

寻找最具价值的券商股

—2011 券商中报比较

投资评级 中性

投资要点：

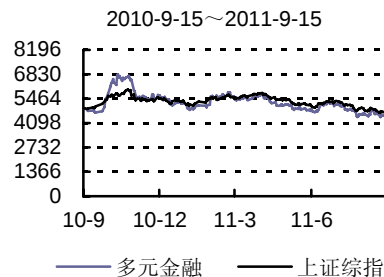
- ◆ 上半年中国证券业发展的实质是政府与市场的角色、功能进一步清晰完善，规范程度与有效性显著增强。未来制度的边际性调整不会改变中国证券业的博弈格局。市场化、国际化将不可逆转地持续下去。
- ◆ 转让子公司导致中信证券上半年经纪、投行收入大幅下降，不过有效经营使其负面影响明显降低，自营业绩大幅增长有效弥补了经纪、投行收入的下降，费用控制更帮助公司实现净利润增长、盈利能力提高，是上半年经营最出色的券商之一。
- ◆ 海通证券上半年通过降低经纪佣金率、加大资产运作力度，在稳健的基础上风格逐步转变，并修成正果，实现除经纪外的各项业务收入全面增长，盈利能力显著提高，在同业比较中几乎没有显著缺陷，也是上半年经营最出色的券商之一。
- ◆ 转让子公司对广发证券影响有限，政策限制松绑则有利于公司业务扩张，上半年承销、自营收入显著增长，不过未能完全弥补经纪收入的下降，管理费用上升则对公司净利润形成拖累，在大型券商中经纪佣金率偏高、资产收益率偏低的缺陷有待消化。
- ◆ 招商、光大经营风格愈发接近，上半年经纪业务以量补价效果均不明显，招商主要靠自营大幅扭亏支持收入增长，光大除此之外，投行的后发优势也很突出，与自营共同支持了收入增长。招商费用增速、费用率均较低，但所得税率回归对利润吞噬较大，导致利润增长不抵收入增长，不过高财务杠杆下公司股东收益率较令人满意。招商与光大的低佣金率预示未来业务将较为主动。
- ◆ 华泰证券上半年经纪佣金率与市场份额双降，但对经纪收入影响尚未完全体现，华泰联合低迷影响其投行业务下降，公司资产配置较保守，自营收益率较低，投资收益增长不能弥补经纪与投行收入的下降，是上半年大型券商中最失意的券商。
- ◆ 兴业、西南上半年经纪业务以量补价成效显著，尽管业务收入下降，但市场份额迅速提升，其他业务的全面增长则完全抵消了经纪收入的下降，其中兴业经纪佣金率更显主动，西南投行业务则更为扎实，更重要的是西南成功并购国都，实现了中国证券业 20 年来市场化并购零的突破，从而成为中小型券商经营的楷模。
- ◆ 基于对 2011 年券商中报的分析，我们认为当前最具投资价值的券商股依此为：海通、中信、光大、招商。

发布时间：2011 年 9 月 15 日

主要数据

行业指数	4664.54
上证指数/深圳成指	2484.83/10822.40
公司家数	24
总市值(百万元)	711919.49
流通市值(百万元)	439667.68

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券行业策略报告-两极分化 强者恒强——2011 下半年证券业投资策略》，2011-6-21
《国元证券公司研究-宏源证券：中国建投控股的唯一上市券商》，2011-6-13
《国元证券公司研究-广发证券：人员股价双重调整凸现公司价值》，2011-5-10

联系方式

研究员： 赖海峰
执业证书编号：S0020511030017
电 话： 021-51097188-1938
电 邮： laihf@gyzq.com.cn

联系人： 赵喜娟
电 话： (86-21) 51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

目 录

第 1 部分 公司经营比较.....	3
1.1 资产负债比较.....	3
1.2 盈利比较.....	5
第 2 部分 主要业务经营比较.....	6
2.1 经纪业务比较.....	6
2.2 投行业务比较.....	8
2.3 自营业务比较.....	9
2.4 分业务比较汇总.....	10
第 3 部分 总结与评级.....	11
3.1 总结与展望.....	11
3.2 预测与评级.....	12

第 1 部分 公司经营比较

1.1 资产负债比较：

截至 2011 上半年，17 家上市券商中有 12 家券商总资产同比有不同程度下降，其中来自代理买卖证券款一项出现全面且大幅度下降，尽管归属于母公司净资产全面增长，但总体增幅不及代买卖证券款下降。净资产增长虽有利于券商买方相关业务发展，但代买卖证券款下降却不利于券商经纪相关业务发展。代买卖证券款与净资产既与行情变动、盈利积累密切相关，同时还受公司资产出售、发行融资较大影响，在进一步分析之前，必须考虑到：上年末中信、广发分别出售了一家证券子公司多数乃至全部股权，2010 年至今多家券商通过 IPO、定向增发、公开增发的方式募集了资金，这些都对今年上半年券商的资产、负债及盈利形成较大影响。

今年上半年中信与广发证券代买卖证券款同比下降最大，这虽与行情下跌有关，但更主要是其上年末分别转让中信建投、广发华福股权所致，代买卖证券款大幅下降也拖累了中信、广发总资产降幅排名市场同业最前列，不过从环比看，股权转让对这两家券商的资产负债影响正逐步减弱。值得关注的是，剔除中信、广发后，兴业证券代买卖证券款同比、环比降幅均居市场之首，似有客户过快流失嫌疑。

去年下半年以来西南、兴业、山西、长江证券陆续融资，新增资本推动公司净资产显著增长，除兴业外，其余 3 家券商均抵消了代买卖证券款下降的不利影响，从而成为今年上半年总资产逆势增长的少数几家券商，不过净资产大幅增长也使得这些券商财务杠杆下降，不利于股东收益率提高。今年上半年还有一些券商如海通、宏源、国海证券等，正回购大幅增加，某种程度上减缓了代买卖证券款下降对总资产的影响，从而实现总资产降幅有限乃至逆增长，只是回购对公司的业绩贡献较为有限。

图表 1：2011 上半年券商资产、负债与权益比较（总资产排序，下同）

单位：亿元

类别	券商	总资产			代买卖证券款			归属母公司净资产		
		1H11	同比	环比	1H11	同比	环比	1H11	同比	环比
大中型	中信证券	1318.25	-27.48%	-13.94%	417.81	-57.82%	-32.70%	676.70	12.56%	-3.93%
	海通证券	1059.68	-2.78%	-8.18%	469.72	-17.98%	-26.24%	451.53	5.62%	1.54%
	华泰证券	924.08	-11.91%	-18.56%	455.19	-30.79%	-34.13%	331.40	8.11%	0.78%
	招商证券	759.67	-14.36%	-20.34%	386.86	-31.39%	-34.42%	243.55	2.32%	1.58%
	广发证券	702.85	-22.87%	-26.75%	438.81	-35.35%	-36.52%	194.98	18.04%	0.50%
	光大证券	522.83	-9.16%	-12.25%	243.37	-22.12%	-30.80%	221.75	3.26%	-2.38%
中小型	长江证券	325.80	2.87%	-8.93%	158.88	-21.13%	-30.77%	116.69	33.08%	22.46%
	国元证券	245.12	-6.72%	-1.56%	88.86	-22.28%	-2.98%	148.74	2.57%	-0.71%
	宏源证券	238.08	0.20%	-11.28%	126.22	-16.83%	-23.33%	74.49	13.48%	2.06%
	兴业证券	235.64	-5.12%	-22.83%	115.14	-34.60%	-41.94%	84.27	57.55%	0.37%
	方正证券	231.37	-5.92%	-17.44%	122.01	-25.02%	-28.39%	88.74	17.06%	2.75%
	西南证券	204.41	52.49%	-10.26%	67.72	-19.89%	-38.15%	114.60	148.34%	3.03%
	东北证券	145.61	-11.46%	-25.62%	88.99	-26.13%	-34.84%	33.52	12.27%	-3.25%
	国海证券	143.82	10.89%	7.50%	77.55	-15.04%	-20.23%	27.98	22.32%	9.90%
	山西证券	138.80	17.07%	-21.29%	74.84	-10.99%	-30.64%	59.43	99.46%	-3.89%
	国金证券	96.86	-7.78%	-12.19%	58.91	-19.56%	-21.97%	32.17	12.26%	6.57%

太平洋 47.44 -0.10% -18.99% 22.74 -18.40% -24.02% 20.94 15.60% 6.90%

资料来源: WIND, 国元研究

图表 2: 2010-2011 年券商发行上市情况

单位: 亿元

2010				2011			
发行日期	券商	方式	净融资额	发行日期	券商	方式	净融资额
2-9	华泰	IPO	155.24	3-4	长江	公开增发	24.76
2-12	广发	借壳上市		8-1	方正	IPO	56.48
8-30	西南	定增	59.00	8-9	国海	借壳上市	
9-27	兴业	IPO	25.70	8-22	广发	定增	120.00
11-1	山西	IPO	30.03				

资料来源: 公司公告, 国元研究

剔除客户资金, 2011 上半年多数券商可支配的货币资金占可支配总资产比重持续下降, 多出的资金用于了增加自营、长期股权、逆回购、两融等经营性资产的配置, 这表明券商资金运作的主动性在不断提高, 较为明显的有中信大幅提高长期股权投资比重, 海通显著提高逆回购比重, 不过资金消耗型业务多属创新业务, 经营业绩有待观察。另外大型与中小型券商资金运作两极分化严重, 相当一批地方性中小型券商货币资金占比接近或超过 50%, 甚至包括一些从未在二级市场融资的券商, 如国金、太平洋、东北证券等, 货币资金占比过高意味着公司自营等经营性资产配置比例较低, 这可能与这些券商缺乏相关业务资格、缺乏人才、风格谨慎保守有关, 但无论如何闲置资金过多必然影响公司收入与资产收益率提升与竞争力获取。

图表 3: 券商资产结构比较

单位: %

类别	券商	货币资金			自营资产			长期股权投资			逆回购		
		1H10	2H10	1H11	1H10	2H10	1H11	1H10	2H10	1H11	1H10	2H10	1H11
大 中 型	中信证券	14.70	19.45	21.94	62.79	56.37	51.47	4.22	8.34	10.16	6.85	2.05	2.13
	海通证券	43.91	30.85	17.54	32.94	38.43	38.23	1.23	2.62	3.94	3.61	3.87	16.17
	华泰证券	42.94	26.88	24.34	31.04	46.80	45.31	6.26	6.13	6.27	3.87	0.62	2.55
	招商证券	14.13	9.07	12.05	57.89	63.34	56.73	12.56	12.26	12.63	0.06	0.31	1.34
	广发证券	12.53	9.54	9.40	59.11	60.99	58.89	7.18	8.45	9.61	4.55		
	光大证券	62.77	33.40	19.48	13.89	39.61	43.56	1.28	2.14	2.16	4.37	3.42	3.38
中 小 型	长江证券	22.19	24.05	13.91	64.89	61.45	57.06	1.68	1.90	1.84	0.25	2.25	3.45
	国元证券	64.67	50.64	50.02	19.77	29.66	27.16	3.25	5.52	5.38			
	宏源证券	14.16	21.10	10.45	55.70	47.31	58.34	0.06	0.33	1.03	3.27	9.31	4.92
	兴业证券	43.27	24.88	20.80	34.68	58.63	53.02	0.26	1.63	1.39			1.30
	方正证券	57.44	49.22	54.44	16.81	33.31	27.28	8.56	0.18	0.19			
	西南证券	13.67	9.59	20.88	47.26	43.64	48.40	4.52	3.25	2.57	17.34	38.17	19.71
	东北证券	34.07	34.47	48.59	18.82	29.56	16.41	5.86	5.41	6.13			
	国海证券	13.63	11.67	10.08	45.57	50.31	56.44					3.76	12.73
	山西证券	33.82	68.47	65.59	9.97	7.53	8.19	0.09	0.04	0.05	29.95	5.03	6.90
	国金证券	68.91	61.36	56.87	15.83	12.83	20.20					7.56	2.40
	太平洋	57.98	58.13	52.29	27.45	19.86	28.61					13.42	12.16

注: 全部为剔除客户资金后占可支配总资产比重

资料来源: WIND, 国元研究

1.2 盈利比较：

2011 上半年 17 家上市券商中营业收入、净利润同比增长或下滑的家数几乎各为一半，但增减原因各不相同，其中营业收入的增减可能来自市场的增长或萎缩、业务竞争力的提高或下降，也可能来自经营性资产规模的增加或减少，或者以上多种原因的综合。值得关注的是，长江、山西证券比较期内通过融资实现净资产显著增长，但营业收入却不升反降，耐人寻味，对营业收入的具体分析详见第二部分：业务经营比较。

上半年 17 家券商净利润与营业收入增减幅度也显著不一，总体上营业收入增长券商的增幅大于下降券商的降幅，而净利润则相反，下降幅度大于增长幅度，不同步现象主要与管理费用变动有关。因剥离中信建投，上半年中信证券营业收入出现一定下降，但管理费用下降幅度更大，从而净利润不降反升。相反的例子则是方正与东北，营业收入实现增长，但管理费用增长更快，结果净利润不升反降。

总的来看上半年多数券商管理费用有不同程度增长，其中尤以地方性中小型券商增长最明显，增幅普遍高于营业收入增长，导致费用/收入比大幅攀升。上半年方正证券营收增长 23%，但费用增长 65%，从而费用/收入比同比增长 32%，达到 55%，不过还不算最离谱。上半年东北证券营收增长 13%，费用增长 25%，从而费用/收入比在已经很高的基础上再次增长 11%，达到 75%。目前多数中小型券商费用/收入比已超过 50%，成本上升意味着对盈利吞噬，如此高的成本下盈利从何而来？

另一值得关注的是，剥离华福导致广发证券上半年营收下降，但管理费用反而增长，表明广发实际费用远不止增长 4%，不过好在费用/收入比仍能控制在合理范围内，因此广发费用增长某种程度上可以看作成本回归。

净利润与营业收入增减不一并非完全由管理费用导致，上半年招商所得税率大幅提高，从 15% 提至 22%，从而在费用增长有限情况下，净利润增幅落后于营业收入，不过招商所得税率提高本质上也是合理回归；西南证券则是受 1 亿元大额资金资产减值冲回影响，在费用增长稳定情况下，实现净利润增长远超营业收入增长。

成本费用高企必然导致经营利润率下降，上半年中小型券商营业利润率普遍下滑，多数均在 50% 以内，进而影响 ROA、ROE，东北证券营业利润率甚至仅有 18%，ROA 仅有 0.61%，双双垫底，幸好财务杠杆较高，提升了 ROE，不至于再次垫底。

图表 4：2011 上半年券商收入、费用与净利润比较

单位：亿元

类别	券商	营业收入		管理费用		费用/收入		归属母公司净利润	
		1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比
大型	中信证券	75.08	-5.02%	32.23	-10.83%	42.93%	-6.12%	29.73	13.12%
	海通证券	52.47	19.72%	19.70	11.84%	37.55%	-6.58%	22.35	21.33%
	华泰证券	33.95	-5.40%	16.79	3.21%	49.47%	9.10%	11.44	-19.49%
	招商证券	32.45	17.28%	11.67	14.14%	35.95%	-2.68%	14.76	7.79%
	广发证券	32.71	-9.98%	13.91	4.19%	42.52%	15.74%	13.43	-18.09%
	光大证券	26.50	36.02%	10.73	24.13%	40.49%	-8.74%	11.30	36.30%
中	长江证券	10.96	-11.47%	5.68	7.30%	51.83%	21.21%	4.15	-15.43%
小	国元证券	10.35	10.49%	4.71	31.61%	45.48%	19.12%	4.40	4.21%

型	宏源证券	15.55	-8.97%	6.54	-0.01%	42.08%	9.84%	6.14	-15.94%
	兴业证券	13.87	25.00%	7.17	31.75%	51.70%	5.40%	3.82	13.54%
	方正证券	9.66	23.34%	5.38	63.23%	55.62%	32.34%	2.88	-7.58%
	西南证券	8.21	44.37%	4.65	37.50%	56.65%	-4.76%	3.35	107.85%
	东北证券	5.78	13.23%	4.39	25.77%	75.91%	11.07%	0.89	-19.50%
	国海证券	7.50	-3.99%	4.66	4.44%	62.12%	8.78%	1.55	-23.13%
	山西证券	5.44	-9.06%	3.79	24.87%	69.76%	37.32%	1.14	-44.86%
	国金证券	7.04	-13.65%	4.11	9.23%	58.35%	26.49%	2.05	-30.65%
	太平洋	4.55	84.54%	2.44	50.02%	53.50%	-18.71%	1.35	139.45%

资料来源: WIND, 国元研究

图表 5: 2011 上半年券商盈利能力比较

类别	券商	营业利润率		ROA		ROE(摊簿)		财务杠杆(倍)	
		1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比
大型	中信证券	53.27%	7.49%	2.26%	55.99%	4.39%	0.50%	1.95	-35.57%
	海通证券	58.17%	4.70%	2.11%	24.80%	4.95%	14.86%	2.35	-7.96%
	华泰证券	45.15%	-8.95%	1.24%	-8.60%	3.45%	-25.53%	2.79	-18.52%
	招商证券	58.71%	0.71%	1.94%	25.87%	6.06%	5.34%	3.12	-16.31%
	广发证券	52.23%	-10.55%	1.91%	6.20%	6.89%	-30.61%	3.60	-34.66%
	光大证券	54.67%	8.78%	2.16%	50.05%	5.10%	31.99%	2.36	-12.04%
中小型	长江证券	42.39%	-17.61%	1.27%	-17.79%	3.56%	-36.45%	2.79	-22.70%
	国元证券	50.66%	-5.75%	1.79%	11.72%	2.96%	1.60%	1.65	-9.06%
	宏源证券	52.46%	-7.15%	2.58%	-16.11%	8.25%	-25.93%	3.20	-11.70%
	兴业证券	42.98%	-5.66%	1.62%	19.66%	4.53%	-27.94%	2.80	-39.78%
	方正证券	37.79%	-27.75%	1.24%	-1.77%	3.25%	-21.05%	2.61	-19.63%
	西南证券	50.53%	45.18%	1.64%	36.30%	2.92%	-16.30%	1.78	-38.59%
	东北证券	18.64%	-25.24%	0.61%	-9.09%	2.65%	-28.30%	4.34	-21.13%
	国海证券	31.30%	-16.04%	1.08%	-30.68%	5.55%	-37.16%	5.14	-9.34%
	山西证券	25.84%	-41.40%	0.82%	-52.90%	1.91%	-72.35%	2.34	-41.31%
	国金证券	36.59%	-23.97%	2.12%	-24.80%	6.38%	-38.22%	3.01	-17.85%
	太平洋	40.12%	53.24%	2.85%	139.70%	6.46%	107.13%	2.27	-13.59%

资料来源: WIND, 国元研究

通过公司经营分析可以很明显看到, 目前中小型券商正逐步步入规模不经济的陷阱, 前景看淡, 因此上半年经营出色的券商只能在大中型券商中寻找, 且需满足营收、净利润至少一项增长的条件, 据此我们首先选中**中信、海通、招商与光大**。其中招商情况略有特殊, 公司客户保证金下降偏大, 费用/收入比最低, ROA 最低, 不过财务杠杆最高, 从而 ROE 最高。然而仅仅通过公司经营分析来确定券商投资价值显然不够, 接下来我们将进行业务经营的分析比较。

第 2 部分 主要业务经营比较

2.1 经纪业务比较

2011 上半年证券二级市场总交易额 32.99 万亿元, 同比增长 22.3%, 其中股票交易额 24.55

万亿元，同比增长 8.9%，占总交易额比重为 74%，有一定下降，原因是债券类交易额实现了更大幅度的增长，这一特点在券商经纪业务中也充分体现。

上半年除中信外，其余 16 家券商总交易额均实现不同程度增长，其中不少券商的债券交易作出了相当的贡献。在这些实现增长的券商中，较为突出的为兴业、长江，股票交易增幅超越市场，进而带来股票交易份额显著上升。

转让证券子公司对中信、广发经纪业务造成显著负面影响，上半年中信、广发代理交易额增长显著落后于市场，股票交易市场份额更是大幅下降。不过剔除转让因素，两者均实现同比增长，其中中信母公司总交易额大增 50%，股票交易额增长 22%，市场份额提升了 0.12 个百分点；广发母公司总交易额增长 21%，股票交易额增长 11%，市场份额提升了 0.08 个百分点。

然而交易额增长并未带来交易收入的增长，因为券商代理交易佣金率的跌幅超过了交易额的增幅，从而代买卖收入全线下降，增量不增利，交易额增长最快的券商，佣金率下跌也最大，其主动降佣意图明显，如中信、长江、兴业等。

由于存在主动与被动，下跌之后券商佣金差距依旧明显，总体上大型全国性券商要低于中小型地方性券商，2011 年第二季度，中信母公司的综合佣金率 0.42‰，为市场最低，与最高者相差 3 倍，这无疑给高佣金券商带来巨大压力。

值得一提的是，中信转让证券子公司后，华泰证券股票交易、代买卖收入瞬间跃居第一，但上半年总交易额、股票交易额均低于市场增幅，股票交易市场份额大幅下降近 0.3 个百分点，而其佣金率显然不具有优势，面临压力不言而喻。

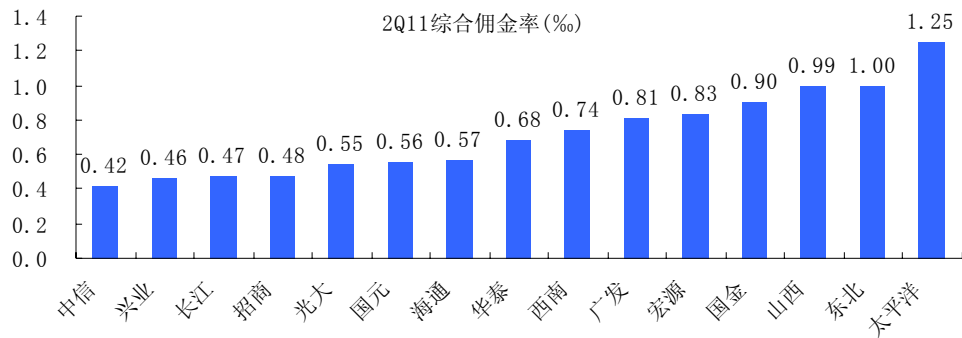
图表 6：2011 上半年券商经纪业务比较

单位：亿元

类别	券商(合并)	总交易额		股票交易份额%		代买卖收入		综合佣金率	
		1H11	同比	1H11	+百分点	1H11	同比	1H11	同比
大型	中信证券	34366	-22.20%	5.448	-3.021	18.60	-48.05%	0.054%	-33.22%
	海通证券	27582	20.28%	4.127	0.037	17.27	-19.65%	0.063%	-33.20%
	华泰证券	31587	6.32%	5.531	-0.292	20.29	-16.05%	0.064%	-21.04%
	招商证券	26721	27.27%	3.995	-0.027	12.62	-16.65%	0.047%	-34.51%
	广发证券	24212	2.32%	4.180	-0.674	18.40	-23.80%	0.076%	-25.53%
	光大证券	19157	21.23%	3.069	-0.040	10.29	-12.91%	0.054%	-28.16%
中小型	长江证券	13101	33.93%	1.736	0.065	6.66	-12.62%	0.051%	-34.76%
	国元证券	7791	23.84%	1.064	-0.002	4.41	-17.09%	0.057%	-33.05%
	宏源证券	7706	16.24%	1.282	-0.041	6.78	-16.84%	0.088%	-28.46%
	兴业证券	11360	43.30%	1.683	0.102	4.77	-16.18%	0.042%	-41.51%
	方正证券	9170	9.67%	1.739	0.006	6.69	-17.59%	0.073%	-24.85%
	西南证券	4398	21.69%	0.777	0.041	2.97	-17.14%	0.068%	-31.91%
	东北证券	4144	11.71%	0.733	-0.045	4.19	-15.30%	0.101%	-24.18%
	国海证券	3832	18.08%	0.688	0.024	4.11	-16.31%	0.107%	-29.13%
	山西证券	3645	22.13%	0.575	-0.017	3.48	-10.80%	0.096%	-26.97%
	国金证券	4145	0.64%	0.664	-0.051	3.30	-11.61%	0.080%	-12.18%
	太平洋	1507	10.59%	0.276	-0.017	1.72	-16.91%	0.114%	-24.86%

资料来源：WIND，国元研究

图表 7：2011 年第二季度券商佣金率比较



资料来源：WIND，国元研究

2.2 投行业务比较

2011 上半年证券一级市场股票总融资额 4200 亿元，与上年基本持平，微增 2%，远低于市场预期，其中首发与配股金额分别增长 32%与 140%，增发金额下降 40%。不过这一特征反映在券商投行业务中，则体现出较大差异。

作为出售证券子公司的两家券商，中信投行受到的负面影响显然较大，上半年中信证券尽管实现股票、债券承销金额的增长，但承销收入还是大降 40%多，不过剔除中信建投影响看，上半年中信证券股票与债券承销金额分别大涨 89%、126%，承销收入则小幅增长 6%，同时股票承销市场份额大幅回升，重居市场首位。而转让华福对广发的影响则小很多，上半年广发实现股票、债券承销金额与收入的全面增长，市场份额也大幅提升。

其他大型券商上半年投行业务基本保持增长，海通通过债券承销的增长有效弥补了股票承销下降，招商则用股票承销的增长以弥补债券承销的下降，均实现承销收入增长，由于招商承销均以中小板或创业板为主，费率远高于主板，也使得招商的承销收入甚至超越了中信，位居行业最前列。光大则似乎后发优势爆发，其在中小板、创业板上的发力，完全弥补了债券承销的下降，实现承销收入大幅增长。唯一例外的是华泰，承销业务全面下降，这与华泰联合的低迷不无关系。

中小型券商上半年投行业务总体上较不稳定，差异非常大。兴业尽管股票承销金额大幅下滑，但上半年全部为首发，承销费率在本已较高的基础上又大幅提高，其中银信科技承销费率更是高达 11%，从而实现承销收入大幅增长。而国海与太平洋因分别承销主板市场的东材科技、骆驼股份而大幅受益，偶然性较大。西南投行则呈现项目多、中小企业集中特点，增长基础明显扎实。但上半年也有近半数中小券商投行业务负增长，较突出的有方正股票承销为零，东北则颗粒无收，承销收入必然垫底。

图表 8：2011 上半年券商投行业务比较

单位：亿元

类别	券商	总承销金额		股票承销金额		股票承销份额%		债券承销金额		承销收入	
		1H11	同比	1H11	同比	1H11	+/-百分点	1H11	同比	1H11	同比
大型	中信	769.85	-3.16%	261.83	41.31%	8.730	3.159	469.68	14.65%	5.81	-41.56%
	海通	258.09	-36.71%	94.50	-70.26%	3.151	-6.404	163.59	81.77%	5.36	7.63%
	华泰	74.33	-57.98%	69.33	-46.13%	2.312	-1.558	5.00	-87.80%	5.79	-18.53%
	招商	257.51	16.94%	218.31	40.66%	7.279	2.613	32.00	-50.77%	7.11	2.62%

广发	262.07	122.28%	136.57	78.75%	4.554	2.257	125.50	202.41%	4.09	57.93%
光大	104.13	62.44%	86.63	241.05%	2.888	2.125	17.50	-54.78%	4.54	178.73%
长江	33.97	27.09%	20.63	23.35%	0.688	0.185	13.33	33.33%	0.78	-5.14%
国元	47.42	53.38%	44.42	43.67%	1.481	0.552	0		2.04	60.69%
宏源	177.44	29.93%	37.94	-64.06%	1.265	-1.909	139.50	350.00%	2.79	-13.52%
兴业	60.32	-10.50%	24.99	-62.92%	0.833	-1.193	35.33		1.99	263.05%
中 方正	57.50	-49.32%	0	-100.00%	0	-3.411	19.17		0.19	
小 西南	123.00	305.59%	72.50	139.07%	2.417	1.506	50.50		2.34	125.26%
型 东北	0	-100.00%	0.00	-100.00%	0.000	-0.708	0		0.19	-73.07%
国海	47.80	49.54%	16.00	-33.24%	0.533	-0.187	31.80	297.50%	1.28	83.36%
山西	226.92	348.24%	114.66	300.55%	3.823	2.962	112.26	410.28%	0.34	-61.93%
国金	57.53	-42.15%	57.53	-42.15%	1.918	-1.072	0		2.29	-43.12%
太平洋	87.36	307.48%	23.36	104.24%	0.779	0.435	64.00	540.00%	1.16	90.86%

资料来源: WIND, 国元研究

2.3 自营业务比较

2011 上半年国内股票、债券市场走势小幅震荡,上证综指下跌 1.64%,中债指数上涨 1.02%,趋势与上年同期完全一致,但无论股票跌幅还是债券涨幅均小于上年,而大中小型券商自营分化进一步加大。

上半年除中信外,其余 16 家券商自营资产同比有不同程度增长,有的甚至增长 1 倍以上,增幅较大的原因主要为:自营比例较低,净资产大幅增长。其中光大、华泰、兴业、方正自营/净资产比例较低,增加自营资产配置,显著提高了其自营比例,不过方正基数过低,自营资产增长一倍后,自营比例仍仅有 30%多。华泰、兴业自营资产增长除自营比例低,还有融资后净资产大幅增长因素,类似的还有西南。而反常的是山西,大幅融资后自营资产尽管也有增长,但远低于净资产增长,自营比例 10%不到,同比下降 2 个百分点。总的来看,大型券商自营比例整齐,规模远高于中小券商,中小券商自营比例本身差异大,净资产差距,自营规模更是天壤之别。

除国海、山西外,其余券商上半年自营均取得正收益,同比增长或扭亏,不过自营收益除受规模影响,还受收益率即投资能力影响。中信尽管期末自营比例一定下降,但期间收益大幅增长,收益率大幅提高,海通、广发稳步增长,华泰、招商、光大扭亏,不过华泰收益率过低,光大综合收益上损失较大,招商将相当部分资金委托基金理财,因此它们的自营有效性存疑。中小券商自营收益率较低,兴业收益率显著提高,规模增长后,收益大幅增加,长江与宏源收益率显著下降,从而收益显著减少。山西收益率大幅下降为负数,从而导致业绩亏损。

图表 9: 2011 上半年券商自营业务比较

单位: 亿元

类 别	券 商	自营金额		自营/净资产%		自营收益		平均收益率%	
		1H11	同比	1H11	+/-百分点	1H11	同比	1H11	+/-百分点
大 中 型	中信证券	467.99	-11.24%	68.75	-13.91	23.43	323.91%	4.77	3.94
	海通证券	239.77	33.40%	51.79	10.75	9.97	139.31%	4.43	2.85
	华泰证券	201.90	75.41%	60.25	22.99	1.06		0.54	2.32
	招商证券	212.03	12.28%	87.06	7.72	5.00		2.27	2.96
	广发证券	166.92	12.31%	85.45	0.24	2.00	95.55%	1.16	0.70

光大证券	133.16	247.00%	58.30	40.55	2.55		2.16	5.91
长江证券	100.38	29.06%	86.02	-2.67	1.34	-131.72%	1.47	-0.96
国元证券	43.31	44.98%	29.12	8.59	0.60		1.32	1.58
宏源证券	69.17	34.94%	92.85	14.77	2.59	-131.16%	4.22	-2.74
兴业证券	67.99	166.44%	77.80	32.34	2.29	360.39%	3.46	2.11
方正证券	28.78	100.10%	31.30	12.33	0.05		0.14	15.28
西南证券	66.03	185.96%	57.62	7.58	0.70		1.20	2.12
东北证券	10.17	12.99%	30.29	0.17	0.04		0.24	11.66
国海证券	42.73	71.25%	139.70	40.07	-0.08		-0.24	-0.13
山西证券	5.76	50.37%	9.18	-2.34	-0.06	-217.86%	-1.04	-8.78
国金证券	8.35	55.09%	25.91	7.16	0.30		4.52	9.72
太平洋	7.06	31.23%	33.71	4.01	1.25		19.69	26.41

资料来源：WIND，国元研究

2.4 分业务比较汇总

尽管受托资管与其他创新业务正日益承担开拓中国证券业未来的重任，但截至 2011 上半年中报期，其收益在报表中还无法有效体现，故本次对券商业务经营的分析忽略不计，以下分别从主要业务收入金额与占总收入比重角度对上半年券商收入情况作了汇总。以传统通道为主的经纪业务收入及其占总收入比重全面下降，相对应的是投行与自营业务收入总体上升，但专业要求较高的投行与自营业务在不同券商尤其是大型与中小型券商之间差异较大。

通过业务经营分析，我们认为，业务经营出色的券商应具备经纪业务以量补价效果明显且收入占比低、投行与自营业务真实有效增长且收入基本弥补经纪收入下降的特点，据此我们选中**中信、海通、兴业与西南**。而业务经营与公司经营同时入选的为中信与海通。不过好的经营不代表公司就具有好的投资价值，下面我们还将通过总结展望以及估值角度进行进一步的判断。

图表 10：2011 上半年券商主要业务收入金额比较

单位：亿元

类别	券商	代买卖		承销		自营		受托资管		利息	
		1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比
大型	中信证券	20.42	-16.98	5.81	-4.13	23.43	18.96	1.07	0.21	7.03	0.02
	海通证券	18.39	-4.34	5.36	0.38	9.97	7.03	4.37	1.25	10.21	4.15
	华泰证券	20.29	-3.88	5.79	-1.32	1.06	2.75	0.42	-0.12	5.60	1.17
	招商证券	13.66	-2.57	7.11	0.18	5.00	6.34	0.52	0.24	3.28	0.88
	广发证券	18.46	-5.77	4.09	1.50	2.00	1.32	0.44	-0.05	3.32	-0.53
	光大证券	10.88	-1.41	4.54	2.91	2.55	4.79	2.82	-0.41	4.91	1.21
中小型	长江证券	7.07	-0.93	0.78	-0.04	1.34	-0.62	0.41	0.18	1.06	0.00
	国元证券	4.66	-0.91	2.04	0.77	0.60	0.67	0.08	0.04	1.95	0.44
	宏源证券	6.78	-1.37	2.79	-0.44	2.59	-1.17	0.17	-0.22	0.88	0.08
	兴业证券	4.74	-0.91	1.99	1.44	2.29	1.88	0.33	0.14	1.54	0.30
	方正证券	6.69	-1.43	0.19	0.19	0.05	1.79	0.12	0.11	1.70	0.32
	西南证券	2.97	-0.61	2.34	1.30	0.70	0.94	0.16	0.16	1.30	0.71
	东北证券	4.19	-0.76	0.19	-0.52	0.04	1.88	0.24	0.15	0.44	-0.06
	国海证券	4.66	-0.25	1.28	0.58	-0.08	-0.05	0.04	-0.01	0.09	-0.29
	山西证券	3.48	-0.42	0.34	-0.55	-0.06	-0.39	0.02	0.01	1.31	0.73

国金证券	3.30	-0.43	2.29	-1.73	0.30	0.63	0.00	0.00	0.84	0.33
太平洋	1.72	-0.35	1.16	0.55	1.25	1.82	0.00	0.00	0.29	0.06

资料来源: WIND, 国元研究

图表 11: 2011 上半年券商主要业务收入占总收入比重比较

单位: %

类别	券商	代买卖		承销		自营		受托资管		利息	
		1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比	1H11	同比
大型	中信证券	27.2	-20.1	7.7	-4.8	31.2	25.5	1.4	0.3	9.4	0.5
	海通证券	35.1	-16.8	10.2	-1.1	19.0	12.3	8.3	1.2	19.5	5.6
	华泰证券	59.8	-7.6	17.0	-2.7	3.1	7.8	1.2	-0.3	16.5	4.1
	招商证券	42.1	-16.6	21.9	-3.1	15.4	20.2	1.6	0.6	10.1	1.4
	广发证券	56.4	-10.3	12.5	5.4	6.1	4.2	1.3	0.0	10.2	-0.5
	光大证券	41.1	-22.0	17.1	8.8	9.6	21.1	10.6	-6.0	18.5	-0.5
中小型	长江证券	64.5	-0.1	7.2	0.5	12.3	-3.6	3.8	1.9	9.7	1.1
	国元证券	45.0	-14.5	19.7	6.2	5.8	6.5	0.8	0.3	18.8	2.7
	宏源证券	43.6	-4.1	18.0	-0.9	16.6	-5.4	1.1	-1.2	5.7	1.0
	兴业证券	34.2	-16.8	14.4	9.4	16.5	12.8	2.4	0.7	11.1	-0.1
	方正证券	69.2	-34.4	1.9	1.9	0.5	22.8	1.2	1.1	17.6	0.0
	西南证券	36.2	-26.9	28.5	10.2	8.6	12.8	2.0	2.0	15.8	5.4
	东北证券	72.5	-24.4	3.3	-10.7	0.6	36.7	4.1	2.4	7.6	-2.2
	国海证券	62.2	-0.7	17.0	8.1	-1.0	-0.6	0.6	-0.1	1.2	-3.7
	山西证券	64.0	-1.2	6.2	-8.6	-1.1	-6.6	0.5	0.2	24.2	14.4
	国金证券	46.9	1.1	32.5	-16.8	4.3	8.4	0.0	0.0	11.9	5.7
	太平洋	37.7	-46.0	25.5	0.8	27.5	50.5	0.0	0.0	6.3	-2.9

资料来源: WIND, 国元研究

第 3 部分 总结与评级

3.1 总结与展望

2011 上半年中国证券业发展的实质是政府与市场的角色、功能进一步清晰完善。在佣金自律方面, 尽管价格战没有停止, 但监管部门基本没有干预, 在长江证券增发失利、西南证券并购重组方面, 也未见监管部门的有形之手, 基本由市场按自己的方式解决, 而在研报内幕交易、直投利益输送问题上, 监管部门则加大监管力度、即使修改规则, 这些充分表明中国证券业的规范程度与有效性在显著提高, 政府的归政府, 市场的归市场。

展望未来, 我们继续强调去年以来的观点: 中国证券业的制度性红利基本用尽, 尽管未来可以预期的制度红利还有: 转融通、两融常态化、新三板、国际板、做市商等等, 但这些边际性调整基本不会改变中国证券业的博弈格局。市场化、国际化已给中国证券市场与证券业发展带来深刻影响, 未来这一趋势将不可逆转地持续下去。

转让子公司导致中信证券上半年经纪、投行收入大幅下降, 不过公司有效经营已逐步改善其负面影响, 同时公司自营业绩大幅增长有效弥补了经纪、投行收入的下降, 而费用控制更帮助公司实现净利润增长、盈利能力提高, 中信无疑是上半年经营最出色的券商之一。预计下半年公司转让华夏基金股权、发行 H 股、参股外资投行将陆续完成, 剔除华夏基金并表后,

公司费用率将进一步下降，从而显著巩固其优势地位。

海通证券上半年通过降低经纪佣金率、加大资产运作力度，在稳健的基础上实现风格逐步转变，并修成正果，实现除经纪外的各项业务收入全面增长，盈利能力提高，其在同业比较中几乎没有显著缺陷，因而也是上半年经营最出色的券商之一。预计下半年公司将完成增发 H 股，作为大型券商的优势日益体现。

转让子公司对广发证券影响有限，政策限制松绑有利于公司业务扩张，上半年公司承销、自营收入显著增长，只是未能完全弥补经纪收入的下降，管理费用显著上升则对净利润形成拖累。上半年公司董事会大幅改选，下半年成功增发，这些均有利于公司治理完善、资本实力提升，未来恢复进取型风格可期，不过在大型券商中经纪佣金率偏高、资产收益率偏低有待消化。

招商证券上半年经纪业务以量补价效果不明显，承销收入维持高水平，但增长放缓，主要靠自营大幅扭亏支持收入增长，但委托基金理财也使自营绩效打折扣，公司费用增速较低，费用率在大型券商中最低，但所得税率回归吞噬部分利润，导致利润增长不抵收入增长，不过高财务杠杆下公司股东收益率较令人满意，低佣金率也将给未来业务带来主动。

光大证券与招商证券经营愈发接近，上半年经纪业务以量补价效果同样不明显，不过光大投行后发优势突出，与自营扭亏共同支持了收入增长，但综合收益损失大也使自营绩效打折扣，较低佣金率同样预示着未来业务将较主动。

华泰证券经纪业务规模跃居市场第一，经纪收入比例在大型券商中最高，上半年经纪佣金率与市场份额双降，但经纪收入下降未完全体现，华泰联合低迷影响其投行业务下降，公司资产配置保守，自营收益率低，投资收益增长不能弥补经纪与投行业务的下降，是大型券商中除中信、广发外唯一营收、净利双降的券商，也是盈利能力垫底的券商。华泰必须为其第一的市场地位做好充分准备。

中小型券商经营相对鱼龙混杂，兴业、西南上半年经纪业务以量补价成效显著，尽管业务收入下降，但市场份额迅速提升，而其他业务的全面增长则完全抵消经纪收入的下降，其中兴业经纪佣金率竞争优势较大，西南投行业务增长更为扎实，更重要的是西南成功并购国都，实现了中国证券业 20 年来市场化并购零的突破，从而成为中小型券商经营的楷模。

然而由于治理、资本、人才、机制、业务资格、品牌等方面缺陷，中小型券商收入增长远远不及管理费用增长，从而逐步走向规模不经济陷阱，全国化、小而全究竟是蛋糕还是毒药？国都证券或许正是前车之鉴，这预示着中小型券商必将经历一场重大战略性转折，而在此之前，中小型券商的总体增长前景必然不如大型券商，因此中小型券商即使上半年经营出色，也将被我们排除在具有投资价值的券商之外。

3.2 预测与评级

由于年初至今证券市场发展远不如我们上年预计的乐观，因此我们首先微调了部分假设，再结合券商最新融资、分红、投资、并购及主营业务情况作了重新预测。

券商股总市值的排序揭示了市场的很多反常：海通资本、业务规模仅略低于中信，但股权价值相差近一倍，甚至低于广发，经营稳健某种程度上也代表了未来确定性更高，以中信为标

杆，海通显然被低估。同样的例子还有：光大股权价值低于方正、国海股权价值垫底。我们认为市场迟早将纠偏，而市场纠偏也将造就券商股的重要投资价值所在。

基于对 2011 年券商中报的分析，我们认为**当前最有投资价值的券商股依此为：海通、中信、光大、招商**。需要强调的是，这仅仅是基于 2011 中报的阶段性的分析，对券商股价值的动态及更深层次分析，还需结合宏观经济、证券市场、行业与公司发展情况，进行进一步的扩展修正。

图表 12：券商股的预测与评级（按总市值排序）

证券简称	盈利增长率(%)		ROE(%)		TTM	PE(倍)		PB	流通市值 亿元	总市值 亿元	评级
	11E	12E	11E	12E		11E	12E				
中信证券	-7.60	-22.87	11.28	8.46	10.32	12.79	16.58	1.78	1200.54	1203.43	推荐
广发证券	-27.06	16.00	8.75	9.40	23.87	30.32	26.13	2.83	233.18	890.56	中性
海通证券	24.01	14.57	7.46	7.98	16.30	16.84	14.70	1.47	664.81	664.81	推荐
华泰证券	-26.10	14.22	7.28	7.79	17.81	22.15	19.39	1.69	177.33	560.56	中性
招商证券	-6.60	16.43	11.74	12.31	16.63	17.52	15.44	2.38	292.21	554.67	推荐
方正证券	-22.60	23.48	8.94	8.70	33.38	42.31	34.26	2.81	55.28	408.70	中性
光大证券	16.51	17.84	10.08	10.90	16.30	18.15	15.64	1.84	130.39	407.77	推荐
兴业证券	19.23	18.62	10.74	11.81	38.55	34.20	28.83	3.81	38.37	320.98	中性
西南证券	32.94	19.15	8.57	8.16	25.97	23.76	19.94	2.22	87.39	254.32	中性
宏源证券	-0.79	17.53	14.17	15.42	17.70	16.25	13.82	2.83	210.55	210.56	中性
长江证券	-15.31	14.73	13.59	13.36	17.05	18.94	16.51	1.88	205.82	205.82	中性
山西证券	-11.22	17.82	9.23	10.71	56.03	38.23	32.45	3.26	32.30	193.90	中性
国金证券	-15.32	15.17	11.92	11.29	37.64	25.70	22.32	4.07	130.83	130.83	中性
东北证券	-15.03	25.10	12.72	13.59	23.05	26.02	20.80	3.48	116.55	116.55	中性
太平洋	52.80	16.56	13.29	13.90	41.13	37.32	32.02	5.55	114.74	116.21	中性
国海证券	-11.65	18.26	14.16	14.59	71.71	25.43	21.50	3.85	22.02	107.66	中性

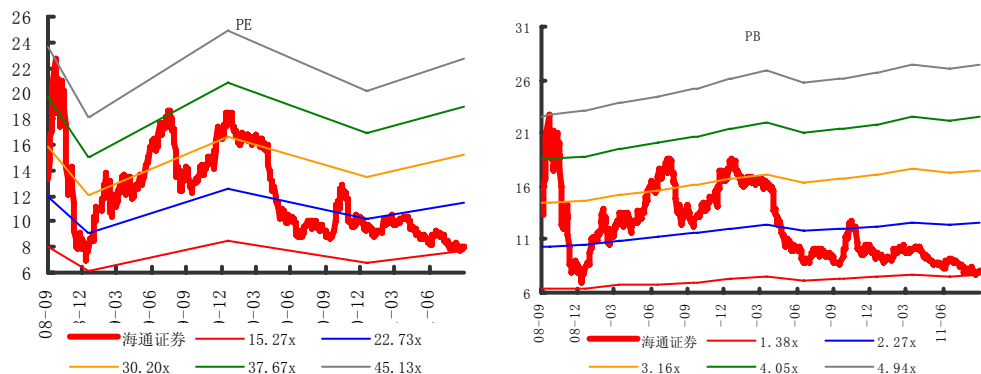
图表 13：海通证券财务预测（假设 2011 年成功发行 H 股）

截至：2011-9-13

会计年度	10A	11E	12E	13E	会计年度	10A	11E	12E	13E
利润表摘要（单位：百万元）					存出保证金	3230	2809	2837	2865
一、营业收入	9768	10710	12420	14581	可供出售金融资产	6033	9368	11013	12931
手续费及佣金净收入	7208	6187	6805	7930	长期股权投资	1434	8468	8468	8468
其中：代理买卖证券净收入	4864	3678	4045	4854	其他资产	9608	10477	10221	10087
证券承销净收入	920	1073	1180	1298	总负债	69796	60265	62765	67876
受托资产管理净收入	714	874	961	1057	卖出回购金融资产款	0	7052	7123	7194
投资收益+公允价值变动	1160	2171	2797	3273	代理买卖证券款	63682	47442	49814	54796
利息净收入	1366	2246	2695	3234	其他负债	6114	5771	5829	5887
二、营业支出	4935	4445	5278	6343	所有者权益	45617	62456	66744	71840
营业税金及附加	422	482	559	656	股本	8228	9528	9528	9528
管理费用	4512	3963	4719	5687	少数股东权益	1149	1146	1146	1146
三、营业利润	4833	6265	7141	8238	归属于母公司所有者权益	44467	61310	65598	70694
四、利润总额	4990	6265	7141	8238	盈利能力(%)				
减：所得税	1122	1504	1714	1977	毛利率	49.48%	58.50%	57.50%	56.50%
五、净利润	3868	4762	5427	6261	净利率	37.74%	42.68%	42.17%	41.44%
减：少数股东损益	182	190	190	219	ROE	8.29%	7.46%	7.98%	8.55%

归属于母公司所有者的净利润	3686	4571	5237	6042	每股指标(元)				
资产负债表摘要(单位:百万元)					EPS	0.45	0.48	0.55	0.63
总资产	115413	122721	129509	139716	BVPS	5.40	6.43	6.88	7.42
客户存款	60629	43689	45873	50461	估值比率				
自有存款	17342	15806	15054	14281	P/E		16.84	14.70	12.74
交易性金融资产	15018	21860	25696	30173	P/B		1.26	1.17	1.09
买入返售金融资产	2120	10244	10346	10450					

图表 14: 海通证券估值已处历史最低部



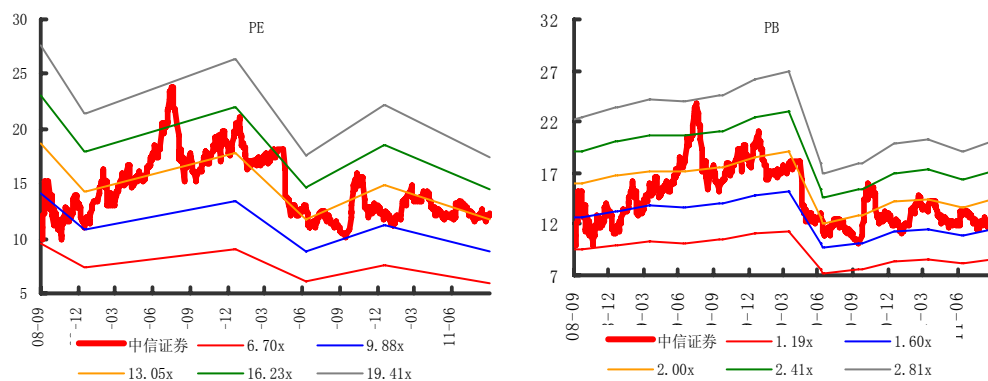
资料来源: WIND, 国元研究

图表 15: 中信证券财务预测(假设 2011 年成功发行 H 股并转让华夏基金股权)

截至: 2011-9-13

会计年度	10A	11E	12E	13E	会计年度	10A	11E	12E	13E
利润表摘要(单位:百万元)					存出保证金				
一、营业收入	27795	21942	17636	19974	可供出售金融资产	37188	40525	43752	47720
手续费及佣金净收入	14858	9244	7162	8447	长期股权投资	7614	12968	14001	15270
其中:代理买卖证券业务净收入	7809	4288	5146	6175	固定资产	2491	3242	3500	3818
证券承销业务净收入	2903	1278	1406	1546	其他资产	10267	18155	19601	21378
受托资产管理业务净收入	181	224	269	323	总负债	82330	69033	79377	91620
利息净收入	1303	1758	1934	2127	代理买卖证券款	62081	45959	55150	66181
投资净收益+公允价值变动	11525	10722	8366	9203	其他负债	20249	23074	24227	25439
二、营业支出	11526	7993	6878	7790	所有者权益	70848	93069	95630	99259
营业税金及附加	962	878	705	799	股本	9946	11046	11046	11046
管理费用	10535	7115	6173	6991	少数股东权益	413	399	399	399
三、营业利润	16269	13949	10758	12184	归属于母公司所有者权益	70435	92670	95231	98860
四、利润总额	16320	13977	10780	12209	盈利能力(%)				
减:所得税	4184	3494	2695	3052	毛利率	41.47%	36.43%	39.00%	39.00%
五、净利润	12136	10483	8085	9157	净利率	40.70%	47.63%	45.70%	45.70%
减:少数股东损益	825	31	24	27	ROE	16.06%	11.28%	8.46%	9.23%
归属于母公司所有者的净利润	11311	10451	8061	9129	每股指标(元)				
资产负债表摘要(单位:百万元)					EPS	1.14	0.95	0.73	0.83
总资产	153178	162102	175007	190879	BVPS	7.08	8.39	8.62	8.95
客户存款	61911	48631	52502	57264	估值比率				
自有存款	18444	17831	19251	20997	P/E		12.79	16.58	14.64
交易性金融资产	14256	19452	21001	22905	P/B		1.44	1.40	1.35

图表 16：中信证券估值接近历史底部



资料来源：WIND，国元研究

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

二级市场评级	
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn

