

深度报告

证券

证券行业 2010 年中期投资策略

中性

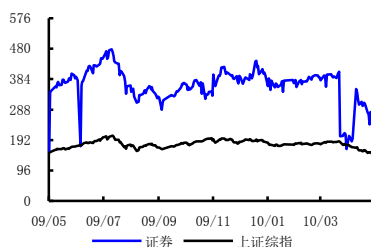
(维持评级)

2010 年 5 月 26 日

本报告的独到之处

- 中国大陆与台湾 10 年前证券行业发展颇具相似之处。从台湾经验来判断，佣金价格战尚未停止。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《证券行业一季度点评：一季度以量补价，全年增长堪忧》——2010-4-19

《融资融券业务试点审批意见》快评：五家上市券商有望获得首批试点资格——2010-1-25

《融资融券试点获国务院批准：大券商受益于融资融券》——2010-1-12

邵子钦

电话：0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

田 良

电话：0755-82130513

E-mail: tianliang@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

佣金战之殇

● 经纪业务“无量补价”

3 月 22 日我们曾在行业动态报告《佣金价格战正在进行时》中提示风险。目前我们观察到佣金率仍处于下降通道中。

① 此轮调整导致交易量萎缩，预计全年交易量与上年持平。

② 佣金率仍处于下降通道中。我们预计全年佣金率同比下降 17%。

③ 经纪业务营业利润下降。经纪业务面临两大挑战：一是佣金收入下降；二是成本上升（新增网点增加固定成本投入，价格竞争拉升变动成本）。二者共同作用，导致营业利润下降。

④ 利润对佣金率敏感度由高到低的大券商是：华泰、光大、广发、海通、招商、中信。

● 台湾的启示：佣金战还将持续

从客户结构到竞争格局，中国大陆与台湾 10 年前证券行业发展颇具相似之处。从台湾经验来判断，佣金价格战尚未停止。

① 我们预计 2010 年毛佣金率 1.09‰，仍比台湾（0.912‰）高出 20%。

② 行业内并购整合尚未开始。台湾 2001 年前 10 大券商市场份额合计 44%，2009 年升至 52%，价格战带来了行业集中度的提升。截至 4 月底国内前 10 大券商市场份额合计 41%，较 2009 年非但没有上升，反而下降。

● 建议低配，给予行业“中性”评级

考虑到 2010 年盈利依赖经纪业务的形势难以逆转，全年交易量同比持平，佣金率继续同比下滑 17%，无量补价，我们建议证券行业低配，维持“中性”评级。如果有配置需求，建议关注中信、广发及广发系。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘(元)	EPS		PE 2010E	投资评级
				2010E	2011E		
600030	中信证券	1,392	20.99	1.35	0.76	27.72	谨慎推荐
600739	辽宁成大	247	27.40	1.51	1.23	22.25	谨慎推荐
000623	吉林敖东	186	32.48	2.52	1.92	16.91	谨慎推荐
600837	海通证券	944	11.47	0.55	0.47	24.55	中性
601688	华泰证券	907	16.19	0.79	0.53	30.38	中性
000776	广发证券	879	35.07	2.35	1.31	26.83	谨慎推荐
601788	光大证券	589	17.24	0.83	0.44	38.89	中性
600999	招商证券	790	22.03	1.04	0.99	22.28	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

佣金率仍处于下降通道中,经纪业务无量补价。预计全年日均股票成交额 2194 亿元,与上年持平;佣金率同比下降 17%。

经纪业务营业利润下降。在佣金收入下降的同时,营业成本上升(新增网点增加固定成本投入,价格竞争拉升变动成本)明显。二者共同作用,导致营业利润下降。

建议低配,给予行业“中性”评级。考虑到 2010 年盈利依赖经纪业务的形势难以逆转,全年交易量同比持平,佣金率继续同比下滑 17%,无量补价,我们建议证券行业低配,维持“中性”评级。如果有配置需求,建议关注中信、广发及广发系。

核心假设

预计全年日均股票成交额 2194 亿元,与上年持平。

预计全年净佣金率 0.98‰,同比下降 17%。

与市场预期的不同之处

从客户结构到竞争格局,中国大陆与台湾 10 年前证券行业发展颇具相似之处。从台湾经验来判断,佣金价格战尚未停止。主要原因是:①目前佣金率仍较台湾高 20%。②行业内并购整合尚未开始。

股价变化的催化因素

- 1、政策放开带来创新业务突破,实现业务量增长。
- 2、指数反弹、交易量上升、佣金率止跌。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、指数大幅反弹。
- 2、交易量大幅超预期。
- 3、佣金率不降反升。

内容目录

投资摘要.....	2
一、经纪业务“无量补价”.....	5
1.1 此轮调整导致交易量萎缩，预计全年交易量与上年持平	5
1.2 佣金率仍处于下降通道中	7
1.3 经纪业务营业利润下降	9
1.4 业绩对佣金率的敏感性	9
二、台湾的启示：佣金战还将继续	10
2.1 预计 2010 年毛佣金率 1.09‰，仍高于台湾 20%	10
2.2 行业内并购整合尚未开始	10
三、维持行业“中性”评级.....	11
3.1 建议低配证券行业	11
3.2 建议关注中信、广发、成大、教东	11
附：佣金率改革大事记	13

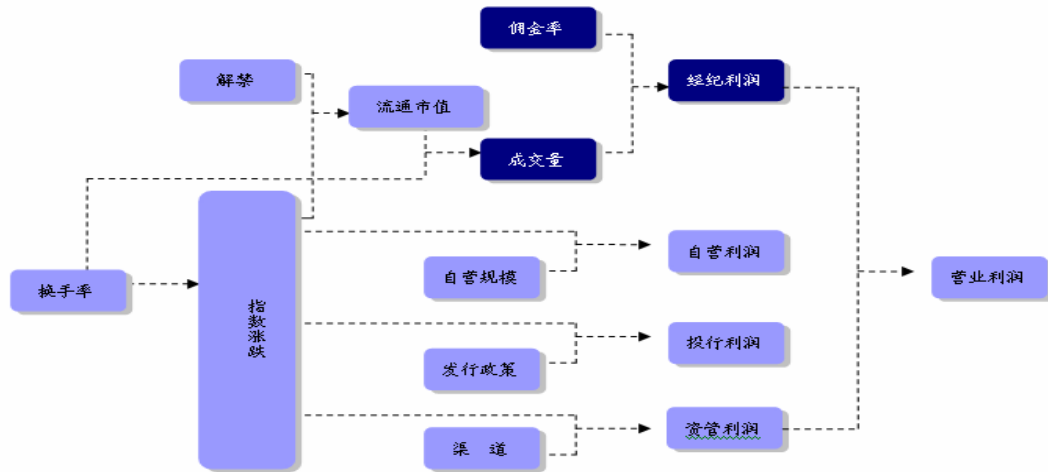
图表目录

图 1: 证券行业盈利驱动因素	5
图 2: 2009 年上市券商营业利润结构 (含自营业务)	5
图 3: 2009 年上市券商营业利润结构 (不含自营业务)	5
图 4: 换手率是指数先行指标, 目前尚处于低位	6
图 5: 日均换手率及限售股解禁比例	6
表 1: 基于“未来 152 天上证指数点位中轴与换手率”的成交额	7
表 2: 佣金率调研数据	7
表 3: 根据网点所在区域各券商佣金率预测	7
表 4: 新设及营业部搬迁情况	8
图 6: 2010 年 1-4 月保持了与 2009 年相同的网点新设及搬迁速度	9
表 5: 佣金率假设	10
图 7: 净利润对于佣金率的弹性	10
图 8: 台湾经纪业务前十位市场份额	11
图 9: 大陆经纪业务前十位市场份额	11
表 6: 证券行业 PE、PB	12
表 7: 证券行业 P/MS	12

一、经纪业务“无量补价”

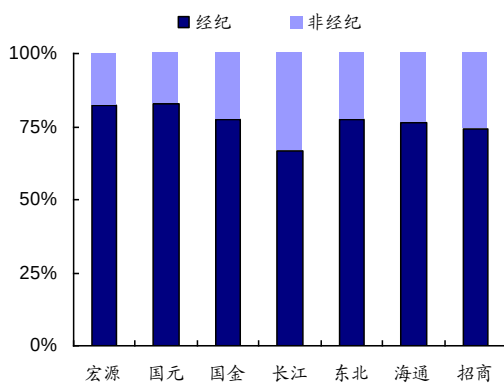
3月22日我们曾在行业动态报告《佣金价格战正在进行时》中明确提示佣金率下滑带来的风险。时间过去2个多月，我们观察到佣金率依然运行在下滑通道之中。由于预计全年日均股票交易量与去年持平，并无新增交易量来弥补佣金率预计下滑17%带来的损失，正所谓经纪业务“无量补价”。

图 1：证券行业盈利驱动因素



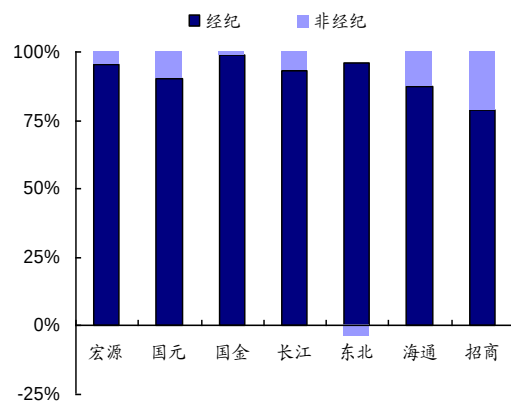
资料来源：国信证券经济研究所

图 2：2009 年上市券商营业利润结构（含自营业务）



资料来源：国信证券经济研究所

图 3：2009 年上市券商营业利润结构（不含自营业务）



资料来源：国信证券经济研究所

1.1 此轮调整导致交易量萎缩，预计全年交易量与上年持平

换手率已接近历史最低点。年初以来上证指数下跌 22%，换手率下降 29%，换手率接近历史最低点。

低换手状态将维持。换手率代表投资者的持股期限，根据历史经验，在市场震荡或单边下行阶段，由于多数被套牢的投资者选择持股观望，换手率将在低位徘徊。

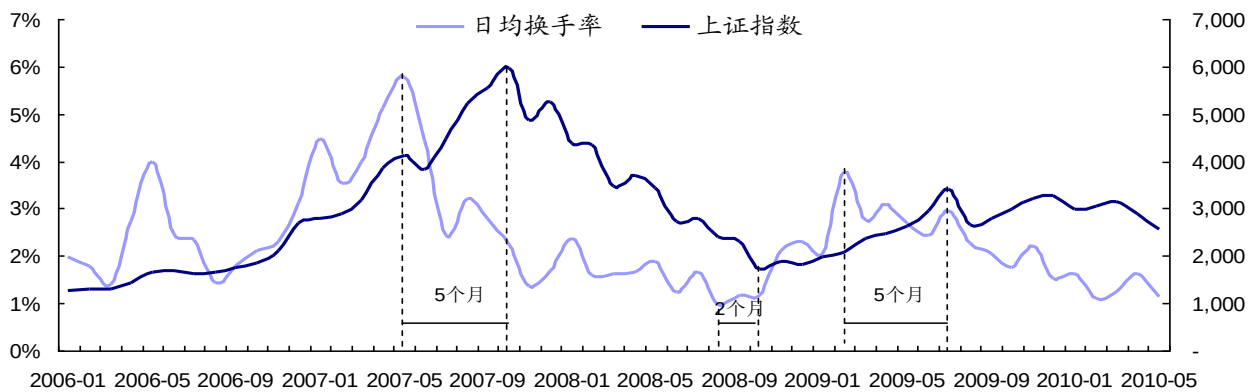
全年日均成交额与去年持平。未来 152 天成交量由两部分构成，一部分是截至 5 月末已流通股份产生的交易额，另一部分是未来 7 个月新解禁股份产生的交易额。

① 已流通股份的交易额=已流通市值×换手率，假设未来 7 个月上证指数中轴为 2800 点，换手率参照近三个月 1.45%。据此计算的未来 152 天日均交易额为 2085 亿元。

② 新解禁股份交易额=大小非解禁市值×减持比例，假设减持比例参照近三个月平均的 12%。据此计算的未来 152 天日均交易额为 196 亿元。

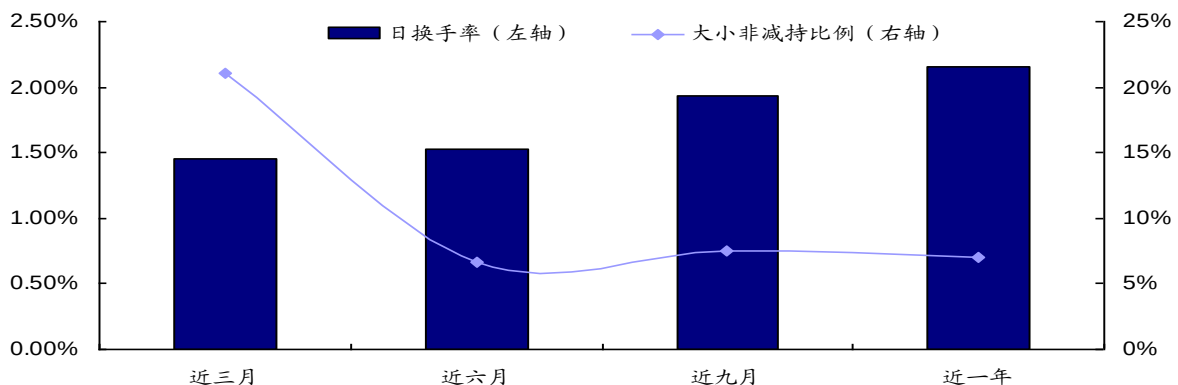
两部分合计日均交易额与 1-5 月的 92 个交易日平均后，得到全年日均股票交易额为 2194 亿元，与 2009 年日均 2185 亿元基本持平。

图 4：换手率是指数先行指标，目前尚处于低位



资料来源：国信证券经济研究所

图 5：日均换手率及限售股解禁比例



注：大小非减持比例=大小非当月减持量/当月大小非解禁量

资料来源：国信证券经济研究所

表 1: 基于“未来 152 天上证指数点位中轴与换手率”的成交额

换手率\上证综指 单位: 亿元	2400	2600	2800	3000	3200
近三月	1,991	2,092	2,194	2,295	2,397
近六月	1,998	2,100	2,202	2,304	2,406
近九月	2,325	2,454	2,584	2,713	2,843
近一年	2,491	2,635	2,778	2,921	3,064

资料来源: 国信证券经济研究所

1.2 佣金率仍处于下降通道中

我们对全国 42 个城市 1-4 月股票基金权证交易加权净佣金率同比下降 16.9%。

① 1-4 月单月佣金率同比降幅分别为 15.4%、19.5%、16.2%和 16.6%。

②佣金率降幅由高到低依次为: 沿海、省会、中心、内陆。

表 2: 佣金率调研数据

单位%	佣金率						同比降速				
类别	2008	2009	2010Jan	2010Feb	2010Mar	2010Apr	2009	2010Jan	2010Feb	2010Mar	2010Apr
内陆	1.32	1.22	1.60	1.56	1.59	1.57	-7.7%	-0.5%	-2.7%	-1.2%	-1.0%
省会	1.33	1.22	1.02	1.00	0.96	0.96	-8.0%	-17.1%	-19.5%	-18.8%	-19.5%
沿海	1.45	1.16	1.08	1.06	1.04	1.04	-19.8%	-26.0%	-24.6%	-24.3%	-23.5%
中心	1.22	1.12	0.97	0.94	0.95	0.95	-8.4%	-12.6%	-17.8%	-16.5%	-16.4%
全国	1.31	1.15	1.04	1.00	1.02	1.02	-12.1%	-15.4%	-19.5%	-16.2%	-16.6%

注: 根据营业部所在城市的地理位置, 将其分为内陆、省会、沿海、中心四类, 其中, 中心包括北京、上海、深圳、广州, 内陆为剔除中心、沿海、省会城市后的其他城市。

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: 根据网点所在区域各券商佣金率预测

公司	营业部交易量结构				佣金率预测			2010 年同比增速
	内陆	省会	沿海	中心	2009	20101Q	2010E	
中信系*	1%	22%	50%	27%	0.115%	0.094%	0.085%	-26%
海通	15%	31%	25%	29%	0.129%	0.121%	0.114%	-12%
光大	3%	25%	36%	37%	0.097%	0.085%	0.077%	-20%
招商	2%	22%	9%	67%	0.098%	0.085%	0.080%	-19%
华泰	4%	32%	30%	34%	0.101%	0.085%	0.081%	-20%
广发	4%	22%	45%	29%	0.136%	0.108%	0.095%	-30%
东北	23%	47%	6%	23%	0.162%	0.138%	0.128%	-21%
国元	29%	27%	11%	33%	0.117%	0.112%	0.100%	-15%
宏源	18%	40%	12%	31%	0.138%	0.134%	0.115%	-17%
长江	18%	45%	7%	30%	0.121%	0.103%	0.101%	-16%
国金	4%	57%	0%	38%	0.118%	0.110%	0.107%	-16%

注: 此处佣金率指加权净佣金率

资料来源: 国信证券经济研究所

新设及搬迁营业部数量持续增加。监管层延续了新设营业部的审批速度，同时各券商的网点搬迁也延续了去年的趋势，1-4月全行业新设及搬迁网点122家，据此推测全年新设营及搬迁营业部400~500家（2009年509家）。

价格战之外的竞争手段未成主流。面对2010年的震荡行情，新开业网点为了“立住脚”，主动展开价格战，或新开户降佣至万三，或送各式礼品；当地营业部为了“护脚”，也被动应战。虽有部分券商通过增加对目标客户群的服务内容，提高服务品质，维持较高佣金率水平，但目前仍未形成主流趋势，而且在震荡行情下，服务品质检验难度加大。

降佣正在从增量客户向存量客户蔓延。目前新增客户实行的是较低的佣金率，09年以前开户的存量客户佣金率仍然较高，增量客户的低佣金率将逐渐向存量客户传导。假如有部分券商公示收费标准，则传导速度更快。

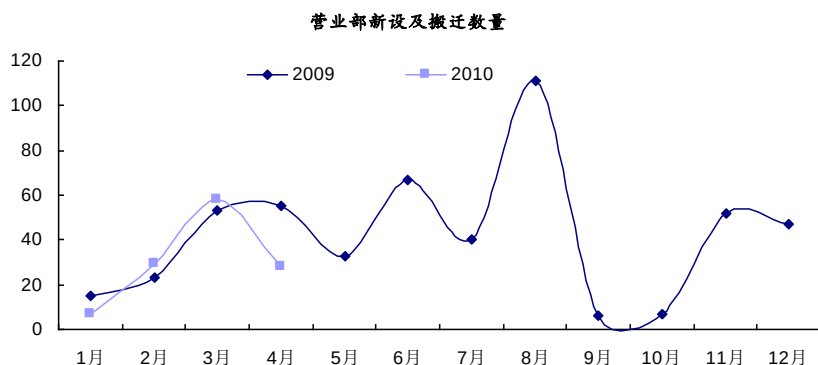
表 4：新设及营业部搬迁情况

省份	新设及搬迁数量（家）			年度变动幅度		
	2008	2009	2010年1-4月	2008	2009	2010年1-4月
安徽省	4	16	3	6%	23%	4%
北京市	17	23	16	9%	12%	8%
福建省	9	21	3	9%	18%	2%
甘肃省	2	11	1	7%	34%	2%
广东省	45	72	15	8%	14%	3%
广西	4	21	1	11%	54%	1%
贵州省	3	11	0	21%	85%	0%
海南省	0	3	4	0%	13%	16%
河北省	9	9	4	14%	9%	5%
河南省	5	16	4	7%	21%	4%
黑龙江	4	18	3	4%	25%	3%
湖北省	8	12	3	6%	11%	2%
湖南省	5	26	2	7%	27%	2%
吉林省	8	6	6	13%	10%	9%
江苏省	15	39	8	7%	18%	3%
江西省	5	14	1	8%	22%	1%
辽宁省	7	17	7	4%	10%	4%
内蒙古	1	5	2	4%	21%	5%
青海	0	0	0	0%	0%	0%
宁夏	1	1	0	5%	8%	0%
山东省	14	27	7	7%	17%	4%
山西省	3	13	0	7%	29%	0%
陕西省	6	2	1	9%	3%	2%
上海市	26	41	16	5%	9%	3%
四川省	10	16	1	7%	12%	1%
天津市	8	10	5	10%	13%	6%
西藏	0	1	0	0%	100%	0%
新疆	0	4	0	0%	9%	0%

云南	2	6	1	5%	15%	2%
浙江省	32	36	6	15%	16%	2%
重庆市	5	12	2	8%	16%	3%
合计	258	509	122	8%	15%	3%

资料来源：国信证券经济研究所

图 6：2010 年 1-4 月保持了与 2009 年相同的网点新设及搬迁速度



资料来源：国信证券经济研究所

1.3 经纪业务营业利润下降

经纪业务面临两大挑战：一是佣金收入下降；二是成本上升。二者共同作用，导致营业利润下降。

①收入下降：基于我们的预测日均股票成交额将同比持平，佣金率的下降将导致经纪业务收入同比减少 17%。

②成本上升：a. 网点扩张导致固定成本增加，新设网点和服务部升级导致证券公司在场地租金、IT 设备、人力成本方面的支出增加；b. 竞争加剧，导致客户开发和客户服务成本提升。

1.4 业绩对佣金率的敏感性

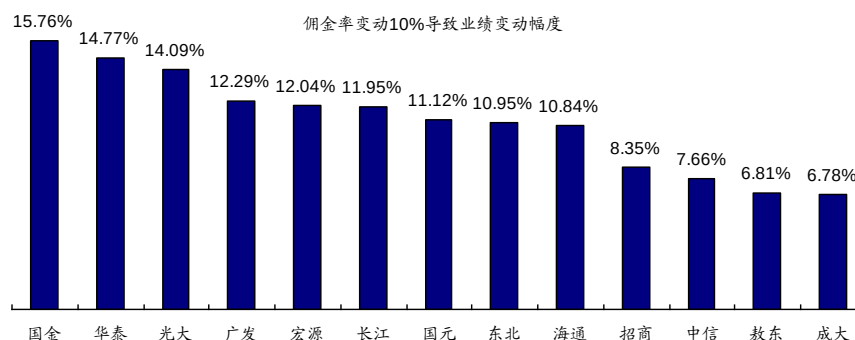
根据各券商营业部地域分布，结合我们调研的数据及 1 季度实际佣金率，预计上市券商全年佣金率降幅为 12%~30%。业绩相对于佣金率的敏感性取决于以下两方面因素：一是经纪业务占比；二是佣金率水平。

我们将表 3 中 2010 年各券商佣金率的预测值定义为中性，上下浮动 10% 定义为乐观和悲观，据此进行业绩对佣金率的弹性分析，弹性由高到低的大券商是：华泰、光大、广发、海通、招商、中信。

表 5：佣金率假设

公司	2009 年佣金率	20101Q 佣金率	2010 佣金率预计			2010 增幅预计		
			乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
中信系*	0.115%	0.094	0.094%	0.085%	0.077%	-19%	-26%	-33%
海通	0.129%	0.121	0.125%	0.114%	0.102%	-3%	-12%	-21%
光大	0.097%	0.085	0.085%	0.077%	0.070%	-12%	-20%	-28%
招商	0.098%	0.085	0.088%	0.080%	0.072%	-10%	-19%	-27%
华泰	0.101%	0.085	0.089%	0.081%	0.073%	-12%	-20%	-28%
广发	0.136%	0.108	0.105%	0.095%	0.086%	-23%	-30%	-37%
东北	0.162%	0.138	0.141%	0.128%	0.115%	-13%	-21%	-29%
国元	0.117%	0.112	0.110%	0.100%	0.090%	-6%	-15%	-23%
宏源	0.138%	0.134	0.127%	0.115%	0.104%	-8%	-17%	-25%
长江	0.121%	0.103	0.111%	0.101%	0.091%	-8%	-16%	-25%
国金	0.118%	0.110	0.117%	0.107%	0.096%	-1%	-16%	-19%

资料来源：国信证券经济研究所

图 7：净利润对于佣金率的弹性


资料来源：国信证券经济研究所

二、台湾的启示：佣金战还将继续

从客户结构到竞争格局，中国大陆与台湾 10 年前证券行业发展颇具相似之处。台湾也曾采用过固定经纪佣金率（3‰）的模式，随后经历了弹性佣金率和自由化三个阶段。从台湾经验来判断，佣金价格战尚未停止。主要理由如下：

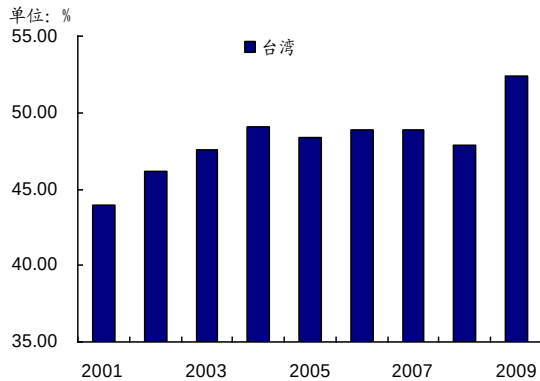
2.1 预计 2010 年毛佣金率 1.09‰，仍高于台湾 20%

2000 年 7 月 1 日，台湾证券交易所取消了按交易金额实行佣金分级累进制，实行在最高佣金基础上的自由协商制度，从此经历了激烈的佣金价格战，截至今年 1 季度，台湾市场平均毛佣金率为 0.912‰。我们预计 2010 年上市券商平均毛佣金率为 1.09‰，仍较台湾目前佣金率水平高出 20%。

2.2 行业内并购整合尚未开始

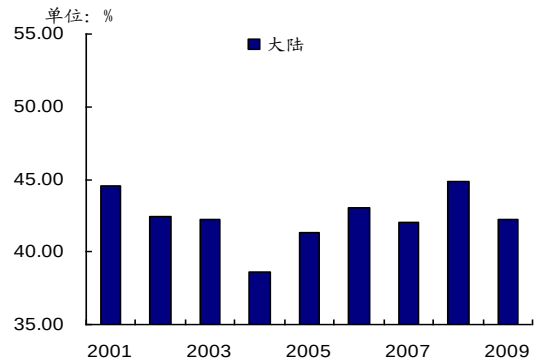
台湾 2001 年前 10 大券商市场份额合计 44%，2009 年升至 52%，价格战带来了行业集中度的提升。截至 4 月底国内前 10 大券商市场份额合计 41%，与 2009 年底的 42% 相比，不升反降，行业整合空间巨大。

图 8：台湾经纪业务前十位市场份额



资料来源：国信证券经济研究所

图 9：大陆经纪业务前十位市场份额



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

三、维持行业“中性”评级

3.1 建议低配证券行业

考虑到 2010 年盈利依赖经纪业务的形势难以逆转，全年交易量同比持平，佣金率继续同比下滑 17%，无量补价，我们建议证券行业低配，维持“中性”评级。

3.2 建议关注中信、广发、成大、教东

如果有配置需求，建议关注中信、广发及广发系。中信证券考虑出售中信建投、华夏基金股权因素后，2010 年 PB1.88 倍，具有相对估值优势。广发证券流通市值 32 亿元，是证券行业中最小的，盈利对佣金率的敏感性排名第 4，具有灵活性的优势。另外成大、教东估值相对较低，影子股价值仍在。给予上述个股“谨慎推荐”评级。

表 6：证券行业 PE、PB

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
中信	谨慎推荐	1.10	1.35	0.76	19.05	15.49	27.72	8.33	9.29	11.19	2.52	2.26	1.88
海通	中性	0.40	0.55	0.47	28.58	20.75	24.55	4.66	5.28	5.74	2.46	2.17	2.00
华泰	中性	0.28	0.79	0.53	58.14	20.54	30.38	2.02	2.89	5.86	8.03	5.60	2.76
广发	中性	1.54	2.35	1.31	22.77	14.96	26.83	5.96	8.19	8.39	5.88	4.28	4.18
光大	中性	0.47	0.83	0.44	36.53	20.85	38.89	3.64	6.57	6.77	4.74	2.62	2.55
招商	中性	0.63	1.04	0.99	35.18	21.19	22.28	2.45	6.30	6.85	9.00	3.49	3.22
宏源	中性	0.37	0.79	0.81	45.08	21.21	20.73	3.41	4.48	5.23	4.90	3.73	3.20
东北	中性	0.71	1.43	1.31	34.88	17.23	18.83	3.88	4.78	5.94	6.33	5.14	4.14
国元	中性	0.36	0.53	0.46	39.61	26.68	30.94	3.23	7.70	7.67	4.37	1.83	1.84
长江	中性	0.42	0.63	0.58	30.79	20.41	22.06	2.75	4.20	4.43	4.69	3.07	2.91
国金	中性	1.51	0.52	0.45	10.63	31.15	36.09	4.33	2.59	3.07	3.71	6.21	5.24
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.23	26.26	18.15	22.25	5.51	7.07	8.30	4.97	3.88	3.30
教东	谨慎推荐	1.50	2.52	1.92	21.61	12.89	16.91	8.45	10.62	12.54	3.84	3.06	2.59
平均	中性	-	-	-	31.47	20.12	26.03	-	-	-	5.04	3.64	3.06

注：假设中信建投按照 1.5 倍 PB 卖出其持有的 60%中信建投股权，以 5.49%倍 P/AUM 出售 51%华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35%广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

表 7：证券行业 P/MS

简称	评级	总市值(亿元)	经纪业务市场份额(%)	单位份额市价指数	佣金率(%)	佣金份额市价指数
中信	谨慎推荐	1,392	4.96	281	0.085	3,297
海通	中性	944	4.04	234	0.114	2,059
华泰	中性	907	5.97	152	0.081	1,875
广发	中性	879	4.00	220	0.095	2,314
光大	中性	589	3.13	188	0.077	2,433
招商	中性	790	4.08	194	0.080	2,425
宏源	中性	244	1.34	182	0.115	1,585
东北	中性	157	0.77	203	0.128	1,587
国元	中性	277	1.09	254	0.100	2,547
长江	中性	280	1.62	173	0.101	1,711
国金	中性	161	0.70	230	0.107	2,158
成大	谨慎推荐	247	1.00	248	0.095	2,609
教东	谨慎推荐	186	0.99	188	0.095	1,975
平均	中性	-	-	211	0.098	2,198

注：假设中信建投按照 1.5 倍 PB 卖出其持有的 60%中信建投股权，以 5.49%倍 P/AUM 出售 51%华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35%广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

附：佣金率改革大事记

90年代初实行3.5‰的固定佣金率。由于历史的原因，我国最早的证券交易佣金比例是由上海、深圳证券交易所制定。对于股票交易，沪深交易所均采用3.5‰的固定佣金比例，收费标准仅低于巴基斯坦5‰的水平，位居世界第二位。

2000年证监会叫停首次佣金价格战，2000年度证券交易额急剧放大，证券公司佣金收入成倍增长，部分证券公司出于抢占市场份额的考虑，掀起佣金价格战。由于佣金打折行为明显违反了证券交易所及证监会的有关规定，引起了二级市场交易秩序的混乱，因此证监会当即制止了此类行为，并成立了由市场各方参与的佣金改革研究小组。随后提出了最高限额内向下浮动的优选方案。

2001年市场调整导致3‰最高限额出台。证监会、国家计委和国家税务总局在2002年4月5日联合发布了《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》，从2002年5月1日起，股票、基金的交易佣金实行最高上限向下浮动制度，证券公司向客户收取的佣金不得高于证券交易金额的3‰，也不得低于代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等。

2002年首现佣金年费制。2002年在银证通业务及网上交易迅速发展的大背景下，考虑到市场持续的低迷，以江南证券为代表的小券商，推出365元/年的佣金年费制，年费制的推出导致佣金价格战白热化，年费制竞争手段一直持续到2005年。

2006年以来的牛市推高佣金率。2005年以后重返1000点的上证指数走出了一段波澜壮阔的行情，直至2007年的6000点，火爆的市场行情使得新增开户数大幅增加，股市的赚钱效应使得新客户多数接纳了新开户非现场交易1.8‰、现场交易3‰的佣金率。

2008年新设营业网点放开。2008年6月证监会公布《关于进一步规范证券营业网点的规定》，标志着停止了近4年的新设营业部正式开闸，由于新设条件相对严格且当年市场单边向下成交萎缩，2008年全行业新设及搬迁营业部仅258家。

2009年新设网点条件放松。2009年10月末证监会对《关于进一步规范证券营业网点的规定》进行修订，放宽了券商设立营业部的资格条件，由于政策的放松以及受经纪业务盈利的吸引，2009年全年证券行业新设及搬迁营业部达509家。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	高 宇	0755-82133528
陈 健	010-66215566			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-82254210
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	彭怡萍	0755-82133528	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82131822	刘舒宇	0755-82131822	秦国文	0755-82133528
周 琦	0755-82131822	康 亢	010-66026337	林晓明	021-60933154
赵学昂	0755-82131822			赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123	