

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

政策向好，业绩不给力

——证券行业 2011 年下半年投资策略

研究报告——行业策略

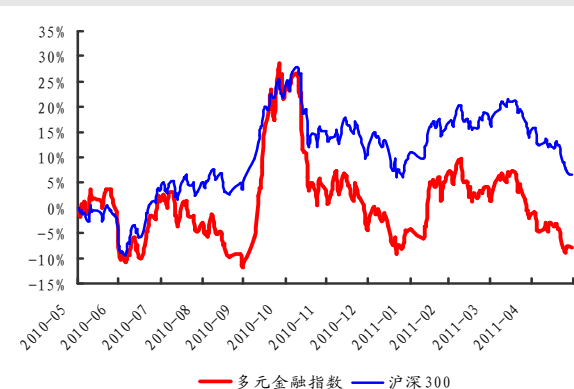
同步大市（维持）

发布日期: 2011 年 5 月 31 日

重点个股盈利一览（截至 5 月 13 日）

股票简称	10EPS	11EPS	11PE	评级
海通证券	0.47	0.50	18.44	增持
广发证券	1.62	1.75	19.43	增持
华泰证券	0.62	0.69	19.38	增持
西南证券	0.39	0.40	29.68	增持

证券业近一年相对沪深 300 指数表现



相关研究

证券行业月度报告

成长中的困惑 期待创新发力——证券业 2010 年投资策略
2009 年 11 月 9 日

抓“大”放“小” 静候创新发力——证券业 2010 年 2 季度投资策略
2010 年 3 月 29 日

业绩下滑中“看淡” 超跌反弹中抓“机会”——证券业
2010 年下半年投资策略……2010 年 6 月 9 日

证券行业发展机遇之市场篇……2011 年 3 月 15 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

关键要素:

基于对下半年市场及政策环境的分析, 我们预计证券行业下半年整体业绩“环比持平、同比下滑”, 2011 年全年业绩有望与去年持平或小幅下滑, 维持行业“同步大市”的投资评级, 但不排除期间存在的交易性机会。

投资要点:

●1 季报业绩同比略有下滑, 个股盈利分化明显。上市券商 1 季度净利润同比小幅下滑, 但个股盈利变化“冰火两重天”; 1 季度佣金率下滑仍在继续, 经纪业务成为拖累业绩的最主要原因, 而证券承销收入和自营投资收益增长则是一季度的亮点。随着投顾服务的加强、创新业务的加快发展, 佣金率水平有望趋稳, 收入结构多元化将是未来发展趋势, 但业务及管理费的增长态势在 2011 年尚难以改变。

●前 5 月券商股市场表现。券商板块整体走势弱于同期大盘, 15 只券商股按流通股加权平均计算的年内跌幅为 0.73%, 日均换手率下滑至 0.97%、低于 2010 年全年最低水平; 兴业证券期间上涨 4.94%、领涨券商板块, 广发证券期间下跌 36%、位居跌幅之首。

●行业政策环境持续改善。在我国经济结构转型的重要时期, 资本市场在产业规划落实、资源优化配置等方面均起着至关重要的作用, 作为资本市场的重要中介, 证券行业的战略地位明显提升, 发展环境也持续改善; 原先制约创新业务全面发展的诸多因素将有望在下半年逐步得以解决。

●投资策略: 基于对下半年市场环境、行业政策以及业务等各方面的分析, 我们预计证券行业下半年整体业绩“环比持平、同比下滑”, 2011 年全年业绩有望与去年持平或小幅下滑, 维持行业“同步大市”的投资评级, 但不排除期间存在的交易性机会, 尤其是创新业务一旦推出或将成为板块股价表现的催化剂。建议关注业绩相对有保障的大券商及具有并购重组概念的个股。

●风险提示: 证券自营投资收益与经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

目 录

1. 上市券商经营情况分析	4
1.1 经营情况.....	4
1.2 主营业务情况.....	5
1.3 小结.....	9
2. 2011年1-5月券商板块市场表现及估值概况	11
2.1 A股市场运行概况	11
2.2 券商板块整体表现及估值情况.....	12
2.3 券商个股表现情况.....	13
3. 2011年下半年证券行业运行趋势判断.....	14
3.1 行业运行环境.....	14
3.2 行业各项业务情况.....	16
4. 下半年行业投资思路及投资策略.....	17
4.1 证券行业投资策略.....	17
4.2 证券行业选股思路.....	17
5. 风险提示	18
6. 重点上市公司	18
行业投资评级	22
公司投资评级	22
重要声明	22
免责条款	22
转载条款	22

图表目录

图 1: 上市券商季度经营情况 (2010-2011Q1)	4
图 2: 上市券商月度经营情况 (2010.12-2011.4)	4
图 3: 2011 年 1 季度, 上市券商业务及管理费情况	5
图 4: 上市券商 2011 年 1 季度业务及管理费收入占比情况	5
图 5: A 股市场日均股基交易额情况 (2010.1-2011.4)	6
图 6: 行业佣金率变化情况	6
图 7: 行业季度平均佣金率水平	6
图 8: 2011 年 1 季度末上市券商佣金率情况	6
图 9: 2011 年 1 季度上市券商自营投资收益情况	7
图 10: 集合理财产品单季度成立规模 单位: 亿元	7
图 11: 上市券商发行集合理财产品数量及规模	7
图 12: 上市券商集合理财产品今年以来的总回报 (截至 3 月底)	8
图 13: 2009-2011Q1 的季度 IPO 发行情况	9
图 14: 2009-2011Q1 的季度再融资情况	9
图 15: 上市券商 2011 年 1 季度主承销的 IPO 及再融资情况	9
图 16: 2011 年 1 季度, 上市券商传统业务收入占比情况	10
图 17: 上市券商 2011 年 1 季度收入结构	10
图 18: A 股市场主要指数的涨跌幅及换手率情况	12
图 19: 申万一级行业指数 2011 年度涨跌幅	12
图 20: 券商板块与上证综指月度涨跌幅、换手率比较 (2010.1-2011.5) ...	13
图 21: 券商板块与上证综指月末市盈率比较 (2009.1-2011.5)	13
图 22: 券商板块目前估值低于历史均值	13

1. 上市券商经营情况分析

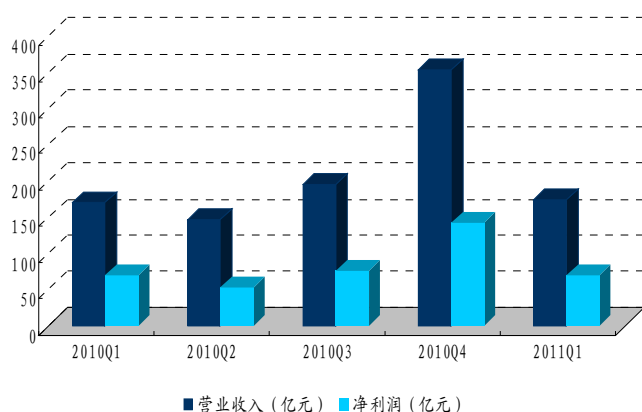
1.1 经营情况

2011 年 1 季度, 15 家上市券商合计实现营业收入 176.09 亿元、同比增长 2.88%, 归属于上市公司股东净利润 70.82 亿元、同比小幅下滑 0.89%, 好于我们此前预期。环比来看, 上市券商今年 1 季度的盈利水平较之上年第 4 季度大幅下滑、下滑幅度达 50%, 但若扣除中信建投和广发华福股权转让的一次性收益影响后, 营业收入和净利润环比分别下滑约 39%和 23%, 究其原因主要在于, 1 季度市场成交量和佣金率环比双重下滑, 致使经纪业务收入下滑明显, 再加上证券承销收入环比也大幅下滑。

个股盈利变化“冰火两重天”。从各上市券商来看, 1 季度净利润同比、环比表现均有所分化, 增长/下滑各占一半, 具体而言: 1) 业绩环比方面, 海通证券、宏源证券、国金证券、太平洋证券和广发证券(扣除广发华福股权转让收益)等 5 家券商环比大幅增长、增幅均超过 20%, 除国元、兴业证券业绩环比小幅增长外, 其余 8 家上市券商业绩环比均出现下滑; 2) 业绩同比方面, 西南证券、国金证券、光大证券等 6 家券商 1 季度净利润同比大幅增长, 招商证券净利润同比微幅增长, 其余 8 家上市券商净利润均不及去年同期, 尤其是东北证券和山西证券业绩同比降幅超 40%。

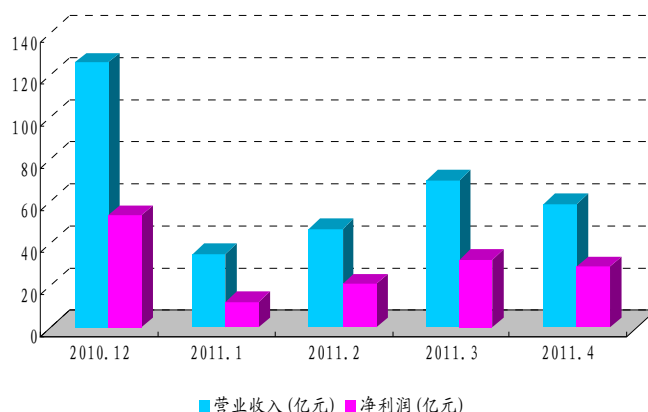
从月度经营数据看, 随着春节前后 A 股市场有所回暖, 成交量也有所增加, 1-3 月市场成交量环比呈现增长态势, 再加上新股发行稳步推进及再融资的加速, 保证了券商业绩环比稳步增长, 2、3 月份净利环比增幅分别为 72.60%、54.63%; 4 月份, A 股市场冲高回落, 尽管上证综指跌幅不到 1%, 但中小板指数、创业板指数当月跌幅分别为 5.43%、9.48%, 很大程度上拖累自营投资收益, 而市场成交也有所萎缩, 经纪业务收入有所下滑, 使得 4 月份盈利下滑显著、环比下滑 9.99%, 除山西证券、中信证券业绩环比增长外, 其余 13 家均出现下滑, 且大小券商业绩分化现象凸显, 大券商业绩相对较为稳定, 中小券商的业绩变化则较大、相互间差异也较大, 如东北证券净利环比大幅下滑 90%, 山西证券则环比大幅增长 104.35%。

图 1: 上市券商季度经营情况 (2010-2011Q1)



资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

图 2: 上市券商月度经营情况 (2010.12-2011.4)



资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

业务及管理费压力大。1 季度, 15 家上市券商发生的业务及管理费合计 75.24 亿元、同比增长 9.21%, 在营业收入中的占比由去年同期的 40.25% 提升至 42.73%、较之 2010 年底的 41.76% 也有所提高, 国金证券等中小券商的费用增幅远超大券商。从环比看, 1 季度业务及管理费环比大幅减少 46.68%, 可能是多数上市券商在去年 4 季度计提奖金致使基数较高所致, 但我们认为这种下滑趋势不具备持续性, 主要是创新业务加速发展、传统业务放松管制都将使得券商业务及管理费呈现增长态势。

图 3: 2011 年 1 季度, 上市券商业务及管理费情况

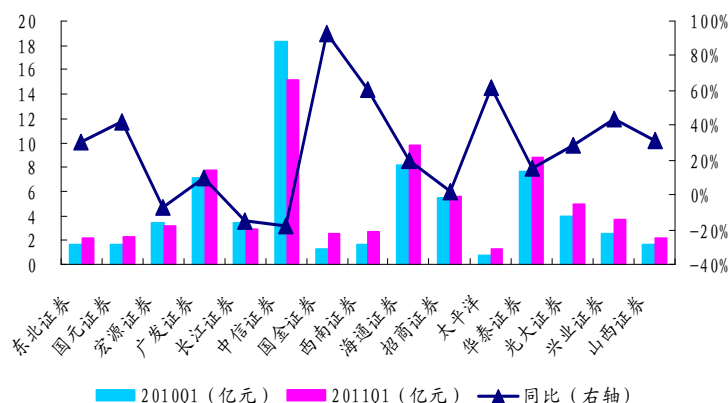
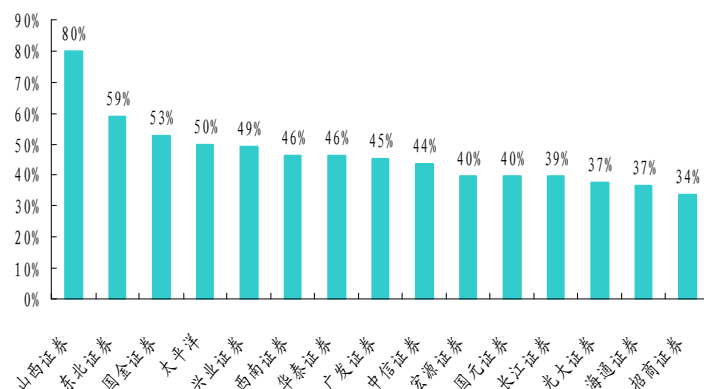


图 4: 上市券商 2011 年 1 季度业务及管理费的收入占比情况



资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

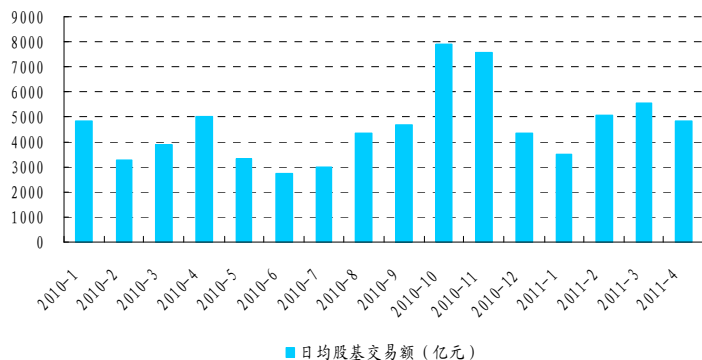
1.2 主营业务情况

1.2.1 经纪业务——市场份额基本持平但佣金率仍有所下滑

2011 年 1 季度, 15 家上市券商合计实现经纪业务净收入 77.26 亿元, 较之去年同期减少 18.81%, 主要是受佣金率下滑影响所致, 其中: 1 季度实现股基交易额 95865.11 亿元, 同比增长 4.37%; 而佣金率水平较之去年同期大幅下滑 22.43%。从季度环比来看, 1 季度 15 家上市券商实现的经纪业务收入较之去年 4 季度大幅下滑 39.33%, 一方面是 2010 年 10 月份市场持续回暖带动了成交量的大幅提升, 使得 2010 年四季度成交额基数较高, 另一方面是佣金率在 1 季度延续了进一步下滑的态势, 截至 1 季度末, 上市券商平均佣金率水平为 0.0806%, 同比下滑 22.43%, 较之 2010 年 0.0985% 平均水平仍下滑 18.17%。以股基交易额为衡量标准, 截至 3 月底, 15 家上市券商实现经纪业务实现份额 35.15%, 与 2010 年底 35.04% (剔除中信建投和广发华福经纪业务市场份额影响) 市场份额基本持平。

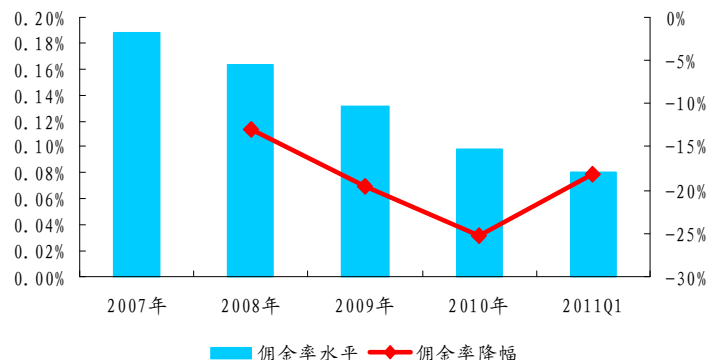
佣金率下滑仍在继续。继 2010 年券商“跑马圈地”加速营业网点扩张后, 1 季度营业网点增加仍在继续, 据伟海证券精英网数据显示, 1 季度券商营业网点增加近 100 家。在营业网点继续增加的情况下, 经纪业务价格战也尚未停息, 2009 年下半年以来佣金率下滑趋势仍在今年 1 季度延续, 截至 1 季度末, 上市券商平均佣金率水平为 0.0806%, 其中兴业证券 1 季度末平均佣金率为 0.0536%、接近经纪业务成本线, 未来下滑的空间较有限。

图 5: A 股市场日均股基交易额情况 (2010.1-2011.4)



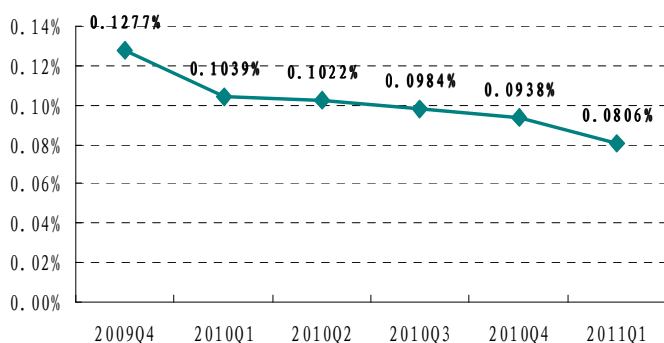
资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网

图 6: 行业佣金率变化情况



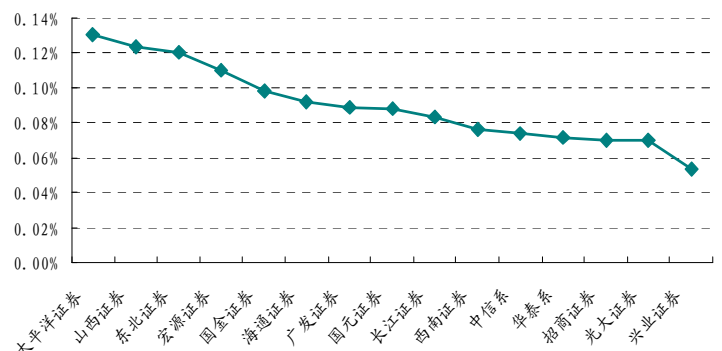
资料来源: 中原证券研究所, 中国证券业协会, 伟海证券精英网

图 7: 行业季度平均佣金率水平



资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网, 公司财务报表

图 8: 2011 年 1 季度末上市券商佣金率情况



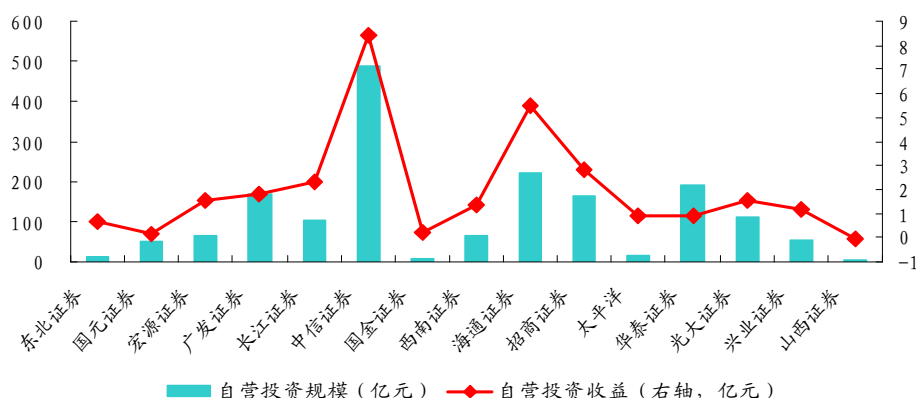
资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网, 公司财务报表

1.2.2 自营业务——业绩较稳健, 季度规模有所减少

2011 年 1 季度, 15 家上市券商合计实现证券自营投资收益 (扣除投资联营企业所获收益后的投资收益+公允价值) 29.31 亿元, 较之去年同期增加 62.38%, 除山西证券外, 其余 14 家均实现了盈利, 其中: 光大证券自营投资收益由去年同期的亏损 1.83 亿元转为盈利 1.55 亿元, 而山西证券则由去年同期盈利 0.12 亿元转为亏损 0.03 亿元。从环比来看, 扣除去年 4 季度中信建投和广发华福股权转让的一次性收益, 1 季度自营投资收益环比大幅减少 56.36%, 其中太平洋、宏源证券和海通证券环比增长较多, 长江证券和兴业证券自营收益环比分别增长 32.2%、22.11%, 其余 10 家券商自营收益环比均出现下滑。

从投资规模来看, 截至 3 月底, 15 家上市券商持有金融资产规模 (可供出售+交易性金融资产) 合计达 1722.14 亿元, 较之 2010 年底的 1761.39 亿元减少了 39.25 亿元。

图 9：2011 年 1 季度上市券商自营投资收益情况



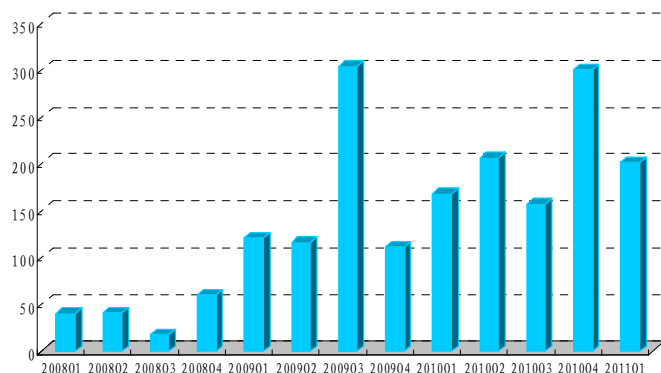
资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

1.2.3 资产管理业务——平稳推进，发展空间大

2011 年 1 季度, 15 家上市券商合计实现资产管理业务净收入 4.93 亿元, 较之去年同期小幅增长 0.44%, 环比下滑 30.17%。我们认为, 资管业务净收入环比下滑, 主要是受市场震荡及 1 季度部分产品到期等因素影响, 致使资产管理规模有所缩减。

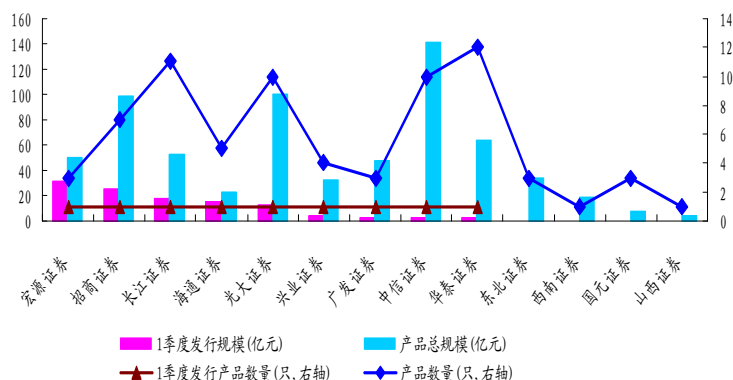
一季度共有 22 只集合理财产品设立, 合计受托管理资金 201.05 亿元, 较之去年同期增加 19.91%, 而较之去年四季度减少 33.09%, 主要原因是 2010 年 12 月集合理财产品审批发行提速, 使得 2010 年四季度产品规模基数较高。其中, 15 家上市券商合计发行集合理财产品 9 只、募集资金 112.88 亿元, 占全行业一季度所发行集合理财产品总规模的 56.15%。截至一季度末, 券商集合理财产品资产净值合计 1390.57 亿元, 较之公募基金、阳光私募而言, 券商集合理财产品规模仍偏小, 未来仍有较大的发展空间。

图 10：集合理财产品单季度成立规模 单位：亿元



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

图 11：上市券商发行集合理财产品数量及规模

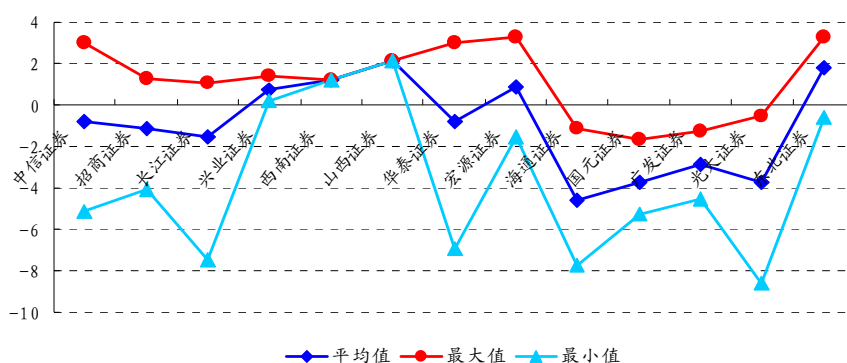


注：产品数量和规模为截至 3 月底数据

资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

从理财产品的回报率看，截至 3 月底，上市券商集合理财产品今年以来实现的平均回报率差异较大，剔除山西证券和西南证券（仅发行 1 只产品）外，仅兴业证券的集合理财产品回报率均实现了正的收益，其中海通、国元、广发和光大等 4 家券商集合理财产品回报率均为负值，而市场同期上涨 4.27%。

图 12：上市券商集合理财产品今年以来的总回报（截至 3 月底）



注：统计产品均为 2010 年及 2010 年前成立的产品

资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

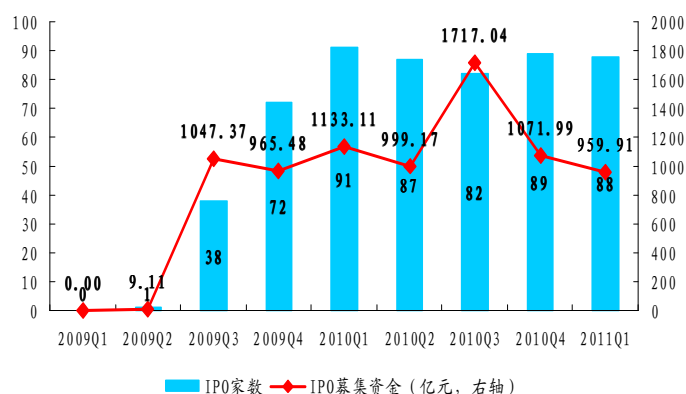
1.2.4 证券承销业务——受益资本市场持续扩容

一季度共有 88 家企业顺利完成新股发行上市，募集资金合计 959.91 亿元、较之去年同期减少 15.28%，环比也出现下滑；再融资方面，一季度共完成（股权+债权）再融资 2967.99 亿元、较之去年同期增长 15.66%，虽然融资规模期间有所下滑，但总体呈现稳步增长的态势。

2011 年 1 季度，15 家上市券商合计实现证券承销收入 24.46 亿元，较之去年同期增长 43.96%。报告期内共完成 33 家 IPO、60 家（股权+债权）再融资的主承销项目，其中：IPO 家数 33 家、占全行业 1 季度 IPO 总数的 37.5%，IPO 承销金额 367.32 亿元、占全行业 1 季度 IPO 承销总额的 38.27%，再融资承销金额 694.13 亿元、占全行业 1 季度再融资承销金额的 23.39%。2011 年 1 季度各上市券商的投行业务表现呈现两极分化的局面，其中：国金证券最为惹眼、其证券承销收入同比增长达 2280.52%，兴业证券、光大证券等 4 家券商证券承销收入同比增长均超过 300%，而东北证券和长江证券的证券承销收入同比降幅则超过 70%。

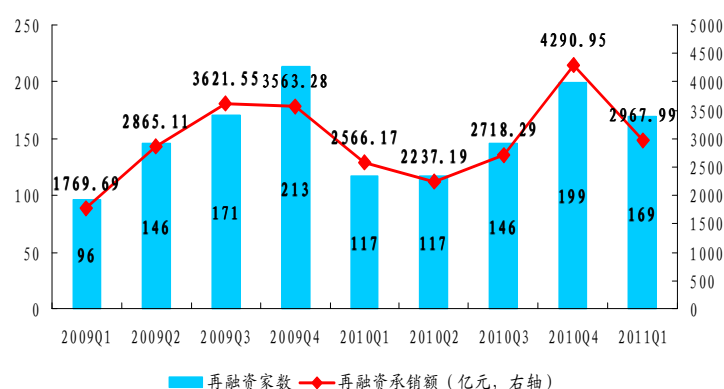
一季度共有 55 家券商在证券承销市场上有所收获，包括除东北证券以外的其余 14 家上市券商，其中：国元证券、国金证券、西南证券、华泰证券和太平洋证券等 5 家券商的证券承销收入贡献度超过了 20%。

图 13: 2009-2011Q1 的季度 IPO 发行情况



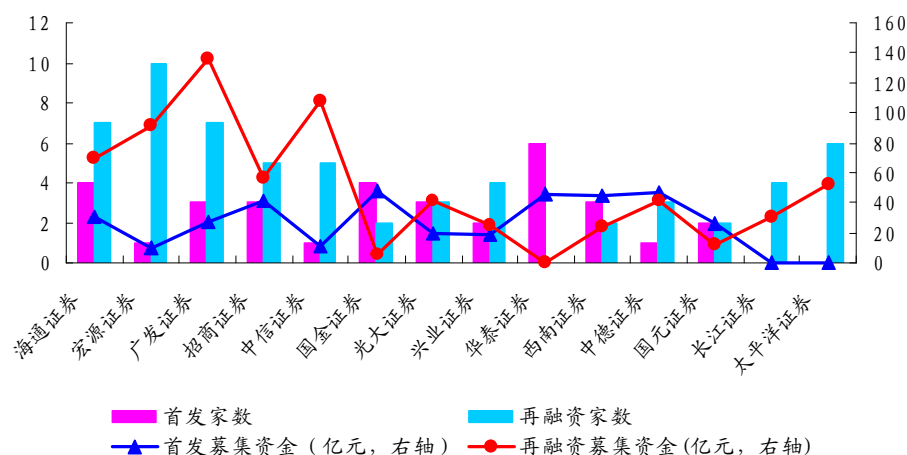
资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 14: 2009-2011Q1 的季度再融资情况



资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 15: 上市券商 2011 年 1 季度主承销的 IPO 及再融资情况



资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

1.3 小结

就盈利而言, 2011 年 1 季度券商整体业绩同比小幅下滑, 但各上市券商业绩“冰火两重天”, 经纪业务成为拖累业绩的最主要原因, 而证券承销收入和自营投资收益增长则是一季度的亮点。经纪业务收入下滑的背后则是激烈的佣金价格战, 财富管理业务已然成为未来经纪业务转型的主流方向。2010 年度证券行业所体现出的收入结构有所改善、但业务及管理费增长态势在今年 1 季度得以延续, 而佣金率下滑也仍在继续, 对此, 我们认为随着投顾服务的加强、创新业务的加快发展, 佣金率水平有望趋稳, 收入结构多元化将是未来发展趋势, 但目前业务及管理费的增长态势在 2011 年尚难以改变。

1) 收入结构趋于优化

券商“靠天吃饭”的格局由来已久，经纪业务收入也一直是证券行业最重要的收入来源、收入占比高达 60%以上。随着 2009 年下半年 IPO 的重启，尤其是中小板、创业板 IPO 发行节奏的加快，2010 年资本市场 IPO 呈现爆发式增长，券商证券承销业务大幅增长，对营业收入的贡献度也有所提升；2011 年 1 季度，资本市场持续扩容，新股发行节奏稳步推进，再融资规模也呈现稳步增长态势，再加上直投项目陆续“开花结果”，证券承销业务持续向好，使得券商原先严重依赖于证券经纪业务的收入结构逐步趋于改善。虽然经纪业务仍是券商营业收入的主要贡献力量、但其贡献率逐年下降，而未来随着各项创新业务的发展，收入结构有望更多元化。

图 16：2011 年 1 季度，上市券商传统业务收入占比情况

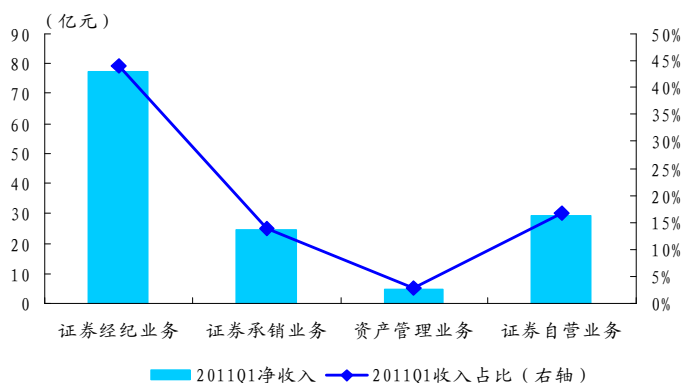
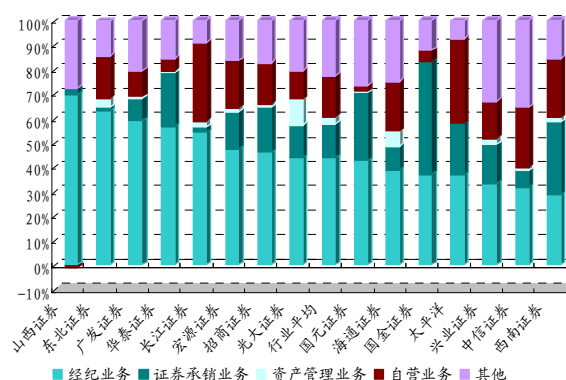


图 17：上市券商 2011 年 1 季度收入结构



资料来源：中原证券研究所，中国证券业协会

资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

2) 业务及管理费增长态势尚难以改变

作为资本市场的“创新元年”，融资融券、股指期货等各项创新业务在 2010 年相继推出，行业相应的业务及管理费规模增长也较快，而这种增长态势在 2011 年 1 季度得以持续、且费用的收入占比有提升的趋势，影响行业的利润率水平。对此，我们认为业务及管理费增长的态势在 2011 年尚难以改变，一方面是监管层对券商传统业务的管制有所放松，如资管业务拟由审批制改为事前告知备案制，另一方面是在“十二五”规划等多项政策指引下，新三板、直投等诸多新业务将加速发展，两者都将使得券商 2011 年处于快速的发展机遇期，相应的业务及管理费也将持续保持稳步增长态势。

3) 佣金率下滑态势尚未结束，投顾服务任重道远

2010 年证券行业经历了白热化的佣金战，券商经纪业务佣金率大幅下滑近 30%，监管层针对性的出台了《佣金管理办法》来遏制恶性竞争，各地也纷纷出台了相应的佣金行政指导线来规范当地竞争秩序。但从一季度情况看，目前佣金率下滑的趋势尚未结束，截至 1 季度末，上市券商平均佣金率水平较之 2010 年的平均水平仍下滑近 20%，且开始有券商佣金率水平接近经纪业务成本线的情况出现，但我们认为其中更多的是券商主动降佣抢占份额所致，但这也让我们不得不思考佣金规范对券商发展带来的影响。长期来

看，佣金管理办法等行政手段将在一定程度上抑制佣金率加速下滑的态势，也会迫使券商加大业务转型、提高增值服务力度，进而达到稳定佣金费率的作用。

就目前而言，佣金率下滑态势尚未结束，券商经纪业务转型提速势在必行，如何提高综合服务能力、通过加强研究咨询及其他差异化增值服务等获得客户认可，进而维持市场份额是未来业务竞争的方向。目前“试水”的财富管理业务已成为经纪业务转型的主流方向，而投顾人员数量和服务质量正是经纪业务能否成功转型、盈利模式能否优化的关键。

2. 2011 年 1-5 月券商板块市场表现及估值概况

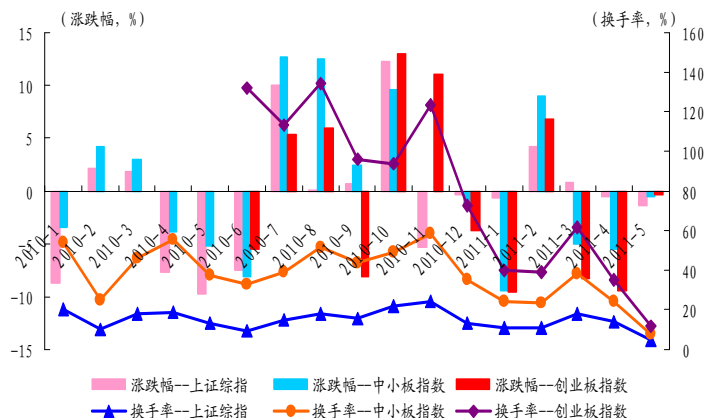
2.1 A 股市场运行概况

市场整体呈现震荡走势。进入 2011 年，受通胀扩散、市场流动性收紧等因素影响，上证综指在 2800 点左右盘整两周后失守开始向下调整，创下了阶段性低点 2661.45 点；随着 1 月 CPI 数据公布，同比上涨 4.9%、低于市场普遍预期，上证综指一路上行，而此后受利比亚局势、日本地震、央行公开市场操作等多因素影响，上证综指则呈现震荡上行态势；进入 4 月后，随着年报、一季报的不断披露，受上市公司（尤其是中小板、创业板）业绩低于预期、通胀压力未减、经济增速放缓等因素影响，上证综指开始回调，整体呈现冲高回落态势。

板块表现“冰火两重天”。从 23 个申万一级行业 2011 年度表现来看，各大行业板块表现“冰火两重天”，图 19 数据显示，黑色金属、房地产等强周期性行业本年度表现好于医药生物等消费类防御行业；而大盘股与中小板、创业板股票的表现也发生了结构性变化，高估值、小盘股表现弱于低估值、大盘股。2011 年以来，我国经济运行总体较为平稳，业绩增长明确、低估值的大盘蓝筹股逐渐获得市场的认同，市场热点逐渐从去年 4 季度的小盘股切换到大盘股，截至 5 月 13 日收盘，上证综指报收于 2871.03 点、期间上涨 2.24%，而中小板 100 指数报收 6016.50 点、期间下跌 11.90%，创业板指数报收 909.77 点、期间大幅下跌 20.03%，小盘股表现惨淡。

市场观望情绪浓厚。从反应交易活跃度的换手率来看，上证综指、中小板指数和创业板指数 2011 年以来的换手率均呈现大幅回落态势、较之去年四季度大幅回落，剔除交易日的影响，截至 5 月 13 日，中小板指数和创业板指数的换手率已达最低水平，显示了震荡行情中，投资者观望情绪浓厚。

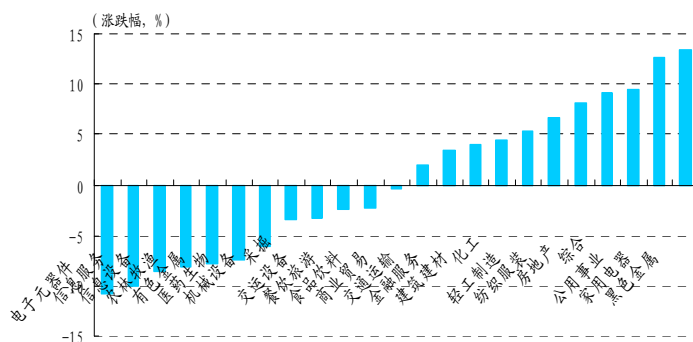
图 18: A 股市场主要指数的涨跌幅及换手率情况



注：2011年5月数据截至5月13日

资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 19: 申万一级行业指数 2011 年度涨跌幅



注：数据截至5月13日

资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

2.2 券商板块整体表现及估值情况

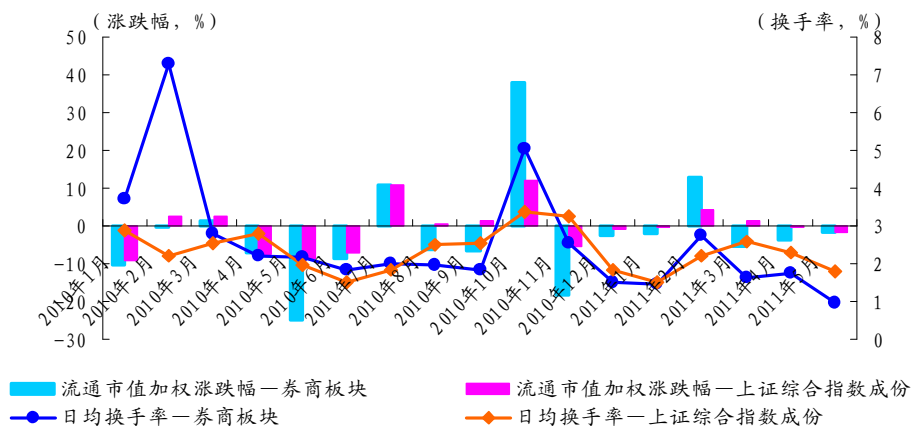
板块整体走势弱于同期大盘，换手率下滑至最低水平。虽然券商板块 2010 年 7 月、10 月的涨幅超越同期大盘，但 2010 年板块整体走势仍弱于同期大盘，而 2011 年以来，券商板块的整体走势则延续了 2010 年弱于同期大盘的运行趋势，在本年度近 5 个月的时间内，仅在 2 月份实现上涨且涨幅大幅超越同期大盘，截至 5 月 13 日，15 只券商股按流通股加权平均计算的年内涨幅为-0.73%，而同期上证综指的涨幅为 2.57%。

从反映交易活跃度的区间日均换手率来看,券商板块的月度日均换手率也逐渐下滑至 5 月的 0.97%、低于 2010 年全年的最低水平 1.49%,交易活跃度明显下滑、且下滑幅度远超于同期上证综指。

板块估值低于历史均值但远高于上证综指。从估值水平来看，截至 5 月 13 日，券商板块的市盈率水平（TTM，整体法）为 20 倍、低于板块估值历史均值 28 倍，这意味着券商板块估值水平仍存在上涨的可能性，但目前板块估值远高于同期上证综指成份股 15.14 倍和沪深 300 成份股 13.92 倍的市盈率水平。

纵观券商板块与上证综指 2009 年至今的走势，券商板块表现出明显的周期性行业特征，“上证综指下跌，板块也下跌甚至跌幅远超同期上证综指；上证综指上涨，券商板块则不一定上涨”，而券商的业绩又与市场行情高度相关，A 股市场上涨、成交量放大均提升了市场对券商经纪、自营业务收入的预期，券商板块曾一度成为市场风向标之一。但从日均换手率来看，2010 年 8 月以来，除了 2010 年 10 月、2011 年 2 月板块涨幅远超同期大盘、板块换手率也高于上证综指，其余月份的板块日均换手率均低于同期上证综指。

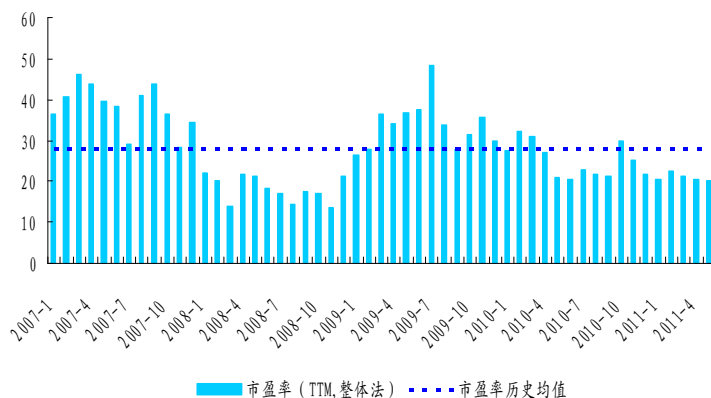
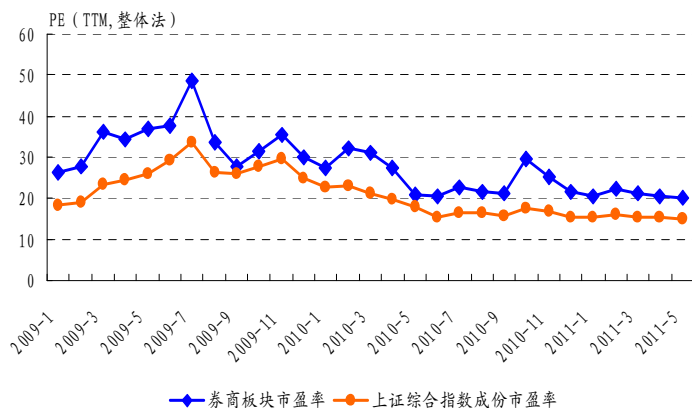
图 20: 券商板块与上证综指月度涨跌幅、换手率比较 (2010.1-2011.5)



注: 2011 年 5 月数据截至 5 月 13 日

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 21: 券商板块与上证综指月末市盈率比较 (2009.1-2011.5) 图 22: 券商板块目前估值低于历史均值



注: 2011 年 5 月数据截至 5 月 13 日

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

资料来源: 中原证券研究所, Wind 资讯

2.3 券商个股表现情况

截至 2011 年 5 月 13 日, 本年度券商板块整体走势弱于同期大盘, 但表 1 中数据显示, 上市券商个股之间表现迥异, 大小券商之间差异也较大。

作为区域性券商, 虽然兴业证券实力与大券商相比仍存在一定的差距, 但公司佣金率水平最低、资管业务特色等诸多特点, 使得其上市以来市场关注度较高, 期间实现上涨 4.94%、领涨整个券商板块, 日均换手率也最高; 作为行业龙头, 中信证券各项业务均走在行业转型的前列, 期间上涨 4.05%、位居涨幅第三, 领涨大券商; 而广发证券, 因受增发等因素影响期间下跌 36%, 位居券商板块下跌幅度之首; 山西证券期间下跌 17.35%、位居跌幅第二位。

表 1: 截至 2011 年 5 月 13 日, 上市券商的年度市场表现情况

	收盘价 (元)	区间涨 跌幅(%)	区间日均换 手率(%)	区间振幅 (%)	PE (TTM)	PB	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
中信证券	13.10	4.05	1.05	31.77	11.66	1.81	1302.89	1291.10
海通证券	9.22	-4.36	0.68	20.44	19.65	1.66	758.61	758.61
光大证券	14.56	-2.61	0.99	17.39	20.56	2.14	497.66	159.14
招商证券	18.20	-4.01	0.31	15.88	20.13	2.63	652.55	343.78
华泰证券	13.37	-2.55	1.41	19.61	22.73	2.23	748.72	236.85
广发证券	34.01	-36.00	2.73	44.32	22.30	4.27	852.65	263.56
长江证券	11.24	-0.53	1.01	30.35	22.15	2.16	266.53	266.52
宏源证券	16.99	1.49	0.73	22.76	20.26	3.25	248.26	248.25
东北证券	20.83	-5.65	0.63	20.68	30.90	3.78	133.17	133.16
国元证券	11.94	-0.23	0.60	18.92	25.59	1.53	234.51	234.51
国金证券	15.26	4.38	0.63	23.94	30.18	4.82	152.64	152.64
西南证券	11.87	2.06	1.33	17.28	28.35	2.41	275.69	45.03
太平洋	11.00	1.29	0.32	18.51	73.58	8.06	165.36	163.27
兴业证券	17.00	4.94	8.38	46.05	45.15	4.35	374.00	44.71
山西证券	10.05	-17.35	5.29	22.62	58.08	3.88	241.18	40.18

注: 市盈率 PE (TTM) 以最近四个季度每股盈利计算的市盈率; 收盘价采取前复权方式
 资料来源: 中原证券研究所, Wind 资讯

3. 2011 年下半年证券行业运行趋势判断

3.1 行业运行环境

3.1.1 市场环境

保证价格稳定和做好房地产调控是今年经济和社会的工作重点, 但从目前来看, 通胀压力尚未减弱, 房地产调控效果也不显著, 这表明了至少下半年仍存在通胀和房地产调控的压力, 且目前经济增速放缓的现象也受市场担忧; 从资金面看, 下半年面临到期的央票合计为 8630 亿元、不及上半年到期总数的 25%, 下半年限售股解禁的市值近 8000 亿元, 两者基本相当, 但在市场通胀担忧犹存的情况下, 央行是否会通过提高存准率等工具来调整市场流动性俨然成了市场关注的焦点, 这将对市场的资金面形成较大的考验。

我们预计下半年市场整体以震荡走势为主, 谨慎乐观, 上证综指主要运行区间为 2600 点-3200 点。

3.1.2 行业政策环境

在我国经济结构转型的重要时期, 资本市场在产业规划落实、中小企业转型、资源优化配置等方面均起着至关重要的作用。作为“十二五”的开局之年, 在“十二五”规划对资本市场的期望和展望——“显著提高直接融资比重、积极发展债券市场”的政策指引下, 资本市场的持续快速扩容成为必

然趋势，作为资本市场的重要中介，证券行业的战略地位明显提升，发展环境也持续改善；而新三板扩容、集合理财产品有望逐步由审批制向事前告知备案制过渡、融资融券业务有望转常规化等多项政策，都将不断推动证券公司各项业务的发展，优化收入结构，保证其持续稳健经营。总体而言，下半年，证券行业的政策环境将持续改善，原先制约创新业务全面发展的诸多因素将有望在下半年逐步得以解决。

资本市场持续扩容可期：“十二五”规划对资本市场直接融资提出要求，这从 2011 年以来的新股发行和再融资情况得以验证，继 2009 年下半年 IPO 重启以来 IPO 市场规模爆发式增长后，本年度新股发行节奏稳步推进，再融资规模也呈现稳步增长态势。企业扩大再生产以及业务发展都需要资金支持，尤其是进行资本运作、并购重组等，在我国目前尚不完善的投融资体系下，企业靠自身实现资金积累较为困难，而在稳健的货币政策下，银行信贷趋紧，再加上贷款利率的普遍提高，企业贷款成本随之增加，通过资本市场筹措资金成为大势所趋，我们预计在信贷管控严格、信贷资金趋紧的情况下，2011 年资本市场持续扩容依然可期。在此前《证券行业迎来发展新机遇》报告中我们曾对资本市场直接融资规模进行判断，结合“十二五”期间加大直接融资力度，我们预计 2011 年全年将实现首发上市 400 家左右，按照平均每家公司首发募资规模 12 亿元的假设，则 IPO 市场的募集资金规模将达 4800 亿元；预计新增（股权+债权）再融资家数 600 家左右，按照股权每家募资 30 亿元、债权每家募资 25 亿元的假设，2011 年再融资的募集资金规模将达 16000 亿元；预计 2011 年资本市场融资规模较之 2010 年提升约 20%。

融资融券扩容即将启航：截至目前具备融资融券试点资格的券商仅 25 家、占全行业券商总数的 23.58%，且融资融券市场规模虽已达 250 亿元、但占资格券商净资本总和的 10% 不到，规模仍偏小，资格券商门槛、标的证券少等因素均约束了其业务发展。2011 年初证券监管工作会议将“融资融券业务转常规，并适时推出转融通”作为今年部署的重点工作之一，为融资融券业务的发展提供了政策契机。随着融资融券业务的常规化，业务资格的门槛将逐步降低，将会有更多的券商参与进来，再加上后续转融通等配套机制推出，市场规模将有望进一步扩大，将改善证券公司的利润来源及盈利模式。虽目前业务常规化、转融通等相关制度尚未出台，试点资格券商范围也尚未扩大，但据综合媒体报道 ETF 纳入融资融券标的事宜已获批，尽管目前满足融资融券标的要求的 ETF 产品仅 12 只、不到产品总数的一半，但从中我们确实看到了融资融券标的扩容的迹象，或将预示着融资融券扩容的启航，而随着融资融券标的证券的扩容，再加上转融通机制、业务常规化的推出，融资融券业务将迎来爆发性增长。

新三板扩容呼之欲出：自创业板推出以来，场外交易市场的建议即提上议事日程，而作为国内场外交易市场的重要组成部分之一以及高新技术企业股份转让的重要场所之一，“新三板”市场的发展受市场各方高度关注，2011 年以来“新三板扩容”也在诸多报道中频繁出现，尤其是两会前后。目前所谓的“新三板”市场还仅限于中关村园区，且园区企业挂牌率不及 1%，这主要是作为一项新业务，新三板市场配套机制尚不完善，企业在新三板市场挂牌对其未来 IPO 没有实质性作用，导致企业挂牌积极性普遍不高。近几个月来，新三板扩容似乎没有多少实质性进展，新三板扩容的具体细则如后续试

点范围、做市商、转板等相关制度迟迟未明确，让人感觉可望不可及，对此，我们认为新三板扩容的速度和进展确实略低于此前预期，但年内扩容毋庸置疑、且第三季度推出试点范围及相关制度是大概率事件。

3.2 行业各项业务情况

3.2.1 经纪业务：佣金率下滑趋缓，成交量环比持平

2010 年激烈的券商佣金战使得行业佣金率水平大幅下滑，而佣金率的下滑趋势在今年 1 季度尚未结束、但降幅环比趋缓，且有券商佣金率水平接近经纪业务成本线的现象出现，对此，我们认为 1 季度佣金下滑的原因可能不仅仅是单纯的价格战导致的被动降佣，而更多的是券商“主动降佣”战略所致。随着融资融券、新三板等创新业务的推进，将一定程度上缓解佣金率下滑给经纪业务带来的影响，而投顾、差异化增值服务的加强某种程度上也能平缓佣金率下滑，我们预计佣金率下滑趋势将在下半年明显趋缓。从成交量来看，基于对下半年市场走势的判断，我们预计下半年市场成交量或将与上半年基本持平、但小于去年同期成交量，维持对 2011 年全年日均成交额 2400 亿元的判断。

基于上述对下半年市场成交量及佣金率的分析，我们预计下半年经纪业务收入将在 440 亿元左右、低于去年同期但与上半年基本持平。

3.2.2 自营业务：趋于谨慎

我们对下半年市场走势的看法偏于谨慎乐观，但对自营投资收益是否同样谨慎乐观尚难以下定论，这一方面取决于市场投资环境，另一方面也与公司操作思路有关。考虑到券商自营业务开始积极参与股指期货套保交易，这一定程度上平缓自营投资收益的波动性，再加上自营投资趋于谨慎，我们预计下半年自营投资收益整体将于上半年持平。

3.2.3 投行业务：受益扩容，收益可期

基于我们对资本市场持续扩容可期的判断，我们认为下半年 IPO 发行速度不会有太大变化、保持平稳发行，而再融资也将继续保持稳步增长态势。结合目前发行节奏，我们预计下半年 IPO 家数将达 200 家、募集资金规模约 2400 亿元，新增的再融资家数约 300 家、募集资金规模 8000 亿元左右。基于对下半年 IPO、再融资规模的判断，我们预计下半年全行业证券承销实现收入合计 170-180 亿元、略好于上半年，而与去年同期基本相当。

3.2.4 资管业务：稳步推进

资管业务面临着发展契机——集合理财产品拟由审批制向事前告知备案制过渡，券商可根据市场情况自主决定产品发行情况，集合理财产品发行将稳步推进。截至 5 月 13 日，本年度共发行 31 只产品、募资规模近 300 亿元。我们预计下半年集合理财产品发行仍将平稳有序推进，新增募资规模保持在 400 亿元左右，不考虑期间产品到期和申购赎回带来的资产净值变化，预计下半年全行业资产管理业务（不含基金管理）实现收入合计 10 亿元。

3.2.5 创新业务：业务扩容即将启航

结合我们对行业政策环境的分析，我们预计融资融券常态化、新三板扩容都将陆续于下半年正式启航，随着业务规模的不断扩大，融资融券、新三板业务贡献的收入将有效缓解经纪业务佣金率下滑带来的影响，新三板扩容也有助于为公司增加直投业务的投资标的。不考虑做市商制度的影响，预计2011年全年融资融券业务贡献收入25亿元左右，新三板业务贡献收入5亿元左右。直投业务方面，不少券商直投子公司如金石投资、海通开元等的直投项目也陆续进入收获期，我们预计下半年直投业务或将成为全行业的经营亮点，高回报的兑现将大幅增厚券商业绩。

基于上述对各大业务的分析，我们预计下半年行业经营业绩与上半年基本相当，较之去年同期有所下滑。

4. 下半年行业投资思路及投资策略

4.1 证券行业投资策略

就市场环境而言，下半年仍存在通胀和房地产调控的压力，且目前经济增速放缓的现象也受市场担忧，我们预计下半年市场难以出现单边牛市的行情，整体仍以震荡走势为主。

就行业政策而言，下半年资本市场持续扩容可期，虽然创新业务进度略低于预期，但我们认为融资融券常态化和新三板扩容也有望于下半年启航。

就业务发展而言，我们预期下半年的市场成交量或与上半年基本持平，在佣金率下滑趋缓的趋势下，经纪业务收入有望趋稳，投行业务受益于资本市场直接融资规模的扩大而稳步发展，集合理财产品发行稳步推进，而直投项目也陆续步入收获期，但对于自营业务我们谨慎乐观，我们预计证券行业下半年整体业绩将呈现“环比持平、同比下滑”态势，2011年行业全年业绩有望与去年持平或小幅下滑，但收入结构将趋于优化。

总体而言，证券行业2011年下半年政策环境持续向好，尤其是创新业务扩容的启航，创新业务的加速发展将一定程度缓解佣金率下滑对业绩的影响，但今年业绩贡献较为有限，下半年行业整体业绩难言乐观，我们维持行业“同步大市”的投资评级，但不排除期间存在的交易性机会，尤其是创新业务一旦推出或将成为板块股价表现的催化剂。

4.2 证券行业选股思路

基于前述对下半年市场环境、行业政策以及业务等各方面的分析，我们认为在下半年市场出现单边牛市的可能性不大，整体以震荡走势为主，而证券行业整体业绩也无明显亮点的背景下，选择业绩相对有保障的大券商、具有并购重组概念的个股则是较好的投资标的。

4.2.1 选股思路之一——业绩相对有保障的大券商

传统业务收入有保障：目前经纪业务佣金率下滑趋势尚未结束，但已逐步企稳，大券商的绝对佣金率水平普遍低于中小券商，且具有营业网点多、市场份额高等优势，即使未来佣金价格战转为营业网点之战，大券商也有望通过营业网点数量增加获得更多市场份额，从而保证其经纪业务收入；大券商在自营业务中采用股指期货套保交易等创新措施，既平缓自营投资收益的波动性，也使其自营投资收益的可预见性高于中小券商；大券商在投行项目方面的承揽能力也强于中小券商，长期有利于保障投行业务的收益。

创新业务优势：各项创新业务都需要获得资格才能开展相关业务，资格获批的基本条件都少不了净资产这项指标，且融资融券、直投等创新业务大多具有资本密集型特征，如直投项目存在 1-3 年不等的培育期等，资金投入需要一定的沉淀期，对公司的自有资金构成挑战，而大券商的资本实力普遍比中小券商要强，这就决定了大券商在创新业务方面的优势地位。

综上所述，我们认为，大券商在传统业务和创新业务均具有竞争优势，且其业绩也相对有保障，在震荡的市场环境下不失为较好的投资选择，如中信证券、广发证券、海通证券等。

4.2.2 选股思路之二——重组概念的个股

在目前佣金率下滑仍在继续、创新业务受限于净资产等行业背景下，若券商难以依靠内生式增长来提升自身实力，那么外延式增长——整合重组则成为实现快速提升核心竞争力的较好途径，如西南证券重组国都证券，我们尚难以对重组所产生的经济效益下定论，但整体而言重组后，西南证券的经纪业务市场份额排名将由 2010 年的 40 名提升至 20 名左右，营业网点布局也将得到优化，投行、资管等多项业务均实现优势互补，重组将迅速提升公司实力。

国海证券借壳 SST 集琦的申请也于 5 月获有条件通过，后续券商借壳上市也可能会给具备重组概念的个股带来交易性的机会。

5. 风险提示

证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

6. 重点上市公司

海通证券（600837）：实力雄厚的老牌券商

增持（维持）

市场数据（2011 年 5 月 13 日）

收盘价（元）	9.22
一年内最高/最低（元）	13.14/8.78
沪深300指数	3128.09
市净率（倍）	1.66
流通市值（亿元）	758.62

基础数据（2010 年 3 月 31 日）

每股净资产（元）	5.57
每股经营现金流（元）	-0.6
净资产收益率（%）	2.56
资产负债率（%）	57.94
总股本/流通股（亿股）	82.28/82.28

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素：

作为一家老牌券商，公司资本实力强，传统业务有序推进，创新业务优势明显，维持“增持”评级。

投资要点：

- **2010 年业绩基本符合预期，2011 年 1 季度略超预期。**2010 年公司实现营业收入 97.68 亿元、同比减少 1.73%，归属上市公司股东净利润 36.86 亿元、同比减少 18.95%，业绩基本符合预期。2011 年 1 季度归属于上市公司股东净利润 11.85 亿元，每股收益 0.14 元，业绩略超预期的主要原因是 1 季度公司证券承销和自营业务表现较好。
- **老牌券商，资本实力雄厚：**公司作为一家老牌券商，资本实力雄厚，截至 2010 年底，公司净资本 324.6 亿元、位居上市券商第二，在目前“净资本为王”的时代，资本实力雄厚有利于各项业务的发展，尤其是资本密集型的创新业务。
- **传统业务有序推进：**虽然 2010 年以来公司佣金率水平也大幅下滑，但公司营业网点布局全国，近几年的经纪业务市场份额也一直稳居行业前十；此外，公司证券承销业务实力也较强，尤其是项目承揽和储备能力，保证了投行业绩。
- **创新业务优势明显：**公司是第一批获得融资融券试点资格的券商之一，目前公司融资融券市场份额在上市券商中位居第一、优势明显；公司直投业务实力也居行业前列，目前已有多个投资项目上市，直投项目陆续进入收获期将夯实公司业绩。
- **拟发行 H 股：**公司拟发行不超过 10.7 亿股的 H 股，对海通开元、海通期货增资，增加运营资本，将有利于公司海外业务的发展，有利于提升公司长期竞争实力。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司 2011 年每股收益 0.50 元，对应市盈率 18.44 倍，维持“增持”评级。

	2008	2009	2010	2011E
营业收入（亿元）	70.07	99.40	97.68	105.24
增长比率（%）	-37.80	41.86	-1.73	7.74
净利润（亿元）	33.02	45.48	36.86	40.93
增长比率（%）	-39.49	37.73	-18.95	11.04
每股收益（元）	0.40	0.55	0.45	0.50
市盈率（倍）	23.05	16.76	20.49	18.44

广发证券（000776）：各项业务发展未来全面推进

增持（维持）

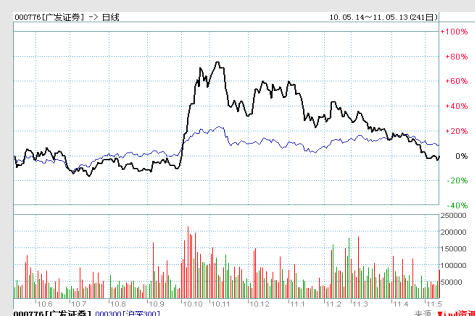
市场数据（2011 年 5 月 13 日）

收盘价（元）	34.01
一年内最高/最低（元）	63.15/27.78
沪深300指数	3128.09
市净率（倍）	4.39
流通市值（亿元）	263.58

基础数据（2010 年 3 月 31 日）

每股净资产（元）	7.74
每股经营现金流（元）	-2.22
净资产收益率（扣除摊薄，%）	20.76
资产负债率（%）	79.75
总股本/流通股（亿股）	25.07/7.75

个股相对沪深 300 指数走势



关键要素：

作为一家老牌券商，公司各项业务发展势头良好，后续再融资将有效提升公司资本实力，有利于各项业务的拓展，再加上各项创新业务的加速发展，公司未来业绩可期，维持“增持”评级。

投资要点：

- **2010 年业绩略低于预期，2011 年 1 季度基本符合预期。**2010 年公司实现营业收入 102.19 亿元、同比减少 2.4%，归属上市公司股东净利润 40.27 亿元、同比减少 14.13%，业绩略低于预期主要是经纪、自营业务收入下滑明显，而业务及管理费呈增长态势。2011 年 1 季度归属于上市公司股东净利润 6.66 亿元，每股收益 0.27 元，转让广发华福股权使得公司业绩下滑较大。
- **各项业务发展势头良好：传统业务方面**，虽然 2010 年以来公司佣金率水平也大幅下滑、但公司经纪业务市场份额稳步提升，经纪业务收入有所保证；投行业务全面快速发展。**创新业务方面**，公司是首批获得融资融券试点券商之一，目前融资融券市场份额在上市券商中位居前五；公司直投业务实力也居行业前列，截至 2010 年底广发信德已投资 27 家公司，目前已有 4 个投资项目上市，直投项目陆续进入收获期将夯实公司业绩。此外，公司持有的广发华福股权转让后，同业竞争的问题得以解决，为公司未来业务发展扫清了障碍，尤其是创新业务。
- **增发夯实公司资本实力：**截至 2010 年底，公司净资本仅 116.93 亿元，在上市券商中位居第 7，与公司作为行业龙头之一的地位不相符合，净资本规模成了公司发展的瓶颈。目前公司定向增发的方案已获证监会批准，年内有望实施，届时公司资本实力将大幅增强，有利于各项业务的发展。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司 2011 年每股收益 1.75 元（增发摊薄后 1.41 元），对应市盈率 19.43 倍，维持“增持”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入（亿元）	72.06	104.70	102.19	106.44
增长比率（%）	-57.86	45.30	-2.40	4.16
净利润（亿元）	31.52	46.90	40.27	43.80
增长比率（%）	-58.45	48.79	-14.13	8.77
每股收益（元）	1.31	1.95	1.62	1.75
市盈率（倍）	25.96	17.44	20.99	19.43

西南证券（600369）：重组提升公司核心竞争力

增持（维持）

市场数据（2011年5月13日）

收盘价（元）	11.87
一年内最高/最低（元）	16.05/10.06
沪深300指数	3128.09
市净率（倍）	2.41
流通市值（亿元）	44.99

基础数据（2010年3月31日）

每股净资产（元）	4.92
每股经营现金流（元）	-0.77
净资产收益率（扣除摊薄，%）	1.85
资产负债率（%）	46.66
总股本/流通股（亿股）	23.23/3.79

个股相对沪深300指数走势



关键要素：

公司传统业务稳步发展、创新业务有所突破，虽然业务实力较之大券商仍存在一定差距，但考虑到公司重组国都证券将实现多方面的优势互补，提升整体实力，维持“增持”评级。

投资要点：

- **2010年、2011年1季度业绩均略超预期。**2010年公司实现营业收入19.36亿元、同比减少5.67%，归属上市公司股东净利润8.05亿元、同比减少20.04%，业绩略超预期主要是4季度自营业务取得较好投资收益所致。2011年1季度归属于上市公司股东净利润2.98亿元，每股收益0.13元，公司1季度投行业务表现较好使得业绩略超预期。
- **传统业务稳步发展：**2010年公司佣金率水平大幅下滑，但经纪业务市场份额稳步提升、提升幅度在上市券商中位居第一，在佣金率下滑趋缓的背景下，经纪业务收入将有所保证；投行业务全面、稳健发展，公司还有多个IPO、再融资、债务融资及财顾项目处于实施或审核阶段，投行业绩有所保障；资管业务也在2010年成功起步，未来发展空间大。
- **创新业务有所突破：**公司目前直投、融资融券、新三板等创新业务资格均已具备，虽然短期内业绩贡献有限，但长期将改善公司收入结构，且公司2010年6月定向增发募集的60亿元将助推公司创新业务快速发展。
- **重组提升公司核心竞争力：**公司与国都证券重组后，经纪业务市场份额有望提升至近1.3%、排名由2010年的40名提升至20名左右，营业网点布局也将得到优化，投行、资管等多项业务均实现优势互补，重组将迅速提升公司实力。
- **维持“增持”评级。**不考虑重组带来的经济效益，我们预计公司2011年每股收益0.40元，对应市盈率29.68倍，估值相对较高，但考虑到公司重组国都证券将实现营业网点、业务等多方面的优势互补，提升整体实力，维持“增持”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入（亿元）	7.04	20.53	19.36	19.92
增长比率（%）	-	191.62	-5.70	2.89
净利润（亿元）	1.42	10.07	8.05	9.18
增长比率（%）	-	609.15	-20.06	14.04
每股收益（元）	0.09	0.54	0.39	0.4
市盈率（倍）	131.89	21.98	30.44	29.68

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。