

佣金率企稳 新业务增利

—— 上市证券公司半年报总结

研究结论

- **上市券商 11H1 业绩微增，略好于预期：**今年上半年，上市券商归属于母公司的净利润累计达到 131.85 亿元，同比上升 3.5%，略好于预期。不过券商间盈利差异极大，创新业务领先的大型券商净利润增速远好于以经纪业务为主的中小证券公司。归因来看，净利息收入及自营业务分别对净利润产生了 4.5% 及 10.6% 的正贡献，而佣金率同比下滑（-16.1%）及费用计提较多（8.3%）是拖累上市券商上半年业绩的主要负面因素。
- **交易额小幅攀升，二季度佣金率如期止跌：**上半年全市场股基交易额仅增长 8.3%，低于预期。由于上市券商经纪业务市占率维持稳定，因此上市券商交易量增速与行业基本一致。二季度上市证券公司佣金率终于如我们预期止跌，部分沿海券商佣金率出现小幅回升。我们判断在行业监管加强背景下，证券行业整体佣金率已达到中期底部。其中沿海地区券商由于经历了过去两年的严酷竞争，存量佣金率较低，有望维持当前佣金率水平，而内陆地区券商在佣金率方面则仍存较大压力。
- **上半年自营业务收入大幅上升：**可比券商上半年自营业务收入达 60.47 亿元，同比大幅增长 321%，占收入比重也提升至 18%。我们判断主要有两个原因：其一，尽管上半年市场下跌，但表现仍好于去年同期；其二，以中信、海通为代表的部分券商在包括直投、股指期货套期保值等创新业务上有所斩获。从弹性角度看，目前自营弹性较大的券商包括西南证券、东北证券、长江证券以及中信证券等。不过需要指出的是，随着券商资本中介业务（如直投、融资融券等）的增多，未来简单运用权益资产数额测算券商自营弹性将会存在一定误差。
- **受益加息与融资融券，利息收入增长明显：**今年上半年，16 家可比上市券商利息净收入合计达到 44 亿元，同比增长 26.3%，主要受益于加息及融资融券业务的开展。我们认为，加息是周期性影响因素，未来难以持续对券商利息收入带来促进。而伴随着标的券扩大及转融通开展，融资融券业务仍将持续提高券商的资金利用效率，进一步利好券商利息收入。
- **费用显刚性，成本收入比高企将成常态：**可比券商业务及管理费支出上半年同比增长 7.2%。成本收入比超过 50%。我们预计，在寻求差异化竞争、维持经纪业务份额及加大新业务投入的过程中，未来证券公司成本收入比仍将维持高位。能产生规模效应和协同效应、拥有良好成本控制力的券商很有可能是行业白热化竞争中的胜出者。
- **此次中报验证了我们年初以来关于行业佣金率今年有望中期见底的判断，同时创新业务开始为券商带来实质的业绩增量，而这两点恰是决定行业能产生 Alpha 的关键因素。**由于上半年交易量和市场表现未达预期，我们下调上市券商 2011 年盈利至持平。我们首推中信证券和海通证券，同时建议关注拥有较高 Beta 的国海证券和东北证券。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王鸣飞

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

行业评级

看好 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区

中国/A 股

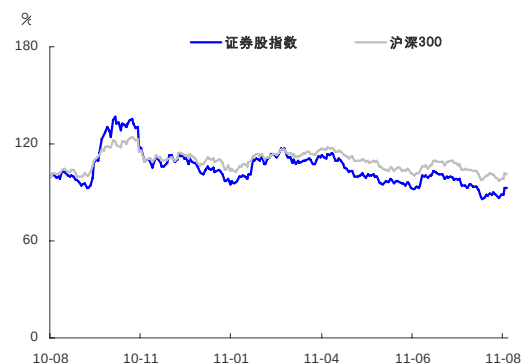
行业

证券

报告发布日期

2011 年 9 月 5 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010A	2011E	2012E	评级
中信证券	1.35	1.14	0.64	0.71	买入
海通证券	0.55	0.45	0.55	0.63	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

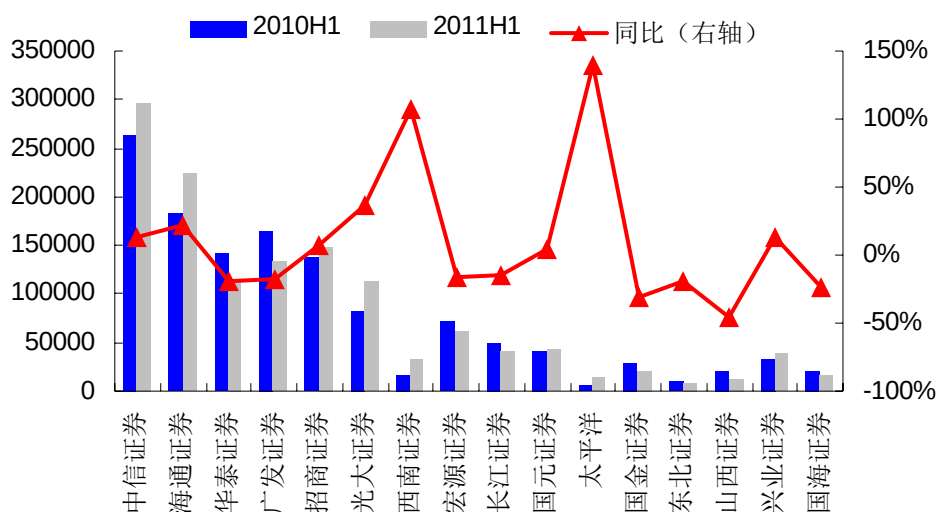
目录

受益创新业务，上市券商净利润微升	3
交易额小幅攀升，二季度佣金率如期止跌	4
全市场交易额小幅攀升，上市券商 Q2 市占率持平	4
佣金率如期止跌	6
上半年经纪业务佣金收入下滑 16%	8
东方不亮西方亮，投行业务收入微增	8
11H1 自营业务收入上升明显	10
受益加息与融资融券，利息收入增长明显	13
费用显刚性，成本收入比高企将成常态	16
投资策略	17

受益创新业务，上市券商净利润微升

截至 8 月 30 日，16 家上市证券公司 2011 年半年报已披露完毕（方正证券未披露半年报）。今年上半年，上市券商归属于母公司的净利润累计达到 131.85 亿元，同比上升 3.5%，略好于我们之前预期。

图 1 上市券商 2011 年上半年净利润情况一览



资料来源：公司公告，东方证券研究所

不过券商之间的业绩分化严重。总体看，中信证券、海通证券、光大证券等创新业务领先的券商上半年普遍实现了 10% 以上的净利增长，而以经纪业务为主的部分地区型中小券商则受制于佣金率的下滑，净利润大多出现 15% 以上的负增长。

从归因模型来看，上市券商净利润正面影响因素主要有净利息收入及自营业务，分别对净利润产生了 4.5% 及 10.6% 的正贡献。而经纪业务及业务费用则是券商净利润增长的主要阻碍因素，对上市券商的负面影响在 16.1% 和 8.3%（以上均为中位数）。

表 1 上市券商 2011 年半年度业绩同比归因分析

	中信证券	海通证券	华泰证券	广发证券	招商证券	光大证券	西南证券	宏源证券
代理买卖证券业务	-45.40%	-19.10%	-16.05%	-23.82%	-15.83%	-11.50%	-17.14%	-16.84%
证券承销业务	0.81%	4.81%	-0.56%	7.90%	5.52%	22.27%	32.03%	0.94%
资产管理业务	1.22%	5.49%	-0.09%	0.11%	1.14%	-4.43%	3.52%	-1.32%
利息净收入	5.54%	12.69%	5.27%	0.24%	4.27%	4.68%	11.51%	1.72%
自营业务	35.24%	17.02%	6.14%	4.99%	23.55%	25.53%	14.09%	-3.60%
业务费用	12.88%	7.05%	-7.08%	-9.42%	2.86%	10.02%	10.75%	-12.77%
其他收支	-9.94%	-4.21%	-1.55%	-0.64%	-3.49%	-12.68%	65.62%	16.22%
所得税	12.77%	-2.41%	-5.55%	2.54%	-10.23%	2.41%	-12.53%	-0.29%
净利润	13.12%	21.33%	-19.49%	-18.09%	7.79%	36.30%	107.85%	-15.94%
	长江证券	国元证券	太平洋	国金证券	东北证券	山西证券	兴业证券	国海证券
代理买卖证券业务	-11.62%	-16.39%	-16.91%	-11.61%	-15.30%	-10.80%	-16.16%	-4.99%
证券承销业务	0.61%	14.33%	24.54%	-16.33%	-7.31%	-9.45%	24.72%	10.98%
资产管理业务	2.29%	0.55%	0%	0%	2.95%	0.31%	1.95%	-0.16%
利息净收入	0.95%	5.51%	1.48%	5.74%	0.60%	15.74%	2.21%	-5.25%
自营业务	-3.84%	6.46%	80.20%	7.06%	30.81%	-6.57%	22.75%	-0.78%
业务费用	-14.49%	-13.57%	89.79%	-21.98%	-36.73%	-40.50%	7.79%	-13.72%
其他收支	6.11%	7.41%	6.04%	6.47%	6.34%	4.61%	-31.01%	-5.94%
所得税	4.56%	-0.09%	-45.69%	0.00%	-0.85%	1.81%	1.29%	-3.42%
净利润	-15.43%	4.21%	139.45%	-30.65%	-19.50%	-44.86%	13.54%	-23.28%

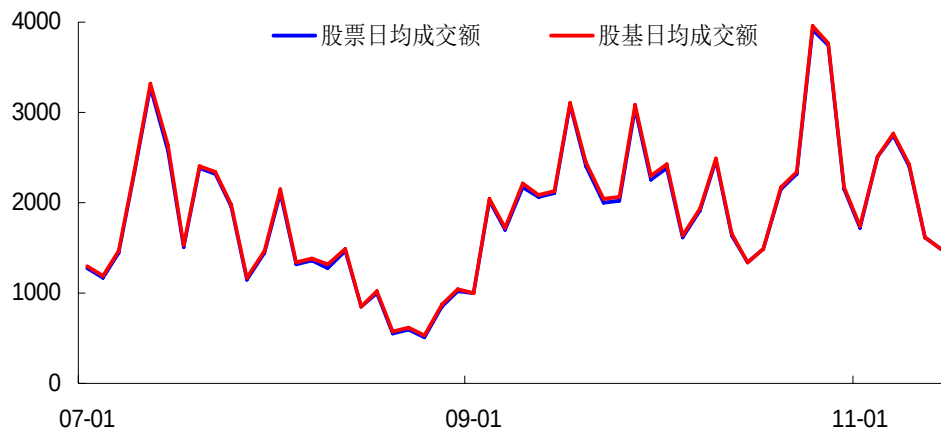
资料来源：公司公告，东方证券研究所

交易额小幅攀升，二季度佣金率如期止跌

全市场交易额小幅攀升，上市券商 Q2 市占率持平

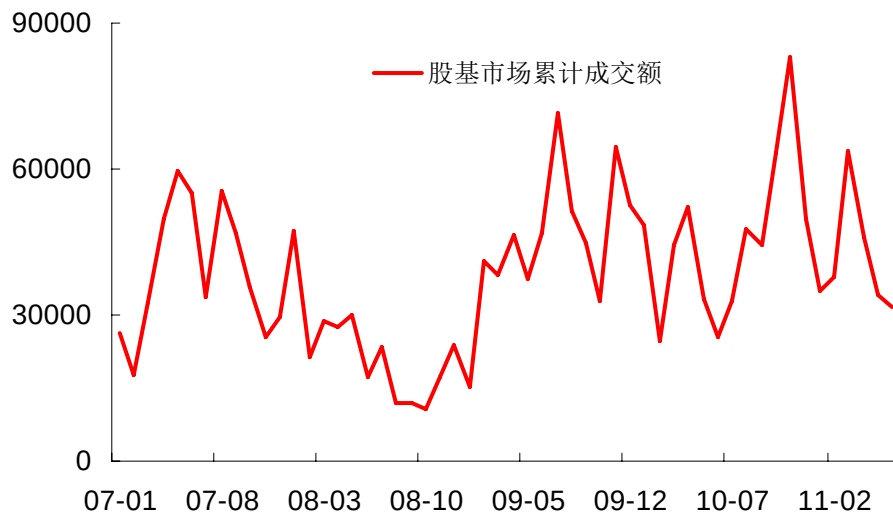
今年上半年全市场股基累计成交额达 248017 亿元，同比小幅增长 8.3%。上半年日均成交额为 2084 亿元，低于我们全年 2700 亿元的全年预期，主要是由于上半年市场表现疲弱，成交萎靡所致。目前我们维持下半年全市场 2700 亿元日均股基成交额的假设，全年两市股基成交额下调至 58.28 万亿元，较 2010 年上升 6%左右。

图 2 全市场股基日均成交额



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 3 股基市场累计成交额

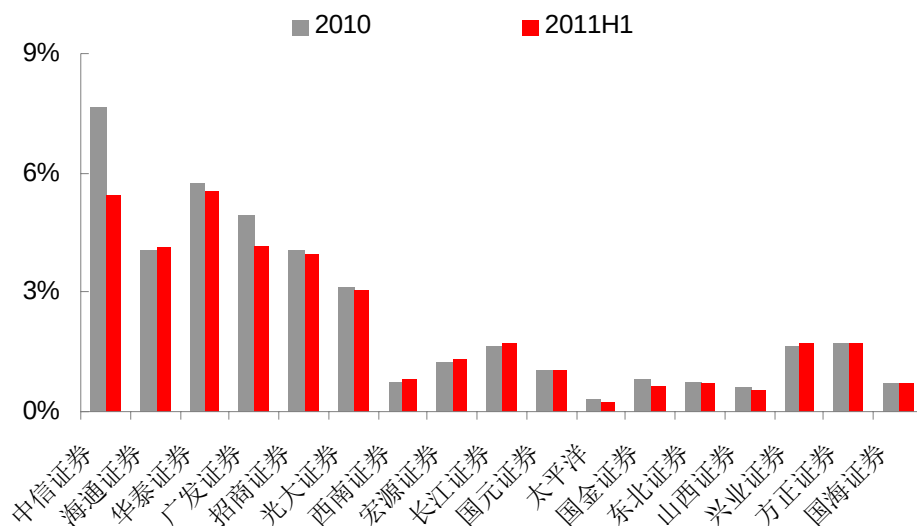


资料来源：WIND，东方证券研究所

无论从整体还是个别来看，二季度上市券商经纪业务集中度保持稳定。上半年 17 家上市券商市场份额合计为 37.6%。上市券商中份额最高的依次为华泰证券（5.52%）、中信证券（5.44%）及广发证券（4.16%）。

今年二季度，上市证券公司经纪业务市占率单季变化幅度多在 1-2 个百分点内，或许意味着在监管加强及优质券商加大差异化服务背景下，券商市场份额也同步出现企稳之势。当然这仍需要更多期的数据才能验证。

图 4 上市券商上半年经纪业务市场份额



资料来源：WIND，东方证券研究所

佣金率如期止跌

根据此次上市券商公布的数据测算，二季度证券公司佣金率整体已止跌企稳。兴业、华泰、国金、中信等证券公司二季度佣金率环比上升。而佣金率下滑较多的券商则包括宏源、太平洋、东北证券等地区型券商。

此次上市券商的佣金率印证了我们前期两个判断。

第一，我们在前期报告中指出，随着监管加强，上市券商佣金率有望于 2 季度企稳，这一判断已成真。结合近期草根调研及与上市券商的交流，当前监管机构对佣金率的监管并未放松，我们预计三季报公布时，上市券商佣金率仍有望持稳，这对改善市场预期，同时稳定券商收入有十分重要意义。我们对证券业佣金率中期止跌持乐观态度。

表 2 上市券商佣金率变化

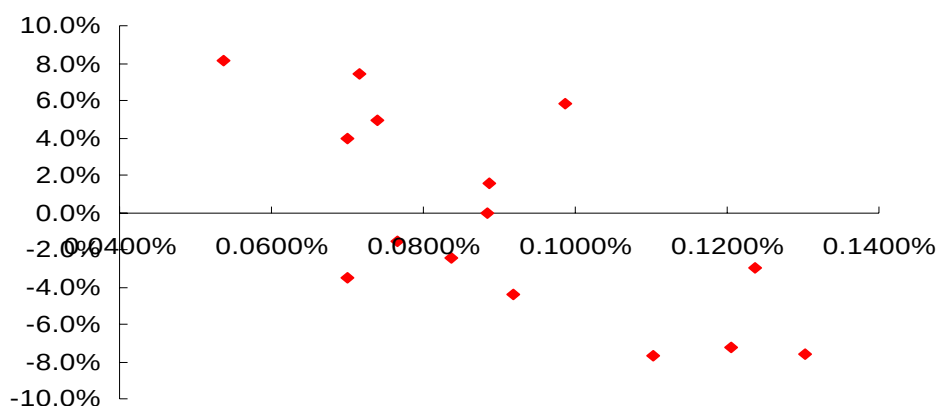
2010Q4	2011Q1	2011Q1 环比	2011Q2	2011Q2 环比
--------	--------	-----------	--------	-----------

中信证券	0.0951%	0.0740%	-22.17%	0.0776%	4.94%
海通证券	0.0945%	0.0918%	-2.82%	0.0878%	-4.43%
华泰证券	0.0861%	0.0717%	-16.74%	0.0771%	7.45%
广发证券	0.0925%	0.0887%	-4.17%	0.0900%	1.52%
招商证券	0.0722%	0.0700%	-2.98%	0.0676%	-3.50%
光大证券	0.0735%	0.0699%	-4.84%	0.0727%	3.94%
西南证券	0.0858%	0.0766%	-10.74%	0.0754%	-1.58%
宏源证券	0.1131%	0.1102%	-2.50%	0.1017%	-7.73%
长江证券	0.0803%	0.0836%	4.11%	0.0816%	-2.44%
国元证券	0.0983%	0.0883%	-10.15%	0.0883%	-0.07%
太平洋	0.1408%	0.1302%	-7.48%	0.1203%	-7.62%
国金证券	0.1037%	0.0986%	-4.91%	0.1044%	5.84%
东北证券	0.1310%	0.1204%	-8.07%	0.1117%	-7.26%
山西证券	N.A.	0.1237%	N.A.	0.1201%	-2.95%
兴业证券	0.0536%	0.0536%	-0.01%	0.0579%	8.14%

资料来源：WIND，东方证券研究所

第二，我们前期判断沿海地区券商佣金率将率先止跌，而内陆中小券商佣金率则仍有压力，这在上市券商半年报中也有明显表现。中信证券、海通证券、华泰证券、光大证券等沿海地区券商在过去两年中已经历了经纪业务过度竞争阶段，当地营业部过度饱和，存量佣金率相对较低，在监管加强背景下，这类券商佣金率率先止跌，并且至少有望维持在目前位置。而内陆地区证券公司由于原先存量佣金率较高，加之过去两年佣金率下滑速度小于沿海地区券商，因此二季度包括宏源、太平洋、东北等证券公司佣金率仍维持较快下滑。我们判断在沿海地区券商纷纷将新增网点转向这类尚未饱和的内陆地区的过程中，原本存量佣金率较高、竞争较少的中小券商佣金率仍存较大压力。

图5 存量佣金率低的沿海券商二季度佣金率多有上升

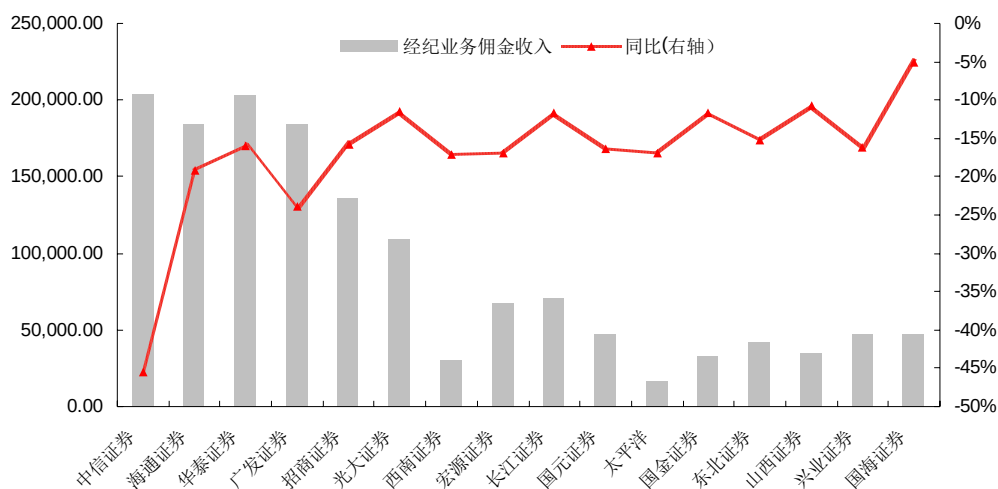


资料来源：WIND，东方证券研究所

上半年经纪业务佣金收入下滑 16%

由于存在佣金率翘尾因素，今年上半年券商经纪业务收入同比下滑幅度达到 16% 左右（剔除中信、广发影响）。由于上半年市场交易量低于我们预期，我们预计 2011 年上市券商经纪业务净收入将下降 11% 左右。（具体假设参见下文）

图 6 上市券商经纪业务佣金收入比较



资料来源：WIND，东方证券研究所

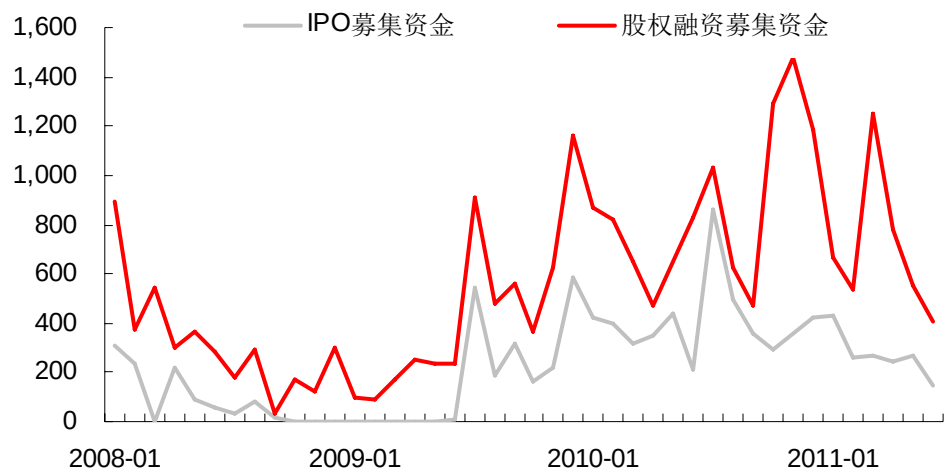
东方不亮西方亮，投行业务收入微增

上半年上市券商投行业务可用“东方不亮西方亮”来形容。17 家上市券商上半年 IPO 承销额为 623.6 亿元，较去年同期下滑 38%。不过配股和增发额则大幅增至 656 亿元，同比上升 90%，同时债券承销增幅也超过 50%。

从投行业务收入情况看，增发和债券承销业务的大幅增长完全抵消了券商 IPO 承销量的下降，上半年上市券商承销业务收入微增 2%。

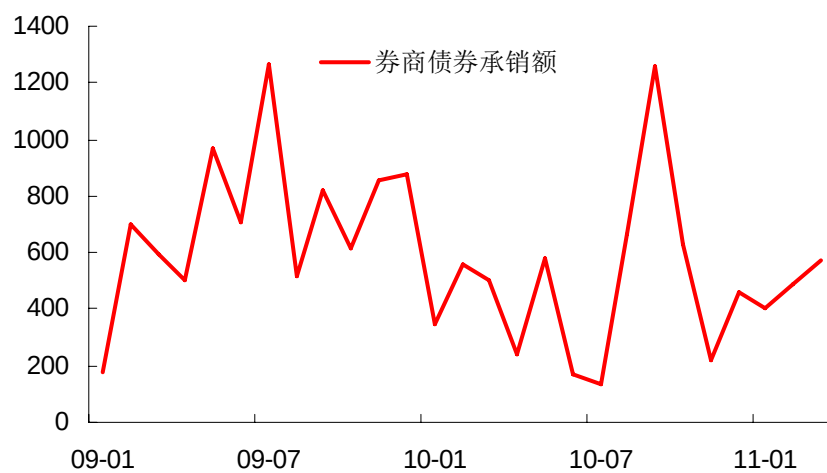
由于上半年缺乏大项目，方正、中信和华泰证券投行业务收入下滑较为明显。而同期投行收入升幅较大的券商包括兴业（263%）、光大（179%）和西南证券（125%）。

图 7 全市场股权融资额



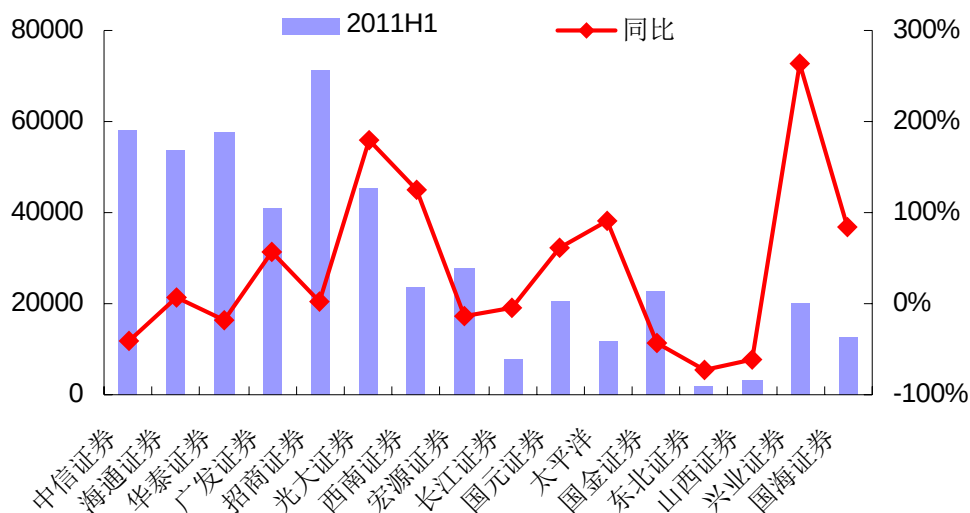
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 8 证券公司债券发行规模



资料来源：WIND，东方证券研究所

图9 上市券商投行业务收入



资料来源：WIND，东方证券研究所

我们认为，在促进经济结构转型、发展新兴产业方面，较之银行信贷，股票融资将发挥更大作用。同时作为信贷的替代品，债券融资的爆发式增长仍可以持续，预计下半年上市券商投行业务收入仍将保持稳定增长。我们预期 2011 年全年上市券商投行业务收入增长 5% 左右。

11H1 自营业务收入上升明显

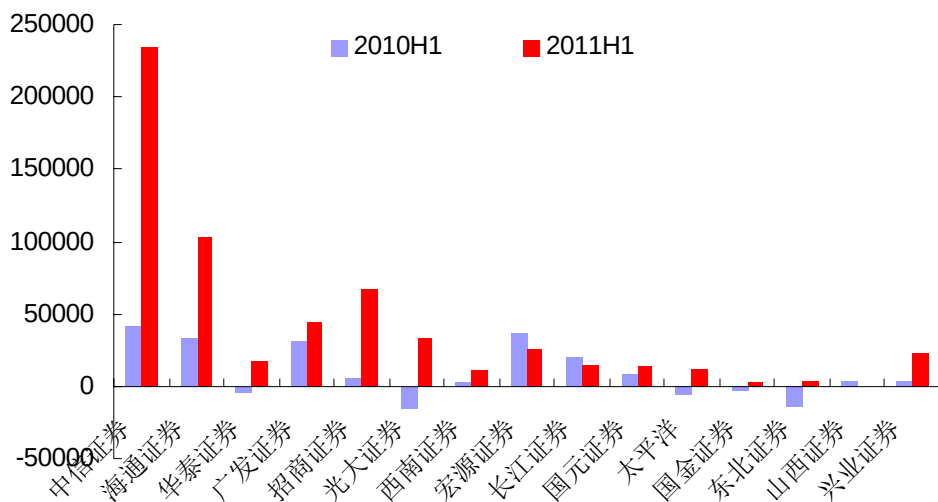
今年上半年沪深 300 指数下跌 2.7%，较去年同期下跌超过 28% 的情况要好的多，同时通过兑现直投浮赢以及进行业务创新，可比券商自营业务收入（含投资收益及公允价值变动）达 60.47 亿元，同比大幅增长 321%，占券商收入比重也提升至 18%。不过由于二季度市场转弱，多数券商均有一定浮亏。

中信证券、海通证券自营业务收入分别增长 474% 和 209%，且两家券商自营业务收入总额达到 33 亿元，占上市券商该项收入的 56%。除去二级市场操作的贡献，开展创新业务带来的收益对两家公司自营业务收入起到了重要的增量贡献。

我们判断中信证券上半年自营业务收入增长较快与直投业务浮赢兑现有着密切的关系，从昊华能源的前十大股东中可以看出，截至 2010 年底，中信证券旗下的金石投资共计持有昊华能源 2400 万股，而到今年中期仅持有 155 万余股，按照期间 55 元左右的均价，预计上半年为公司贡献 11 亿元投资收益，占总投资收益的 47%。

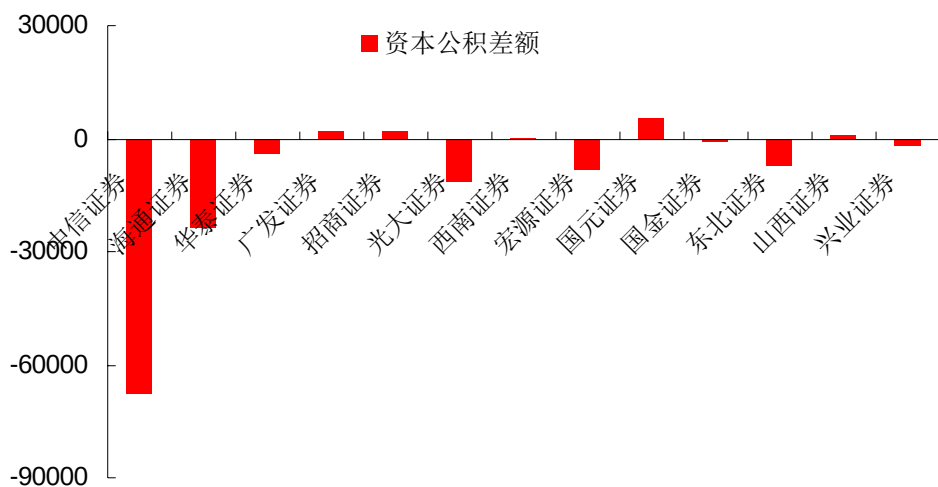
而海通证券上半年则更多受益于套期保值业务的开展，公司来自该业务的投资收益超过 3 亿元，占自营业务收入比重超过 30%。同时预计下半年海通证券仍有包括金风科技、东方财富、长信科技等丰厚的直投项目浮赢可以兑现。

图 10 上市券商上半年自营业务收益



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 11 上市券商上半年浮赢浮亏情况



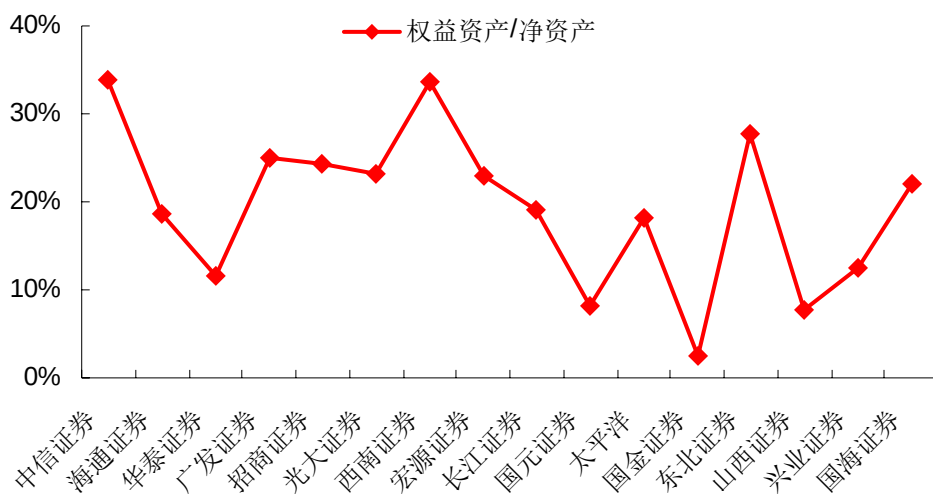
资料来源：WIND，东方证券研究所

从上半年来看，16 家上市证券公司权益资产为 642 亿元，较年初下降 3.6%。其中加仓较为明显的公司有光大证券和太平洋证券，增幅均超过一倍。而仓位下降的主要有华泰（-46%）、国海（-24%）和招商（18%）。

从自营弹性角度看，我们参照两个指标：一是权益资产占证券公司净资产的比重大小，二是股指上涨对证券公司净利润的影响程度。目前自营弹性较大的券商包括西南证券、东北证券、长江证券以及中信证券等。

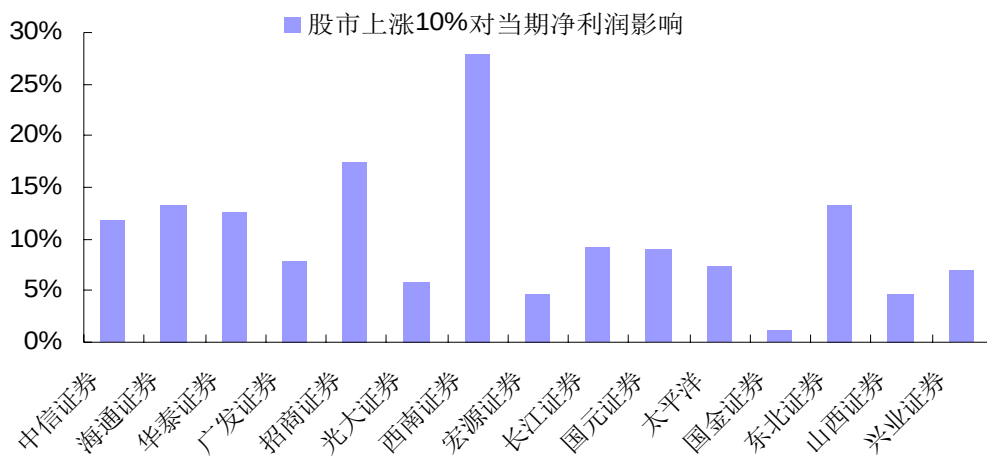
不过值得指出的是，某些券商（集中于创新业务具有优势的大型券商）由于自营盘中有已上市直投项目的扰动，同时也有券商运用衍生品对权益资产进行对冲，对于这类券商而言，运用现有指标判断其自营弹性已有一定误差。未来伴随着证券公司需要动用自身资本的业务（即所谓资本中介业务）越来越多，简单运用财务报表上的权益资产数据将无法对券商的自营弹性做出准确指示。当然目前对大部分券商而言，我们的自营弹性指标仍具有很强的参考意义。

图 12 上市券商权益资产占净资产比重



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 13 上市券商 2010 年自营业务弹性

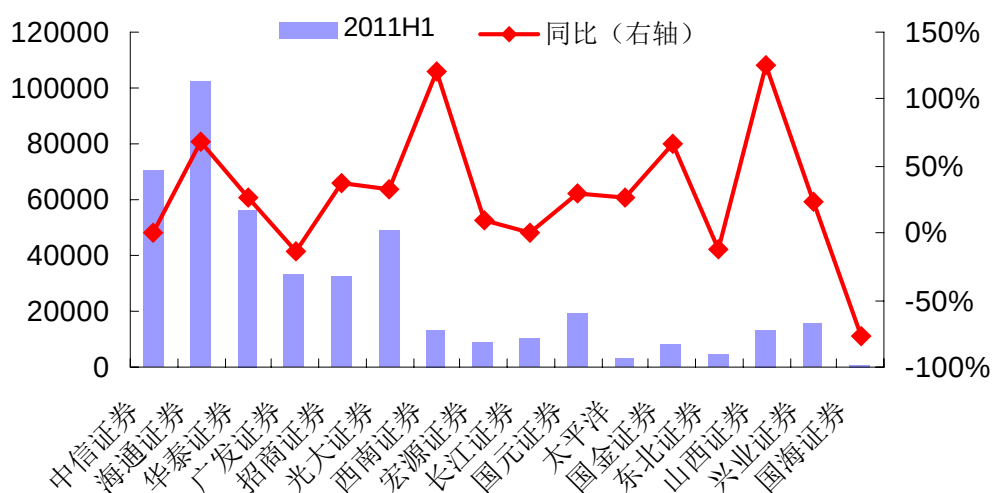


资料来源：WIND，东方证券研究所

受益加息与融资融券，利息收入增长明显

今年上半年，16 家可比上市券商利息净收入合计达到 44 亿元，同比增长 26.3%，收入占比由去年同期的 10.7% 提升至 12.9%，主要受益于加息及融资融券业务的开展。

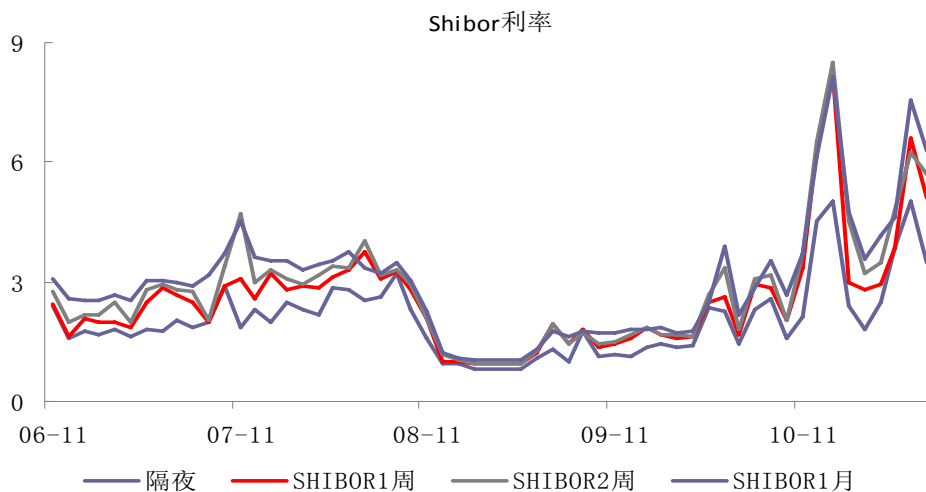
图 14 上市券商利息收入



资料来源：WIND，东方证券研究所

去年以来，央行连续五次加息，并加大公开市场操作力度，货币市场利率明显上升。证券公司自有资金及客户保证金均受益于从紧的货币政策，导致券商利息收入大增。我们判断，随着 CPI 达到高点，货币政策的基调更可能是维持现状，而非继续紧缩，因此加息因素很难对证券公司利息收入带来进一步的促进作用。

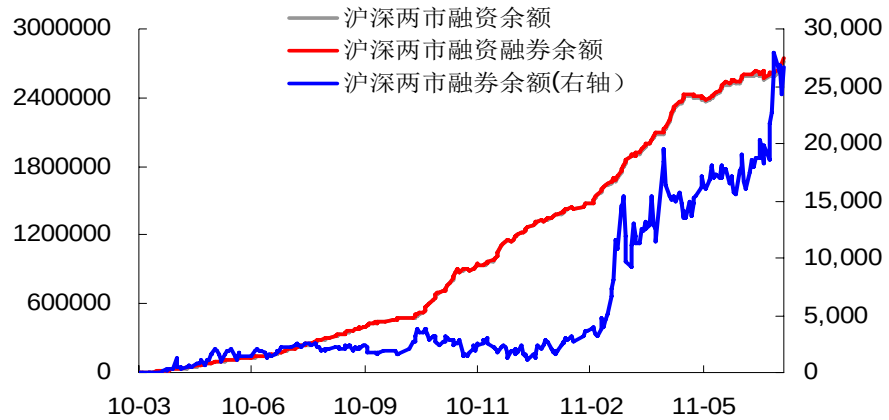
图 15 SHIBOR 利率不断走高



资料来源：WIND，东方证券研究所

另一影响因素则来自于融资融券业务。截至 6 月底，两市融资融券余额达到 274 亿元，较年初增加 1.14 倍。上市券商融资融券业务市场份额继续领先。海通证券融资融券余额达到近 28 亿元，而中信、招商、光大证券等融资融券余额均超过 19 亿元，市场份额在 8-10% 之间。上市券商融资融券业务市场份额合计达到 56.3%。

图 16 沪深两市融资融券余额增长迅猛



资料来源：WIND，东方证券研究所

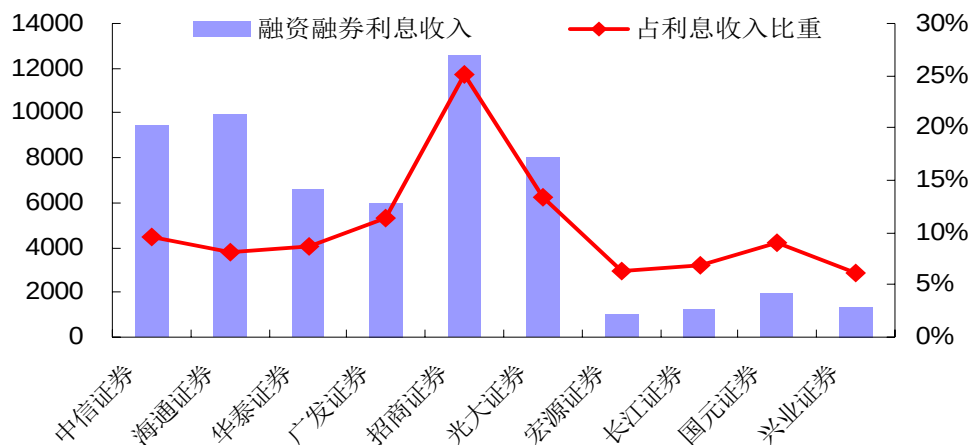
表 3 上市券商融资融券余额

	融出资金净额	融出证券公允价值	融资融券余额
海通证券	263,761	13,145	276,906
中信证券	189,669	1,407	191,075
招商证券	223,249	10	223,259
光大证券	226,643	3,604	230,247
广发证券	167,013	665	167,678
华泰证券	214,325	1,607	215,932
国元证券	43,366	251	43,617
长江证券	50,877	1	50,879
宏源证券	53,995	0	53,995
兴业证券	64,613	119	64,731
西南证券	15,817	0	15,817
方正证券	8,334	36	8,370
太平洋	N.A.	N.A.	N.A.
国金证券	N.A.	N.A.	N.A.
东北证券	N.A.	N.A.	N.A.
山西证券	N.A.	N.A.	N.A.
国海证券	N.A.	N.A.	N.A.

资料来源：WIND，东方证券研究所

从披露融资融券利息收入的券商看，中信、海通及光大证券来自融资融券业务的利息收入均超过9000万元。上市券商中来自融资融券业务的利息收入占利息总收入的比重在5-30%之间。其中几家业务领先的券商融资融券利息收入占比均超过10%。

图 17 上市券商融资融券利息收入



资料来源：WIND，东方证券研究所

我们判断随着制度建设的逐步完善，融资融券业务对券商净利息收入仍将产生持续的促进作用。近期证监会发布《转融通业务监督管理试行办法(草案)》等一系列征求意见稿，表明转融通已箭在弦上，同时融资融券标的券扩大可能也将于年内推出。

我们判断，由于有较严格的限制，短期内转融通的推出更多是制度建设层面的推进，对融资融券业务和券商业绩影响不大，不过标的券的扩大对融资融券业务短期的推动将非常实在。我们在与下属营业部客户交流中发现，融资融券参与者普遍感觉目前90家标的券过少，且标的券多为大市值公司，弹性不足，进而限制了其参与融资融券业务的积极性。因此如果融资融券标的券扩大到沪深300样本股，融资融券业务的需求将被极大的激发。对于像光大、海通等资本充裕、业务领先的证券公司而言，融资融券业务带来的增量收入有望逐步提升至公司总收入的10%以上，其中利息收入占比预计达到60%以上。

表 4 部分上市券商融资融券业务收入测算

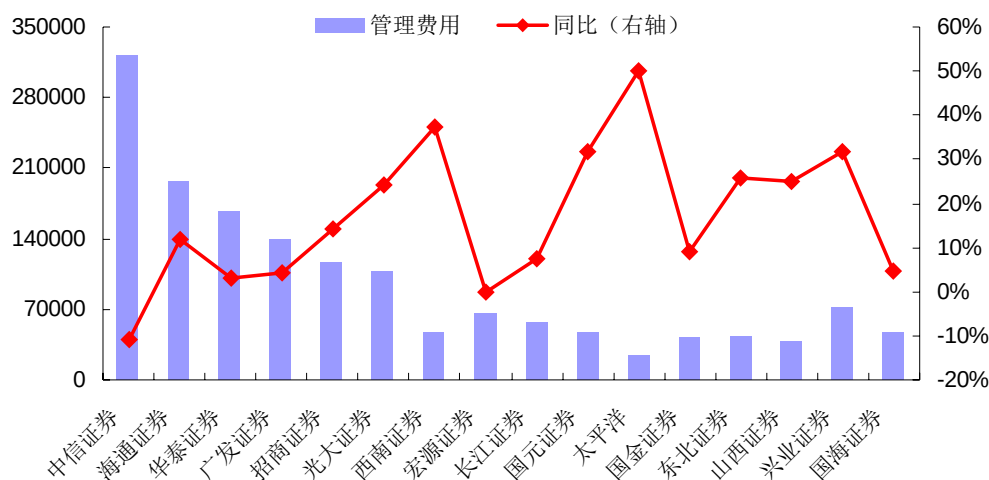
	假设 2011 年平均	融资融券手	假设换手为 2000% 下的	合计贡献	2011 年一致预期	收入占
	规模	续费	佣金收入	收入	下收入	比
中信证券	28	2.464	1.008	3.472	190.99	1.82%
海通证券	35	3.08	1.68	4.76	107.3	4.44%
华泰证券	30	2.64	1.44	4.08	85.13	4.79%
光大证券	30	2.64	1.44	4.08	54.45	7.49%
招商证券	30	2.64	1.44	4.08	68.56	5.95%
广发证券	20	1.76	0.96	2.72	84.49	3.22%

资料来源：东方证券研究所

费用显刚性，成本收入比高企将成常态

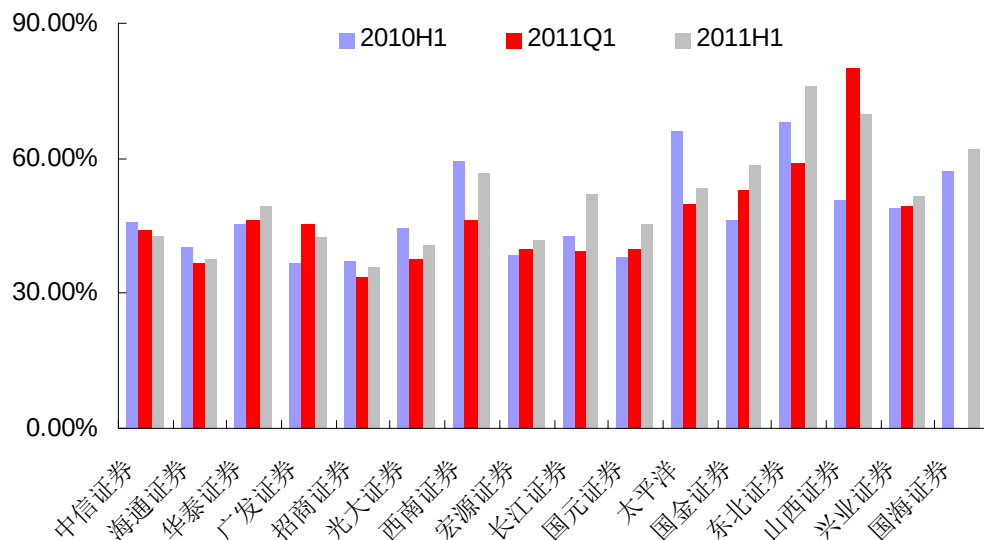
今年上半年 16 家可比券商业务及管理费支出达到 153.2 亿元，同比增长 7.2%。上市券商成本收入比（算术平均）升至 51%，达到近年来的高点。以经纪业务为主的中小券商由于收入下滑较多，同时管理费用仍在提升，成本收入比压力较大。相较而言，招商、海通、中信、光大等大型券商由于业务间协同效应的存在，且经纪业务占比略低，因此成本收入比远低于行业平均水平。

图 18 上市券商业务及管理费情况



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 19 上市券商成本收入比



资料来源：WIND，东方证券研究所

结合我们近期与各家证券公司的沟通及此次中报情况，我们预计未来一段时间内，证券公司的费用将呈现明显的刚性特征，成本收入比高企将成常态。

从分母（成本）端来看，证券公司为在同质化业务上形成一定的差异竞争，不得不投入更多的人力物力，这将显著提升证券公司的成本。其中经纪业务在脱离简单的通道业务模式的过程中，证券公司不仅需要加大对咨询、投顾以及经纪人的投入，同时还需组织更多的营销和投资咨询活动，甚至对重要客户进行明示或暗示的返佣。此外，在新业务不断推出的背景下，证券公司也不得不对这些业务做战略性的准备和投入。这些举措均会增加券商成本。

从分子端（收入）来看，伴随着佣金率下降、市场走软，证券公司近两年整体收入呈现下滑态势。以经纪业务为主的中小券商尤为如此。未来在佣金率难见起色的背景下，多数中小券商的成本收入比仍将持续攀升。

因此，在投资标的选择上，能产生规模效应，拥有良好成本控制能力的券商很可能是行业白热化竞争中的胜出者。目前来看，部分大券商是符合这一标准的。

投资策略

此次中报验证了我们年初以来关于行业佣金率今年有望中期见底的判断，同时创新业务开始为券商带来实质的业绩增量，这两点是决定行业未来能产生 Alpha 的关键因素。由于上半年交易量和市场表现未达预期，我们下调上市券商 2011 年盈利至持平。我们首推长期能持续提供 Alpha 的中信证券和海通证券，同时建议关注拥有较高 Beta 的国海证券（未评级）和东北证券。

表 5 上市券商 2011 年业绩预测

项目	关键假设
股基成交量增速	7%
佣金率变化	-17%
代理买卖证券业务收入净收入增速	-11%
证券承销业务净收入增速	5%
资管业务净收入增速	20%
净利息收入增速	30%
自营业务收入增速	5%
创新业务对营业收入的增量贡献率	3%
成本收入比	47%
营业税率	5%
净利润增速	0.30%

资料来源：WIND，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn