

市场走向不景气而行业价格战在加剧

证券行业

评级: 中性 (维持)

深度报告

2010年7月3日 星期六

陶正傲

010-59707118

tza@longone.com.cn

执业证书编号: S0630207100038

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

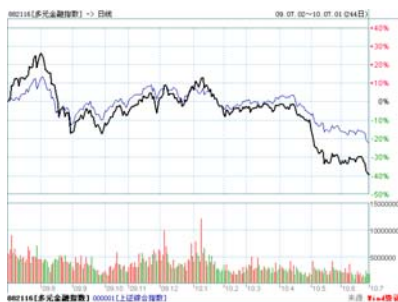
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
中信证券	600030	中性
长江证券	000783	增持
宏源证券	000562	增持
光大证券	601788	中性
招商证券	600999	中性

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-12.51	-2.82
3 个月	-37.04	-13.7
6 个月	-43.23	-16.41

行业相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《2009 年下半年 谨慎地投机性做多》 2009 年 6 月 20
2. 《小证券公司并不比大证券公司成长得更快》 2009. 12. 8

投资要点

- 人民币升值、出口受制于国际经济不景气、房地产可能的进行下降周期, 以及大额信贷投和财政刺激政策带来的后果均对我国经济前景产生了不利的预期
- 我们认为中国股市一直处于高估状态, 随着股市的全流通进程 (目前流通 A 股市值约占总市值的 54.5%), 股市的总体估值水平仍有进一步下跌回归更合理的估值水平的可能 (总体 PE 水平在 14 倍左右的均衡水平, 按 2.25% 年利率加上 5% 风险溢价计算的市场平均 PE 为 13.8 倍)。
- 融资融券业务和股指期货业务的推出带来收入有限。
- 券商营业网点增长很快, 竞争正在全面各地展开, 佣金战如火如荼, 有些佣金率已降到万分之二或万分之一的地步。券商目前的平均综合佣金率在 0.1% 左右, 券商佣金战估计仍将持续很长时间。根据我们的测算: 当佣金率低至 0.038% 时, 中信证券处于保本点, 佣金率在 2009 年基础上还有 64.58% 的最大下降空间。
- 总体上我们维持 2007 年是券商业绩近几年最高点, 2009 年是次高点, 券商业绩总体在向下走的判断, 目前券商的相对估值并不便宜, 仍维持对行业的中性评级。重点关注宏源证券、长江证券等相对估值较为合理的券商。回避 PE 估值仍较高的西南、国金、光大、太平洋。

目录

1.	中国经济总体情况与股市整体估值情况	4
1.1	经济总体情况	4
1.2	股市整体估值情况	6
2.	2010 年下半年证券行业的重大变化预期	8
2.1	股市走向全流通，国有股份占市值的绝大部分	8
2.2	2010 年下半年股市成交金额将有较大下降	9
2.3	2010 年下半年证券行业的其他重大变化	10
3.	上市券商主要业务经营变动情况	11
3.1	所有上市公司 2010 年 Q1 经营情况	11
3.2	上市券商 2010 年 Q1 经营情况	12
3.3	上市券商佣金率变化情况	13
3.4	上市券商的相对估值情况	14
3.5	对 2010 年证券业绩预期	15

图形目录

图 1.	中国 GDP 历年增长情况.....	4
图 2.	我国近几年来外贸与外汇储备变动情况.....	5
图 3.	2002 年以来我国 CPI 变动情况.....	5
图 4.	2001 年以来我国 M1、M2 及贷款余额变动情况.....	6
图 5.	2000 年 1 月至 2010 年 6 月以来我国股市整体 PE 变动情况	7
图 6.	2000 年 1 月至 2010 年 6 月以来我国股市整体市净率变动情况	7
图 7.	2000 年 1 月以来我国股市流通 A 股市值变动情况	8
图 8.	我国股市 2005 年以来的月度换手率情况	9
图 9.	2000 年以来我国股市年交易金额情况	9
图 10.	2010 年上半年股指期货与现货交易额对比	11
图 11.	上市公司合计净利润变化情况	11

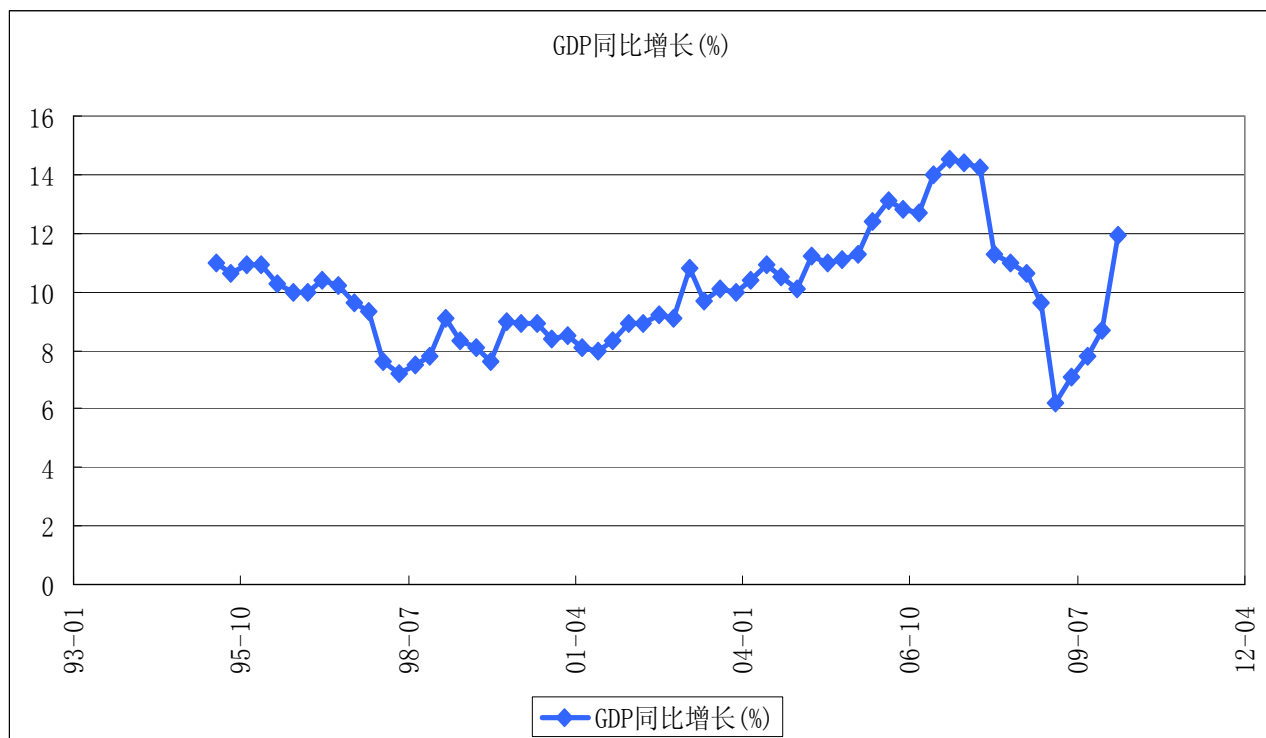
表格目录

表 1.	2010 年上半年融资融券规模统计	10
表 2.	上市券商 2010 年 Q1 经营情况与 2009 年对比情况	12
表 3.	不同佣金折扣下中信证券经纪业务营业利润率测算	13
表 4.	上市券商 2006 年以来佣金率估计	13
表 5.	2010 年 Q1 上市券商佣金率变化情况	14
表 6.	上市券商的相对估值情况	14

1. 中国经济总体情况与股市整体估值情况

1.1 经济总体情况

图1. 中国 GDP 历年增长情况



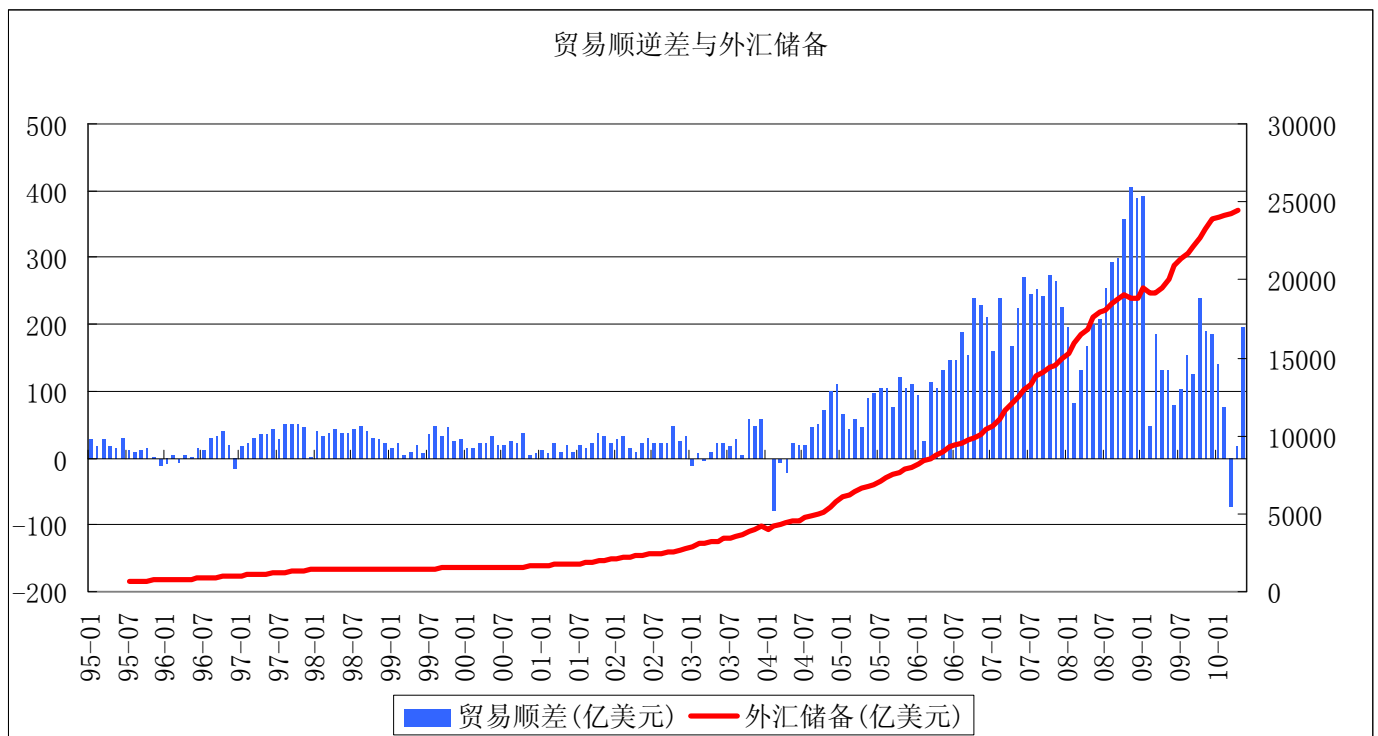
2009 年中国经济在 4 万亿的经济刺激计划作用下，经济增长率快速回升，呈现了短期的 V 型反转形势。但是随着欧元区债务危机的加剧，和美国等经济体复苏进程的缓慢，我们预计中国出口增长将会受到较大影响，而且以前近十年高速增长的支柱产业房地产业估计在下一个经济周期中面临较大向下调整压力。加上我国外汇资产的快速积累，导致了人民币的升值潜力，而人民币的升值将改变我国出口产品的竞争力和我国外向型经济的增长潜力，从而对我国未来经济的增长带来巨大的不利影响。

而且凯恩斯主义的经济刺激作用，如果真的如此有效地持续拉动一国经济增长的话，那么任何国家都可以这样做来带动本国经济的持续较高速增长。显然这是不可能的事。4 万亿经济刺激计划并不能持久带来我国经济的较快的增长，该计划伴随的信贷的高速投放和地方投融资平台债务的急速增长将在今后带来巨大的负面作用，在日后将逐步体现。我国过去近十年的经济快速增长主要来自于地产和出口的快速增长，而在今后若干年，这二大增长因素将不再

存在，中国经济的技术与管理基础仍然相当薄弱，经济效率的提升仍是相当有限，并出现了钢铁等行业巨大产能过剩。经济结构的巨大调整与物质财富的大幅缩水在所难免，对于未来的经济增长情况，相当的不乐观。

正如我们在 2010 年投资策略报告中预计的那样：“若房子不再大幅上涨，出口也不再带来巨额的财富积累，实业生产带来的物质财富也将不再大幅增长，中国的财富积累总量将大幅下降，中国经济增长率将可能大幅下降。”

图2. 我国近几年来外贸与外汇储备变动情况



信贷投放从 2009 年的快速增长，转向 2010 年以来的信贷货币的逐步回收，市场流动性情况面临较大的压力，这也对 2010 年下半年的股市情况持续带来较大的压力。

图3. 2002 年以来我国 CPI 变动情况

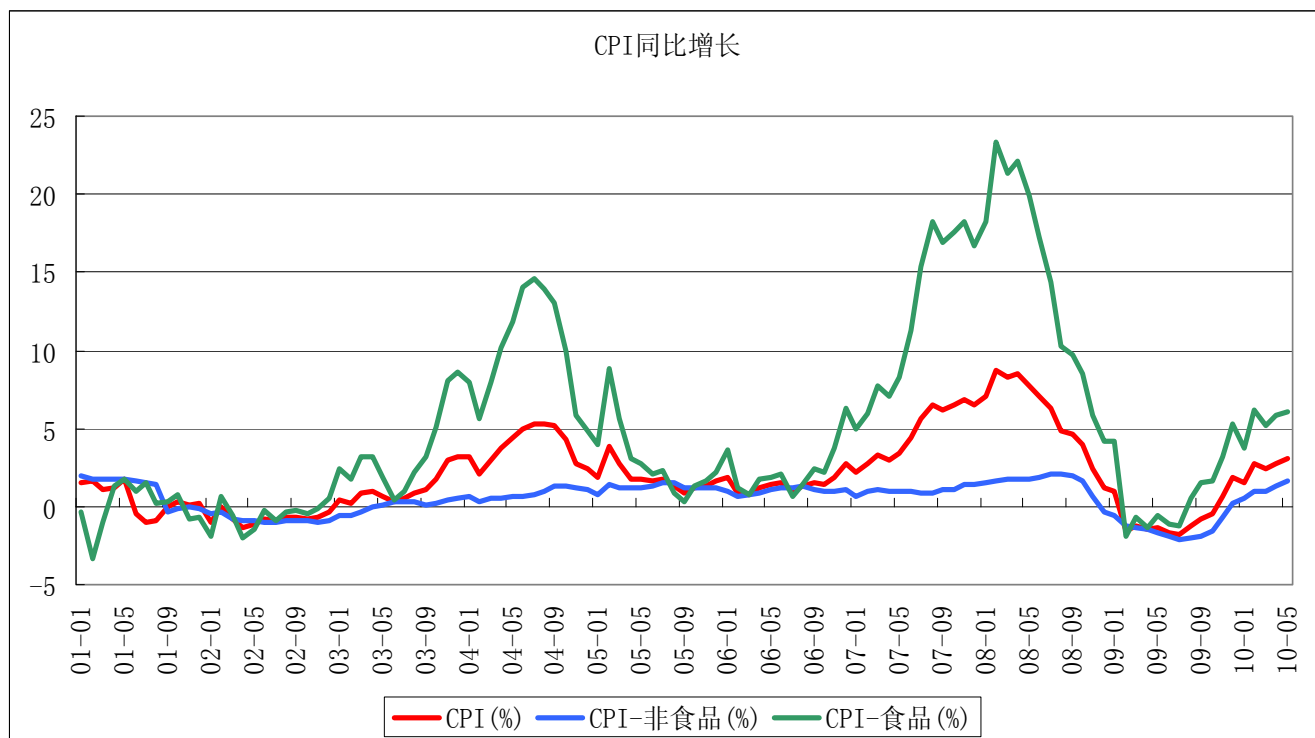
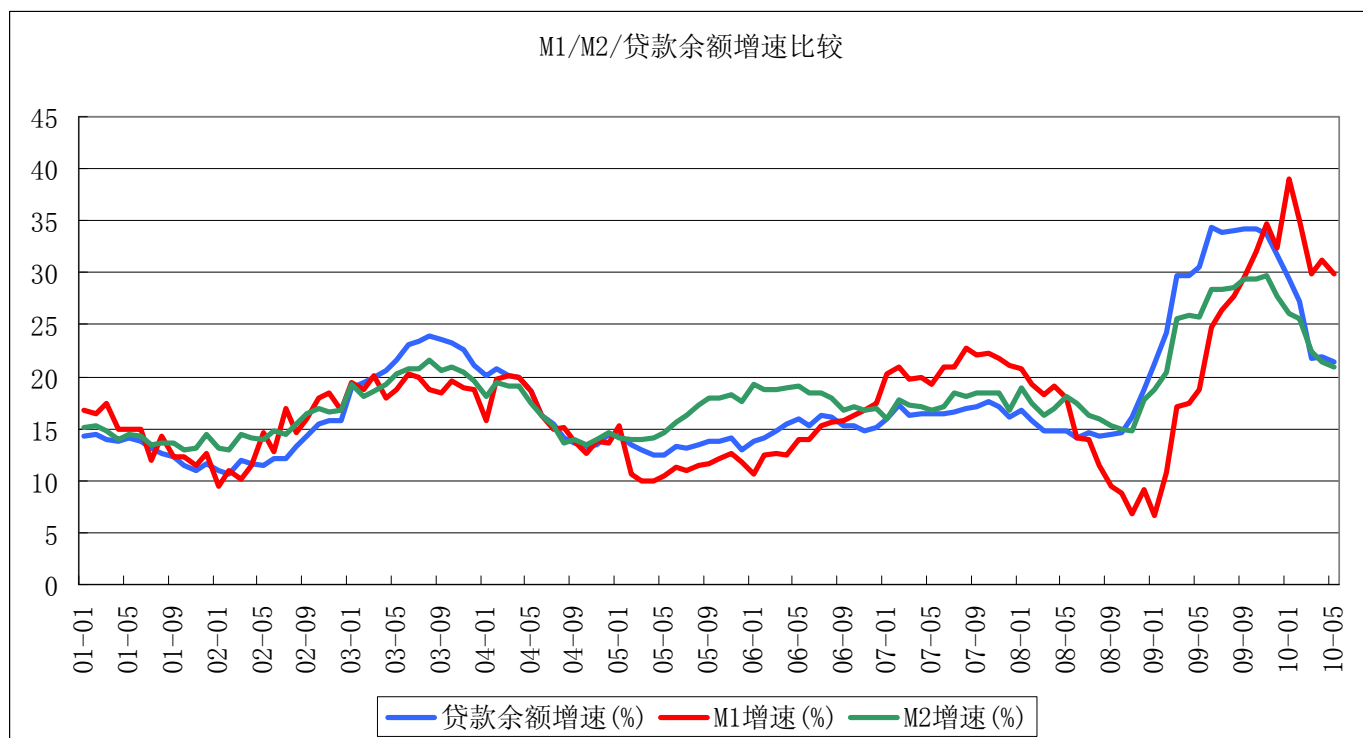


图4. 2001年以来我国 M1、M2 及贷款余额变动情况



1.2 股市整体估值情况

2010年6月30日，目前中国股市总市值22.99万亿元，整体PB2.51倍，PE 17.6倍。相对于历史一直高估的水平来说，现在比较低了，但从绝对估值水平看并不低。因为平均来说一国经济中上市公司年复合保持10%的水平增长是很不容易的事，故而总体市场PE17.6倍的估值从绝对意义看并不低。

正如我们在2010年投资策略中预计的：“我们预期2010年的中国经济增长率并不会太乐观，我们预计上市公司整体净利润的年度增长不到10%，在此情况下，我们估计2010年股指的总体涨幅有限。”经过2010年上半年的大幅调整（上证综指上半年跌幅高达26.82%），我们预计2010年下半年的跌幅将比较有限，除非经济出现较大的问题。

总体看，股指从2006-2007年的大幅上涨，2008年的大幅下跌，2009年又是较大幅度反弹，2010年上半年又是较大幅度下跌，股指呈现为对2006-2007年巨幅上涨的修复之中，到2010年6月30日，上证综指高出2008年最低点位仍高出了43.75%。如果中国经济的未来前景比2008年10月底股指见底以来更为悲观，不排除股指有进一步创出比2008年10月底位置更低点位的可能。我们认为如果房地产泡沫破裂，房地产行业将经历几年的下跌周期，从而带动中国经济进入一个相当困难的时期，那么这种可能性还是存在的。

图5. 2000年1月至2010年6月以来我国股市整体PE变动情况

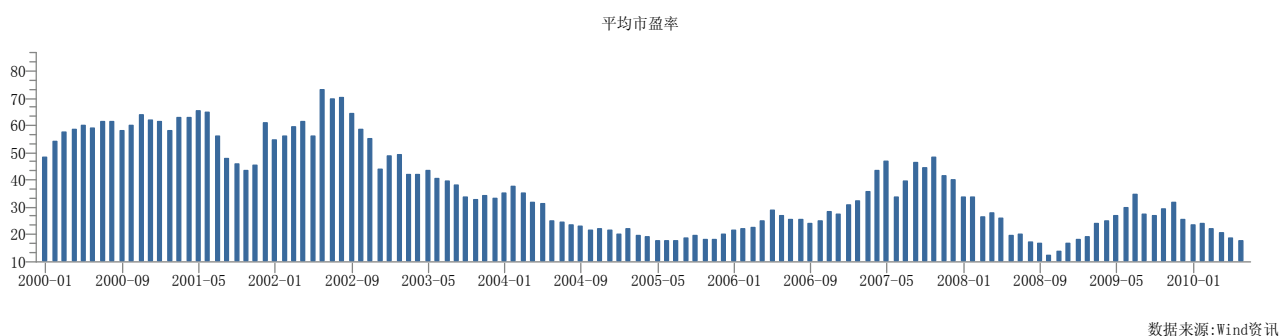
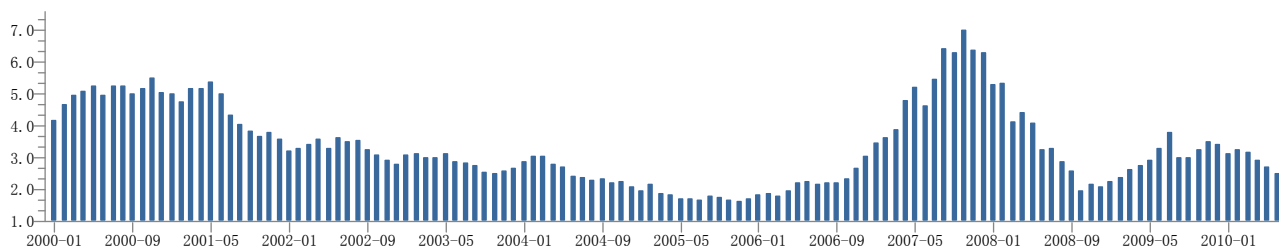


图6. 2000年1月至2010年6月以来我国股市整体市净率变动情况

平均市净率



数据来源:Wind资讯

我们认为中国股市一直处于高估状态,随着股市的全流通进程(目前流通A股市值约占总市值的54.5%),股市的总体估值水平仍有进一步下跌回归更合理的估值水平的可能(总体PE水平在14倍左右的均衡水平,按2.25%年利率加上5%风险溢价计算的市场平均PE为13.8倍),14倍是均衡合理的水平,也就是股市总体估值有可能比PE14倍还要低25%或更高的可能,在市场对经济前景相当悲观的情况下。

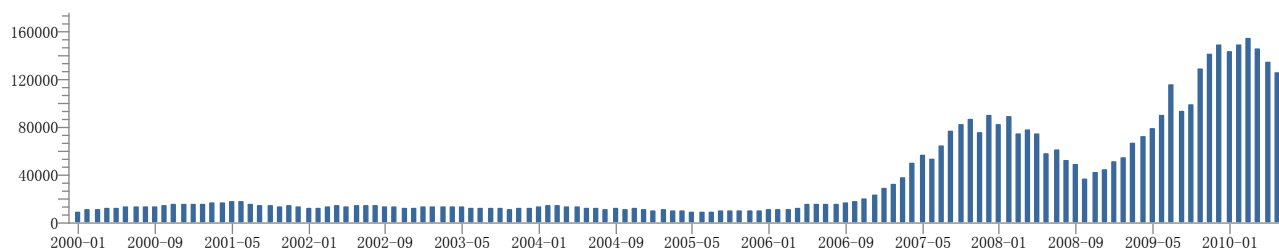
2. 2010年下半年证券行业的重大变化预期

2.1 股市走向全流通, 国有股份占市值的绝大部分

股市总流通市值占总市值的比重将不断提高,2010年底我国股市将接近于全流通。从而使股市整体日交易的换手率水平下降至更低的水平,股市总体的涨幅将不再如同2006-2007年那样接近100%的幅度。

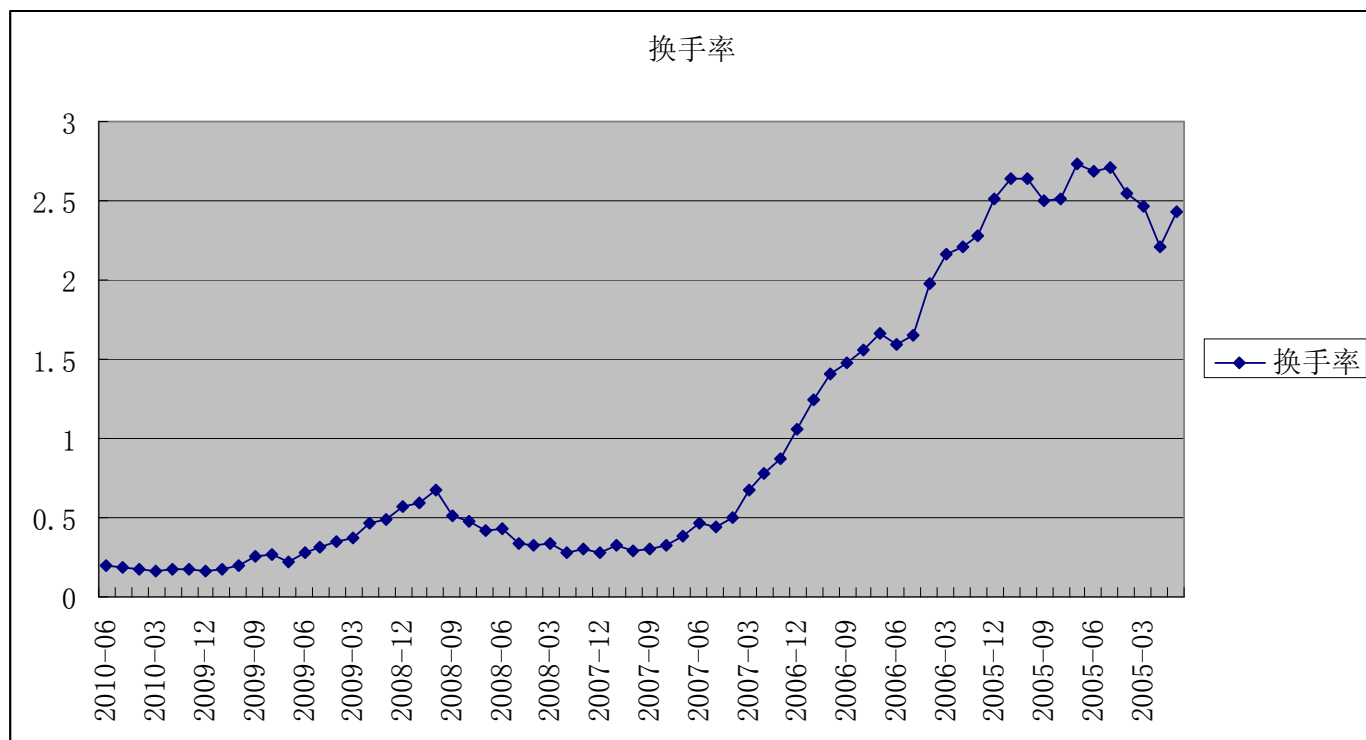
图7. 2000年1月以来我国股市流通A股市值变动情况

流通A股市值(亿元)



数据来源:Wind资讯

图8. 我国股市 2005 年以来的月度换手率情况

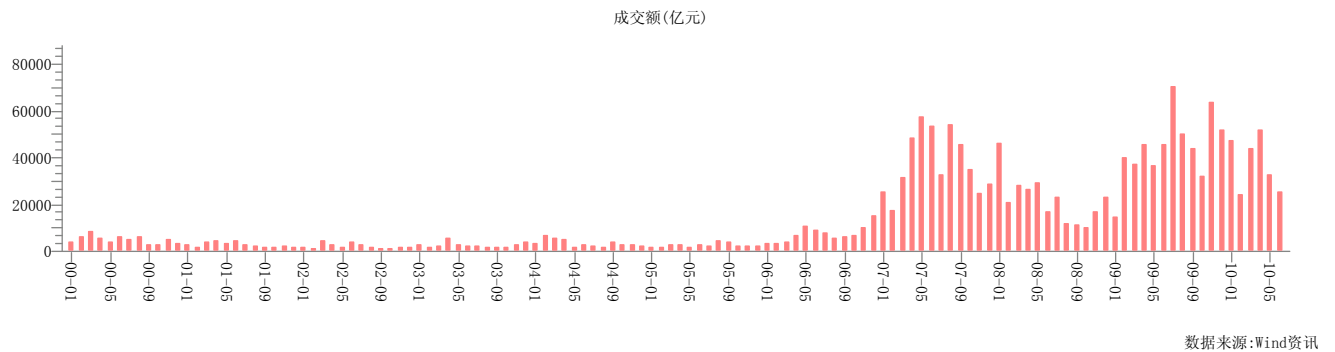


月换手率是1相当于一个月的交易额等于当月的平均的流通市值，在此情况，股市中参与者只要达成共识，股指很容易被炒起来。2010年1-6月的月度换手率在16%至20%之间，也就是年度换手率约在2倍至2.4倍，随着股份的不断流通，流通市值的不断增加，估计2010年下半年的月换手率将下降至10%以下。

2.2 2010年下半年股市成交金额将有较大下降

2010年上半年股市交易金额为22.53万亿，与2009年上半年的22.08万亿，几乎持平，但2009年下半年的良好的股市表现，使2009年下半年股市交易金额高达31.24万亿元，我们预计2010年股市仍将维持探底反弹震荡的走势，下半年股指总体涨幅仍然相当有限，在此预期下，我们估计下半年总体市场交易额将稍低于上半年，我们估计为20万亿。全年交易金额为42.53万亿，比2009年下降20.24%。

图9. 2000年以来我国股市年交易金额情况



2.3 2010 年下半年证券行业的其他重大变化

(1) 证券营业网点的扩张与佣金率的进一步下降

所有上市券商都有融资需求，而融资的目的之一均有：营业网点的扩张，提高经纪业务的市场份额。未上市券商也在设法增设营业网点。

这便得券商营业网点增长很快，竞争正在全面各地展开，佣金战如火如荼，有些佣金率已降到万分之二或万分之一的地步，这是证券行业在自掘坟墓，最终是大家的经纪业务营业利润率均大幅下降。

当熊市来临，交易额大幅下降，而佣金率水平又处于极低水平，会导致券商经纪业务收入的大幅下降，在其他业务收入没能及时跟上补上的时候，券商将会再次面临行业的大面积亏损局面。

(2) 融资融券业务和股指期货业务的推出带来收入有限

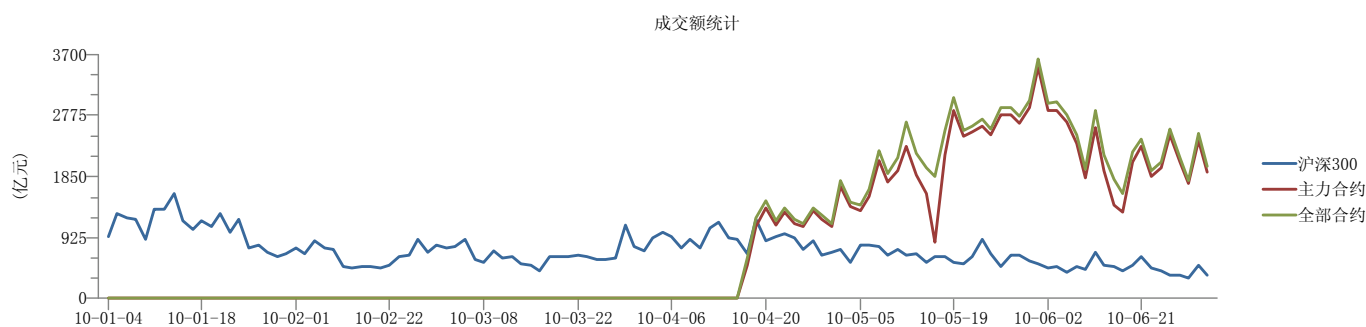
股指期货业务中期货公司一般能分到的净手续费率在万分之零点五至一之间，（由于股指期货佣金战，部分期货公司收费低到净手续费率在万分之零点二，甚至“零手续费”。使得该项业务的推出对券商带来的收入增长相当有限。融资融券业务的推出，规模仍是相当的有限，对券商收入增长不多。

表1. 2010 年上半年融资融券规模统计

日期	融资			融券		融资融券余额
	截止日余额	期间买入额	期间偿还额	截止日余额	期间卖出量(股)	
2010-3-31	0.06	0.07	0.00	0.00	0.00	0.07
2010-4-30	3.81	6.19	2.44	0.03	0.01	3.85
2010-5-31	10.26	14.61	8.16	0.16	0.07	10.42
2010-6-30	14.84	14.25	9.68	0.14	0.03	14.98

数据来源: WIND

图10. 2010年上半年股指期货与现货交易额对比

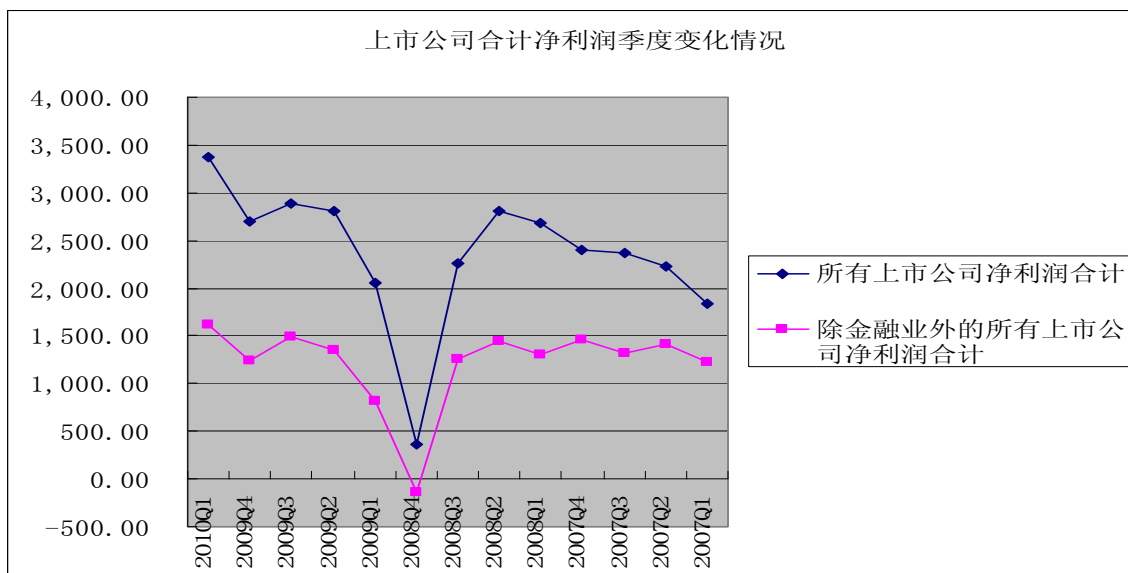


从4月16日股指期货开始交易以来到6月底止, 沪深300共成交了3.11万亿元, 而股指期货全部合约共成交10.57万亿, 期货是现货交易额3.4倍。按万分之零点五的净手费率标准计算, 2010年上半年股指期货业务的手续费收入估计总计约为5.29亿元。

3. 上市券商主要业务经营变动情况

3.1 所有上市公司 2010 年 Q1 经营情况

图11. 上市公司合计净利润变化情况



2010年Q1经济快速反弹, 导致上市公司的季度净利润合计创了近年来的新高, 但是对于未来的经济走向, 目前比较一致认为存在较大困难, 经济增长

相依很可能进行较低的增长周期，这样的担心导致了 2010Q1 良好的企业经营情况被市场所忽视，第一季度上证综指下跌了 5.13%，而进入 2010 年第二季度以来，上证综指大幅下跌了 23.34%，除非对经济前景的预期有明显的好转，否则，下 2010 年下半年股市的走势仍不乐观。

3.2 上市券商 2010 年 Q1 经营情况

表2. 上市券商 2010 年 Q1 经营情况与 2009 年对比情况

证券简称	2009 代理 买卖证券 业务净收 入	2010Q1 代 理买卖证 券业务净 收入	2009 证券 承销业务 净收入	2010Q1 证券承 销业务 净收入	2009 受托 客户资产 管理业务 净收入	2010Q1 受 托客户资 产管理业 务净收入	2009 投资收 益合计	2010Q1 投资收 益合计	2009 管理 费用	2010Q 1 管理 费用
宏源证券	21.38	4.44	1.32	1.07	0.17	0.35	3.65	2.73	11.99	3.48
东北证券	14.02	2.63	0.13	0.7	0.02	0.04	4.32	0.8	6.95	1.7
国元证券	15.39	2.99	1.14	1.01	0.33	0.02	2.81	0.53	7.42	1.64
广发证券	74.52	12.47	2.31	1.3	0.59	0.36	16.13	2.91	0.15	7.12
长江证券	20.47	4.09	1.62	0.64	0.67	0.1	7.17	3.81	12.84	3.4
中信证券	109.22	19.1	24.01	3.34	1.46	0.41	35.3	4.46	80.16	18.31
国金证券	9.78	1.94	1.42	0.09	0	0	1.47	0.22	6.74	1.31
西南证券	8.95	1.82	1.79	0.35	0	0	7.97	0.9	6.97	1.66
海通证券	62.74	12.07	3.82	1.73	7.44	1.46	10.39	2.47	37.25	8.15
招商证券	47.93	8.59	5.15	3.86	0.46	0.1	10.98	1.79	32.6	5.5
太平洋	5.87	1.09	0.06	0.09	0	0	1.57	0.32	3.95	0.81
光大证券	36.41	6.54	2.42	0.3	6.01	1.68	5.23	-1.83	17.38	3.9
华泰证券	74.4	12.55	5.35	2.3	1.49	0.27	7.42	2.26	37.55	7.66
合计	501.07	90.33	50.55	16.79	18.63	4.81	114.41	21.37	261.96	64.63
2010Q1 增长率		-27.89%		32.85%		3.18%		-25.27%		-1.31%

数据来源：WIND、东海证券研究所

按 2010 年的经营情况，简单年化结果与 2009 年对比，可以看到：

1、2010Q1 代理买卖证券业务净收入简单年化后与去年同期同比下降 27.89%，经纪业务券商的主要业务收入，而同期交易总金额只下降了 13.14%，券商在 2010 年 Q1 的佣金率的快速下降，对券商的业务影响很大。

以中信证券为例，2009 年经纪业务的营业利润率约为 64.57%，而在 2007、2008 则分别为 65.73%、68.67%。如果交易佣金率再次大幅下降 20%，我们按收

入同比下降，而营业支出不变处理，则营业利润率将下降为 55.72%；其他情况见下表所示，可见当佣金率低至 0.038% 时，中信证券处于保本点（假定营业支出均为固定支出，不变化）。

表3. 不同佣金折扣下中信证券经纪业务营业利润率测算

	2009	下降 20%	下降 50%	下降 60%	下降 70%	下降 64.58%
经纪业务手续费收入	121.759	97.4072	60.8795	48.7036	36.5277	43.13
经纪业务营业支出	43.13	43.13	43.13	43.13	43.13	43.13
营业利润	78.629	54.2772	17.7495	5.5736	-6.6023	0
营业利润率	65%	56%	29%	11%	-18%	0%
佣金率	0.108%	0.086%	0.054%	0.043%	0.032%	0.038%

数据来源：WIND、东海证券研究所

券商目前的平均综合佣金率在 0.1% 左右，佣金战估计仍将持续很长时间，直至行业平均佣金率降至 0.05% 左右，而此时券商的冬天又将快要到来了。

3.3 上市券商佣金率变化情况

表4. 上市券商 2006 年以来佣金率估计

证券简称	2009Q3	2008	2007	2006
招商证券	-	0.15%	0.17%	0.14%
太平洋	0.19%	0.24%	0.23%	0.23%
东北证券	0.17%	0.21%	0.22%	0.23%
宏源证券	0.16%	0.22%	0.35%	0.21%
海通证券	0.15%	0.18%	0.17%	0.20%
西南证券	0.14%	0.17%	0.20%	0.23%
国元证券	0.14%	0.18%	0.19%	0.19%
长江证券	0.13%	0.14%	0.16%	0.20%
中信证券	0.13%	0.17%	0.18%	0.19%
光大证券	0.12%	0.15%	0.20%	0.14%
国金证券	0.10%	0.10%	0.13%	0.15%
平均	0.13%	0.17%	0.18%	0.18%

数据来源：WIND、东海证券研究所

注：我们以代买卖证券手续费净收入/股票交易额 作为佣金率。

（1）作为大中型券商的海通证券较高的佣金率水平估计是其股票经纪业务近几年市场份额下降的主要原因之一。

（2）宏源证券的市场份额上升很快，同时佣金率仍保持较高水平。

(3) 国金证券的佣金率降到 1%以下了, 所有上市券商合计平均佣金率, 2008 年比 2007 年下降 9.8%, 2009 年前三季度比 2008 年下降了 18.8%。

表5. 2010 年 Q1 上市券商佣金率变化情况

证券简称	2009 代理 买卖证券 业务净收 入	2010Q1 代 理买卖证 券业务净 收入	2009 交易 额	2010Q1 交 易额	2009 佣金 率	2010Q1 佣 金率	下降率
太平洋	5.87	1.09	3495.48	700.01	0.17%	0.16%	7.56%
宏源证券	21.38	4.44	16142.67	3750.93	0.13%	0.12%	10.60%
光大证券	36.41	6.54	40323	8166	0.09%	0.08%	11.29%
国元证券	15.39	2.99	14571.91	3224.2	0.11%	0.09%	12.27%
海通证券	62.74	12.07	54115.3	11894	0.12%	0.10%	12.49%
西南证券	8.95	1.82	7653.4	1825.76	0.12%	0.10%	14.50%
长江证券	20.47	4.09	20071	470770	0.10%	0.09%	14.91%
东北证券	14.02	2.63	8899.3	1965.95	0.16%	0.13%	14.96%
招商证券	47.93	8.59	50595.4	10766	0.10%	0.08%	15.74%
国金证券	9.78	1.94	8592.23	2101.17	0.11%	0.09%	18.74%
中信证券	109.22	19.1	101454.9	22076.9	0.11%	0.09%	19.64%
广发证券	74.53	12.47	56132.97	11946.14	0.13%	0.10%	21.35%
华泰证券	74.4	12.55	69632.66	15362.6	0.11%	0.08%	23.54%
合计或平均	501.08	90.33	451680.22	98487.36	0.11%	0.09%	17.33%

数据来源: WIND、东海证券研究所

注: 这里我们以买卖证券业务净收入与总交易金额的比来估计综合佣金率
其中华泰、中信、广发等大券商的综合佣金率下降得最快。

3.4 上市券商的相对估值情况

表6. 上市券商的相对估值情况

	2009PE	2010Q1PE	PB	总市值	2009ROE	2010Q1ROE
国金证券	26.05	38.13	5.00	134.53	21.71	3.34
东北证券	16.71	18.94	4.74	152.54	34.35	6.41
太平洋	40.35	57.27	8.81	163.56	25.61	3.92
宏源证券	18.27	12.53	3.05	210.41	20.00	6.25
西南证券	22.66	43.71	4.66	228.27	42.51	2.73
国元证券	22.23	21.95	1.60	230.59	10.45	1.78
长江证券	17.03	14.14	2.44	233.62	19.99	4.42

光大证券	18.42	37.95	2.28	520.56	17.13	1.52
招商证券	20.15	24.03	3.22	751.15	24.44	3.40
华泰证券	19.09	21.92	2.39	724.64	33.01	3.74
广发证券	18.56	21.63	4.64	752.36	32.90	10.57
海通证券	16.55	18.61	1.68	752.85	11.12	2.30
中信证券	12.83	19.23	1.82	1152.71	15.38	2.40
陕国投 A	77.68	57.02	5.62	33.91	8.02	2.48
安信信托	130.68	56.37	23.54	61.76	23.08	11.05
爱建股份	97.13	171.46	5.26	60.79	5.69	0.77

数据来源：WIND、东海证券研究所(2010年7月2日)

(1) 从 PE 估值结果来看：

①宏源证券、长江证券等有相对估值优势。两者的 PE 分别降到 12.53 倍和 14.14 倍，而宏源证券与长江证券是近些年来经纪业务份额与收入增长得最好的上市券商。我们对此两家公司作增持评级。

②太平洋证券、西南证券和光大证券、以及国金证券等估值上不具有优势。

我们维持在 2010 年策略报告中提出的：“总体来看，基于我们认为证券公司净利润可能面临下行周期的估计，所有上市券商目前的 PE 均过高了，急需证券行业有新的收入增长点或原有业务有超过我们预期的增长，以使证券公司净利润保持一定的增长率。”

(2) 不考虑各公司今后 ROE 水平和净利润增长率的差异，从 PB 估值结果看：

中信证券、海通证券、国元证券有估值优势，而太平洋、国金等估值偏高。但这几家券商经过大额融资，简单的 PB 估值结果并不具有较好的投资参考意义。

3.5 对 2010 年证券公司收入预期

随着证券公司主要业务收入经纪业务收入，因为佣金战而大幅下降，加上 2010 年指数涨幅很有限，或下跌走势，全年交易量的大幅下降将成为事实，证券公司的经纪业务收入和总收入与净利润均会有比较大的下降。

自营投资也将随指数而不大理想。

资产管理、投行业务收入有限，旗下基金管理公司收入对利润贡献短期不会有太大提升，其对收入与利润的贡献作用在 2010 年会更为重要。

总体上我们维持 2007 年是券商业绩近几年最高点，2009 年是次高点，券商业绩总体在向下走的判断，目前券商的相对估值并不便宜，仍维持对行业的中性评级。重点关注宏源证券、长江证券等相对估值较为合理的券商。回避 PE 估值仍较高的西南、国金、光大、太平洋。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托, 光大证券, 招商证券和宏源证券

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122