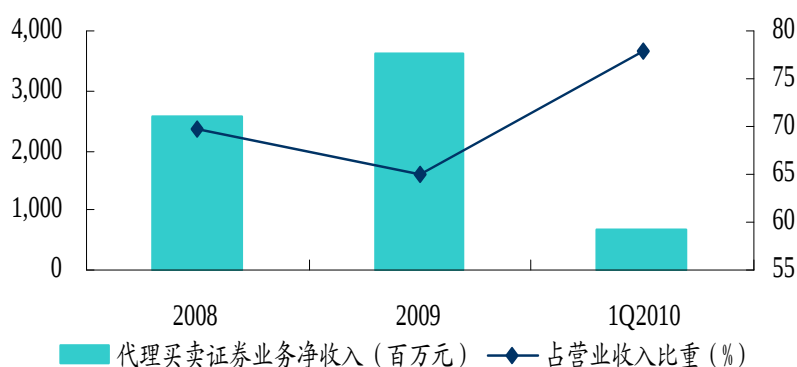
资料来源：长江证券研究部

经纪业务质地优良

证券公司的经纪业务由于市场竞争日趋激烈，整个行业的佣金费率较上年同期下降明显，但降幅主要集中于一季度。公司市场份额的稳定和增长将面临更严峻的挑战。调研获悉，公司目前一方面努力做大做强现有证券经纪业务，完善业务模式，以客户为中心，提升核心业务能力。另一方面，利用上市后的资本优势，通过新设营业部、现有服务部规范升级等外延式扩张方式，提升公司市场份额。我们认为，公司今后经纪业务市场份额将能在激烈的竞争环境中稳中有升。

证券经纪业务是光大证券核心业务，至 2010 年 1 季度公司代理买卖净收入占营业收入比重已上升至 78%，是其收入的重要来源。公司在经纪业务方面精益求精，合理布局营业网点，优化客户结构，提高服务质量，使得公司经纪业务成为其主打品牌。

图 1：光大证券代理买卖业务净收入占营业收入比重大幅提升

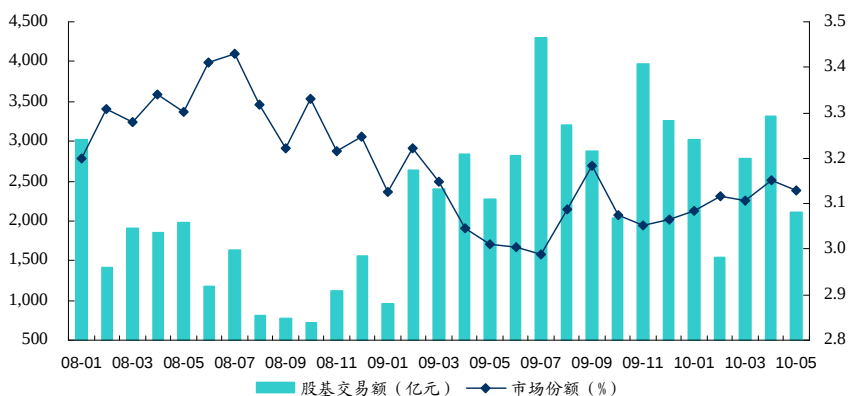


资料来源：长江证券研究部

市场份额相对稳定

公司在 2008 年全年市场份额为 3.29%，2009 年与多数大型券商一样，市场份额下降为 3.08%。2010 年 1-5 月，公司的股票和基金代理量同比增长 14.84%，略高于行业整体 13% 的增幅；目前公司的经纪业务市场份额达到 3.13%，同比恢复性增长 3.46%。

图 2：2008 年以来公司经纪业务的市场份额



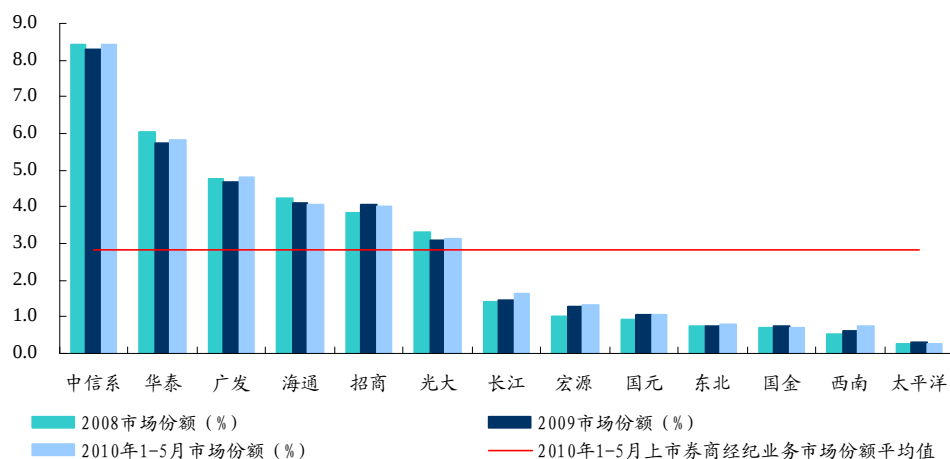
资料来源：长江证券研究部

表 4: 公司的经纪业务市场份额排名第十

	2010 年 1-5 月		2009 年		2008 年	
	排名	市场份额 (%)	排名	市场份额 (%)	排名	市场份额 (%)
中国银河证券	1	5.22	1	5.45	1	5.73
国泰君安证券	2	4.70	2	4.93	2	5.22
国信证券	3	4.51	3	4.70	3	4.58
广发证券	4	4.06	4	4.11	4	4.25
海通证券	5	4.04	5	4.05	7	3.83
招商证券	6	4.03	6	3.99	6	4.22
申银万国证券	7	3.85	7	3.82	5	4.22
华泰证券	8	3.79	8	3.49	8	3.72
中信建投证券	9	3.32	9	3.35	10	3.27
光大证券	10	3.13	10	3.08	9	3.29

资料来源: 长江证券研究部

在上市券商中, 光大证券经纪业务市场份额处于第二集团, 由于中等券商的恢复性上升, 公司目前的市场份额较 2008 年有所下降, 但经纪业务的优势仍较明显。

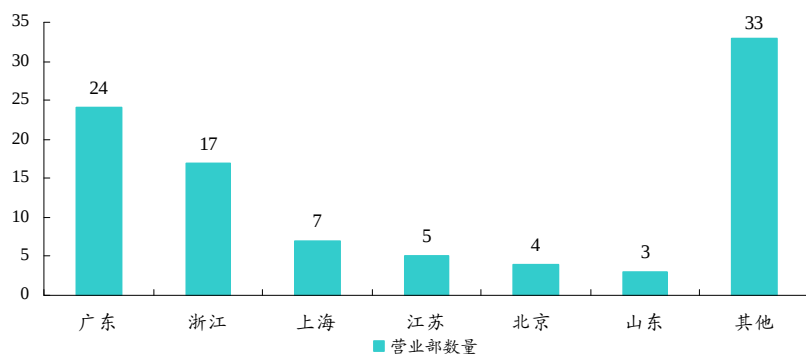
图 3: 光大证券经纪业务市场份额在上市券商中位居中游


资料来源: 长江证券研究部

网点布局合理

公司的营业部主要分布于业务价值含量较高的地区。截至 2010 年 3 月底, 公司营业网点达 94 家, 证券服务部 3 家, 目前 5 家营业部正在筹建中。公司营业网点分布广泛, 网点辐射以上海为中心的长三角经济圈、以广州、深圳为中心的珠三角经济圈以及以北京为中心的环渤海经济圈。截至 2009 年底公司在三经济圈营业部网点总数达 60 家, 占总营业部比重 65%。

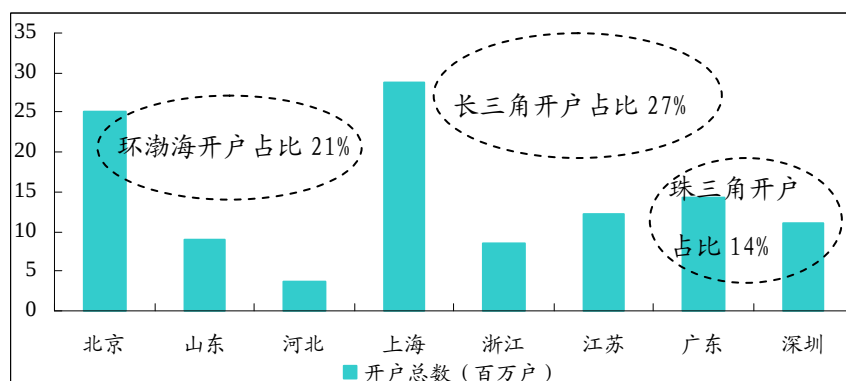
图 4：截止 2009 年底光大证券营业部分布情况



资料来源：长江证券研究部

三大经济圈投资者开户比重达 62%，三大经济圈是经纪业务高收入地区，光大的网点战略布局充分覆盖三大地区，重点突出，布局合理。

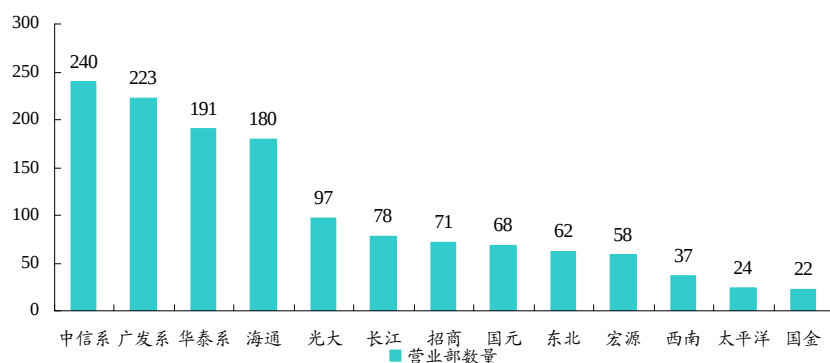
图 5：2010 年 1-4 月年三大经济圈投资者开户总数总占全国开户总数比重达 62%



资料来源：长江证券研究部

2009年12月公司获准新设5家营业部，分别于上海、广东各新设立2家、福建新设1家营业部。2010年1季度，公司完成1家服务部升级工作，长沙望城坡证券服务部升级为长沙金星中路证券营业部，另有5家证券营业部正在筹建中，考虑到光大证券全年服务部升级及新设营业部的情况，在2010年底营业部超过百家的趋势基本确定。

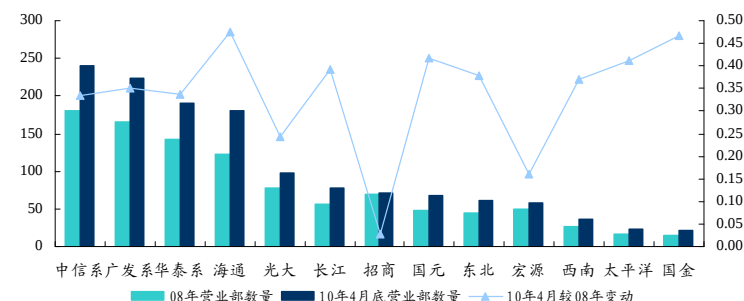
图 6：截至 2010 年 4 月光大证券营业部网点数量排名第五



资料来源：长江证券研究部

光大证券 2010 年 4 月较 08 年新增了 19 家营业部，增幅达 24%，增幅在所有上市券商中排名 11 位，网点扩张速度不及多数券商。

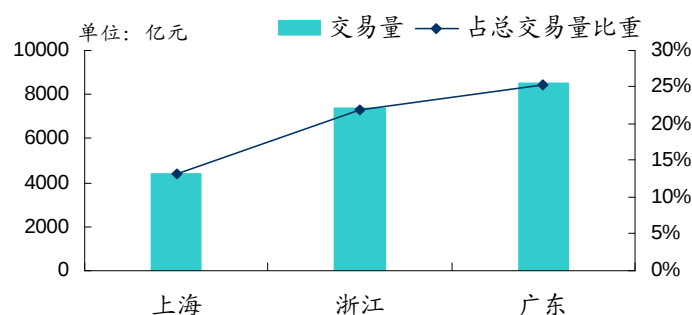
图 7：上市券商营业网点数量增减情况



资料来源：长江证券研究部

三大经济圈是公司经纪业务核心地带，其中上海、广东、浙江是公司主要网点分布地区。截止 2009 年底，公司在上海拥有 7 家营业部，在广东省拥有 24 家营业部，在浙江拥有 17 家营业部。上海、广东以及浙江的经纪业务直接决定公司整个经纪收入状况。

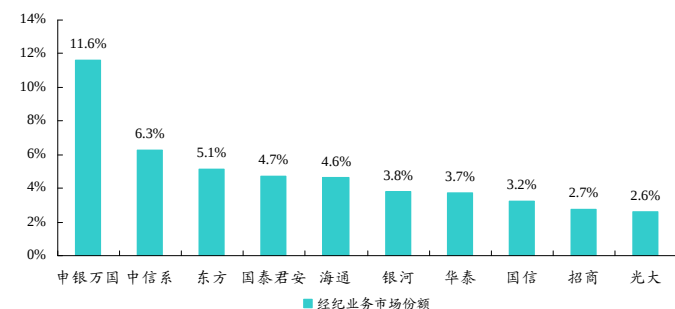
图 8：09 年底在上海、浙江、广东的总交易金额占公司比重为 60%



资料来源：长江证券研究部

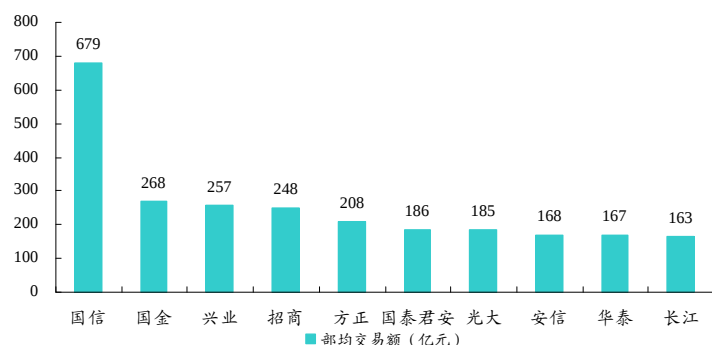
由于上海的金融中心地位，使得所有证券公司上海设立的网点数量占全国总营业部网点数量的 12%，其经纪业务市场竞争之激烈可见一斑。光大证券在上海所占市场份额达 2.6%，处行业第 10，其上海地区部均交易量排名第 7，达 185 亿元。公司在上海设有 9 家营业部，远低于中万、中信系的 55 家、26 家，公司凭借优质的服务和技術，从网点竞争向服务竞争转型，使得其在上海的部均交易表现优异。

图 9：2010 年 1-5 月年光大证券在上海地区经纪业务市场份额第 10



资料来源：长江证券研究部

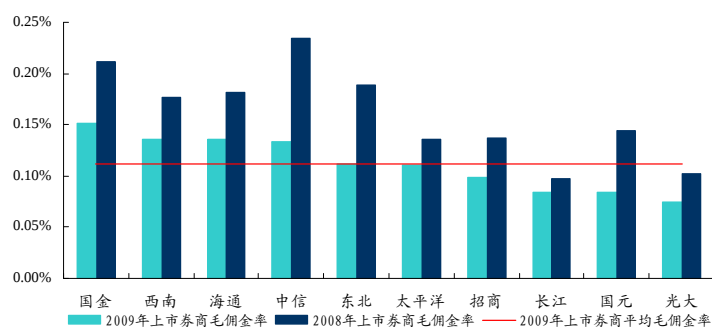
图 10：2010 年 1-5 月光大证券上海地区部均交易额排名第 7



资料来源：长江证券研究部

光大在上海的佣金费率已处于较低水平，08 年已经先行企稳，09 年降幅较小。

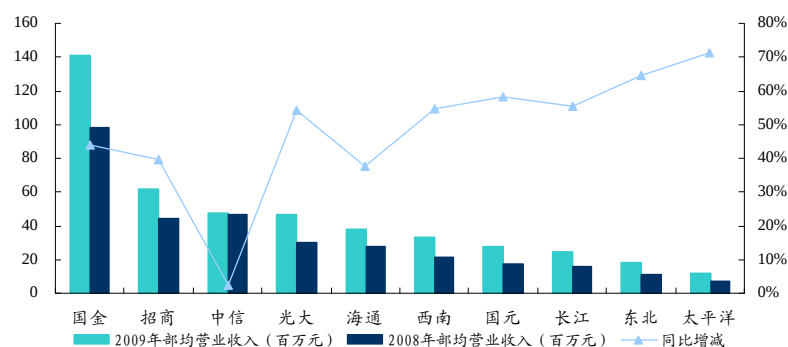
图 11：光大证券在上海的毛佣金费率低于平均水平



资料来源：长江证券研究部

在可统计的上市券商中，光大在上海地区的部均营业收入位列第四，达 4786 万元，在上海地区客户质地优良。

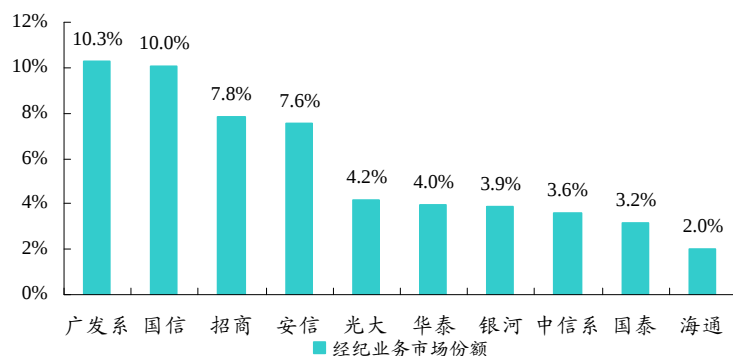
图 12：光大在上市券商中上海地区部均营业收入排前列



资料来源：长江证券研究部

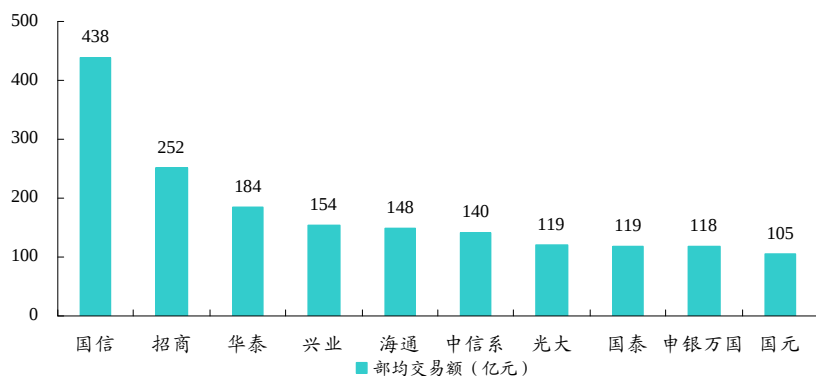
公司广东营业部主要分布在广州、东莞、深圳以及佛山，分别有 5 家、5 家、4 家、4 家营业部。公司在广东的市场份额为 4.2%，位列第 6，优于其在注册地上海的市场份额 2.6%和第 10 的排名；广东地区部均交易额排名第 7，为 119 亿元，低于上海的部均交易额 185 亿元。

图 13: 2010 年 1-5 月年光大证券在广东地区经纪业务市场份额第 5



资料来源: 长江证券研究部

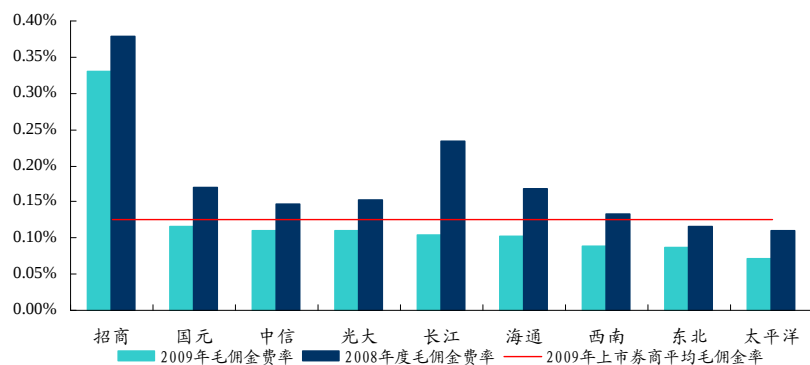
图 14: 10 年 1-5 月光大证券广东地区部均交易额排名第 7



资料来源: 长江证券研究部

光大在广东的毛佣金费率优势不明显, 上市后的光大证券为进一步抢占市场份额, 可能率先下降在广东地区的佣金费率, 以期在更激烈的市场中抢得先机。

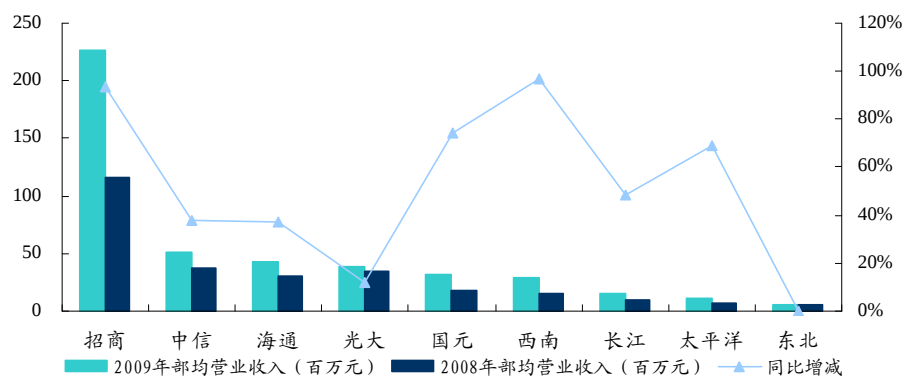
图 15: 上市券商在广东的毛佣金费率水平



资料来源: 长江证券研究部

在可统计的上市券商中, 公司在广东地区部均营业收入位居中游, 2009 年广东地区营业收入 9.39 亿元, 同比增速 12%。

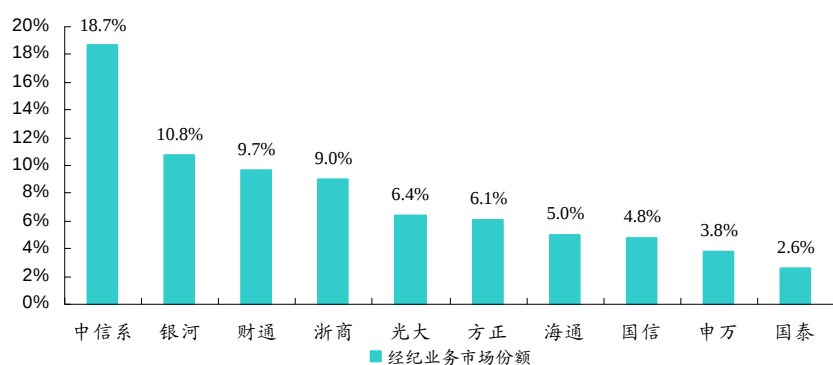
图 16：光大在上市券商中广东地区部均营业收入情况



资料来源：长江证券研究部

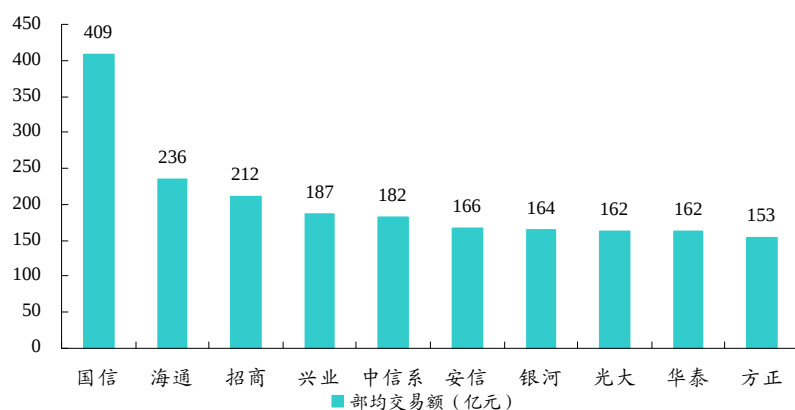
2010 年公司在浙江经纪业务市场份额达 6.4%，部均交易额 162 亿元，行业排名第 8。

图 17：2010 年 1-5 月光大证券在浙江地区经纪业务市场份额第 5



资料来源：长江证券研究部

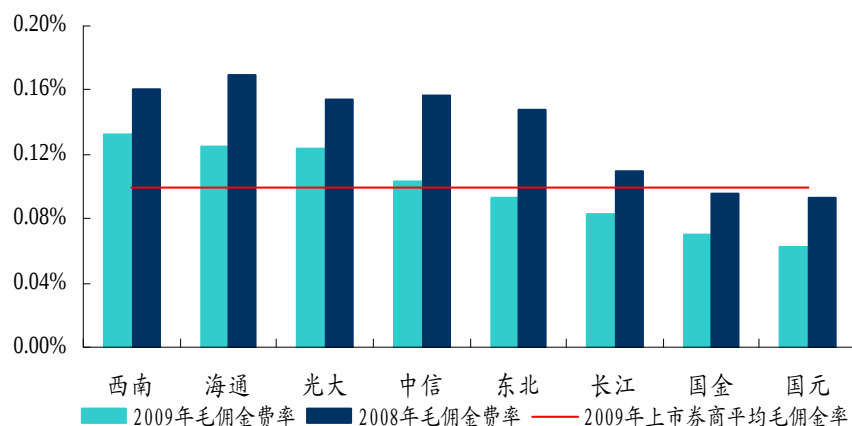
图 18：2010 年 1-5 月光大证券浙江地区部均交易额第 8



资料来源：长江证券研究部

09 年公司在浙江的毛佣金费率为 0.12%，高于公司在上海、广东地区的毛佣金费率，位列上市券商在浙江地区佣金费率三甲，也高于上市券商毛佣金费率的平均值。

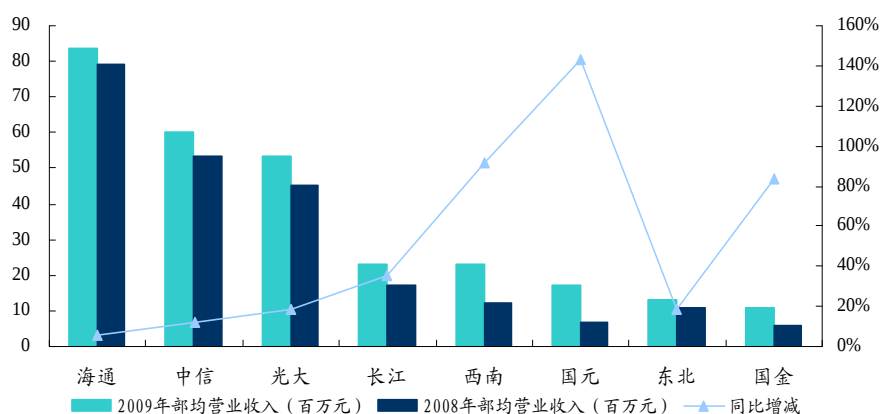
图 19: 上市券商在浙江的毛佣金费率比较



资料来源: 长江证券研究部

在上市券商中，光大在浙江地区部均营业收入位列第三，客户质地优良，但其不均营业收入远低于上海及广东省。

图 20: 光大在上市券商中浙江地区部均营业收入排名前列



资料来源: 长江证券研究部

客户质地良好

2010 年 1 季度公司股基交易额 of 7333 亿元，位列所有券商第 10，市场份额 3.1%；公司 09 年部均交易额为 391 亿元，在所有券商中排名 16。

虽然公司在整个市场部均交易额有待提升，但其地区的重点发展突出，在上海、广东、浙江地区部均交易额位于行业前列。

表 5：2010 年一季度股基交易额及市场份额前 20 名券商

2010 年一季度券商股基交易额及排名		
会员	股基交易额	市场份额
国泰君安	10,964	4.64%
国信证券	10,788	4.56%
海通证券	9,693	4.10%
招商证券	9,597	4.06%
广发证券	9,441	3.99%
申银万国	9,157	3.87%
华泰证券	8,934	3.78%
中信建投	7,848	3.32%
光大证券	7,333	3.10%
安信证券	6,206	2.62%
齐鲁证券	6,193	2.62%
中投证券	5,890	2.49%
中信证券	5,853	2.47%
华泰联合	4,862	2.06%
中信金通	4,352	1.84%
方正证券	4,043	1.71%
长江证券	3,893	1.65%
兴业证券	3,491	1.48%
东方证券	3,444	1.46%

资料来源：长江证券研究部

2010 年 1-4 月公司营业部平均代理买卖业务净收入居上市券商第 6，部均盈利能力在上市券商中处于中游。

表 6：2010 年一季度光大证券的营业部网点平均盈利额居上市券商第 6 位

排名	证券公司	网点平均代理买卖证券业务净收入(万元)
1	招商证券	1,210
2	国金证券	1,079
3	中信系	838
4	宏源证券	766
5	华泰系	717
6	光大证券	696
7	海通证券	670
8	广发系	562
9	长江证券	538
10	西南证券	537
11	太平洋证券	472
12	东北证券	446
13	国元证券	439

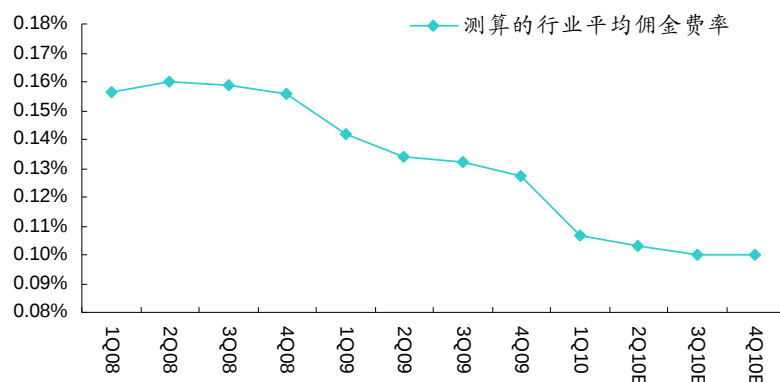
资料来源：长江证券研究部

佣金费率有望先行期望企稳

行业佣金费率的变化

A 股市场整体佣金水平较境外市场溢价并不多，我们预计未来两年内，随着服务部升级基本完成、三线城市网点数量基本饱和，券商佣金可能像境外市场一样触底，预计下降至 0.1% 左右，并将进入佣金费率随市场波动而浮动的“完全市场化”阶段。

图 21：2008 年以来证券业佣金水平的变化



资料来源：长江证券研究部

上市券商佣金费率变化

行业趋于激烈的竞争态势使得佣金费率下调，光大证券佣金费率从 07 年开始大幅度下调，08 年的佣金水平较 07 年下调了 0.06%，下调幅度处行业第二，经过两年多的调整，2010 年 1 季度公司的佣金费率已低至 0.089%，为上市券商中佣金费率最低者。公司目前综合佣金水平已处于行业较低水平，我们认为其佣金水平在行业内有较强的竞争力。

表 7：上市券商佣金费率比较

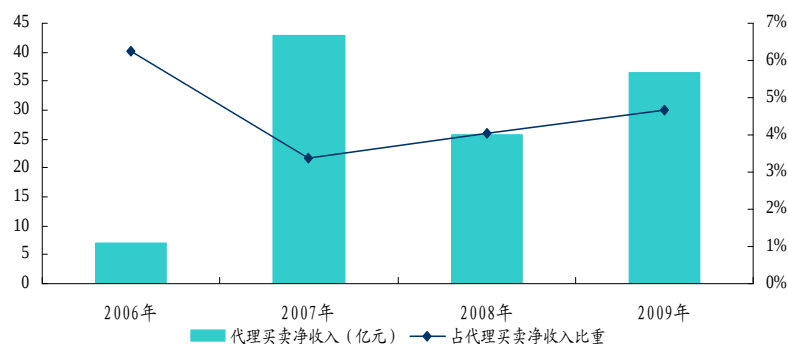
证券公司	08 年 (%)	09 年 (%)	10 年 Q1 (%)	10 年 Q1 环比增减 (%)
中信系	0.162	0.120	0.096	-20.02
海通证券	0.173	0.140	0.124	-10.83
招商证券	0.150	0.108	0.090	-17.26
光大证券	0.143	0.108	0.089	-17.69
国元证券	0.176	0.132	0.119	-10.20
东北证券	0.210	0.171	0.141	-17.36
宏源证券	0.213	0.154	0.141	-8.51
西南证券	0.170	0.131	0.107	-18.27
国金证券	0.103	0.121	0.112	-7.58
太平洋证券	0.232	0.179	0.161	-10.01

资料来源：长江证券研究部

基金分仓佣金收入：提升空间明显

公司在基金分仓收入比重从 07 年开始上升，09 年公司基金佣金收入为 1.7 亿元，占代理买卖净收入比重的 4.67%。

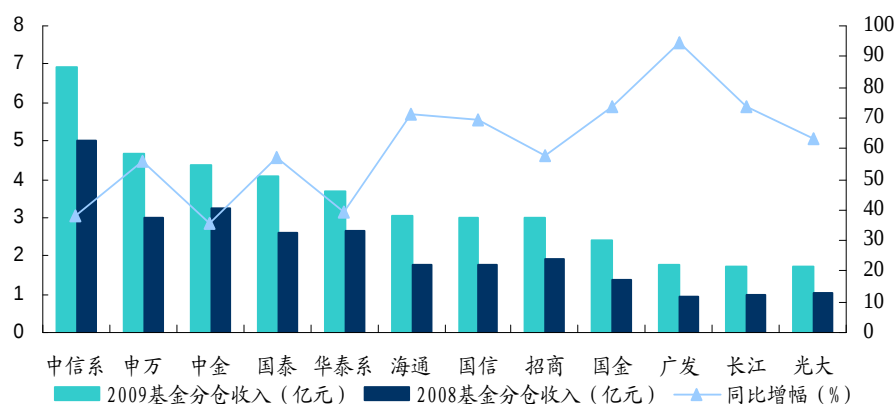
图 22：基金分仓佣金收入及比重情况



资料来源：长江证券研究部

09 年公司基金佣金收入为 1.7 亿元，位列上市券商基金分仓收入末位；但同比增长 63%，增速位居第 6。考虑到公司目前所处水平，我们预计未来几年公司的基金分仓收入和比重将有很大的提升空间。

图 23：09 年主要券商基金分仓收入情况



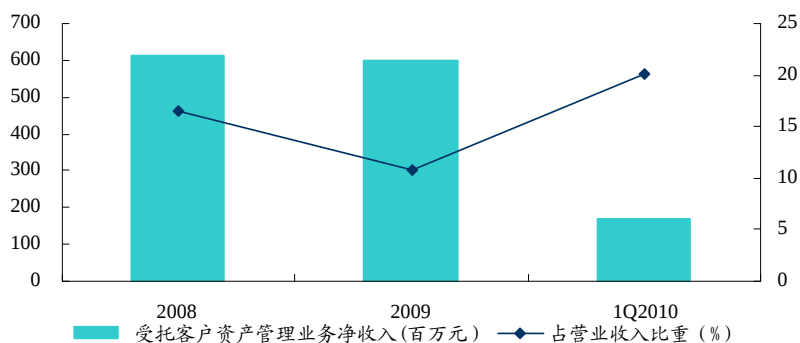
资料来源：长江证券研究部

资产管理业务优势突出

公司是首批创新试点券商，资产管理业务是公司新业务的发展重点，也是最具特色的业务。08 年公司获 QDII 业务资格，在稳固发展定向资管业务的同时，对集合理财业务投入大量的精力，是公司稳定收入来源。

2009 年 7 月，公司发行光大阳光 2 号二期集合理财产品，总募集资金规模 68 亿，创下券商集合理财产品募集资金规模新记录；09 年 11 月公司设计的券商创新型理财产品“光大阳光集结号混合型一期集合资产管理计划”获得中国证监会批复，并于 2010 年 1 月完成募集；2010 年公司获准设立光大阳光集结号收益型一期集合资产管理计划。

图 24：光大证券资产管理业务净收入及占营业收入比重

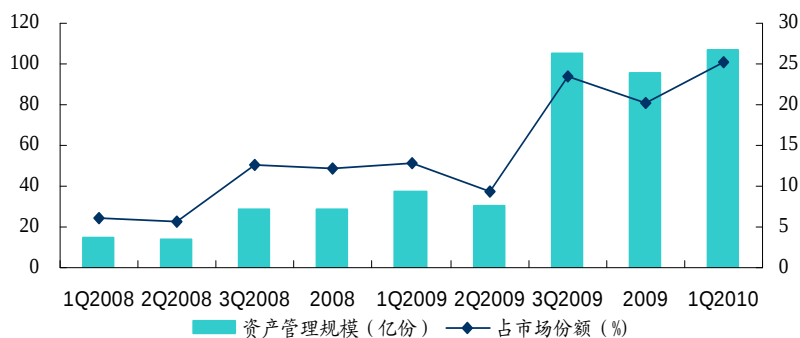


资料来源：长江证券研究部

资管规模成倍增长

09 年光大集合资管产品：光大阳光、阳光 3 号、基中宝、阳光 5 号、6 号合计规模达 120 亿元，市场份额 12.3%，规模较 08 年增长了 1.43 倍，市场份额上升 1%，集合资管规模成倍增长。

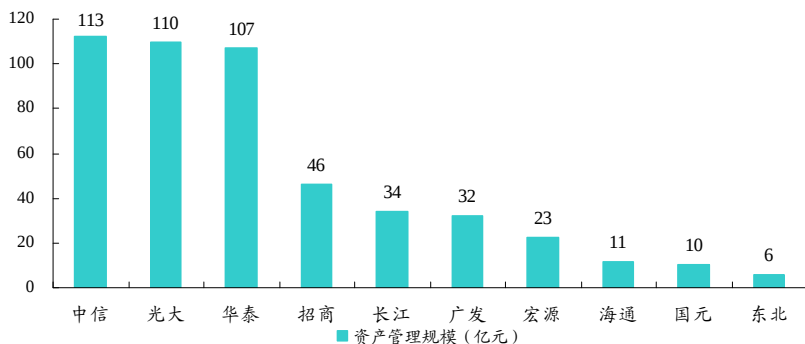
图 25：公司的集合资产管理业务规模蒸蒸日上



资料来源：长江证券研究部

同其他券商比较，截止 09 年末，光大集合资管规模行业排名第二，资管业务实力雄厚。

图 26：截至 2010 年 1 季度光大证券集合资产管理规模第二



资料来源：长江证券研究部

收益率居行业前列

光大集合理财产品收益率在行业内一直处于较高水平。光大集合资管产品 07 年累计平均回报率达 270%，行业排名第一；08 年累计回报率 97.15%，行业排名第二；09 年累计回报率 68.96%，行业第四。

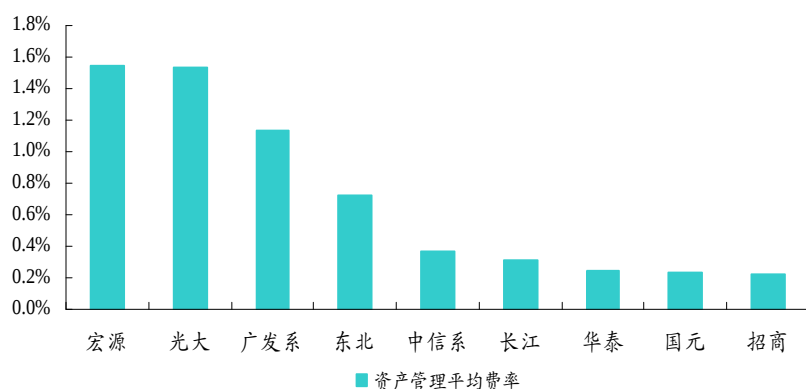
表 8：截至 2010 年 5 月光大证券集合资管产品回报率排名

排名	简称	最新单位净值	成立以来总回报(%)
1	光大阳光	1.7300	299.82
19	光大阳光 3 号	1.1849	23.48
34	光大阳光 5 号	1.0619	9.23
53	光大阳光 6 号	1.0184	1.84
64	光大阳光集结号	1.0062	0.62
103	光大阳光基中宝	0.9209	-7.91

资料来源：长江证券研究部

光大资产管理业务平均管理费率为 1.53%，树立资管品牌已初见成效，“光大阳光”系列深得投资者信赖。

图 27：2010 年 1 季度上市券商资产管理平均费率



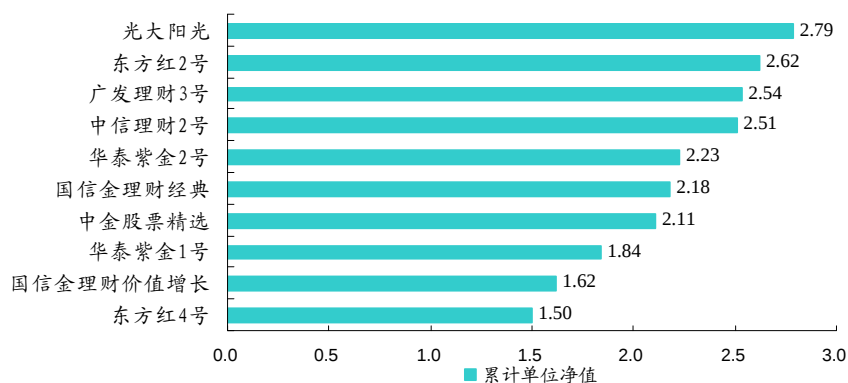
资料来源：长江证券研究部

光大阳光：让投资者信得过的品牌

截至 2010 年 5 月，光大阳光系列现阶段集合理财产品：光大阳光、光大阳光 3 号、光大阳光 5 号、光大阳光 6 号和光大阳光基中宝。

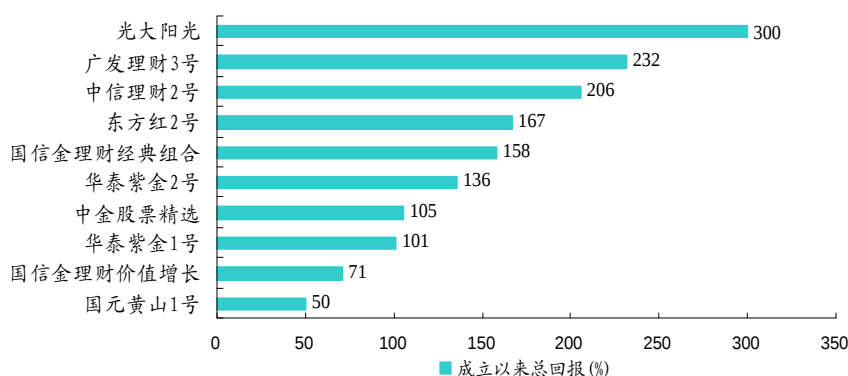
其中光大阳光表现优异，累计单位净值 2.79 元，成立以来总回报率达 300%，两项指标在现阶段集合理财产品中均排名第 1 位。

图 28: 截至 2010 年 5 月底光大阳光累计单位净值第 1



资料来源: 长江证券研究部

图 29: 截至 2010 年 5 月底光大阳光成立以来总回报率第 1

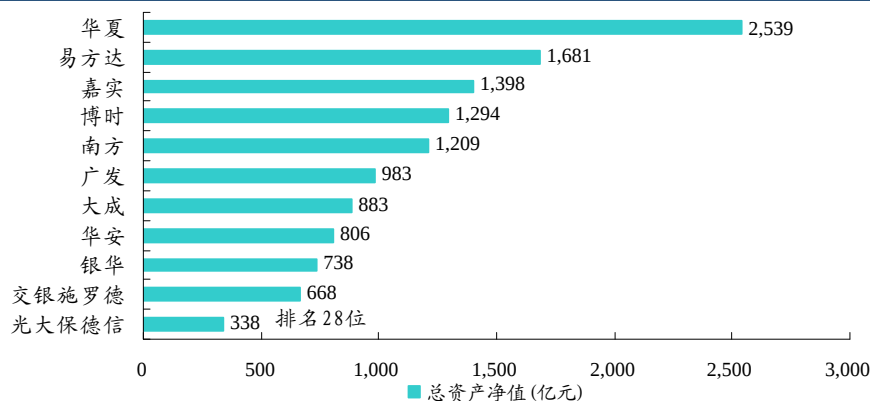


资料来源: 长江证券研究部

基金业务做大做强

公司控股光大保德信, 持股 67%; 参股大成基金, 持股 25%。光大保德信所管理的资产规模逐步扩大, 2010 年 1 季度管理的基金总资产净值为 338 亿元, 排名 28 位; 大成基金总资产净值为 883 亿元, 排名第 7。

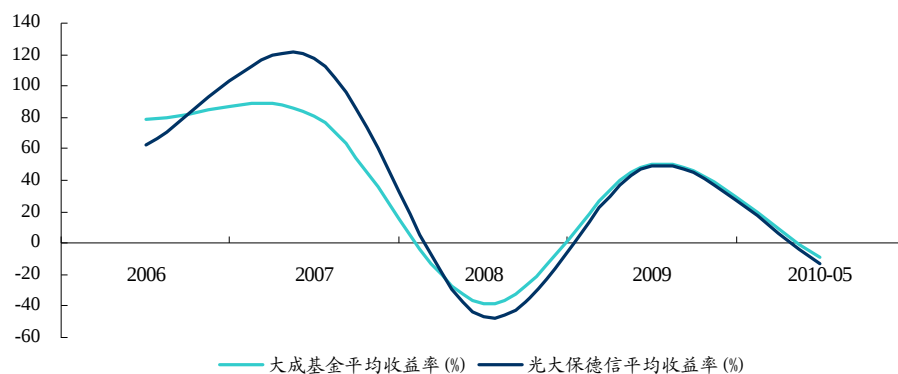
图 30: 截至 2010 年 1 季度总资产净值排名前十基金公司



资料来源: 长江证券研究部

截至 2010 年 5 月，大成基金和光大保德信平均收益率分别排名 28 和 55 位；2007 年光大保德信表现最优，平均收益率排名第三；09 年大成基金排名最优，位列第 22。

图 31：自 2006 年来光大保德信和大成基金平均收益率



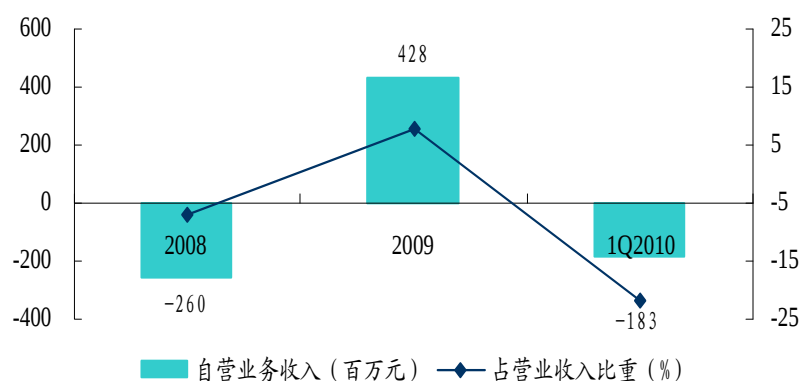
资料来源：长江证券研究部

自营风格灵活

08 年公司自营规模为 101 亿元，09 年通过 IPO 募集资金并增加了自营业务投资规模达到 226 亿元，09 年公司股票投资业务全年总体平均成本收益率 72.77%、平均资金收益率 75.78%；

2010 年 1 季度自营规模为 216 亿元，交易性金融资产规模减少 45%，可供出售资产规模增加 50%，但 1 季度由于股票自营仓位较重，投资收益为-1.83 亿元。

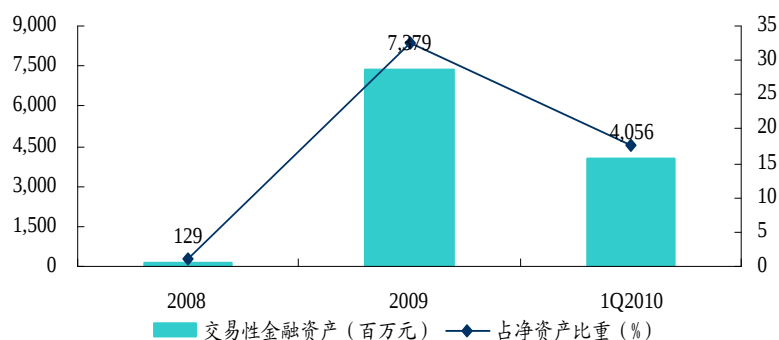
图 32：投资收益及占营业收入比重



资料来源：长江证券研究部

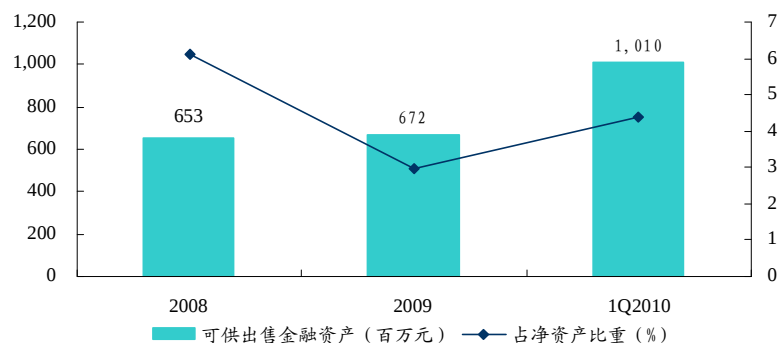
我们了解到一季度后，光大证券在自营资产配置上较为灵活，交易性金融资产和可供出售金融资产的比重有所降低，尤其是股票类自营资产规模大幅度减少，这可能使公司在二季度自营亏损幅度相对有限，有助于提升弱市格局下公司的估值。

图 33: 公司的交易性金融资产所占比重灵活变化



资料来源：长江证券研究部

图 34: 公司的可供出售金融资产所占比重灵活变化



资料来源：长江证券研究部

表 9: 公司自营业务主要品种投资收益情况

单位: 百万元	2009	2008
1. 金融资产投资收益		
(1) 处置交易性金融资产取得的投资收益	715	-241
(2) 处置可供出售金融资产取得的投资收益	-397	301
(3) 持有交易性金融资产期间取得的投资收益	15	33
(4) 持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	65	39
其中: 基金持有期间收益	16	17
集合资产管理自有资金收益	49	11
(5) 创设权证实现收益		923
2. 长期股权投资收益		
(1) 按成本法核算确认的长期股权投资收益	95	57
(2) 处置长期股权投资产生的投资收益		0.80
合计	493	1,113

资料来源：公司公告，长江证券研究部

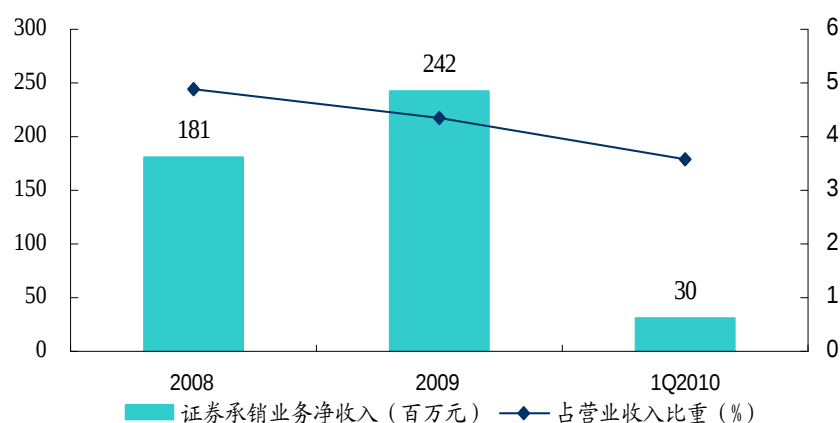
公司的自营风格从长期看属于稳健类。在 08 年股市低迷时自营资金投资收益率为 -7.8%；09 年随着股市行情回升，综合收益率立即升至 6.2%，反应灵活，收益率高于其它三家券商，但 2010 年 1 季度公司自营业务亏损 1.83 亿元。我们认为，公司的风险控制还有待进一步加强，以期向更加稳健的投资风格发展。

投行业务有望恢复性增长

08下半年到09年上半年IPO发行的停滞使得公司在投行业务方面影响较大，09年下半年IPO加速以及创业板开启使得公司投行业务出现恢复性增长，公司的债券承销和财务顾问等非通道业务方面也得到了积极的发展。

公司一季度实现证券承销业务净收入达0.3 亿元，与09 年0.01 亿元相比收入大幅增长，环比下降80.36%，与2010 年一季度新上市公司家数迅猛增长相比，公司一季度投行业务相对冷淡，仅主承销2 家公司债，募集资金达13.7 亿元。

图 35：投行业务净收入及占营业收入比重



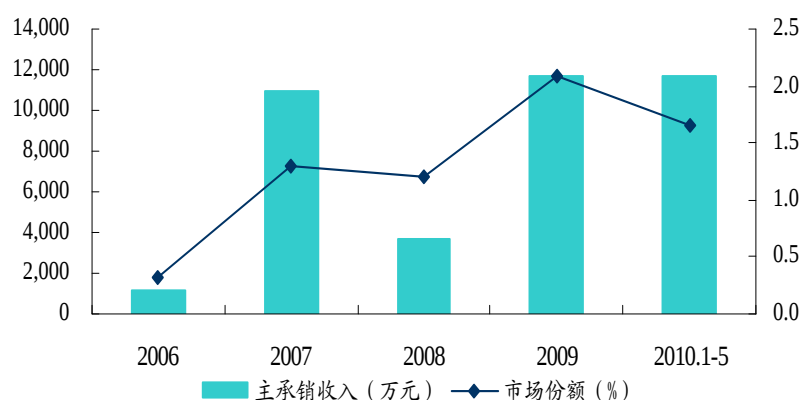
资料来源：长江证券研究部

08 年的 IPO 停滞使得公司投行收入大大缩水，08 年主承销收入仅 3721 万元，市场份额也从 07 年的 1.3%下降至 1.21%。

2008 年公司市场份额的下降主要是在 IPO 停滞的时增发和配股等表现欠佳。09 年的 IPO 重启使得公司投行业务出现恢复性增长，主承销收入达 1.18 亿，同比增长了 2.14 倍，市场份额也上升到 2.08%。

但今年一季度公司的投行业务较为冷淡，仅主承销 2 家公司债，募集资金 13.7 亿元；4、5 月首发主承销 3 家，债券主承销 2 家，共募集资金 33.1 亿元。

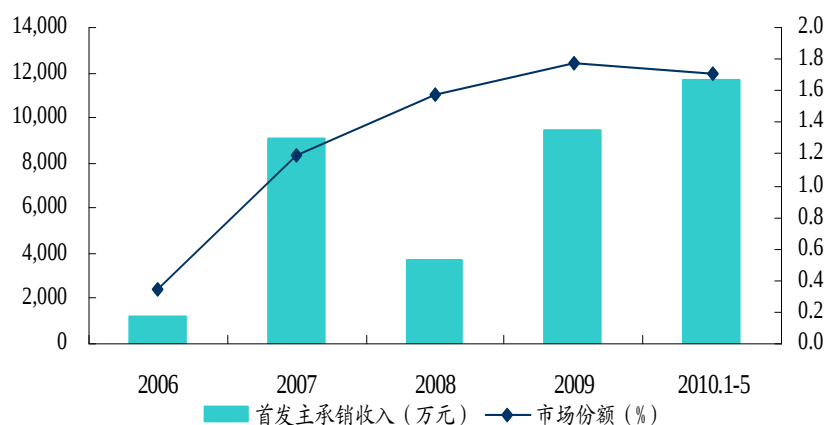
图 36：公司近年来主承销收入情况



资料来源：长江证券研究部

09 年公司的 IPO 市场份额较 08 年上升了 0.02%。并没有因 2008 年 IPO 停滞而下降。

图 37: 公司近年来 IPO 承销收入情况



资料来源：长江证券研究部

在行业内比较，公司主承销收入和 IPO 承销收入均排名 13 位，低于经纪业务市场份额的排名，也低于历史的较好水平，还有一定的提升空间。

表 10: 2010 年 1-5 月证券公司主承销收入排名

排名	证券公司	主承销收入(亿元)	市场份额(%)
1	平安	9.5	13.4
2	招商	6.8	9.6
3	国信	5.1	7.2
4	中金	4.3	6.1
5	国金	3.8	5.3
6	华泰联合	3.5	4.9
7	海通	3.1	4.4
8	宏源	2.7	3.8
9	安信	2.5	3.5
10	建银投资	2.5	3.5
11	中信	2.0	2.8
12	中信建投	1.9	2.6
13	第一创业	1.8	2.5
14	中银国际	1.7	2.4
15	华泰	1.6	2.3
16	广发	1.6	2.2
17	民生	1.5	2.1
18	国元	1.4	2.0
19	银河	1.2	1.7
20	光大	1.2	1.6

资料来源：长江证券研究部

表 11: 2010 年 1-5 月证券公司首发主承销收入排名

排名	证券公司	首发主承销收入(亿元)	市场份额(%)
1	平安	9.5	13.9
2	招商	6.8	10.0
3	国信	5.1	7.5
4	中金	4.3	6.3
5	国金	3.8	5.5
6	华泰联合	3.3	4.8
7	海通	2.8	4.1
8	宏源	2.7	4.0
9	安信	2.5	3.7
10	建银投资	2.2	3.3
11	中信	2.0	2.9
12	中信建投	1.9	2.7
13	第一创业	1.8	2.6
14	中银国际	1.7	2.5
15	华泰	1.6	2.3
16	广发	1.6	2.3
17	民生	1.5	2.2
18	国元	1.4	2.1
19	光大	1.2	1.7

资料来源：长江证券研究部

公司在 08 年首发实际募集资金仅 5.5 亿，09 年增长到 26.74 亿元，增长近 3.8 倍，排名也较 08 年上升 6 位。

2010 年 1-5 月公司首发主承销 3 家，债券主承销 4 家，募集资金 46.8 亿元，综合排名 28；09 年公司主承销 5 家公司上市，IPO 融资金额在行业内排名 14。

表 12: 截至 2010 年 5 月证券公司首发主承销金额排名

排名	证券公司	实际募得资金(亿元)	排名	证券公司	实际募得资金(亿元)
1	海通	191	11	中信	55
2	平安	161	12	华泰	54
3	招商	142	13	广发	51
4	中金	129	14	中信建投	41
5	国信公司	125	15	第一创业	40
6	中银国际	112	16	渤海	38
7	宏源	86	17	华泰	36
8	国金	84	18	银河	34
9	安信	68	19	国元	29
10	建银投资	61	20	国泰君安	29
11	中信	55	21	民生	28
12	华泰	54	22	光大	24

资料来源：长江证券研究部

2010 年 1-5 月公司尚未有增发主承销项目；09 年公司作为主承销增发 2 家公司，实际增发融资金额达 11.12 亿元，排名 25；08 年增发 5 家，增发融资金额达 88.86 亿，排名第 5。09 年较上年下降明显。

企业债是券商债券承销中主要的收入来源，09 年光大证券作为主承销商承销企业债发行家数为 15 家，实际募集资金 86.38 亿元，在整个行业排名第 16；08 年承销家数为 16 家，实际募集资金 102 亿元，排名第 8。

表 13：截至 2010 年 5 月上市券商企业债承销情况

排名	承销商	承销家数	实际募集资金 (亿元)	其中：联席保荐家数
1	中信建投	14	95	13
3	招商	12	67	12
5	中信	9	59	9
8	西南	6	41	6
17	宏源	6	28	6
22	长江承销保荐	5	23	5
31	广发	3	15	3
32	华泰联合	3	14	1
34	华泰	3	13	3
45	光大	2	8	2
62	国金	1	3	1
68	海通	1	1	1

资料来源：长江证券研究部

表 14：截至 2010 年 5 月公司债承销情况

排名	承销商	承销家数	实际募集资金 (亿元)	其中：联席保荐家数
1	瑞银	6	104	6
2	中银国际	4	80	4
3	中金	4	74	4
4	高盛高华	2	50	2
5	光大	2	13	0
6	平安	1	12	0
7	信达	1	6	0
8	浙商	1	3	0

资料来源：长江证券研究部

积极开辟新业务来源

公司秉承“创新业务抢先机”的发展战略，在资本充足和技术方面有做了充分准备，公司旨在创新业务赢在起跑线。2009 年度，公司进一步加大对直接投资、期货及 IB 业务、QDII、融资融券、股指期货等创新业务的资源投入，一方面满足投资者差异化的服务需求，另一方面逐渐改善公司的收入结构、增强市场竞争力和抗风险能力。

光大期货迅速发展

公司于 07 年正式收购上海南都期货经纪有限责任公司 100% 股权，并对其增资至 1.5 亿元，更名“光大期货”；09 年 11 月公司再次对光大期货增资至 2.3 亿元；2010 年 3 月 24 日公司完成增加注册资本的相关工商变更登记手续，光大期货注册资本增至 3.5 亿。

光大期货总部位于上海市，在上海、北京、大连、福州、宁波、郑州、青岛、长沙、天津等地开设了 13 家期货营业部，并计划在国内开设约 20 家期货营业部，同时依托光大证券遍布全国的营业网点，全方位拓展金融期货和商品期货经纪业务以及其它创新业务。

截至 2009 年末，光大期货客户保证金总额达到 13.22 亿元，同比增长 116%；实现营业收入 6976 万元，同比增长 135%。

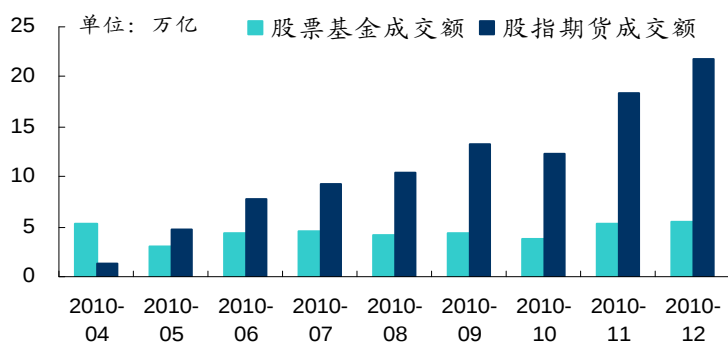
表 15：2010 年 1-5 月大商所券商系期货公司的成交额排名情况

名次	会员简称	成交额（亿元）	名次	会员简称	成交额（亿元）
4	广发期货	3433	60	华安期货	596
15	鲁证期货	2222	67	中信建投	544
21	银河期货	1764	78	招商期货	413
22	东海期货	1742	80	中原期货	361
24	海通期货	1586	81	摩根大通	361
29	中银万国	1259	82	国金期货	358
30	方正期货	1194	86	国信期货	310
31	宏源期货	1103	108	安信期货	202
33	国泰君安	1080	131	中银国际	102
36	国联期货	925	137	平安期货	67
40	光大期货	791	139	西南期货	62
42	国元期货	770	141	西部期货	54
52	长江期货	654	157	德邦期货	21
58	东吴期货	617	160	财富期货	18

资料来源：长江证券研究部

根据股指期货成交额与 A 股成交额的对比，预计 2010 全年股指期货成交额接近百万亿元，约为股基交易额的 2.46 倍；与此同时，随着股指合约的丰富和客户接受层面的扩大，保守预计成熟阶段股指期货成交额能达到股基成交额 4-8 倍水平。

图 38：股指期货与 A 股成交额的变化预测



资料来源：长江证券研究部

经过测算，预计光大期货对公司今年的业绩提升幅度约 1.52%。

表 16：上市券商股指期货业绩贡献预测

	市场份额	控股比例	期货公司全年新增净 佣金收入（百万）	提升券商股业绩
光大期货	1.50%	100%	74	1.52%
长城伟业	8.50%	60%	422	3.26%
广发期货	5.89%	100%	292	3.75%
中证期货	2.13%	100%	106	0.95%
海通期货	4.11%	100%	204	2.38%
招商期货	1.20%	100%	60	1.00%
五矿海勤	0.75%	100%	37	1.72%
宏源期货	0.70%	100%	35	1.36%
国金期货	0.50%	95.50%	25	2.75%
渤海期货	0.50%	96%	25	1.47%
西南期货	-	-	-	0
太平洋期货	-	-	-	0
合计	-	-	-	2.36%

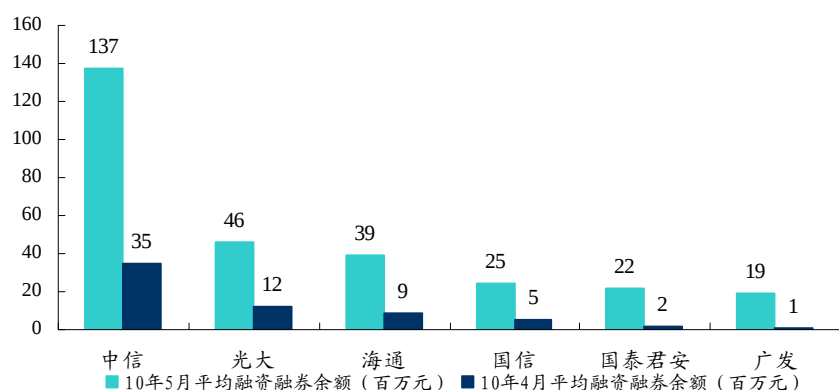
资料来源：长江证券研究部

融资融券短期内业绩贡献有限

2010 年 3 月 19 日证监会核准公司融资融券业务资格，公司位列首批融资融券业务资格 6 家券商之一。

公司设立融资融券管理委员会，工作内容围绕融资融券业务制度及流程、首批试点营业部名单、试点期间业务规模、可充抵保证金证券范围及折算率、标的证券名单以及息费率等事项展开。

图 39：首批试点资格券商融资融券情况



资料来源：长江证券研究部

我们预计融资融券日均余额达 100 亿元后，对相关券商的业绩提升幅度可达 1.6%，而在试点券商的范围拓展到 30 家以上、转融通交易成行、日均融资余额初步达到券商净资本的 30% 时，融资融券对券商的业绩贡献有望超过 10%，并逐步成为稳定的、重要收入来源。

直接投资业务正式运转

08 年公司获直投业务资格，并已注册成立全资子公司——光大资本投资有限公司，注册资本 2 亿元，创业板的推出使得直投业务有了发展舞台。

2009 年，公司直投业务子公司光大资本投资有限公司完成增资 18 亿元，其股本规模达到了 20 亿元，并完成了 2 个项目的股权投资。

表 17：上市券商直投业务开展情况

上市券商	获批时间	直投子公司	成立时间	注册资本	09 年净利润（万元）
中信证券	2007-9-10	金石投资有限公司	2007-10-28	300,000	12,933.87
华泰证券	2008-7-18	华泰紫金有限责任公司	2008-8-12	20,000	-175.71
海通证券	2008-7-30	海通开元投资有限公司	2008-10-23	300,000	2,700.00
光大证券	2008-8-14	光大资本投资有限公司	2008-11-7	200,000	1,197.04
广发证券	2008-10-7	广发信德投资管理有限公司	2008-12-3	50,000	518.33(09 年 1-9 月)
国元证券	2009-7-10	国元股权投资投资有限公司	2009-8-18	50,000	35.29
招商证券	2009-8-3	招商资本投资有限公司	2009-8-28	50,000	-34.55
长江证券	2009-8-11	长江成长资本投资有限公司	2009-12-8	50,000	-
宏源证券	2010-2-8	宏源创新投资有限公司	2010-3-31	20,000	-
西南证券	2010-2-10	西证股权投资投资有限公司	2010-4-9	20,000	-

资料来源：长江证券研究部

风险提示与投资建议

公司一季度自营业务的亏损，使公司自营风格趋于谨慎，预计股票自营业务保持着较小的规模，有可能使公司较好的避免了二季度自营业务的亏损。我们认为，目前公司的股价风险主要来自于市场和行业性的风险，即由于市场成交额的清淡和指数的持续下跌，证券公司的业绩和股价都面临向下的压力。

就公司的基本面而言，主要的风险是经纪业务竞争力的下降，使市场份额的增幅趋缓，甚至负增长，以及投行业务的人才流失使项目储备不足，这些风险需要公司进一步优化管理机制、注重人力资源管理、加速经纪业务改革等方式应对。

综上所述，我们认为公司的经纪、资产管理、投行等业务质地实际较好，营业网点布局合理，佣金费率已处于较低的、具有竞争力的水平，在经历二、三季度其他券商自营业务的亏损后，公司的业绩相对而言也并算很坏。预计公司全年实现 EPS0.67 元，虽然同比下降 19%，但具有一定的相对估值优势，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E
代买卖证券收入	3641	2751	2848	3133
承销业务净收入	242	279	223	245
资产管理净收入	601	698	908	1089
利息净收入	561	605	627	689
投资净收益	493	310	425	468
公允价值变动	30	33	36	40
营业收入合计	5594	4743	5670	6445
营业税金及附加	266	225	269	306
业务及管理费	1738	1470	1815	2062
营业成本合计	1677	1694	2083	2368
利润总额	3922	3082	3627	4122
所得税	1019	740	871	1031
少数股东损益	77	60	71	81
净利润	2904	2282	2685	3011
EPS	0.83	0.67	0.79	0.88
ROAA	2.36%	3.81%	4.41%	4.52%
ROAE	17.1%	9.86%	10.9%	11.6%

资产负债表 (百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及银行存款	46774	41793	45730	49248
结算备付金	2512	3558	3024	3478
交易性金融资产	7379	4427	5313	5844
存出保证金	1182	3742	5313	5844
买入返售金融资产	101	111	122	134
可供出售金融资产	672	792	1201	1522
长期股权投资	156	164	172	181
固定资产	1016	953	887	819
资产总额	62021	57770	64001	69319
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购金融款	1700	1870	2057	2263
代理买卖证券款	35581	30244	34780	38258
应付款项	1076	610	750	852
负债总额	39392	33770	38643	42439
少数股东权益	173	185	199	215
普通股东权益合计	22457	23826	25168	26674
负债及股东权益	62021	57780	64010	69328

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。