

证券：远水与近渴

证券行业 2011 年 3 月份月报

证券 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2011-03-17

报告关键点：

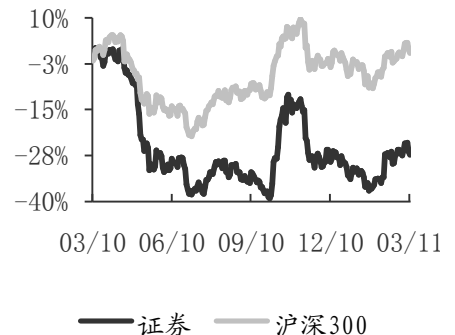
- 📖 成交量存在不确定性
- 📖 佣金率走势取决于“监管”与“市场”两种力量的较量
- 📖 创新业务暂难有实质利润贡献

报告摘要：

- **成交量存在不确定性。**过去几年，沪市和深市的股票成交额比例关系基本是 65:35，但这一关系在 2010 年变成了 55:45。深市股票成交额占比的上升，主要来自中小板和创业板成交额的大幅提升。进入 2011 年，中小市值股票较高的估值压力已然显露，深市换手率也应声而下，在深市换手率下行的同时，主板市场的换手率也有所下行。随着深市换手率的下行，如果主板市场的换手率不能有所上行，即主板市场的成交量增长不能弥补中小市值股票的成交量的下降，那么市场的成交量存在不确定性。
- **佣金率走势取决于监管与市场两种力量的较量。**在监管的高压下，2011 年最近 2 个月的佣金率环比已基本稳定。而从市场的力量来看，佣金率还存在下降的可能性，主要原因是：1、营业部的增速仍快于开户数的增速；2、券商经纪业务利润率仍有 30-50%。同时值得注意的是由于去年的佣金率是逐月下行的，去年 12 月和去年 1 月份相比佣金率下降了 20% 左右，因此即使今年佣金率环比不再下降，全年平均佣金率和去年相比可能仍会有 10% 以上的下降，也就是说今年的成交额在 2500 亿元以上，才能使经纪业务收入与去年持平。在标的选择方面，我们倾向于选择佣金率已然较低的全国性券商。
- **新三板暂难有实质利润贡献。**我国监管机构对于任何一项创新业务的推出，其态度始终十分谨慎，新三板和融资融券一样在运作初期其规模必然较小。对于主办券商来说，无论是可能实行的做市商制度带来的做市商价差、还是投行业务相关收入在短期内可能都无法给券商带来实质性利润贡献。在流通市值 2000 亿元、换手率 30% 和 7% 的买卖价差的假设下，新三板贡献的收入占 2010 年券商营业收入的 2%。
- **转融通的推出更多的是战略意义。**近期媒体报导，监管层可能较快推出转融通制度。作为制度层面的建设，转融通制度无疑具备战略性和标志性的意义，但是在一段时间内转融通制度对券商的融资融券业务收入的影响应该较低。原因在于目前获批的 25 家试点券商合计的净资本保守估计 2010 年末可达到 3068 亿元，而目前市场的融资融券余额仅有 120 亿元，这 25 家券商的净资本足够满足融资融券的需求而不需利用转融通。只有放开打新股融资、降低投资者门槛、融资融券的标的大幅度放开后，融资融券业务可能才会大有作为。
- **维持行业同步大市-A 的投资评级。**我们判断经纪业务的下行风险仍存在，而新三板、融资融券和备兑权证等“远水”暂时难以有实质性贡献，因此我们维持行业同步大市-A 的评级，目前的机会更多是自上而下的交易性机会。相对看好海通证券、中信证券、光大证券和国元证券。
- **风险提示：**市场指数大幅上扬带动成交额和自营收入的大幅提升将带动券商的业绩和股价。

首选股票	目标价	评级
600837 海通证券	15.0	增持-A
600030 中信证券	18.0	增持-A
601788 光大证券	20.0	增持-A
000728 国元证券	18.0	增持-A

12 个月行业表现


杨建海
 021-68765375
 执业证书编号

首席行业分析师
 yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

报告联系人

贺立

 021-68767803
 heli@essence.com.cn

前期研究成果

证券行业月度数据(2011 年 3 月 10 日)
 2011-03-11

证券行业月度数据(2011 年 2 月 16 日)
 2011-02-16

信托：净资本管理体现政策导向
 2011-02-13

1. 业绩回顾

1.1. 上市券商 2 月份业绩环比改善显著

2011 年 2 月，15 家上市券商合计实现营业收入 47 亿元，环比增长 33%，实现净利润 21 亿元，环比增长 73%，期末净资产为 2804 亿元。2011 年 2 月上市券商业绩环比出现较大幅度增长的原因在于：1、1 月份股市的下跌使得券商自营业务受损，导致了 1 月份业绩的低基数；2、2 月份市场出现上涨，券商自营受益；3、股票成交额较 1 月环比上升 7%（虽然只有 15 个交易日），经纪业务环比有所改善。

表 1 上市券商 2011 年 2 月份经营业绩环比大幅回升

	营业收入	MoM	净利润	MoM	净资产	MoM
中信	710	124%	294	763%	67,620	4%
华泰	638	82%	279	363%	34,450	1%
海通	601	5%	282	11%	44,538	1%
广发	576	56%	250	94%	19,413	2%
光大	370	21%	174	61%	22,792	1%
招商	360	-30%	163	-35%	23,824	1%
长江	297	61%	179	193%	9,778	2%
国元	283	314%	148	2487%	15,007	1%
宏源	201	-100%	80	-76%	7,583	3%
兴业	155	28%	53	99%	8,192	1%
东北	136	191%	53	-324%	3,504	3%
西南	124	-40%	56	-62%	11,353	1%
太平洋	111	251%	41	-7891%	2,000	2%
国金	91	-50%	22	-66%	3,096	1%
山西	76	61%	13	-197%	7,225	0%
合计	4730	33%	2086	73%	280375	2%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

1.2. 2010 年行业利润同比下降近两成

2010 年，证券行业 106 家证券公司合计实现营业收入 1911 亿元，同比下降 7%；合计实现净利润 776 亿元，同比下降 17%；期末净资产和净资本分别为 5664 亿元和 4319 亿元，分别同比上升 17%和 13%。在营业收入各细项中，投行业务和资管业务的收入有较大幅度增长，但经纪业务和自营业务的收入下滑较多，尤其是经纪业务收入同比下降了 24%。

上市券商中已公布 2010 年业绩快报的共有 7 家，此外兴业证券已公布 2010 年年报。这 8 家上市券商 2010 年合计实现营业收入 639 亿元，同比上升 7%；合计实现净利润 262 亿元，同比下降 4%；2010 年期末的净资产为 1944 亿元，同比增长 16%。由于这 8 家上市券商的业绩中包含中信证券出售中信建投证券及广发证券出售广发华福证券所获得的一次性收益，因此我们需将此块收入剔除方能看到这更真实的业绩表现。剔除后，则 8 家证券公司 2010 年实现的营业收入、净利润分别为 528 亿元和 179 亿元，分别同比下降 12%和下降 34%；期末净资产为 1861 亿元，同比上升 11%。剔除一次性收益后，这 8 家券商的业绩的同比降幅较行业水平稍大。

表 2 证券行业 2010 年净利润同比下滑 17%

	2009	2010	YoY
营业收入	2,050	1,911	-7%
经纪业务净收入	1,419	1,085	-24%
承销与保荐净收入	152	272	80%
资产管理净收入	16	22	37%
投资收益（含公允价值）	232	207	-11%
净利润	933	776	-17%
净资产	4,839	5,664	17%
净资本	3,832	4,319	13%
总资产	20,300	19,700	-3%

数据来源：证券行业协会，安信证券研究中心

单位：亿元

表 3 已业绩预告和公布年报的上市券商净利润同比下降 34%

	营业收入			净利润			净资产		
	2009	2010	YoY	2009	2010	YoY	2009	2010	YoY
中信证券	22,007	27,426	25%	8,984	10,944	22%	61,599	70,539	15%
广发证券	10,470	10,216	-2%	4,690	4,027	-14%	16,374	19,401	18%
海通证券	9,940	9,837	-1%	4,548	3,685	-19%	43,414	44,446	2%
光大证券	5,594	5,054	-10%	2,827	2,209	-22%	22,457	22,814	2%
长江证券	3,194	3,197	0%	1,372	1,272	-7%	9,124	9,517	4%
兴业证券	3,085	2,738	-11%	1,155	787	-32%	5,061	8,396	66%
西南证券	2,053	1,935	-6%	1,007	802	-20%	4,678	11,122	138%
山西证券	1,512	1,492	-1%	619	446	-28%	3,093	6,190	100%
合计	59,863	63,906	7%	27,211	26,181	-4%	167,809	194,436	16%
剔除一次性	59,863	52,830	-12%	27,211	17,875	-34%	167,809	186,129	11%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：剔除项的计算中，考虑税收因素，将中信证券和广发证券获得的一次性收益的 75% 从净利润和净资产中扣除

单位：百万元

2. 经纪业务压力不减

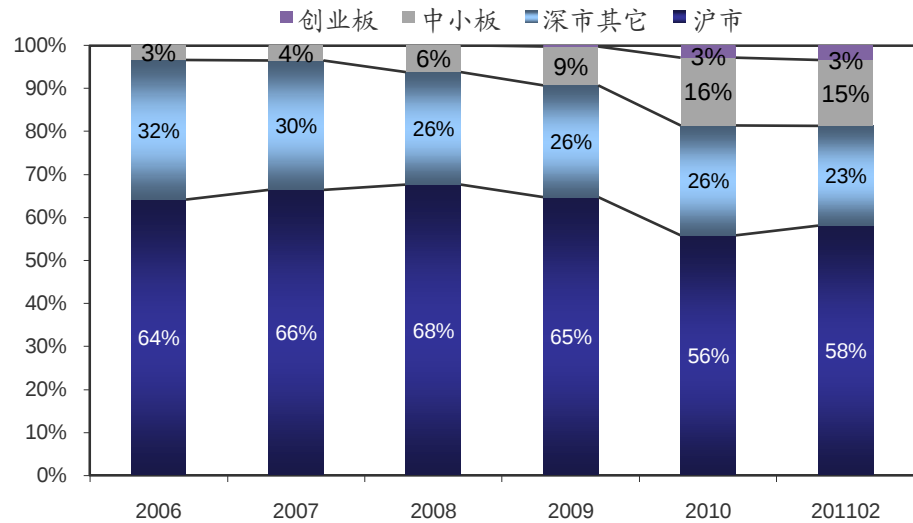
2.1. 成交额存在不确定性

过去几年，沪市和深市的股票成交额比例关系基本是 65:35，但这一关系在 2010 年发生了变化，其比例关系变成了 55:45。深市股票成交额占比的上升，主要来自中小板和创业板成交额的大幅提升。2010 年，中小板在沪深两市成交额中的占比由 2009 年的 9% 提升至 16%，再加上新增的占比 3% 的创业板成交额，深市在沪深两市成交额中的占比由 2009 年的 35% 大幅提升至 44%。

进入 2011 年，中小市值股票较高的估值压力已然显露，深市换手率也随即而下。2010 年深市的月度换手率中轴基本在 50% 左右，而 2011 年前两个月其换手率的中轴已经下降到 30% 左右。相应地从下图中我们看到，2011 年前两个月沪市的交易额占比已经回升至 58% 而深市的交易额占比有所回落，其中中小板成交额的占比已出现回落的态势。在深市换手率下行的同时，主板市场的换手率也有所下行，但下行幅度要低于深市的下行幅度。

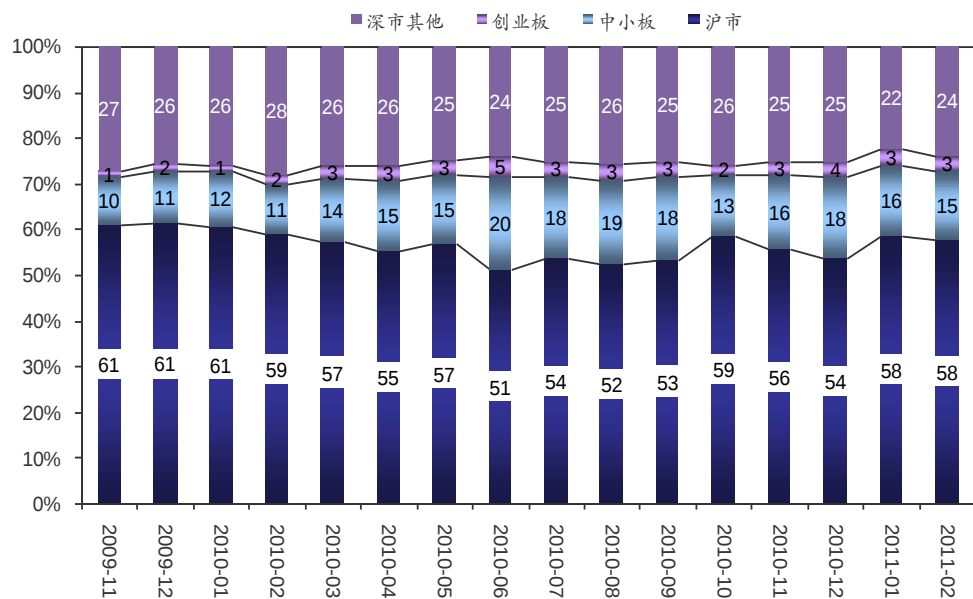
随着深市换手率的下行，如果主板市场的换手率不能有所上行，即主板市场的成交量增长不能弥补中小市值股票的成交量的下降，那么市场的成交量将面临下行的风险，我们目前倾向于认为成交额存在不确定性。

图1 沪深两市的成交比例



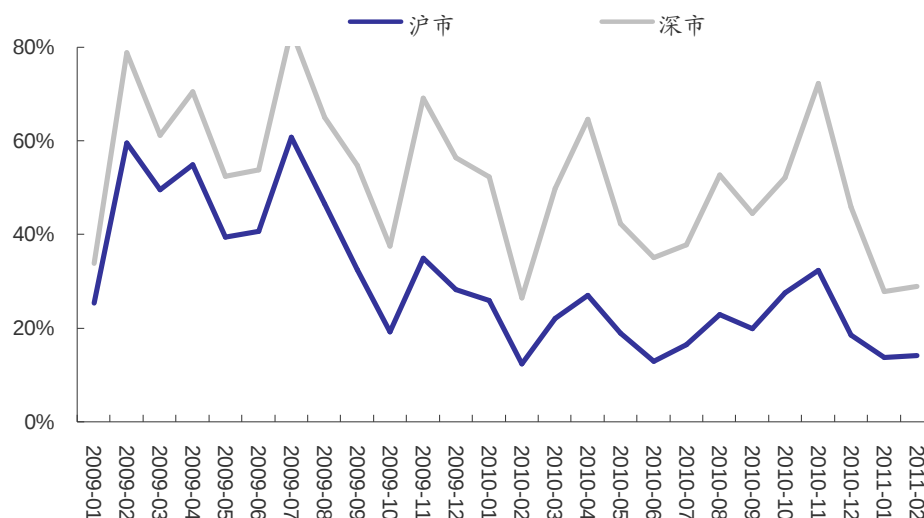
数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图2 股票交易额的市场分布（月度）



数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 3 沪、深两市的月度换手率



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

2.2. 佣金率：监管力量 VS 市场力量

证券业协会于 2010 年 10 月份颁布了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》（以下简称佣金新政），要求券商向客户收取的佣金率应以经纪业务全成本为基础，该政策自 2011 年 1 月 1 日起实行。

从佣金新政的执行情况来看，自佣金新政出台以来，江苏、浙江和广西等数省的证券业协会出台了具体的最低佣金率要求，另外广东也曾对辖区内佣金费率明显低于成本的营业部进行过通报批评。

表 4 部分省份佣金新政的执行情况

地区	内容
江苏	自 2011 年 1 月 1 日起，新增客户实际佣金费率不得低于 1%；新设营业部正式开业 6 个月内为佣金费率优惠期，不低于 0.08%
浙江	自 2010 年 11 月 22 日起，新开资金账户佣金不得低于 0.08%
广西	新开户佣金率不低于 0.13%~0.18%（具体见表“广西”）
广东	报备成本佣金，对部分明显低佣的券商通报批评
天津、河南、山东等省份	要求辖区内券商报备成本佣金，但未明确出台最低佣金费率

数据来源：各省份证券业协会，媒体报导，安信证券研究中心

表 5 广西省证券业协会规定的各市最低佣金（‰）

序号	广西各地区	最低费率
1	南宁	1.3
2	柳州	1.4
3	桂林、梧州、贺州	1.5
4	北海	1.6
5	贵港、玉林	1.7
6	河池、崇左、防城港、钦州、百色、来宾	1.8

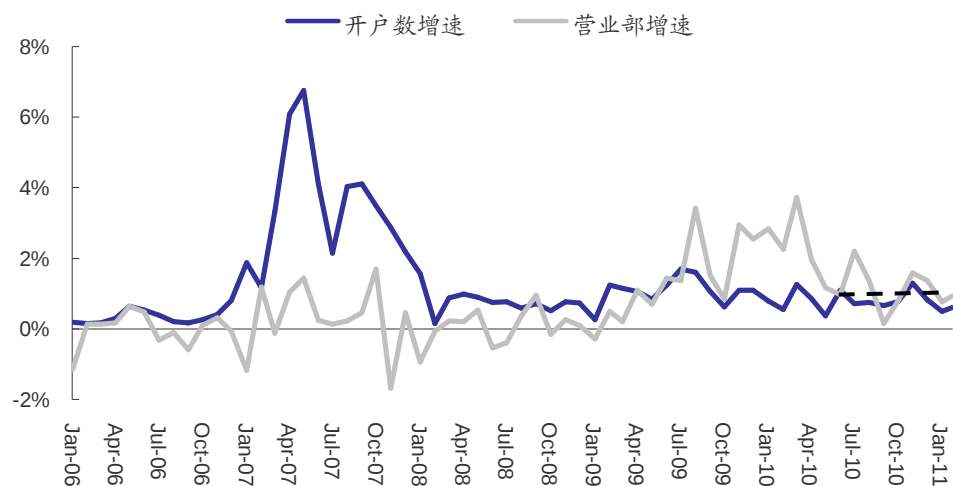
数据来源：广西证券业协会网站，安信证券研究中心

为了解新政实行以来行业佣金率的变化情况，我们选取了一代表券商的佣金率趋势作为观察窗口。总体来看，在监管的高压下，2011 年最近 2 个月的佣金率环比已基本稳定，但值得注意的是由于去年的佣金率是逐月下行的，去年 12 月和去年 1 月份相比佣金率下降了 20%左右，因此即使今年佣金率环比不再下降，全年平均佣金率和去年相比可能仍会有 10%以上的下降，也就是说今年的成交额要比去年上升 10%以上（去年日均交易额 2240 亿元，要实现 10%的增长须在 2500 亿元），才能使经纪业务收入与去年持平。

从市场的力量来看，佣金率还存在下降的可能性，主要原因是：1、营业部的增速仍快于开户数的增速；2、券商经纪业务利润率仍有 30-50%。2009 年以来营业部数量的增长有较大部分来自服务部的升级，但 2010 年 8 月服务部全部升级完毕后整个行业的营业部扩张并没有停下步伐。截至 2011 年 2 月，行业的总营业部数量从 2010 年 8 月末的 4308 家增加至 4553 家，增幅为 5.7%，在此期间，营业部增速的中轴仅低于 2009 年-2010 年的最高峰时期。营业部扩张较快的内在动力在于券商需要不断扩张营业部来完成其全国性网点的布局和经纪业务市场份额的扩张。截至 2011 年 2 月的数据来看，证券行业新增的开户数量依然稳定高于营业部的增速。此外，根据上市券商的 2010 年中报数据，我们看到经纪业务利润率仍在 25%-58%不等。因此，从市场力量的角度看，券商佣金率的下降趋势仍未结束。

监管的力量介入后，证券行业的佣金率环比变化可能趋于稳定，而从市场力量来看佣金率仍有下降的可能性，券商佣金率的走势最终取决于监管力量和市场力量的较量。我们倾向于认为，在监管重压之下佣金率短期内趋于稳定，但中长期来看佣金率仍面临下降压力。

图 4 营业部增速不减且仍超过开户数增速



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

表 6 理论上券商的佣金率仍有较大下降空间

	2010H 佣金率	经纪业务利润率	成本佣金率
广发	1.11	58%	0.46
招商	0.89	58%	0.37
宏源	1.37	56%	0.59
海通	1.23	56%	0.55
国元	1.15	54%	0.53

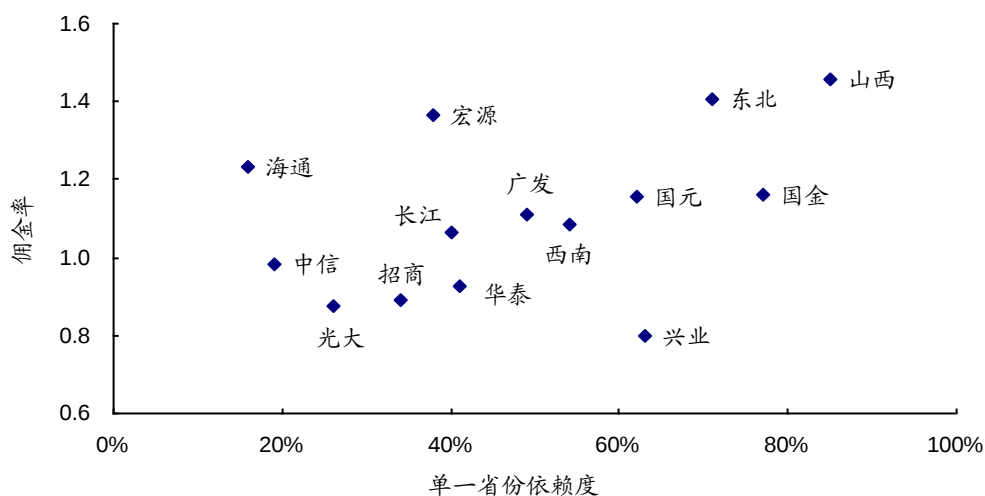
长江	1.06	51%	0.52
光大	0.88	50%	0.44
华泰	0.92	50%	0.47
中信	0.98	50%	0.50
国金	1.16	48%	0.60
兴业	0.80	46%	0.44
山西	1.46	44%	0.81
西南	1.08	35%	0.71
东北	1.41	25%	1.06

数据来源：Wind 资讯，公司资料，安信证券研究中心

注：（1）以上均为 2010H 的数据；（2）经纪利润率=经纪收入/经纪成本，其中经纪收入=营业收入-（投资收益+公允价值变动），经纪成本=经纪收入/营业收入*营业成本；（3）佣金率的单位为“‰”

纵观 2011 年，我们倾向于认为行业的交易额面临不确定性，而行业佣金率取决于监管力量和市场力量的较量，即便佣金率环比不再下降，全年平均佣金率和去年相比可能仍会有 10%以上的下降，今年的成交额达到 2500 亿元以上，才能使经纪业务收入与去年持平。在券商的选择方面，我们倾向于选择佣金率已然较低的全国性券商。佣金率较低显示其未来下降压力和空间将较小（券商会相继进入佣金率较高的地区使得其降佣压力较大），全国性布局有利于避免其由于某个区域大幅降佣而遭受重创。

图 5 相对看好全国性的低佣券商



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：佣金率单位为“千分之”

3. 新三板暂难有实质利润贡献

目前媒体大量报道新三板即将扩容，证监会主席尚福林在十一届全国人大四次会期间称目前监管部门正在筹备以新三板市场为基础的场外市场建设的相关工作，目前相关制度安排已基本到位，将择机推出。

对于新三板，我们在年度策略中对其做过详细的介绍。总的来说，在我国监管机构对于任何一项创新业务的推出，其态度始终十分谨慎，始终采取分批试点、逐步推进的策略，比如 2010 年 4 月推出的融资融券业务，其目前的余额仅有 120 亿元、每月的交易额最高也只占股票交易额的 5%。因此，对于新三板的扩园、做市商制度的实

施、个人投资者资质的放开等等可能措施的实行给券商带来的利润多寡方面，我们始终抱着谨慎的态度。具体来说，对于主办券商，新三板带来的盈利无非来自两块：可能实行的做市商制度带来的做市商价差、投行业务相关收入。我们认为这两块收入在短期内可能都无法给券商带来实质性利润贡献。

目前纳斯达克市场的做市商价差规定是不得超过协会统一公布的最高允许价差的参数，其最高允许价差为每种证券中 3 家做市商最小价差平均数的 125%（如果一种证券的做市商低于 3 家，最高允许价差就为平均价差的 125%）；台湾的做市商能够获得的买卖价差最高不超过 7%。为便于计算，我们就以台湾的价差作为计算基础。在 30% 的换手率、7% 的买卖价差、2000 亿元的流通市值的基准假设下我们进行了敏感性分析（此处对流通市值的假设较为乐观，实际情况尚需看新三板扩容的进展状况）。在不同的买卖价差和流通市值假设下，券商通过做市商制度能够获得的收入在 20-80 亿元左右，则该收入占券商 2010 年营业收入（1911 亿元）的比重大致在 1%~4% 之间。

而对于投行业务，从表 8 中我们看到，一家公司进入新三板能给主办券商带来的收入包括委托备案费、改制费、推荐费和督导费合计不超过 80 万元，而目前承销一家中小板和创业板企业的投行收入在 4000-5000 万元左右（2010 年中小板和创业板平均的募资额为 9 亿元，按 5% 的费率计算），单个新三板企业给主办券商带来的收入是较低的，基于监管层对新业务的谨慎态度，我们认为券商在新三板业务中通过“以量补价”来提升投行业务收入的方法可能也会遭遇困难。新三板对于投行业务的贡献会逐步展开，但在未来较长一段时间内恐难有大的作为。

表 7 做市商制度给券商带来收入的敏感性分析

流通市值	5%	6%	7%	8%	9%
1000	15	18	21	24	27
1500	23	27	32	36	41
2000	30	36	42	48	54
2500	38	45	53	60	68
3000	45	54	63	72	81

数据来源：安信证券研究中心
单位：亿元

表 8 新三板业务给券商带来的投行业务收入较低

收费项目	收费频率	收费标准	收取方
备案费	一次性	3 万元	证券业协会
委托备案费	一次性	1 万元	主办券商
改制费	一次性	20 万元	主办券商
推荐费	一次性	50 万元	主办券商
督导费	持续收费	5-10 万元/年	主办券商
审计费	一次性	10-15 万元	会计师事务所
律师费	一次性	5-10 万元	律师事务所
信息披露费	持续收费	2 万元/年	信息公司
股份登记费	持续收费	1 千元/年	结算公司
分红手续费	持续收费	$(\text{红股面值} + \text{现金股利}) \times 0.035\%$	结算公司
名册登记费	持续收费	100 元/年	结算公司

数据来源：安信证券研究中心

4. 转融通象征意义大于实际贡献

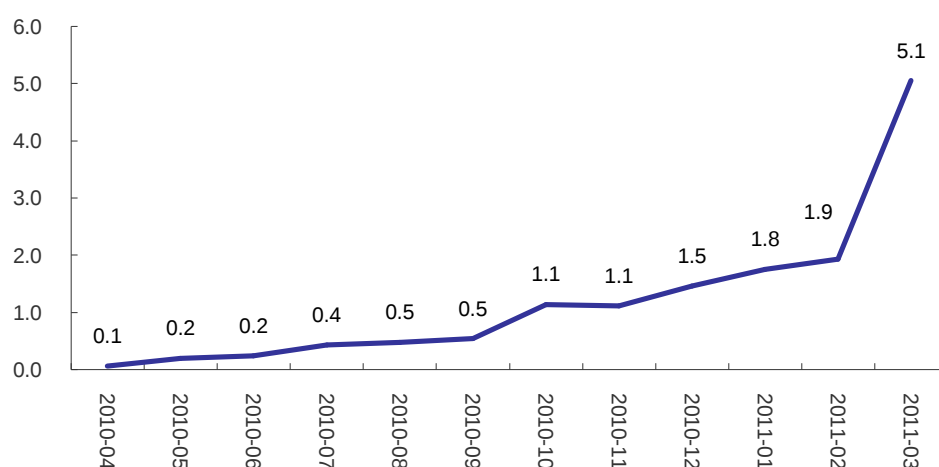
截至 2011 年 3 月 11 日，我国的融资融券余额为 120 亿元，每月融资融券交易额（融资买入额+融资卖出额）占当月股票总成交额的比例除 2011 年 3 月份（截至 11 日）提升到 5‰ 以外，基本在 2‰ 以下。可以说，我国的融资融券业务开展近 1 年来，其总量仍然几乎可以忽略。

我国融资融券不活跃有几个方面的原因：1、对投资者有较高的资质要求（开户时间 18 个月以上、账户中的资金总额不低于 50 万元）；2、融资融券的标的有限，目前仅限于上证 50 和深证成指的合计 90 支股票；3、没有转融通制度，极大地限制了资金和证券的来源，从而限制了融资融券的交易；4、没有放开融资打新股。

近期媒体报导，监管层可能较快推出转融通制度。作为制度层面的建设，转融通制度无疑具备战略性和标志性的意义，但是在一段时间内转融通制度对券商的融资融券业务收入的影响应该较低。原因在于：目前获批的 25 家试点券商合计的净资本 2009 年末达到 2634 亿元，保守估计 2010 年末可达到 3068 亿元，而目前市场的融资融券余额仅有 120 亿元（最高也仅有 184 亿元），这 25 家券商的净资本足够满足融资融券的需求而不需利用转融通。

未来如果融资融券对于投资者的资质要求大幅下降、标的大幅扩张，更重要的是要等待放开融资打新股，融资融券业务才更有可能出现爆发式增长，在此基础上叠加转融通制度，才会使得融资融券业务发挥足够的威力。但就目前的监管态势而言，这可能需要较长的时间。

图 6 当月融资融券额占股市总交易额的占比（‰）



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：2011 年 3 月的数据截至 11 日

表 9 券商净资本还有足够的运用空间

券商 第三批	2009 净资本	2010E 净资本	券商 第一批	2009 净资本	2010E 净资本
安信	67	69	中信	349	447
长城	51	53	海通	344	356
长江	74	77	国信	107	111
方正	56	58	广发	108	137
国都	55	56	光大	182	177
国元	128	132	国泰君安	181	187
宏源	47	49	第二批		

平安	37	38	申万	113	117
齐鲁	89	92	招商	180	186
西南	35	96	华泰	85	244
兴业	38	65	银河	100	104
中金	43	45	东方	72	75
中投	48	50			
中信建投	44	45	全部合计	2,634	3,068

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

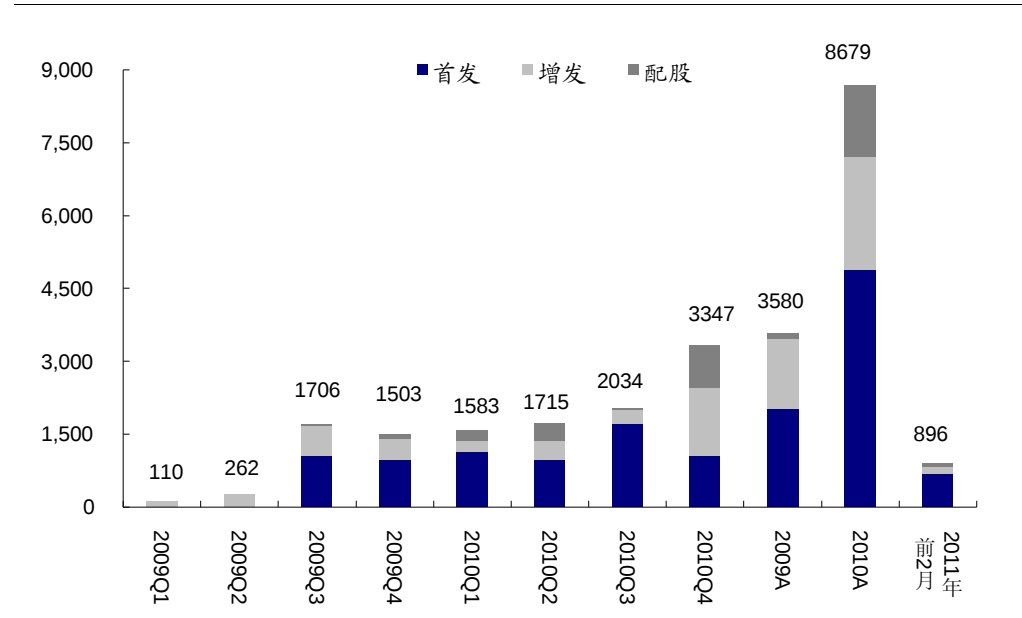
注：(1) 增加项主要是出售证券子公司的一次性收益、IPO 及增发募集的资金；(2) 2010 年净资产的估算方法为：剔除增加项后行业 2010 年的净资产同比增长 4%，故假设上述 25 家券商的净资产均在 2009 年的基础上增加了 4%，光大和兴业除外（已公布其 2010 年末净资产）。

单位：亿元

5. 投行业务难创新高

回顾 2010 年，证券行业共实现首发、增发和配股金额 8979 亿元，相比 2009 年增长了 142%；据 Wind 统计，2010 年上市券商（除太平洋）合计实现主承销业务收入 63 亿元，同比增长了 259%。截至 2011 年 2 月，证券市场合计实现的首发、增发和配股金额为 896 亿元，同比下降 9%；在主承销业务收入方面，上市券商 2011 年前两个月合计实现主承销业务收入 16.5 亿元，虽然其年化后的数值较高，但如果放到全年来看，面对 2010 年证券行业的投行大牛市，上市券商 2011 年的投行业务想要赶超 2010 年，其可能性依然相对较小。

图 7 2011 年的投行业务难创新高



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：亿元

表 10 上市券商 2010 年的主承销业务收入

	2009	2010	YoY	201002
中信证券	682	1,376	102%	74
华泰证券	345	1,343	290%	336
招商证券	314	981	213%	217
海通证券	152	699	360%	197

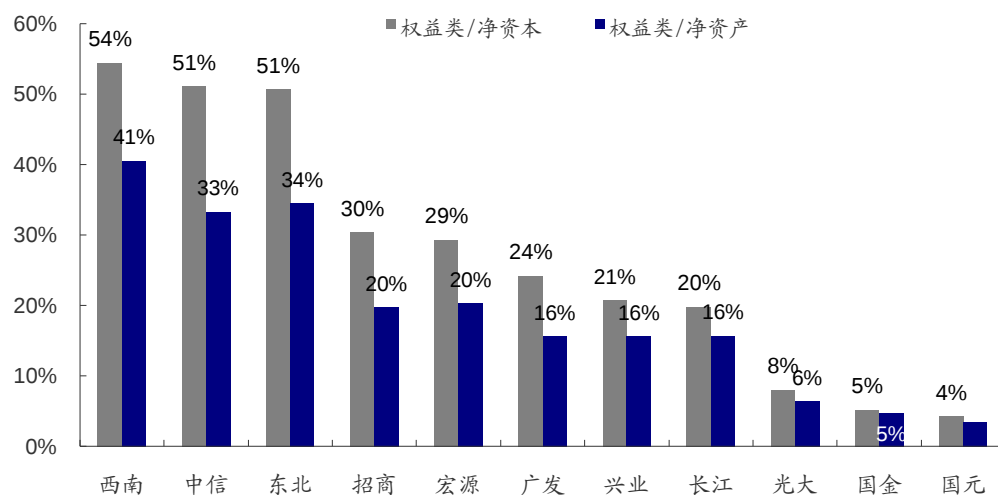
国金证券	61	538	789%	211
广发证券	105	746	611%	87
宏源证券	28	348	1143%	39
国元证券	88	280	217%	151
西南证券	0	364	#DIV/0!	195
光大证券	117	375	221%	105
东北证券	0	103	#DIV/0!	0
兴业证券	28	157	452%	38
长江证券	0	70	#DIV/0!	0
山西证券	0	0	#DIV/0!	0
合计	1,920	7,380	284%	1,650

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：(1) 201002 为截至 2011 年 2 月的数据；(2) 华泰证券包括华泰联合证券的数据

单位：百万元

图 8 上市券商自营业务弹性对比 (2010H)



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-03-16

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
600030	中信证券	增持-A	增持-A	1.35	1.10	0.52	10.30	12.69	27.00	15.4%	16.6%	6.8%	13.96	18.00		
600837	海通证券	增持-A	增持-A	0.55	0.45	0.42	17.93	22.13	23.45	5.6%	4.2%	3.7%	9.91	15.00		
000776	广发证券	中性-A	中性-A	1.87	1.61	1.22	17.69	25.82	33.99	33.0%	22.5%	14.9%	41.48	50.00		
601688	华泰证券	中性-A	中性-A	0.79	0.62	0.54	17.80	22.62	26.12	33.0%	14.1%	8.2%	14.03	18.00		
600999	招商证券	中性-A	中性-A	1.04	0.86	0.72	18.51	22.44	26.55	24.4%	12.9%	10.1%	19.24	28.00		
601788	光大证券	增持-A	增持-A	0.83	0.65	0.55	18.39	23.54	27.67	17.1%	9.8%	8.0%	15.21	20.00		
000783	长江证券	中性-A	中性-A	0.63	0.59	0.37	19.50	21.03	32.89	15.0%	13.6%	8.0%	12.32	16.00		
000728	国元证券	增持-A	增持-A	0.53	0.48	0.52	23.20	25.69	23.46	10.4%	6.2%	6.6%	12.25	18.00		
600369	西南证券	增持-A	增持-A	0.53	0.35	0.33	22.44	34.39	36.50	25.2%	10.2%	6.6%	11.87	15.00		
000562	宏源证券	中性-A	中性-A	0.79	0.89	0.67	22.09	19.63	25.80	20.0%	18.3%	12.2%	17.41	23.00		
000686	东北证券	中性-A	中性-A	1.43	0.83	0.77	15.66	27.08	29.17	34.4%	16.1%	13.2%	22.36	30.00		
600109	国金证券	中性-A	中性-A	0.52	0.43	0.49	30.41	36.66	32.09	21.7%	15.5%	15.5%	15.70	20.00		
601377	兴业证券	中性-A	中性-A	0.60	0.36	0.39	28.69	47.82	43.62	25.4%	11.7%	9.9%	17.11	15.00		
002500	山西证券	中性-A	中性-A	0.31	0.19	0.21	33.30	55.44	48.39	22.5%	9.6%	8.0%	10.30	14.00		

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034