

股市持续活跃，有助业绩提升

谨慎推荐 上调评级

核心观点

- **证券交易保持活跃。**2月股票日均交易额 2014 亿元，年化换手率 6.6 倍，年初至 3 月 17 日，日均达 1530 亿元。股市上涨与活跃得到了资金面的积极响应，新增开户数与保证金规模均出现回升。
- **预计股市活跃状态仍将持续。**一方面，资金与政策保驾护航。前期提出的 4 万亿投资计划及十大产业振兴规划的逐步落实，以及各地区经济刺激计划的落实还将继续激发各种投资主题。而一旦经济出现更加恶化的苗头，预计就将有更多的经济刺激政策出台。另一方面，交易活跃向来是 A 股市场的运行特征，并且历史纵比来看，投资者及资金规模的增加也支持股市交易的相对活跃。综合看，2009 年股票交易额将能够与 2008 年基本持平。
- **长期看，证券行业进入盈利能力复苏和改善的通道。**除经纪业务上，证券交易保持活跃，投行业务上，制度改革有望逐渐提升证券公司业务的附加值以外，资产管理业务规模的逐渐扩大，以及创新业务的逐渐突破仍然是可以期待的。
- **调高行业评级至谨慎推荐。**行业盈利能力正逐渐恢复，而下滑风险大大减轻，调高投资评级至谨慎推荐。公司方面，结合长期增长能力及估值，谨慎推荐中信证券、辽宁成大、吉林敖东。
- **风险因素。**最大风险在于实体经济因出口与消费超预期下滑、投资拉动效果甚微而进一步恶化，进而使股票市场因投资人预期落空而下跌。此外，短期看，市场仍然处于震荡期，投资者需警惕市场震荡增加而带来的证券行业股价波动的风险。

分析师

迟晓辉，CFA

✉: chixiaohui@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8286

相关研究

1. 证券行业：盈利水平与市场估值的提升尚需等待 2008.07.11
2. 证券行业：盈利将进一步下滑 2008.09.10
3. 投资选择兼顾防御与成长 2008.11.12
4. 预期尚不明朗，震幅将会加大 2009.02.20

重点关注公司

股票名称	股票代码	评级	当前价(元)	PER (X)			08-10EPS CAGR	ROE2009E
			2009-3-19	2008E	2009E	2010E		
中信证券	600030.sh	谨慎推荐	23.37	21.29	22.51	16.93	12.38%	12.0%
辽宁成大	600739.sh	谨慎推荐	20.79	19.52	19.24	16.30	12.70%	--
吉林敖东	000623.sz	谨慎推荐	28.15	19.44	19.65	16.67	11.74%	--
海通证券	600837.sh	中性	12.90	32.14	27.04	20.85	24.52%	9.7%
宏源证券	000562.sz	中性	15.45	51.58	30.51	24.17	46.63%	13.8%
东北证券	000686.sz	中性	22.57	32.73	29.10	22.03	22.57%	17.1%
国元证券	000728.sz	中性	15.78	44.10	35.62	28.27	25.45%	12.6%
长江证券	000783.sz	中性	13.86	33.12	27.87	21.94	23.57%	15.6%

资料来源：中国银河证券研究所

目 录

一、2月行业景气依然向好	3
(一) 证券交易依然活跃	3
(二) 宏源等中小公司代理证券交易份额有上升趋势	4
(三) IPO 依然停滞, 债券发行也有所放缓	5
(四) 更多证券公司被核准发行集合资产管理计划	6
(五) 股市表现仍好于债市	7
二、证券行业长期投资价值显现	7
(一) 预计 2009 年股票市场将保持相对活跃的状态	7
(二) 新股发行制度改革或将使证券公司投行业务逐渐分化	8
(三) 并购重组业务 2009 年有望增加	9
(四) 长期看, 证券行业进入盈利能力复苏和改善的通道	10
三、风险因素	11
四、重点公司	11
插图目录	13
表格目录	13

一、2月行业景气依然向好

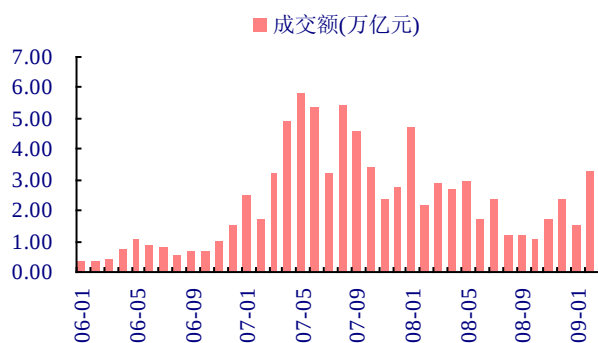
(一) 证券交易依然活跃

2009年前两个月的信贷规模快速增长、用电量、PMI 指标回升令市场产生经济企稳的预期，同时在十大产业振兴规划的带动下，2月股市成交明显活跃，股票日均交易额达到 2014 亿元，换手率（年化）达到 6.6 倍。

与此同时，权证、债券交易规模收缩。2月，权证交易规模为股票交易额的 17%，债券交易额对股票交易额的比例更是连续三个月下降，仅为 6%，但从绝对量来看，仍保持在高位。

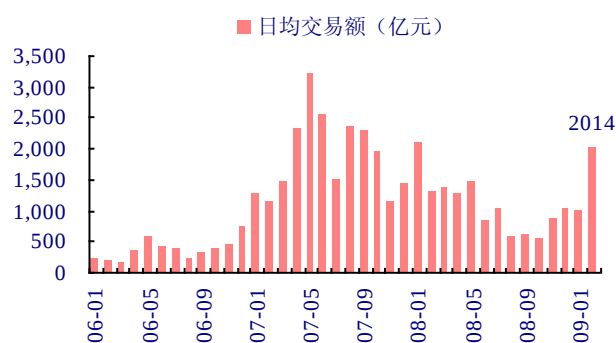
股市的上涨与活跃得到了资金面的积极响应，2月，A股新增开户数出现回升，同时保证金也大规模、快速流入，特别是在2月上旬。继2月上旬保证金快速增加后，截至目前，客户保证金规模基本保持稳定。

图 1：股票月交易额回升



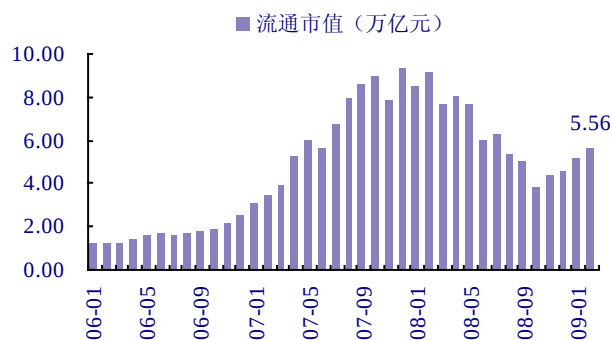
资料来源：Wind

图 2：股票日均交易额回升



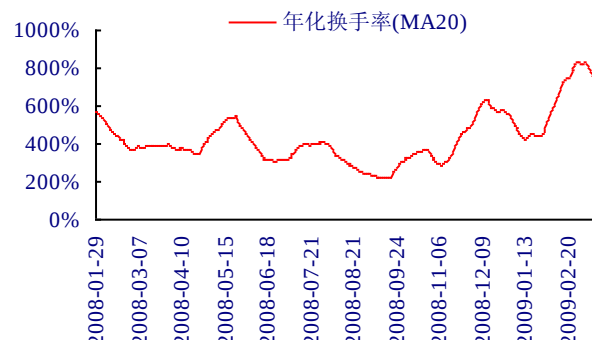
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 3：流通市值逐渐提升



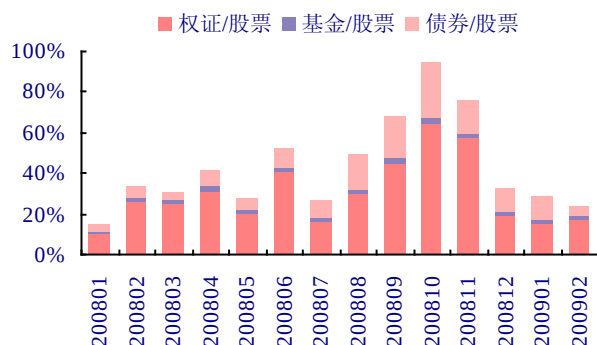
资料来源：Wind

图 4：股票交易换手率回升



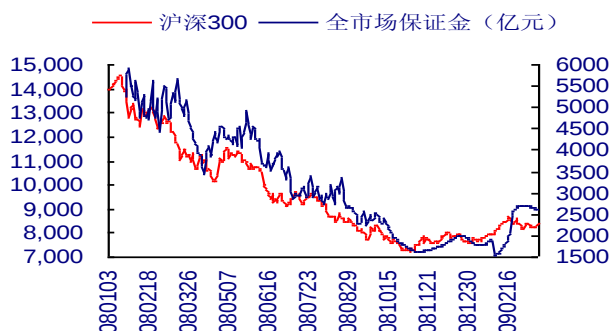
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 5：权证、债券交易规模比例收缩



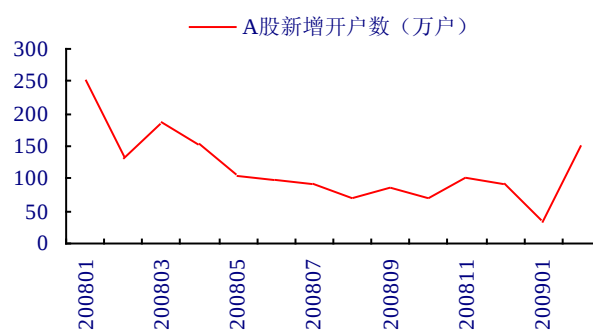
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 6：市场保证金继 2 月上旬快速流入后基本保持稳定



资料来源：中国银河证券研究所

图 7：2 月新增开户数回升

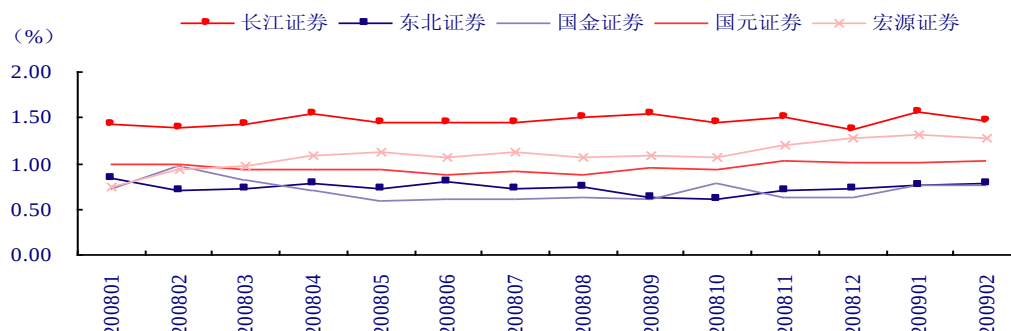


资料来源：Wind，中国银河证券研究所

（二）宏源等中小公司代理证券交易份额有上升趋势

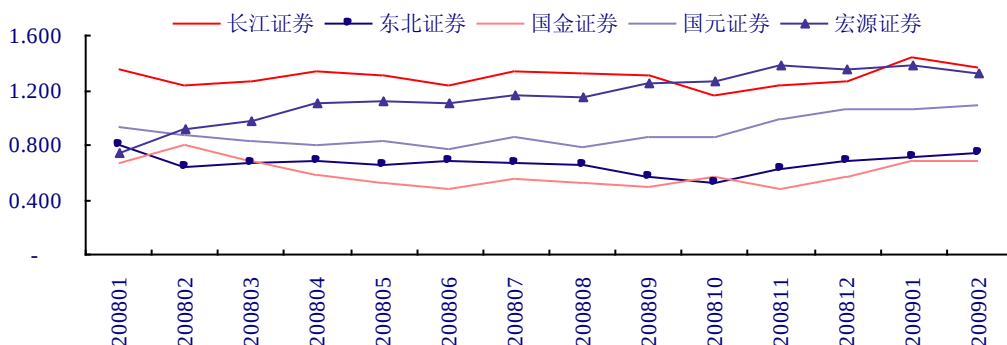
2 月，中信证券、长江证券、宏源证券代理证券交易市场份额较上月略有下滑，其余上市公司市场份额保持稳定或略有上升。而在过去半年里，宏源证券、东北证券、国元证券、国金证券的股票基金交易市场份额呈现上升趋势，其中宏源证券上升趋势最为明显。

图 8：中小证券公司代理股票基金交易市场份额



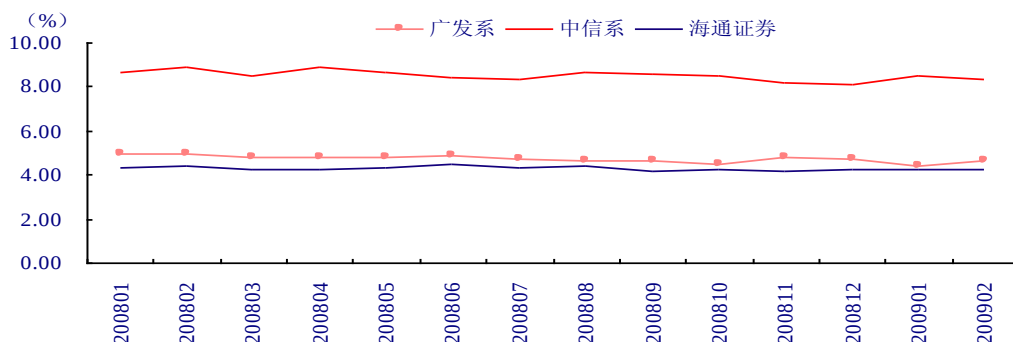
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 9：中小证券公司代理股票基金权证交易市场份额



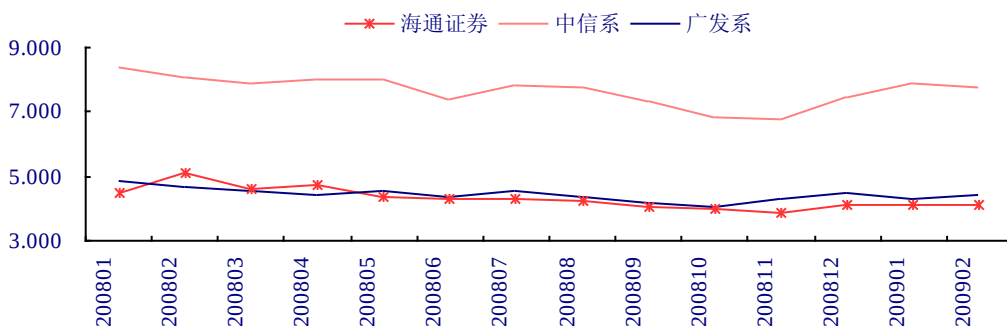
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 10：大型证券公司代理股票基金交易市场份额



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 11：大型证券公司代理股票基金权证交易市场份额



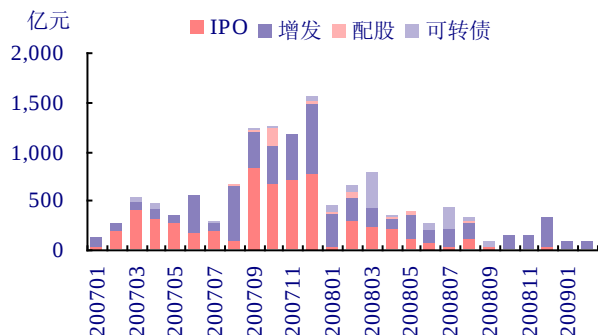
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

(三) IPO 依然停滞，债券发行也有所放缓

IPO 尚未开闸，过去 5 个月的时间里，仅 2008 年 12 月有一只新股发行，发行总额 29.45 亿元。2 月有 6 只股票增发，募集资金合计 89 亿元，与 1 月基本持平，发行方式全部为定向增发。

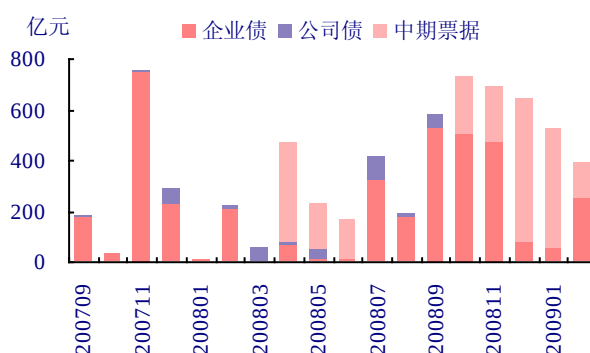
固定收益证券融资方面，企业债发行规模加大，2月共发行企业债15只，募集资金总额254亿元；公司债自2008年10月以来一直停发；中期票据则明显萎缩，2月仅发行5只，募集资金138亿元。

图 12: 股票及股票连接型证券发行规模继续收缩



资料来源: Wind

图 13: 债券发行中中期票据规模维持高位



资料来源: Wind

（四）更多证券公司被核准发行集合资产管理计划

根据证监会网站披露的信息，2008年1月，证监会又核准了3只证券公司集合资产管理计划的发行，其中宏源证券、安信证券为首次获准发行。从发行规模来看，2008年下半年以后获准发行的产品募集资金上限也呈现出扩大的特征。

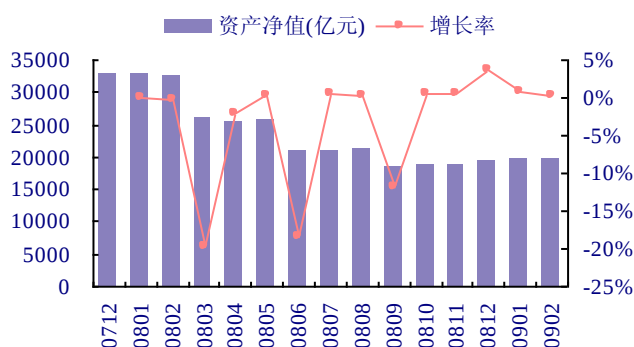
表 1: 2009年1月3只集合资产管理计划获准发行

时间	证券公司	计划名称	计划类型	推广期募集 上限(亿份)	存续期规模 上限(亿份)	核准类型
2009-1-16	宏源证券	内需成长	非限定性	40	50	新发
2009-1-16	安信证券	安信理财1号债券型	限定性	30	60	新发
2009-1-16	中投证券	中投汇盈债券优选	限定性	60	60	新发

资料来源: 中国证监会网站

2月，基金规模变化不大，总资产净值较上月增长0.25%，总份额增长0.08%。

图 14: 2009年2月基金规模基本稳定

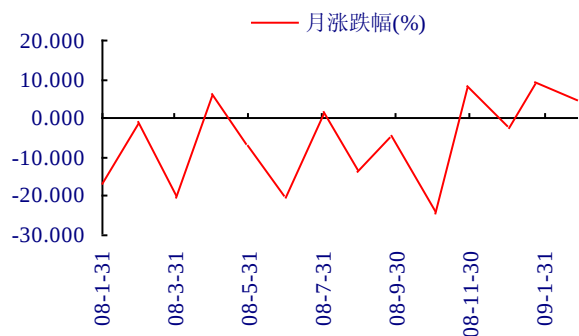


资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

（五）股市表现仍好于债市

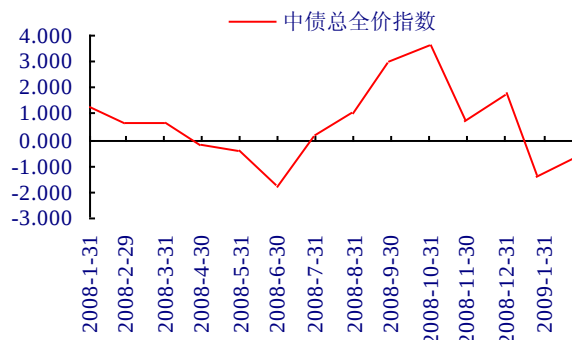
2月，股票市场表现活跃，上证综指月涨跌幅4.63%，月内最高涨幅达20.7%。债券市场继续负收益，当月中债总全价指数下跌0.61%。

图 15: 2009 年 2 月上证综指继续实现正收益



资料来源: Wind

图 16: 2009 年 2 月债券投资回报率继续为负，但降幅收窄



资料来源: Wind

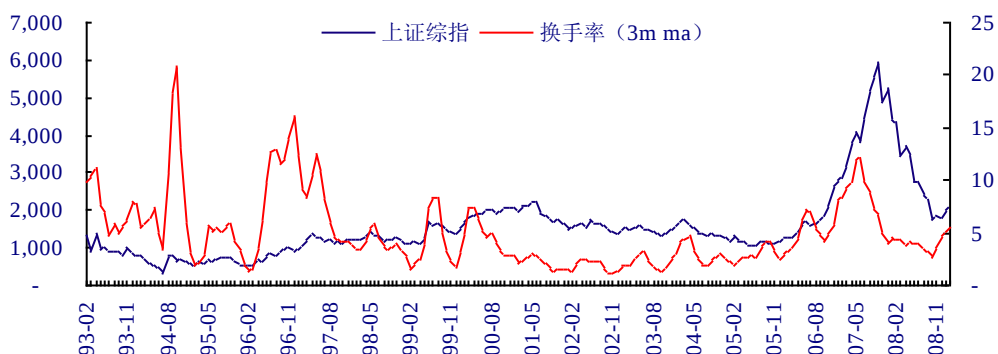
二、证券行业长期投资价值显现

（一）预计 2009 年股票市场将保持相对活跃的状态

资金与政策保驾护航。宽松货币政策、充裕流动性仍在持续，市场仍存在强烈的做多意愿。同时，也有经济数据显示经济出现企稳迹象。后续，前期提出的 4 万亿投资计划及十大产业振兴规划的逐步落实和产业链传导，以及各地区经济刺激计划的落实还将继续激发各种投资主题。两会中，政府也提到随时准备推出更大的经济刺激计划。也就是说，一旦经济出现更加恶化的苗头，就将有更多的经济刺激政策出台。总体来看，资金与政策将为股票市场保驾护航，预计股票市场将继续保持相对活跃。

交易活跃向来是 A 股市场的运行特征。中国股市有史以来就呈现高换手率特征，市场非常活跃，甚至多次出现脱离经济基本面的暴涨暴跌现象。历史上看，仅在 2001 年 7 月至 2005 年 6 月，股市交易很不活跃，而这主要是由股权分置等股票市场制度性缺陷等原因造成的。

图 17: 我国股票市场历史换手率

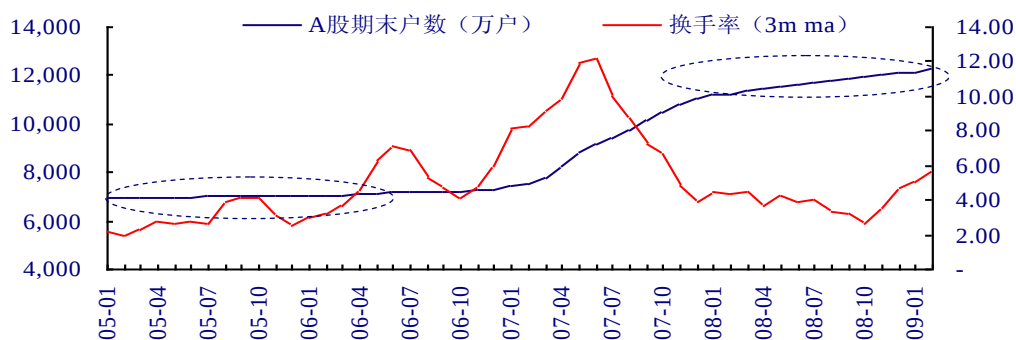


资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

历史纵比来看, 投资者及资金规模的增加也支持股市交易的相对活跃。随着 A 股市场制度变革、规模扩大及公司质量的改善, 投资者参与意愿明显增强, 无论是股票开户数还是市场参与资金规模 (这里以市场保证金来代替) 都较股改前有了明显增加。截至目前, A 股开户数是 2005 年底的 1.75 倍, 市场保证金据估计大约是 2005 年的 2.25 倍。更多投资者及更多资金的参与支持股票市场活跃度的相对提升。2003-2005 年股市在底部徘徊的时期, 股市日均交易额仅约 130 亿元, 年化换手率平均为 2.7 倍, 最低为 1.26 倍; 2008 年 6-10 月, 随着股市的持续下挫, 市场投资者信心也日益低落, 而这段时期股票日均交易额 720 亿元, 年化换手率平均为 3.24 倍, 最低为 2.21 倍。

综合来看, 我们认为 2009 年股票交易额将能够与 2008 年基本持平。

图 18: 换手率与 A 股期末开户数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

(二) 新股发行制度改革或将使证券公司投行业务逐渐分化

监管层当前正在研究新股发行制度改革, 改革的思路主要包括三个方面:

- 股票定价进一步市场化
- 强化买方对卖方的约束力
- 在风险明晰的情况下, 兼顾各方面的利益, 尤其是小投资人的利益

不排除在改革过程中,可能强化承销商的责任、增强承销商的作用,例如,通过给予主承销商在定价和投资者选择方面的一定自主权来强化承销商在定价与销售环节的职责。目前,A股发行的定价和销售环节中,主要是通过向机构投资者询价来确定发行价(定价过程中同时有监管层的影响),然后根据网下申购的资金量配比、网上申购抽签来选择最终的购买人。在整个过程中,主承销商主要是作为操作人,而在定价与销售方面发挥的主动作用较少。而如果能够给予主承销商更多的定价和销售自主权,将形成更加有效的买卖双方博弈机制,也使发行定价更加市场化。

如果实施这样的改革,那么一方面证券公司投行业务之间将出现分化,具有更多客户资源、更强大销售能力和更强资本实力的公司将更加具备优势,并吸引市场份额向这些公司集中;另一方面,由于主承销商的职能更多、责任更重,并承担更多的包销等风险,这也将提升承销收费。在美国、香港等成熟市场,承销商的职责更多,收费也较高:美国市场承销费率大体在4%-6%之间,2008年有所下降,全市场加权平均仍有3%;香港市场在2.5-3%之间,各家承销商差异不大。而国内股票承销费率较低,大体在1.5-4%之间,2006、2007年全市场加权平均分别只有2.1%和1.7%。

当然,改革不会一步到位,但改革的方向一定是更加市场化。长期来看,我们认为承销业务的附加值会逐渐增加,我们更看好中信证券、广发证券、海通证券等客户资源丰富、销售能力强、资本实力雄厚的证券公司的投行业务。

(三) 并购重组业务 2009 年有望增加

近年来境内并购重组交易数量及规模快速增长,其中,按公布时间计算,2006-2008年公布并购交易数量分别为1279、1707和1653笔,披露的交易额分别为534、821和1265亿美元。当前,经济下滑更催生了行业整合、产业结构升级的需求;而从前期出台的十大产业振兴规划中可以看出,行业整合、提高市场集中度等政策导向也十分明显;同时,商业银行并购贷款业务也给兼并收购创造了更加有利的条件。2009年,兼并收购的机会将显著增加。

从近年来并购重组财务顾问业务排名情况看,上市证券公司中,中信证券、广发证券、海通证券具有较强实力。

表 2: 境内并购财务顾问业务排名

排名	2008 年				2007 年			
	财务顾问	市场份额(%)	交易额 (百万美元)	交易数量	财务顾问	市场份额(%)	交易额 (百万美元)	交易数量
1	美国银行-美林	35.89	45,125	3	中信证券	9.80	7,930	15
2	中信证券	31.68	39,837	14	银河证券	9.15	7,405	21
3	中金公司	30.06	37,794	11	海通证券	6.17	4,993	5
4	罗斯柴尔德	24.02	30,199	2	中金公司	5.80	4,693	24
5	JP 摩根	23.80	29,926	3	德国商业银行	4.47	3,620	4
6	花旗	23.27	29,259	1	汇丰	4.15	3,355	3
7	瑞银	16.69	20,994	11	汉理资本	4.11	3,329	3
8	高盛	13.35	16,792	4	新百利	3.39	2,744	16
9	荷兰国际	12.83	16,130	3	花旗	2.86	2,315	7
10	广发证券	10.90	13,705	5	CIMB	2.85	2,310	8
11	野村控股	5.81	7,303	3	德意志银行	2.83	2,291	4
12	新百利	2.82	3,546	15	国泰君安	2.83	2,288	4
13	摩根士坦利	2.64	3,316	7	平安证券	2.74	2,216	3
14	第一创业证券	1.87	2,357	3	申银万国	2.70	2,183	11
15	银河证券	1.49	1,872	10	华欧证券	2.05	1,661	5
16	德意志银行	1.47	1,853	11	财富证券	1.96	1,584	3
17	瑞士信贷	1.46	1,834	5	中投证券	1.89	1,530	2
18	国信证券	1.39	1,754	9	中国光大	1.67	1,354	9
19	英高财务顾问	1.37	1,721	9	美林	1.58	1,282	3
20	华欧证券	1.19	1,492	2	广发证券	1.56	1,266	4

资料来源: Bloomberg

(四) 长期看, 证券行业进入盈利能力复苏和改善的通道

除经纪业务上, 证券交易保持活跃, 投行业务上, 制度改革有望逐渐提升证券公司业务的附加值以外, 资产管理业务规模的逐渐扩大, 以及创新业务的逐渐突破仍然是可以期待的。盈利渠道的不断拓宽更加有助于将证券公司推上盈利能力改善之路。

我们维持 2 月证券行业跟踪报告的观点, 即长期看, 证券行业业绩逐渐进入复苏通道, 长期战略投资价值已经显现。与此同时, 行业盈利与估值水平下跌风险已大大减轻, 我们调高证券行业投资评级至谨慎推荐。

我们对于中信证券、海通证券的长期 ROE 做了方向性预测, 结果表明, 基于现有的资本总量和可预见的资本结构, 股票市场恢复正常交易状态后, 并考虑融资融券、股指期货业务贡献后, 两家公司的 ROE 分别应在 25% 和 21% 左右。

测算基于的假设条件:

- 1、PE 资本规模为净资产的 15%, 年投资回报率 20%
- 2、融资融券规模假设中信 150 亿元、海通证券 100 亿元
- 3、融资融券杠杆率 50%, 未扣除营业费用和所得税的净资产利润率 14%
- 4、可变费用率 20%

- 5、 证券交易年回报率 10%
- 6、 股指期货交易额为股票现货交易额的 150%
- 7、 所得税率 25%

测算结果如下：

表 3：中信证券、海通证券长期 ROE 方向性预测

	中信证券	海通证券
资产配置（亿元）		
固定资产无形资产	16	13
PE	82.2	56.55
融资融券	150	100
交易	299.8	207.45
净资产合计	548	377
税前 ROE		
固定资产无形资产	800%	500%
PE	20%	20%
融资融券	11%	11%
交易	8%	8%
净资产合计	34%	28%
税后 ROE（税率 25%）	25%	21%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

三、风险因素

行业面临的重大风险在于实体经济因出口与消费超预期下滑、投资拉动效果甚微而出现的进一步恶化，进而使股票市场因投资人预期落空而下跌。

此外，短期来看，股票市场投资机会仍以阶段性、结构性投资机会为主，市场仍然处于震荡期，投资者需警惕市场震荡增加而带来的证券行业股价波动的风险。

四、重点公司

公司方面，我们认为在行业整体盈利能力逐渐向好的同时，业务能力强、资本实力雄厚的公司在网点扩张、业务创新方面将更有优势。从估值角度看，中信证券、辽宁成大、吉林敖东估值合理。综合长期增长能力和估值情况，谨慎推荐中信证券、辽宁成大、吉林敖东（具体预测、估值与评级情况见表 4、表 5）。

表 4: 重点公司盈利预测、估值、投资评级

公司名称	评级	股价		EPS		PER (X)			ROE	PB
		2009-3-19	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2009E	2008E
中信证券	谨慎推荐	23.37	1.10	1.04	1.38	21.29	22.51	16.93	12.0%	2.90
辽宁成大	谨慎推荐	20.79	1.06	1.08	1.28	19.52	19.24	16.30	20.7%*	3.91*
吉林敖东	谨慎推荐	28.15	1.45	1.43	1.69	19.44	19.65	16.67	19.0%*	3.43*
海通证券	中性	12.90	0.40	0.48	0.62	32.14	27.04	20.85	9.7%	2.78
宏源证券	中性	15.45	0.30	0.50	0.64	51.58	30.51	24.17	13.8%	4.58
东北证券	中性	22.57	0.69	0.78	1.02	32.73	29.10	22.03	17.1%	5.03
国元证券	中性	15.78	0.36	0.44	0.56	44.10	35.62	28.27	12.6%	4.46
长江证券	中性	13.86	0.42	0.50	0.63	33.12	27.87	21.94	15.6%	4.68

* 辽宁成大、吉林敖东 ROE、PB 均为公司最新披露值

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

表 5: 重点公司盈利预测与估值的情景分析

公司名称	日均股票交易额 800 亿元			日均股票交易额 1100 亿元			日均股票交易额 1400 亿元		
	EPS2009E	ROE2009E	PE2009E	EPS2009E	ROE2009E	PE2009E	EPS2009E	ROE2009E	PE2009E
中信证券	0.87	10.2%	27.53	1.04	12.0%	23.19	1.20	13.7%	20.04
辽宁成大	0.95	--	21.88	1.08	--	19.24	1.21	--	17.18
吉林敖东	1.23	--	22.88	1.43	--	19.65	1.63	--	17.27
海通证券	0.40	8.3%	32.20	0.48	9.7%	27.18	0.55	11.2%	23.52
宏源证券	0.37	10.5%	41.58	0.50	13.8%	31.28	0.62	16.9%	25.07
东北证券	0.57	12.9%	36.61	0.78	17.1%	26.82	0.98	21.2%	21.16
国元证券	0.35	10.0%	42.13	0.44	12.6%	33.27	0.54	15.0%	27.49
长江证券	0.39	12.5%	35.06	0.50	15.6%	27.75	0.60	18.5%	22.96

资料来源: 中国银河证券研究所

插图目录

图 1: 股票月交易额回升.....	3
图 2: 股票日均交易额回升.....	3
图 3: 流通市值逐渐提升.....	3
图 4: 股票交易换手率回升.....	3
图 5: 权证、债券交易规模比例收缩.....	4
图 6: 市场保证金继 2 月上旬快速流入后基本保持稳定.....	4
图 7: 2 月新增开户数回升.....	4
图 8: 中小证券公司代理股票基金交易市场份额.....	4
图 9: 中小证券公司代理股票基金权证交易市场份额.....	5
图 10: 大型证券公司代理股票基金交易市场份额.....	5
图 11: 大型证券公司代理股票基金权证交易市场份额.....	5
图 12: 股票及股票连接型证券发行规模继续收缩.....	6
图 13: 债券发行中中期票据规模维持高位.....	6
图 14: 2009 年 2 月基金规模基本稳定.....	6
图 15: 2009 年 2 月上证综指继续实现正收益.....	7
图 16: 2009 年 2 月债券投资回报率继续为负, 但降幅收窄.....	7
图 17: 我国股票市场历史换手率.....	8
图 18: 换手率与 A 股期末开户数.....	8

表格目录

表 1: 2009 年 1 月 3 只集合资产管理计划获准发行.....	6
表 2: 境内并购财务顾问业务排名.....	10
表 3: 中信证券、海通证券长期 ROE 方向性预测.....	11
表 4: 重点公司盈利预测、估值、投资评级.....	12
表 5: 重点公司盈利预测与估值的情景分析.....	12

分析师简介

迟晓辉, CFA

中国银河证券研究所证券信托行业分析师。北京大学光华管理学院金融学硕士, 2007 年加入中国银河证券研究所, 负责证券信托行业研究。

评级标准

银河证券行业评级体系: 推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐: 是指未来 6-12 个月, 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 超越交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐: 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 超越交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报。该评级由分析师给出。

中性: 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 与交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避: 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 低于交易所指数 (或市场中主要的指数) 平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系: 推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐: 是指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐: 是指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性: 是指未来 6-12 个月, 公司股价与分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避: 是指未来 6-12 个月, 公司股价低于分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908