

招商证券 (600999)

## 经纪效率高，资金运用积极

**梁静**  
 021-38676850  
 liangjing@gjtas.com  
 S0880200010278

### 本报告导读：

公司经纪业务经营效率高，IPO 后资金运用和自营投资转向积极，目前估值尚未反映交易额倍增预期。提升评级至谨慎增持。

### 投资要点：

- 上市是公司的分水岭。IPO 后公司彻底摆脱了净资本的束缚，公司的资金运用和自营投资更为积极，创新业务的推进也有加速迹象。较高的资金使用效率将支撑业绩的快速增长；
- 经纪业务受到生态环境恶化的影响，前 3 季度佣金净收入同比下降 34%、市场份额和佣金率也出现双降。但公司的经营效率较高，在推广理财产品、提升服务水平等共同作用下，双降的局面将有望改观；
- 投行业务进入收获期，IPO 承销额、家数及份额均创出新高，在中小企业承销上的优势进一步显现。公司的项目储备丰富、并开始在大项目上有所斩获，承销业务的景气高峰将持续；
- 创新业务布局全面，资产管理和基金管理保持了既有的优势，融资融券、直接投资和股指期货迅速起步。短期内业绩贡献有限，但持续快速增长可期；
- 在行业 2010-2011 年日均股基交易额为 2200 亿元和 2600 亿元假设下，我们预期招商证券今明两年净利润分别为 30.6 亿元和 40.0 亿元，同比增长-18%和 30%。对应 EPS 为 0.85 元和 1.11 元。动态 PE 为 28 倍和 22 倍，对应 4000 亿元交易额为 17 倍，估值尚未完全反映目前交易额倍增的预期。
- 我们将对公司的评级由中性上调为谨慎增持。按照分部估值法仍维持 29.3 的目标价。交易额继续维持在 3000-4000 亿元、融资融券转融通推出将是催化剂。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 4,917 | 8,680 | 6,851 | 8,700 | 9,770 |
| (+/-)%      | -51%  | 77%   | -21%  | 27%   | 12%   |
| 经营利润 (EBIT) | 2,575 | 5,015 | 3,975 | 5,216 | 5,858 |
| (+/-)%      | -60%  | 95%   | -21%  | 31%   | 12%   |
| 净利润         | 2,021 | 3,728 | 3,061 | 3,964 | 4,394 |
| (+/-)%      | -60%  | 84%   | -18%  | 30%   | 11%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.63  | 1.04  | 0.85  | 1.11  | 1.23  |
| 每股股利 (元)    |       | 0.50  | 0.20  | 0.25  | 0.30  |

| 利润率和估值指标  |     |     |     |     |     |
|-----------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 经营利润率 (%) | 52% | 58% | 58% | 60% | 60% |
| 净资产收益率    | 16% | 13% | 15% | 16% | 16% |
| 净利润率      | 43% | 45% | 46% | 45% | 45% |
| 市净率       | 3.8 | 3.3 | 2.9 | 2.5 | 2.2 |
| 市盈率       | 38  | 23  | 28  | 22  | 20  |
| 股息率 (%)   | 0%  | 48% | 23% | 23% | 24% |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：29.30

上次预测：29.30

当前价格：24.19

2010.11.04

### 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 20.00-35.70 |
| 总市值 (百万元)        | 86,732      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 3,585/359   |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 10%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 7           |
| 日均成交值 (百万元)      | 168         |

### 资产负债表摘要

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 22,948 |
| 每股净资产      | 6.40   |
| 市净率        | 3.8    |
| 净负债率       | 8%     |

| EPS (元) | 2009A | 2010E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.15  | 0.22  |
| Q2      | 0.23  | 0.16  |
| Q3      | 0.30  | 0.19  |
| Q4      | 0.36  | 0.28  |
| 全年      | 1.04  | 0.85  |

### 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
|--------|-----|-----|-----|
| 绝对升幅   | 19% | 8%  | 0%  |
| 相对指数   | 4%  | -8% | 1%  |

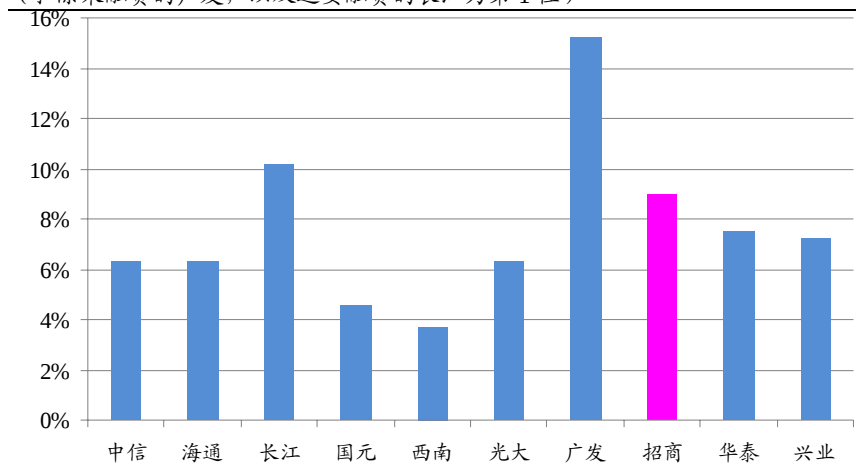
### 相关报告

- 《自营显著好转，季度业绩环比显著增长》  
2010.10.28
- 《投行放异彩，业绩得稳定》  
2010.08.24
- 《投行业务快速增长，佣金率明显下滑》  
2010.04.20

## 1. 调研的主要结论

- IPO 后公司彻底摆脱了净资本的束缚,公司的资金运用和自营投资更为积极,创新业务的推进也有加速迹象。公司的资金运用效率在大券商中处于前列,资金大规模运用将为业绩增长提供有力支撑;
- 经纪业务经营效率高,虽然市场份额和佣金率双降,但在推广理财产品、提升服务水平等共同作用下,降幅已趋缓,并有望止跌甚至回升;
- 投行业务进入收获期,在中小企业承销上的优势进一步显现。投行丰收也进一步优化了公司的盈利结构;
- 创新业务布局全面,资产管理保持了既有的优势,融资融券和股指期货迅速起步。

**图 1 招商证券的净资产收益率居上市大券商及融过资的券商前列**  
 (扣除未融资的广发,以及还要融资的长江为第 1 位)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2. 主营业务情况

### 2.1. 经纪业务: 份额和佣金率双降的局面将有所改观

经纪业务是公司最为重要的业务,近几年来,对业务的贡献度一直维持在 55%以上。但今年以来,份额和佣金率呈现双降态势,导致佣金净收入显著下滑。前 3 季度股基份额 3.95%,虽按母公司口径排名仍在第 6 位,但较 2009 年下降 2.5%;股基佣金率由 2009 年的 0.105%下降到 0.084%、降幅超过 20%。

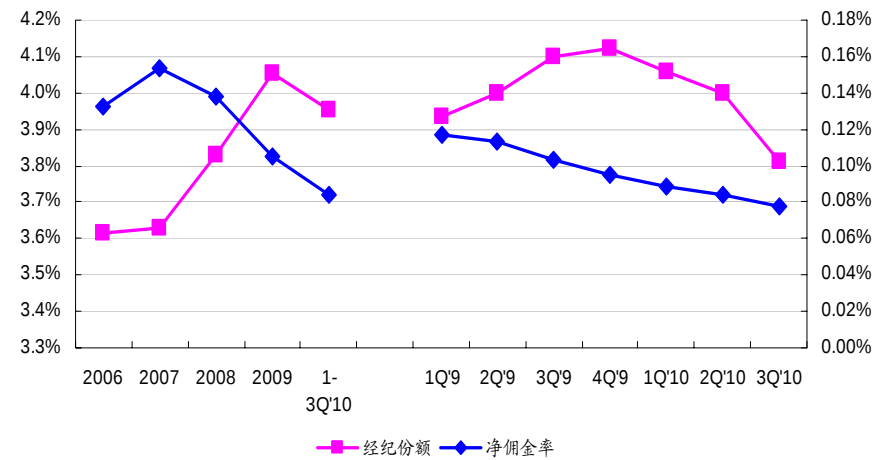
**表 1 招商证券经纪业务主要指标变化**

|              | 2008   | 2009   | 2010.1-3Q | (+/-)% | 2010.1Q | 2010.2Q | 2010.3Q | (+/-)% |
|--------------|--------|--------|-----------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 股基权交易额(亿元)   | 25,697 | 48,908 | 29,507    | -17%   | 10,085  | 9,326   | 10,118  | 8%     |
| 其中: 股票基金     | 20,900 | 44,288 | 28,167    | -11%   | 9,597   | 8,962   | 9,608   | 7%     |
| 市场份额         | 3.83%  | 4.05%  | 3.95%     | -1.9%  | 4.06%   | 4.00%   | 3.81%   | -5%    |
| 排名           | 7      | 5      | 6         |        | 5       | 5       | 6       |        |
| 净佣金率         | 0.138% | 0.105% | 0.084%    | -24%   | 0.085%  | 0.082%  | 0.075%  | -8%    |
| 经纪佣金净收入(百万元) | 3,073  | 4,793  | 2,383     | -34%   | 859     | 763     | 761     | 0%     |
| 毛利率          | 65.5%  | 70.6%  | 69.4%*    |        |         |         |         |        |

|             |     |     |     |      |     |     |     |      |
|-------------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|------|
| 客户保证金余额(亿元) | 355 | 612 | 458 | -25% | 683 | 564 | 458 | -19% |
| 利息净收入(百万元)  | 206 | 247 | 357 | 153% | 103 | 136 | 118 | -13% |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。\*为 2010 年上半年数据。

图 2 招商证券经纪份额和佣金率变化

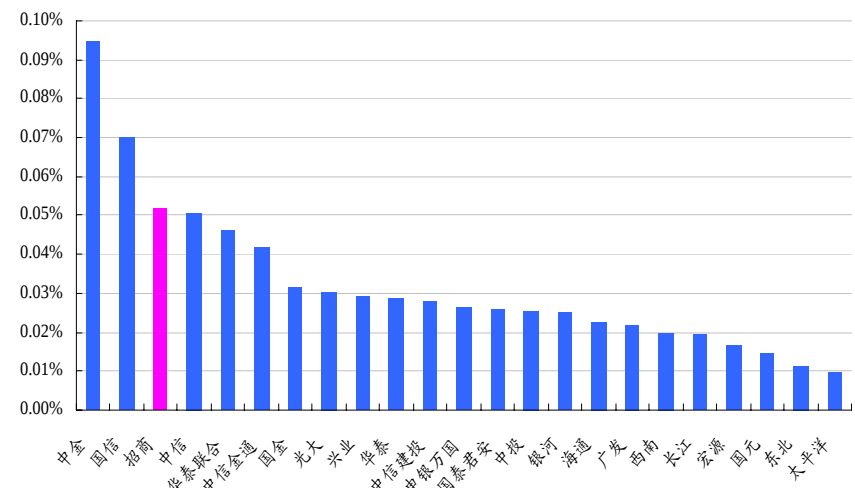


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

我们认为，这种经纪业务的变化态势主要由于行业经纪业务过度竞争导致生态恶化所致，公司经纪业务仍然保持了较高效率。前 3 季度日均份额为 0.052%，在份额排名前 20 名的券商中，仅次于中金(0.095%)和国信(0.070%)，是上市公司中最高的。

公司经纪业务的高效率来自于：收购北京和巨田之后效率的提升、营业部成本较低、经纪人服务水平高。而公司借助于集团背景和混业优势，成为唯一在招商银行驻点的证券公司，这也是公司经纪业务高效率的一个重要支撑。

图 3 招商证券经纪业务效率居行业前列(2010.1-3Q)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

为提升经纪业务竞争力、应对佣金率下降的冲击，公司采取了新设网点和提升服务并举的策略。首先是加快新设营业部，招商证券现有 76 家（其中在建 5 家）营业部，相比于同类券商，网点偏少。公司将通过加快新设营业部，使未来两年的网点数量超过 100 家。布点选择也集中在二三线城市。去年 11 月获批的 5 家营业部已新设完毕；今年 8 月，公司

新申请在中山、上海、鞍山、烟台、青岛设立 5 家营业部已经获批。

另一方面，为提升服务质量、稳定佣金率水平，公司推出了“智远理财”财富管理计划，在少数几个营业部试点后，8 月份开始向全公司推广。财富管理计划推广后取得积极效果，近几个月来，佣金率降幅趋缓，局部地区甚至有所企稳回升。

我们判断，在政策推动下，而公司的主要分布在沿海地区，这些地区基本处于营业部饱和区域，佣金率继续大幅下滑的风险较小。而公司综合实力较强、资产管理业务行业居前，具备提供差异化服务的基础，经纪业务规模将随着市场的快速发展而持续增长。

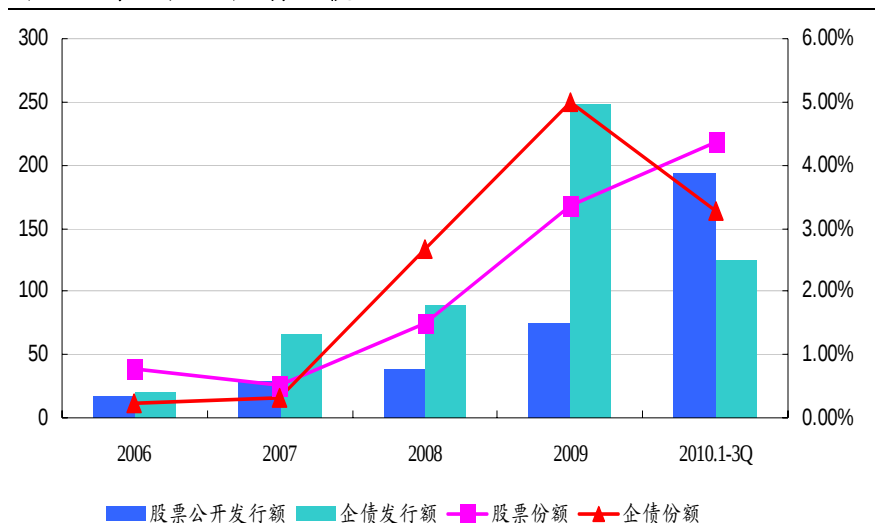
## 2.2. 承销业务：仍处于景气高峰

公司长于中小企业承销，并及时把握住了中小板和创业板密集发行的机遇，IPO 家数、IPO 承销额以及投行业务净收入都创出历史新高。前三季度，公司 IPO 承销家数为 17 家、仅次于平安、国信居第 3 位；IPO 承销额 157.7 亿元、份额为 4.10%，居行业第 10 位；投行对净收入的贡献度达到 22%。从项目储备来看，已过会待发项目 6 个，在会审核项目 20 多家，其他在接触的潜在项目上百家。

公司投行业务的发展策略仍立足于中小企业，但也在尝试利用大股东的资源背景、及自身业已积累的投行经验和能力向大项目突破。公司已设立了战略客户部等机构，专事投行高端客户服务，并已明确重点行业为交通、能源、港口和金融等，力争在未来 2-3 年内有所突破。目前已与 50 多家大客户进行了深入接触，并争取到了南航、农行财务顾问、招行配股等项目。

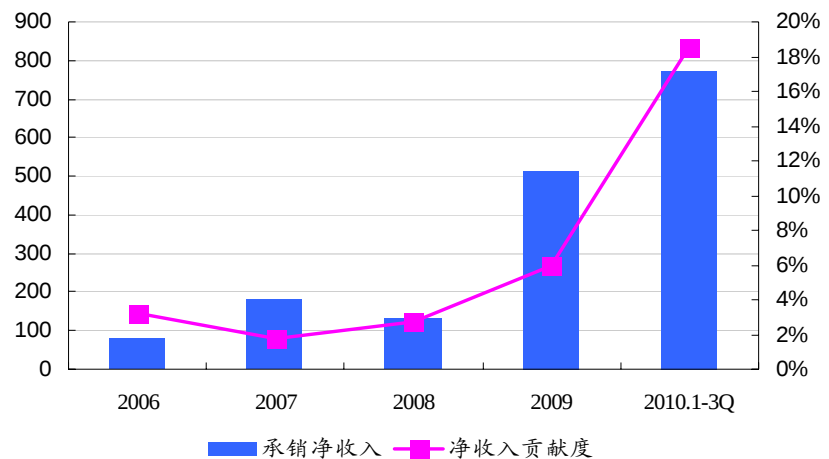
我们判断，未来，公司在大项目上应会取得长足进步，但中小项目仍是立身之本，中小项目仍处于发行的高峰期、而小项目也将成长为大企业，这些都将推动公司的投行业务未来两年保持持续增长态势。

图 4 招商证券承销业务规模及份额变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5 招商证券承销业务收入及贡献度

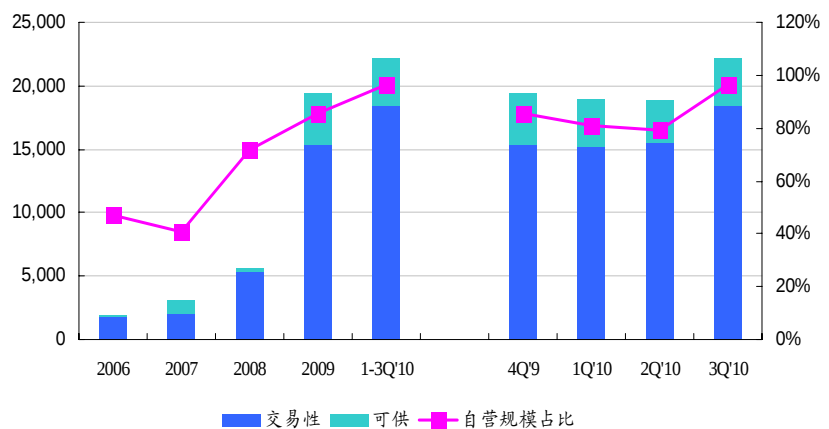


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 2.3. 自营业务：稳健为主

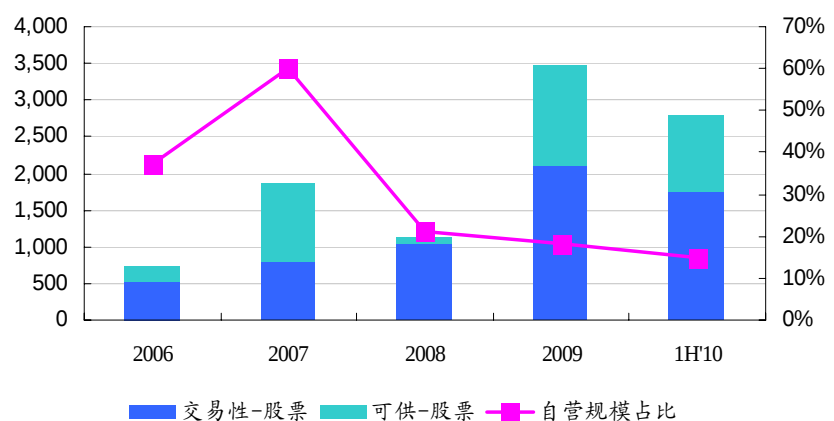
IPO 为公司提供了充沛的资金来源，也使公司彻底摆脱了净资本束缚，公司迅速加大了资金管理的力度，自营投入规模快速提升，到 3 季度末自营资产(交易性&可供)占到净资产的 96%，在上市公司中最高。但就结构来看，固定收益类品种占据了绝大部分(2010 年中期为 85%)，这也显现了公司积极而又不失稳健的资金管理取向。

图 6 招商交易性和可供出售金融资产规模变化



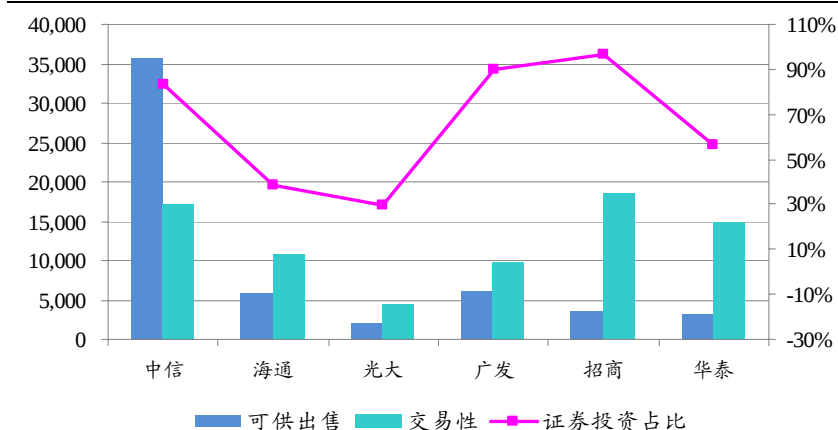
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7 招商股票自营投资规模变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 招商证券投资规模与其他上市券商的比较

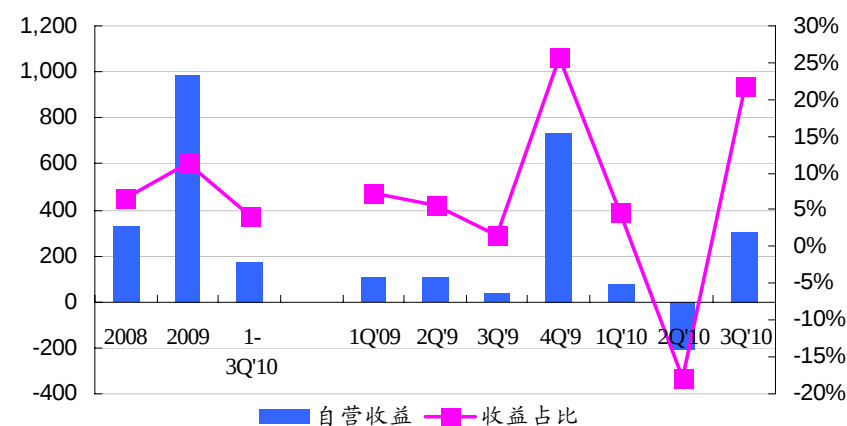


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

就投资收益来看，仍以公司的 IPO 为界。IPO 之前，为配合公司的 IPO，自营业务相对谨慎，无论是规模而言，还是投资收益都相对较小。IPO 后资金运用相对积极起来，自营收益随市场的起伏，也波动有所放大。而这也是自营业务的特性所致。

而为追求相对稳定的回报，公司也开始积极利用股指期货进行套期保值交易，2010 年上半年，运用股指期货带来的衍生金融工具资产 12.86 亿元，股指期货套期保值收益 0.25 亿元，对营业净收入贡献度为 0.91%。资金实力雄厚、研发能力和创新能力强，决定了公司在这方面将大有可为。长期来看，这也将从根本上改变公司自营投资的高风险属性。

图 9 招商证券自营投资收益 IPO 以来出现较为明显波动



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 3. 新业务发展情况

公司根植于深圳，在创新上有着优良传统，目前，公司创新业务的业态比较完备，在资产管理、基金管理等业务上处于行业的领先地位；香港业务和期货业务也发展较快。但除基金管理外，其他业务尚难以在短期内贡献业绩。从长期来看，以资产管理、融资融券、股指期货、直接投资为代表的新业务将快速发展，成为公司的新增长极。尤其是转融通推

出后，融资融券将迎来快速发展的拐点。

**表 2 招商证券创新业务的发展情况**

| 业务   | 进展情况                                                                                                                                                                             | 对业绩贡献                                            |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 资产管理 | 资产管理起步早、门类全、产品系列丰富，规模居行业前列。2005年来陆续推出“基金宝”、“现金牛”、“基金宝”、“股票星”、“招商智远”等系列集合理财产品以及华能澜沧江专项资产管理计划。2010年设立“招商智远稳健1号”，是行业内首只发行、第2只获批及成立的“小集合”类集合理财产品。目前存续理财产品 8 只，集合理财资产规模 64 亿元，居第 5 位。 | 2010.1-3Q，资产管理收入 0.44 亿元、净利润约 0.23 亿元，业绩贡献度 1.1% |
| 基金管理 | 拥有博时基金49%和33.3%的股权；<br>2010年3季度末权益资产规模为716.7亿元、份额2.98%，居第3位；                                                                                                                     | 2010.1-3Q，基金管理贡献净利润 2.76 亿元，业绩贡献度 13%            |
| 直接投资 | 2009 年 8 月成立直投子公司招商资本；<br>2010 年 3 月增资至 5 亿元；<br>2010 年 3 月，投资 1398 万元，持有广州鹿山新材料股份有限公司股份 354.25 万股，占其总股本 5,450 万元的 6.5%。                                                         | 尚未贡献业绩                                           |
| 融资融券 | 2010 年 6 月，获批成为第 2 批融资融券试点；董事会批准额度 50 亿元；<br>7 月 5 日，完成首单业务；<br>9 月份，在深市的融资融券余额为 1.36 亿元，份额为 7.3%，居第 6 位                                                                         | 不详                                               |
| 股指期货 | 股指期货份额约为<br>运用股指期货带来的衍生金融工具资产 12.86 亿元，股指期货套期保值收益 0.25 亿元，对营业净收入贡献度为 0.91%                                                                                                       | 2009 年贡献净利润 0.14 亿元、业绩贡献度 0.4%；今年以来数据不详          |
| 香港业务 | 香港公司去年拿到了全牌照。目前经纪排名 39 名；投行业务上半年财务顾问项目 7 个、IPO 协议 5 个。<br>拟增资 15 亿元，其中头 5 个亿已增资完毕。拟在备兑权证，融资融券等业务上重点投入。                                                                           | 2009 年净利润 1.57 亿元，ROE 25%。净利润贡献度 4.2%            |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 4. 盈利预测及估值

我们将对 2010-2011 年整个行业的日均股基交易额假设调整为 2200 亿元 (对应于 4 季度 3000 亿元交易额)和 2600 亿元。在这一交易额预期下，我们预期招商证券今明两年净利润分别为 30.6 亿元和 40.0 亿元，同比增长-18%和 30%。对应 EPS 为 0.85 元和 1.11 元。动态 PE 为 28 倍和 22 倍，对应 4000 亿元交易额为 17 倍，目前的估值尚未完全反映交易额倍增的预期。我们将对公司的评级由中性上调为谨慎增持。按照分部估值法仍维持 29.3 的目标价。

**表 3 招商证券盈利预测表**

|               | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>一、营业收入</b> | <b>4,917</b> | <b>8,680</b> | <b>6,851</b> | <b>8,700</b> | <b>9,770</b> |
| 手续费净收入        | 4,103        | 7,326        | 5,330        | 5,986        | 6,542        |
| 其中:代理买卖证券     | 3,073        | 4,793        | 3,786        | 4,268        | 4,647        |
| 证券承销业务净收入     | 134          | 515          | 1,085        | 1,139        | 1,174        |
| 基金管理费收入       | 693          | 1,516        | 0            | 0            | 0            |
| 其他收入          | 142          | 456          | 410          | 510          | 625          |
| 利息净收入         | 206          | 247          | 510          | 584          | 669          |
| 投资净收益         | 608          | 1,098        | 945          | 1,808        | 1,990        |

|                      |              |              |              |              |              |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 其中：联营企业投资收益          | 280          | 115          | 378          | 437          | 522          |
| 公允价值变动净收益            | -1,033       | 105          | 0            | 0            | 0            |
| <b>二、营业支出</b>        | <b>2,342</b> | <b>3,665</b> | <b>2,876</b> | <b>3,484</b> | <b>3,912</b> |
| 营业税金及附加              | 287          | 406          | 345          | 439          | 493          |
| 业务及管理费               | 2,056        | 3,260        | 2,531        | 3,045        | 3,420        |
| <b>三、营业利润</b>        | <b>2,575</b> | <b>5,015</b> | <b>3,975</b> | <b>5,216</b> | <b>5,858</b> |
| <b>四、利润总额</b>        | <b>2,565</b> | <b>5,037</b> | <b>3,975</b> | <b>5,216</b> | <b>5,858</b> |
| 减：所得税费用              | 455          | 1,111        | 914          | 1,252        | 1,465        |
| <b>五、净利润</b>         | <b>2,110</b> | <b>3,925</b> | <b>3,061</b> | <b>3,964</b> | <b>4,394</b> |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>2,021</b> | <b>3,728</b> | <b>3,061</b> | <b>3,964</b> | <b>4,394</b> |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**表 4 招商证券分部估值**

|                 |            | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经纪业务            | 净收益(元)     | 28           | 22           | 24           | 26           |
|                 | 其中：佣金收益(元) | 25           | 19           | 21           | 23           |
|                 | PE 倍数      | 20           | 20           | 20           | 20           |
|                 | 价值(亿元)     | 554          | 433          | 480          | 516          |
| 自营业务            | 自营规模(元)    | 194          | 195          | 217          | 237          |
|                 | PB 倍数      | 1            | 1            | 1            | 1            |
|                 | 价值(亿元)     | 213          | 214          | 238          | 261          |
| 承销业务            | 净收益(元)     | 3            | 6            | 6            | 6            |
|                 | PE 倍数      | 25           | 25           | 25           | 25           |
|                 | 价值(亿元)     | 65           | 152          | 156          | 159          |
| 资产管理            | 集合理财规模(亿元) | 58           | 87           | 121          | 167          |
|                 | 基金管理规模(亿元) | 843          | 791          | 949          | 1,127        |
|                 | Price/Aum  | 7%           | 7%           | 7%           | 7%           |
|                 | 价值(亿元)     | 63           | 61           | 75           | 91           |
| 创新溢价            |            | 0%           | 3%           | 10%          | 15%          |
| <b>合理市值(亿元)</b> |            | <b>927</b>   | <b>886</b>   | <b>1,044</b> | <b>1,179</b> |
| <b>每股价值(元)</b>  |            | <b>25.86</b> | <b>24.71</b> | <b>29.11</b> | <b>32.89</b> |

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 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，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，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |