



投资银行业与经纪业

2010.05.14

风物长宜放眼量

评级:

中性

上次评级:

中性

细分行业评级

投资银行业与经纪业

中性

主要上市公司评级

辽宁成大	增持
国元证券	增持
中信证券	增持
海通证券	增持
广发证券	增持
吉林敖东	增持
中山公用	增持
锦龙股份	谨慎增持
光大证券	谨慎增持
宏源证券	谨慎增持
东北证券	中性
华泰证券	中性
招商证券	中性
国金证券	中性
长江证券	中性
西南证券	中性
安信信托	中性
陕国投	中性
爱建股份	中性

梁静



021-38676850



liangjing@gtjas.com



S0880200010278

董乐

021-38676650

dongle@gtjas.com

S0880108063472

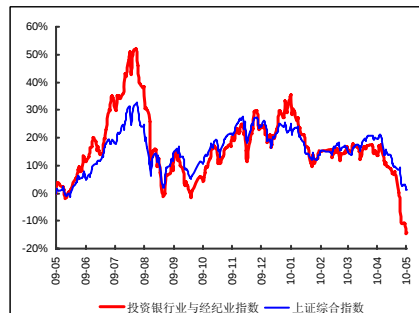
本报告导读:

股指期货交易额超预期。2 倍 PB 具备较高安全边际, 推荐辽宁成大、国元证券、中信证券等高安全边际个股。

摘要:

- 股指期货交易额超预期, 目前已远超现货市场交易额, 对佣金收入的贡献最高可达 17%。但融资融券规模低于预期。总的来看, 我们仍然看好创新业务对券商的长期推动。但短期而言, 融资融券和股指期货对业绩的直接贡献有限, 这也意味着券商不能获得独立于市场之外的创新收益; 不仅如此, 两大创新将从根本上改变市场的运行轨迹, 从而将放大券商业绩的波动。换句话说, 创新不仅不能改变券商靠“天”吃饭的现状, 而且将加剧“天气”变化, 给券商带来更大的不确定性。
- 尽管承销业务大幅增长无悬念, 但市场重心不断下移、传统业务同比基数高企、以及佣金率的继续大幅下滑, 都使得行业业绩下滑成为大概率事件。我们的测算表明, 行业的整体降幅应在-10%-20%之间。但由于盈利结构、业绩储备的差异, 各券商之间将显著分化。敏感性分析, 中信、海通、华泰、国元等券商业绩下降风险相对较小。
- 近期行业指数的调整幅度达到 26%, 这也正是对于业绩下滑风险和创新的直接反映, 按照行业业绩同比下降 10%-20%来测算, 目前券商股 2010 年的动态 PE 基本在 20-25 倍, 而中信、海通和国元的静态 PB 已经在 2 倍左右。而从历史上来看, 2 倍 PB 则是衡量券商股是否具备安全边际的关键。因此, 我们认为, 经过短时间的持续暴跌之后, 券商股因业绩下降带来的估值风险已经基本释放, 因此, 此时应不必继续悲观。但基于对业绩和创新的基本判断, 券商股仍不具备整体性的超额收益机会。继续维持对证券行业的中性评级, 市场风险仍是券商股所面临的重大风险。
- 券商股的选股逻辑是牛市看弹性、熊市看安全边际。基于此, (1) 我们仍首推辽宁成大。考虑到主业价值, 成大相对于广发, 已具备高安全边际; (2) 按 PB 选股: 在熊市中, 净资产是比业绩更为安全可靠的指标, 因此, 基于防御的策略, 我们认为应从 PB 角度寻找高安全边际个股。在此基础上, 根据 PB 和 PE 两个维度来考虑, 我们的选择是国元、中信和海通。(3) 基于股指期货超预期, 我们相对看好广发。

行业走势图



相关报告

投资银行业与经纪业:《佣金率降幅超预期, 业绩不确定性增加》

2010.05.10

投资银行业与经纪业:《成交回落, 新业务稳步增长》

2010.05.10

投资银行业与经纪业:《4 月成交额持续增长》

2010.05.04

投资银行业与经纪业:《成交水平仍处高位, 新业务量低于预期》

2010.04.26

投资银行业与经纪业:《股指期货首日业务量远超预期》

2010.04.19

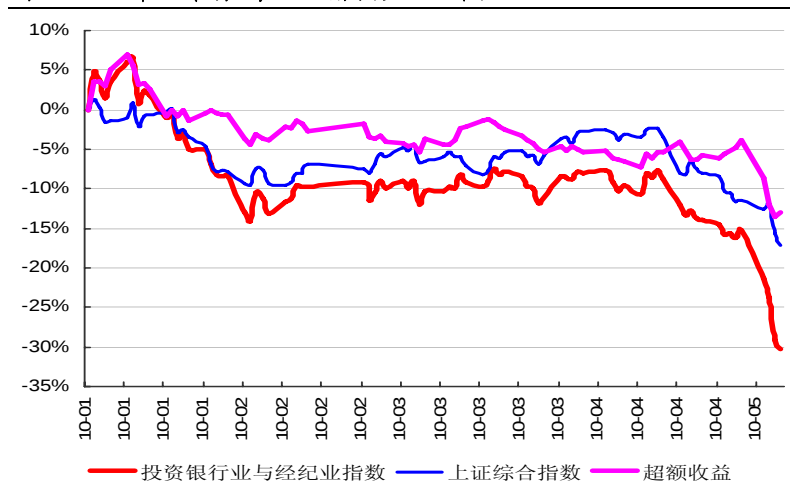
1. 行业表现回顾与观点展望

1.1. 今年以来证券行业表现回顾

今年以来，券商板块收益率为-34%，跑输市场约 15 个点。分时看可分为三个阶段：(1)1 月初有短暂的超额收益；(2)创新推出预期兑现，开始整体跑输市场；(3)4 月 15 日，弹性开始显现，呈现加速下跌态势、最大跌幅超过 26%。

推出融资融券和股指期货，对整个市场和整个行业而言是个划时代的变革。而券商股今年以来的表现也正是围绕着这一主题展开的。年初在融资融券和股指期货推出预期下的支撑下，券商股曾短暂跑赢指数；但试点期间，其对证券行业的直接影响并不明显，这也使得券商股逐步落后于指数；而股指期货推出后，其助长助跌的特性显露无疑，这也放大了券商股作为市场加速器的市场弹性。

图 1 2010 年以来券商股跑输指数 13 个点



数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 行业观点前瞻

对创新业务的观点。尽管融资融券试点会持续扩容、股指期货交易额超出预期，但年内创新对证券公司业绩的直接贡献有限；融资融券和股指期货对证券公司的间接影响要大的多，这种影响是通过对市场的影响来间接作用的。换句话说，短期来看，创新不仅不能改变券商靠天吃饭的现状，而且将加剧“天气”变化，给券商带来更大的不确定性。我们需要重新认识做空机制下券商的盈利模式。

对业绩的观点。市场重心不断下移、传统业务同比基数高企、以及佣金率的继续大幅下滑，都使得行业业绩下滑成为大概率事件。我们认为，在目前的市场预期下，行业业绩将有 10%-20% 的降幅。总体而言，大券商业务结构相对分散、佣金率水平较低、有创新业务支撑和更为丰富的业绩平滑手段，业绩下降的压力较小券商小。

对行业估值的判断。经过一番暴风骤雨般的下跌之后，4.15 以来，券商股的跌幅普遍在 30% 左右。中信、海通和国元的静态 PB 已经在 2 倍左右，这也接近于熊市的最低限。而按照业绩下降 20% 计算，动态 PE 基

本在 20-25 倍。因此，我们认为，短期来看，业绩下滑风险已基本释放完毕，但基于以上对业绩和创新的两个基本判断，券商股仍不具备整体性的超额收益机会。继续维持对证券行业的中性评级，市场风险仍是券商股所面临的重大风险。

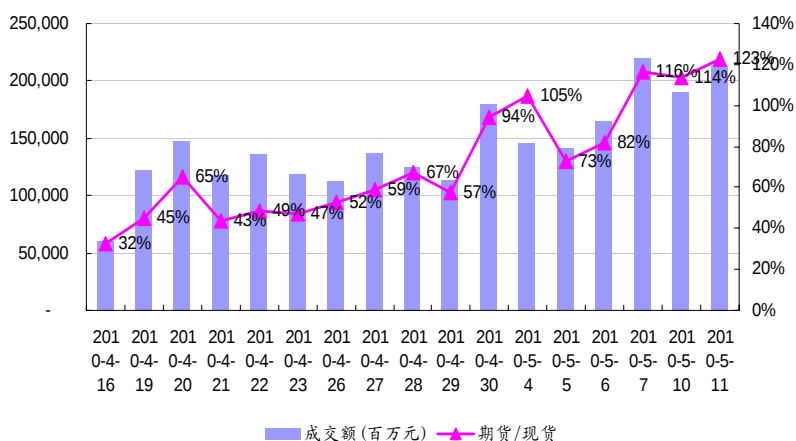
2. 创新业务：风物长宜放眼量

2.1. 股指期货：规模远超预期

交易活跃程度超出预期，超过现货市场已成定局。尽管我们曾判断股指期货的交易额可能超出预期，但起步阶段的大幅放量仍然超出了我们的想象。股指期货上市以来，日均交易额达到 1440 亿元、为同期现货市场交易额的 68%；近期甚至有超过现货市场的趋势。在目前，准入门槛高、交易品种少的背景下，这也预示着我国金融衍生品市场的巨大发展潜力。从境外经验来判断，现货市场的高换手率也必然意味着期货交易额的爆发性增长。我们认为，随着交易门槛逐步放低、品种持续增加，期货市场交易额达到甚至超过韩国的水平应该没有疑问。而竞争格局来看，券商系期货公司显现出了强大的竞争优势，以国泰君安、广发、长城伟业等为代表的券商系期货公司垄断了交易额的前五位。

短期影响符合预期，长期贡献可观。尽管交易规模超出预期，但股指期货佣金率仅相当于股票的十分之一甚至更低，因此，股指期货对佣金的增量贡献并不显著。如表 1 所示，按照推出以来的交易额测算，部分券商股指期货佣金率对经纪佣金率贡献度较高，如国泰君安和浙商，达到 17%。上市券商中广发超过 8%。照此计算，2010 年贡献佣金净收入约 20-25 亿元、增量贡献为 1%-2%。另一方面，证监会已发布《证券公司参与股指期货指引》，允许证券公司以套期保值为目的的股指期货交易，这也为证券公司对冲风险、做大投资规模、提升收益水平奠定了基础。这样，随着市场完善与管制放松，与股指期货相关的业务收入将稳步提升。乐观而言，期货交易额若达到现货的 2-3 倍，则股指期货带来的佣金收入将达到 100-200 亿元，对证券行业收入的增量贡献可望达到 5%-10%。

图 2 股指期货交易额超出预期，有望超越现货市场



数据来源：中国金融期货交易所，国泰君安证券研究

表 1 部分券商的股指期货佣金收入贡献度较高

期货公司	券商	持股比例	股指期货			股票		期货佣金/ 股票佣金
			交易额	份额	佣金收入	交易额	佣金收入	
国泰君安	国泰君安	100%	679,336	12.6%	68	3,462	403	16.9%
长城伟业	华泰	60%	407,999	7.6%	24	4,337	388	6.3%
广发期货	广发	100%	318,159	5.9%	32	3,573	393	8.1%
海通期货	海通	93%	224,846	4.2%	21	3,039	374	5.6%
银河期货	银河	67%(*)	187,124	3.5%	13	3,918	458	2.7%
浙江永安	财通	51%	177,863	3.3%	9	782	70	13.0%
兴业期货	兴业	92%	159,964	3.0%	15	1,124	108	13.6%
浙商期货	浙商	100%	147,511	2.7%	15	806	87	17.0%
南华期货		0%	135,626	2.5%	-	-		
天琪期货	中投	80%	134,774	2.5%	11	1,865	216	5.0%

数据来源：国泰君安证券研究。交易额单位为亿元；佣金收入单位为百万元。银河的持股比例为猜测值。

表 2 股指期货对证券行业的贡献度测算(2010)

佣金率 股指期货/现货	0.005%	0.008%	0.01%	0.015%
50%	19	30	38	57
100%	37	59	73	110
150%	54	87	108	163
200%	72	115	144	215
300%	107	171	214	321

数据来源：国泰君安证券研究

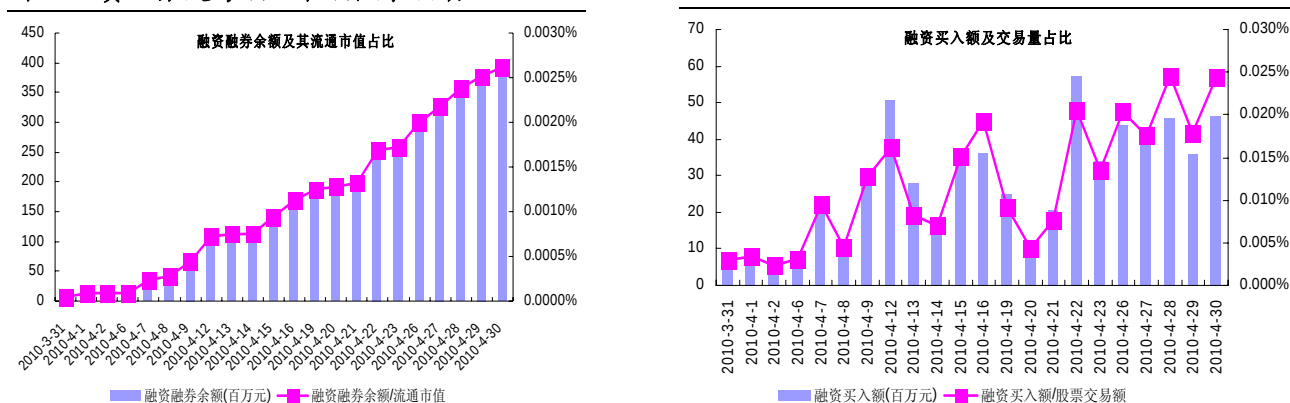
2.2. 融资融券：上规模尚待时日

融资融券稳步增长、但规模有限。从推出后 1 个月的表现来看，有以下两个特征：首先，融资融券余额一直稳步增长，尤其是 4 月 15 日以来，尽管大盘持续下跌，但融资买入额仍持续增长，目前，融资融券余额已由首日的 659 万元提升到 5-6 亿元。日交易额也由不足 1000 万元增至最高 1 亿元；其次，尽管增速较快，但由于从零起步，融资融券规模十分有限。首批试点券商可用融资融券额度为 350 亿元，目前融资融券余额仅为可用额度的 1.5%；融资买入额仅 10 亿元，为同期交易额的 0.016%。

融资融券短期业绩贡献十分有限。假设日融资买入额稳定在 1 亿元，则 2010 年融资融券余额约 80-100 亿元、融资买入总额 150-200 亿元。照此计算，2010 年给 6 家试点券商带来的增量收益为 4 亿元左右。

我们仍对融资融券的长期发展前景抱有良好预期，但需要有一个发展过程。从以上计算来看，融资融券的表现低于市场预期。我们认为，这主要是试点家数有限、标的股票池规模小、无转融通机制、无回转交易所致，在起步阶段限制较严、这也符合国际惯例。随着这些限制的逐步放开，特别是转融通机制实施后，融资融券的规模将稳步扩大。我们仍然维持对融资融券长期看好的观点，根据台湾等地的经验判断，融资融券在净资产中占比可达 50%，对业绩的增量贡献在 10% 以上。而融资融券对券商的间接影响和综合影响也将逐步显现出来。

图3 融资融券交易额及余额低于预期



数据来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，国泰君安证券研究

2.3. 总结

创新对行业的影响是颠覆性的。短期而言，直接影响虽然有限，但其通过作用于证券市场而给行业带来的间接影响却是始料未及的。而长期而言，创新对业绩增长和业务结构改善也将产生根本性的影响，但这是需要时间积累的，来日方长。我们判断，转融通机制、以及其它股指期货产品的推出，则可视为创新产生实质性直接影响的标志。

创新已呈现全面开花之势。不仅融资融券和股指期货，其它创新如直投业务、资产管理业务尽管不如融资融券和股指期货关注程度高，但直投业务未来的影响不亚于前两者、甚至短期贡献更高。以直投业务为例，目前，除东北、国金等3家公司外，其余10家上市券商均获得了直投业务资格。而中信、海通等券商起步较早、规模初成、已开始进入收获期。如中信和海通的已上市项目潜在浮盈分别达到15.7亿元和3.6亿元。

表3 部分大券商的直投业务已开始进入收获期

上市公司	获批时间	注册资本	投入项目	投入规模	净利润(09)	潜在利润
中信证券	2007-9-10	30	23	135,000	12,934	157,129
华泰证券	2008-7-18	2	1	2,000	-176	n.a.
海通证券	2008-7-30	30	8	30,200	2,700	35,500
光大证券	2008-8-14	20	2	10,642	1,197	n.a.
广发证券	2008-10-7	5	n.a.	22,474	518(*)	n.a.
国元证券	2009-7-10	5	2	1,312	35	-
招商证券	2009-8-3	5	n.a.	n.a.	-35	-
长江证券	2009-8-11	2	0	0	-	-
宏源证券	2010-2-8	2	0	0	-	-
西南证券	2010-2-10	2	0	0	-	-

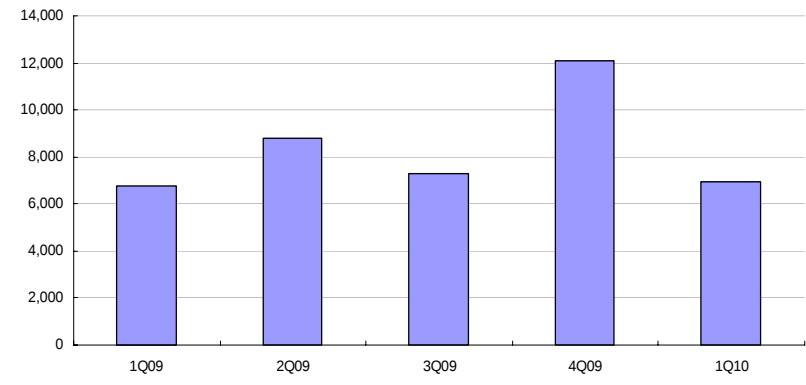
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。注册资本单位为亿元；投入规模和净利润单位为万元。广发净利润为2009.1-9月。

3. 业绩的讨论：

3.1. 1 季度业绩总结

1 季度上市券商共实现营业收入 163 亿元、同比增长 14%；净利润 68.5 亿元，同比增加 5.8%。这主要得益于较低的同比基数。环比来看，净利润有 43% 的大幅下滑。而后续季度高企的同比基数，使得季度业绩继续同比增长的可能性大大降低。从具体业务来看，虽然承销业务同比大幅增长，但经纪佣金率在 2009 年大幅下降的基础上继续快速下滑，这也奠定了全年业绩不容乐观的基调。

图 4 2010.1Q 业绩的同比基数较低



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.2. 全年业绩展望

承销业务的快速增长应没有悬念，但业绩基数高、创新贡献有限、佣金率快速下滑，都使得 2010 年行业整体业绩难以乐观。

承销业务快速增长无悬念。承销应是今年券商的最大亮点，今年以来，股票公开承销额 1783 亿元、企业债券承销额 1606 亿元，分别为去年全年的 78% 和 29%。上市券商 1 季度共实现承销 16.7 亿元，同比增长 6.6 倍。考虑到农行、光大银行等即将上市，即便是创业板出现发行节奏放缓和发行价降低的情况，同比增长也可望达到 30%-40%。

经纪业务：市场规模扩张难抵佣金率下滑。从 1 季度的情况来看，虽然股票基金交易额同比增长 25%，但上市券商佣金率较上年下滑 12.3%，使得经纪佣金净收入仍下滑 6.6%。我们判断，后续的几个季度内，得益于市场规模的持续扩张，交易额仍能维持在 2009 年的量级，但基数走高、佣金率处于低位，预期全年佣金收入降幅将可能在 20% 左右。

- **交易额应保持稳定。**1 季度流通市值同比增长 130%，但换手率由 1.38 倍下降到 0.50 倍。限售股解禁、股票发行提速以及指数重心提升是支撑流通市值增长的 3 个主要因素，在指数重心相对稳定的前提假设下，前两者仍可驱动市场规模扩张；而 2 倍的年化换手率已经处于历史低位。因此全年交易额的波动应有限。按照近两轮熊市平均的 2.8 倍换手率计算，全年日均交易额也可达 2000 亿元的量级。
- **佣金率降幅应趋缓。**1 季度上市券商平均佣金率 0.118%，继上年 1 季度后再次大幅度下滑。在市场营业部供给逐步加大、同质化竞争未有丝毫改观的竞争环境下，佣金率仍将保持下降趋势。但我们认为，由于价格逐步向成本靠拢、融资融券推出及增值服务手段增多，佣金率降幅应趋缓。但需要指出的是，1 季度降幅过大，而佣金率一旦降低再难恢复，这也将大大增加佣金收入下降的风险。

图 5 2010 年 1 季度日均交易额同比增长

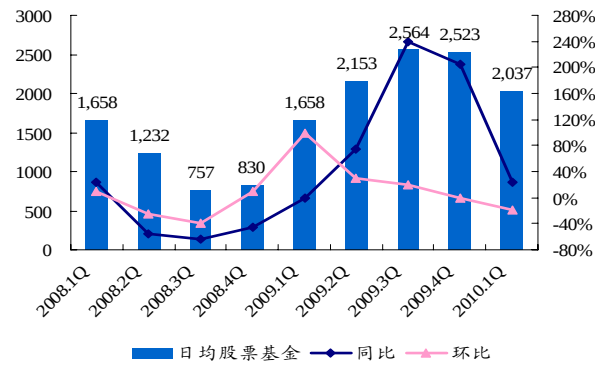
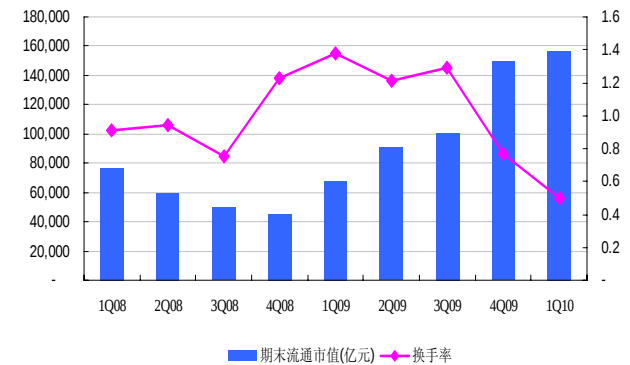
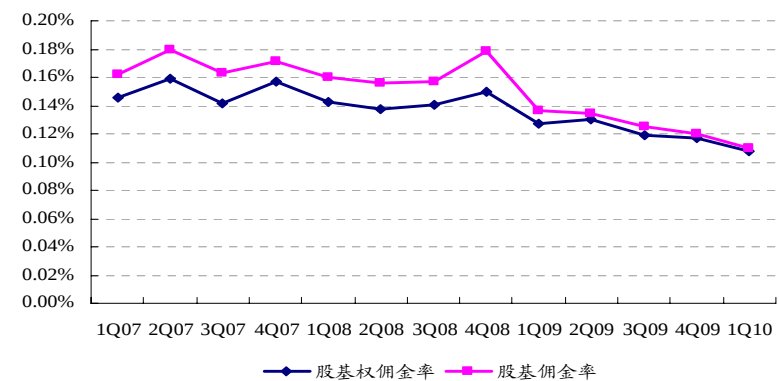


图 6 换手率下降和流通市场增长并存



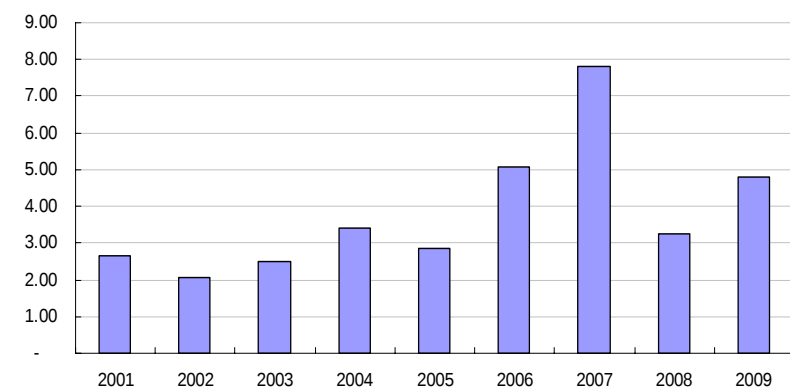
数据来源：国泰君安证券研究

图 7 季度佣金率继续快速下滑



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 2001 年以来两次熊市的换手率平均为 2.8 倍左右

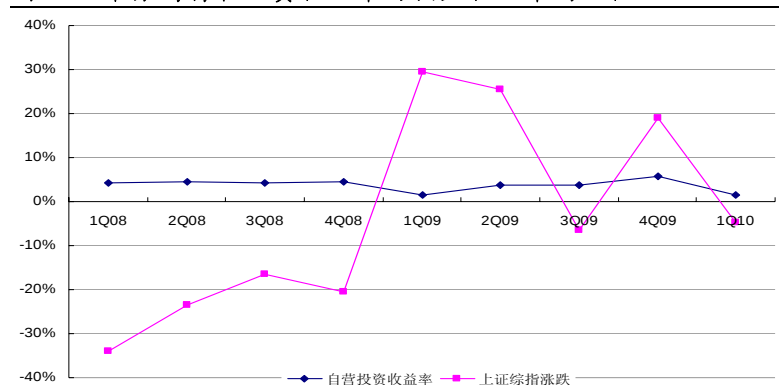


数据来源：国泰君安证券研究

自营业务,总体风险不大、分化将十分明显。1 季度尽管市场指数跌 5.1%，但上市券商实现投资收益 17.1 亿元，同比增加 7%，对收入的贡献度为 11%，这一占比仅略低于 2009 年的 12%。其主要原因在于券商总体坚持了较为谨慎的自营投资策略，这表现为，(1)资产规模上：自营规模有限、且呈下降态势。2009 年末权益投资规模 406 亿元，平均投资规模占净资产比重为 16.9%。就上市公司来看，国元、光大、国金、华泰权益配置最低，占净资产比重不到 5%。(2)资产结构上：呈现债券类资产远多于权益类资产、可供出售金融资产远多于交易性金融资产。1 季度债券收益率上升、浮盈兑现，这也正是 1 季度自营业务好于预期的主要原因。

我们认为，尽管股票市场重心不断下移，但由于交易性类权益证券持仓有限，且凭借历史留存的可兑现浮盈、大规模的债券持仓以及运用充沛现金进行流动性管理，自营投资的风险不大；但这也同时意味着也很难预期自营投资对收入有显著贡献。上市公司来看，由于自营投资策略、可兑现浮盈以及会计核算的差异，上市券商的自营业务将分化严重。其中，中信、海通等浮盈较多、债券持仓量高、现金充沛的券商的自营投资风险较小。

图 9 上市券商自营投资收益率与指数收益率的比较



数据来源：国泰君安证券研究

浮盈和应付薪酬：对冲市场风险的两大缓冲器。(1) 可兑现浮盈：券商浮盈的累积是通过参与新股申购、作为战略投资者、定向增发以及直投项目上市完成的，2010 年可兑现的浮盈主要以定向增发为主，中信、海通则有部分直投项目可兑现业绩。按照现价计算，中信、海通、广发和西南可分别兑现浮盈 17.5 亿元、15.5 亿元、7.4 亿元和 4.7 亿元，对应 EPS 为 0.20 元、0.14 元、0.22 元和 0.18 元。**(2) 应付薪酬：**在 1 季度发放上年奖金后，除中信、国元外，其余上市券商应付薪酬总额均有下降。1 季度末，中信应付薪酬规模达 60 亿元，为 2009 年支付薪酬总额的 169%，招商证券该比例也达 128%，两家公司在未来业绩调节能力方面具备明显优势。

表 4 券商主要可兑现浮盈情况

	市值(百万元)	持股成本(百万元)	浮盈(百万元)
中信证券	2,456	701	1,754
南玻 A	1,628	640	988
机器人	285	26	259
威创股份	281	29	251
理工监测	262	6	256
海通证券	4,866	3,311	1,554
浦发银行	2,252	1,992	259
京东方 A	1,604	960	644
深发展 A	809	338	471
世茂股份	136	14	122
银江股份	65	8	58
西南证券	1,171	701	470
京东方 A	1,171	701	470
广发证券	790	49	742

吉林敖东

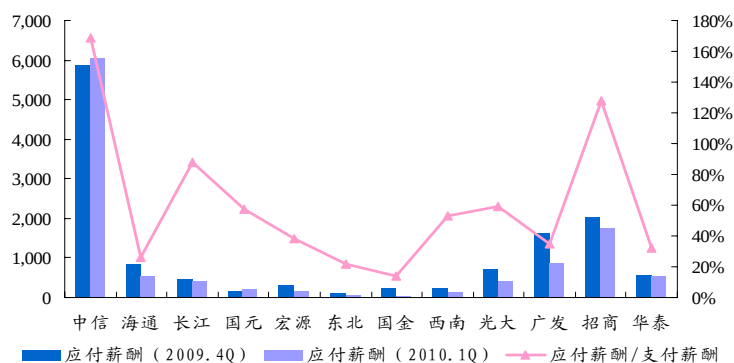
790

49

742

数据来源：国泰君安证券研究

图 10 上市券商应付薪酬情况（百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

业绩降幅在 10%-20%。总体来看，经纪佣金率下滑和自营收益有限将导致业绩下降，我们的测算表明，降幅应在-10%~-20%之间。但由于盈利结构、业绩储备的差异，各券商之间将显著分化。由下表的敏感性分析，中信、海通、华泰、国元等券商业绩下降风险相对较小。

表 5 上市券商对指数和交易额变化的弹性(业绩同比变化)

(日均交易额/指数)	中信	海通	华泰	广发	招商	光大	宏源	国元	长江	东北	国金	西南
2009:(2250/3300)	1.35	0.55	0.68	1.87	1.14	0.83	0.79	0.53	0.63	1.43	0.54	0.52
业绩同比变化:												
(2400/3300)	1.32	0.55	0.74	1.81	0.97	0.82	0.83	0.63	0.60	1.29	0.46	0.52
(2200/3000)	1.22	0.50	0.68	1.63	0.92	0.74	0.74	0.57	0.52	1.16	0.42	0.46
(2000/2800)	1.14	0.45	0.62	1.48	0.85	0.68	0.67	0.51	0.46	1.08	0.38	0.40
(1800/2600)	1.09	0.41	0.57	1.33	0.79	0.62	0.60	0.47	0.44	0.99	0.35	0.35
对应的同比增速												
(2400/3300)	-2%	0%	9%	-3%	-15%	-1%	5%	19%	-5%	-10%	-15%	2%
(2200/3000)	-10%	-10%	0%	-13%	-19%	-10%	-6%	7%	-18%	-19%	-23%	-11%
(2000/2800)	-15%	-18%	-8%	-21%	-25%	-18%	-15%	-3%	-27%	-25%	-29%	-22%
(1800/2600)	-20%	-26%	-16%	-29%	-30%	-25%	-24%	-12%	-30%	-31%	-36%	-33%
对应的 PE												
(2400/3300)	15.8	21.1	21.8	19.3	22.2	21.3	19.1	21.6	21.0	17.9	34.3	31.2
(2200/3000)	17.2	23.4	23.7	21.5	23.4	23.4	21.5	24.0	24.1	19.9	37.7	35.6
(2000/2800)	18.3	25.8	25.8	23.7	25.2	25.6	23.8	26.4	27.3	21.5	41.1	40.6
(1800/2600)	19.3	28.7	28.3	26.2	27.1	28.0	26.6	29.2	28.5	23.4	45.1	47.1

数据来源：国泰君安证券研究

4. 行业投资策略

4.1. 维持行业中性评级

以上的讨论可以归结为两点：(1)市场波动以及佣金率下滑使得传统业务收益面临下降风险；(2)融资融券和股指期货直接影响十分有限，这也意味着券商不能获得独立于市场之外的创新收益；相反，市场的运行轨迹将因此根本改变，这将放大券商业绩的波动，这种影响是颠覆性的。

比下滑 20%，2010 年的动态 PE 也不足 20 倍，我们认为，近期股价的大幅下挫已基本反映了广发业绩下调风险。而在主业方面，生物疫苗和油页岩都具备较强的催化剂：(1)成大生物将迎来确定性的爆发式增长，对辽宁成大的业绩贡献将由 1 亿元提升到 2.5 亿元。目前，成大生物已具备分拆上市条件，一旦启动，成大生物的股权价值将获重估；(2)油页岩项目按计划今年年中出油，年末形成 300 万吨矿石和 20 多万吨页岩油产能。目前油价下，预期今明两年业绩贡献为 0.06 元和 0.25 元。我们认为，在目前的股价下，即便是不考虑油页岩价值，辽宁成大所隐含的广发证券市值仅 500-600 亿元，价值低估明显。维持增持评级。

表 6 辽宁成大所对应的广发证券市值显著低估(不考虑油页岩)

生物净利润 生物 PE	3	3.5	4	4.5	5
25	767	736	704	673	642
30	729	692	654	617	579
35	692	648	604	560	516
40	654	604	554	504	454
45	617	560	504	447	391
50	579	516	454	391	328

数据来源：国泰君安证券研究

国元证券。静态 PB 仅为 2 倍，尽管其盈利能力较低、大规模资金运用能力也尚待检验，但其经营稳健，区内经纪业务垄断性强，香港业务、基金管理以及投行业务发展较快。直投业务已启动、融资融券和股指期货也可望在年内拿到资格。一旦新业务全面开展，其弹性大的优势将完全显现出来。我们维持增持评级。

表 7 上市券商盈利预测及估值

	收盘价	涨跌幅(2010)	EPS(2009)	EPS(2010)	PE(2009)	PE(2010)	PB	总市值(亿元)	投资建议
广发证券	34.39	241.65%	1.88	1.65	18	21	7.71	862	增持
锦龙股份	20.48	-4.30%	0.67	0.82	31	25	8.24	62	谨慎增持
上证综指	2,656	-18.96%							
西南证券	14.95	-21.27%	0.53	0.42	28	36	5.81	285	中性
华泰证券	16.37	-22.27%	0.68	0.69	24	24	3.03	917	谨慎增持
招商证券	21.69	-26.20%	0.90	0.94	24	23	3.34	778	中性
光大证券	17.67	-29.05%	0.83	0.75	21	23	2.91	604	谨慎增持
辽宁成大	26.40	-30.69%	1.48	1.51	18	17	3.52	238	增持
国金证券	16.42	-32.01%	0.52	0.47	32	35	6.10	164	中性
宏源证券	16.17	-32.06%	0.79	0.75	20	21	3.43	236	谨慎增持
吉林敖东	32.86	-33.20%	2.38	2.09	14	16	2.95	188	增持
国元证券	13.85	-33.20%	0.61	0.57	23	24	2.03	272	谨慎增持
中信证券	21.01	-33.87%	1.35	1.23	16	17	2.20	1,393	增持
证券行业	6,330	-33.97%							中性
长江证券	12.70	-34.16%	0.62	0.51	20	25	2.88	276	中性
中山公用	19.33	-36.56%	1.32	1.25	15	15	2.76	116	增持
东北证券	23.50	-38.45%	1.43	1.16	16	20	4.81	150	谨慎增持
海通证券	11.72	-38.93%	0.55	0.51	21	23	2.16	964	增持

数据来源：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，需在允许的范围内使用，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。

若本公司以外的其它机构（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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		