

## 方正证券研究所证券研究报告

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

TEL: 010-68584843

Email: zhaoshasha@foundersc.com

联系人：夏子衍

TEL: 010-68585869

Email: xiaziyan@foundersc.com

### 历史表现



### 盈利预测

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入	5594.13	5054.08	4649.7	5440.21
(+/-)	52%	-10%	-8%	17%
净利润	2826.67	2200.06	1656.02	2086.59
(+/-)	107%	-22%	-25%	26%
EPS(元)	0.92	0.64	0.48	0.61
P/E	13.28	19.09	25.22	20.02
BVPS(元)	6.62	6.70	6.30	7.16
P/B	1.85	1.82	1.94	1.71

请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 业绩重现曙光，估值优势明显

光大证券(601788)

公司深度报告

2012.02.29

增持(首次评级)

证券行业

### 核心观点：

金控背景有利于光大证券未来的交叉经营与战略合作，股权结构与资本实力稳定。2011年经纪业务思路从“保市场份额、打佣金战”到“以净佣金收入为考核目标”发生积极转变，经纪业务2012年有望实现恢复性增长。注重人才，研究建立市场化的薪酬体系，光大资管子公司会有大发展。2011年融资融券业务收入贡献度约4%，2012年有望达到9%。

### 投资要点：

#### ※集团金控背景有利资本稳定与金融企业间战略合作

公司控股股东光大集团股权占比高达67.25%，限售股解禁后大股东减持风险小。2011年，集团成立战略发展部，建立光大金融企业间的联动机制。公司将充分受益于交叉营销和光大系金融企业间的战略合作。

#### ※经纪业务考核目标转向盈利能力，收入拐点或重现

受益于公司经纪业务从保市场份额到追求盈利能力提升的战略转型，公司净佣金率2011年以来企稳，保持在0.07%之上。2011年两融业务贡献收入2亿元，预计占总收入比重约4%。2012年其贡献度或增至9%。随着资本市场交易量的回升，公司经纪业务拐点将逐渐显。

#### ※保代回流，资管子公司预计上半年成立

公司投行业务近2年恶补式发展，收入3年复合增长率达30.54%。伴随保代回流，及证监会对保代签字权的放开，投行业务提升空间存在。今年上半年，公司将择期设立资产管理子公司，这是继东方证券和国泰君安之后的第三家券商系资管子公司。公司注重人才战略，将根据市场竞争环境，建立更加有效的薪酬制度。

### 盈利预测

我们预测2012年资本市场环境不会比2011年更差，或有回暖行情出现。受益于此，结合公司实际调研情况，我们认为2012年公司的营业收入和净利润都将恢复明显的正增长。目前，公司PE,PB估值处于板块内较低水平，首次给予“增持”评级。

一、 巨龙潜伏.....	4
1. 资本规模较大，运营效率和盈利能力待提升.....	4
2. 金控背景下充分受益交叉经营与战略合作 .....	5
二、 创新与传统齐驱 .....	7
1. 资本市场低迷，经纪业务转型在即.....	7
1.1 量价齐跌，竞争加剧.....	7
1.2 战略调整，经纪业务收入占比仅 39.13%.....	8
2. 签字权放宽，保代人数趋稳 .....	9
2.1 1H2011 投行业务收入同比增长 220.15%.....	9
2.2 拥有保代人数 57 名，人员趋稳.....	10
2.3 承销规模市占稳定，保持 1.6%之上.....	10
3. 建立资管子公司，继续推进资管优势 .....	12
3.1 集合理财空间巨大，规模为公募基金的 6.48%.....	12
3.2 2010 年公司资管净收入规模第二.....	12
4. 两融业务，营业收入快升的新增长点 .....	14
4.1 预计 2012 年行业两融业务收入突破 100 亿.....	14
4.2 两融业务今年有望为公司贡献 9% 的收入.....	16
三、 风险考虑因素.....	17
四、 盈利预测.....	18

图表 1 117 家营业部以京沪广为中心辐射全国.....	4
图表 2 2010 年 ROE 近于 10% 略低于同业 .....	5
图表 3 2010 年净资产周转率低于上市券商均值.....	5
图表 4 光大系控股 67.25% .....	6
图表 5 光大金控全牌照经营.....	6
图表 6 上证 A 股日均交易额降至 967.41 亿元.....	7
图表 7 公司近年部均收入水平与行业持平.....	7
图表 8 公司经纪业务收入 1H2011 占比 39.4%.....	8
图表 9 公司佣金率持续下降至 0.07% .....	8
图表 10 光大证券战略发展思路变迁 .....	9
图表 11 投行业务收入 1H2011 占比增至 16.14% .....	9
图表 12 各公司保代数量比较.....	10
图表 13 财务顾问为投行业务贡献小额收入.....	10
图表 14 2011 年承销规模市占 1.62% .....	11
图表 15 IPO 承销集中度持续下降 .....	11
图表 16 2012 年 11 家 IPO 项目在审 .....	11
图表 17 券商集合理财的净值规模为公募基金的 6.48% .....	12
图表 18 2010 年资管收入行业第二.....	12
图表 19 受托资金本额年复合增长率 33.33% .....	12
图表 20 券商集合理理财产品比较 .....	13
图表 21 集合理财净值规模市占 6% .....	13
图表 22 最新存续期产品共 14 支 .....	13
图表 23 公司集合理财净值达 82.8 亿元 .....	14
图表 24 发达市场两融交易额占比高于 20%.....	14
图表 25 我国两融交易额占比平均水平达到 2%.....	15
图表 26 我国融资融券余额接近 400 亿 .....	15
图表 27 预计 2012 年两融业务收入突破 100 亿 .....	16
图表 28 至 2012 年 1 月底交易额市场份额占比达 4.76% .....	16
图表 29 至 2012 年 1 月底融资融券余额市场份额达 7.06% .....	17
图表 30 自营权益类占比较高达 51.79% .....	17
图表 31 自营投资收益率明显低于同业 .....	17
图表 32 自营规模三年复合增长率达 85% .....	18
图表 33 盈利预测与估值简表 .....	18

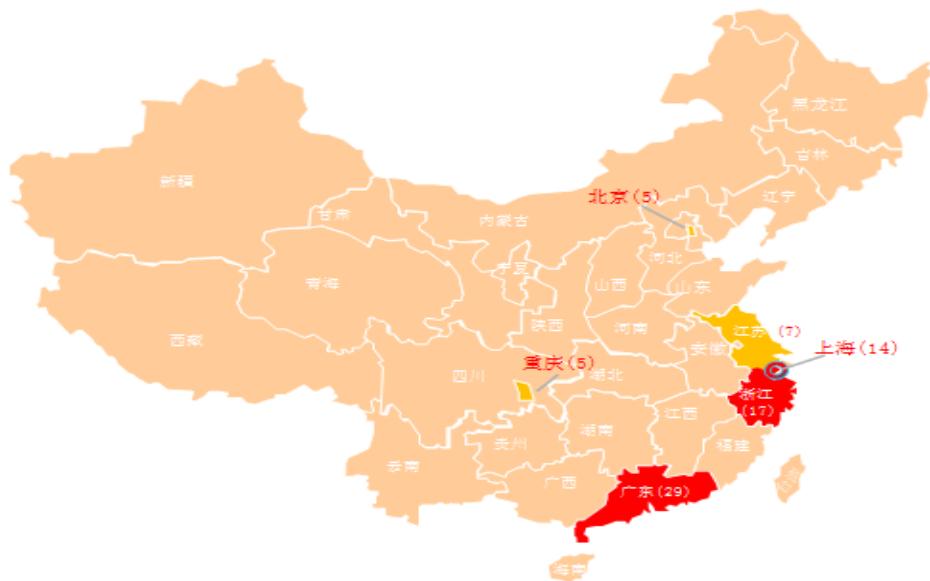
## 一、 巨龙潜伏

### 1. 资本规模较大，运营效率和盈利能力待提升

1996 年 4 月，光大集团在整顿其原有证券营业部的基础上建立了光大证券有限责任公司。2005 年 7 月，光大集团和光大控股等共同设立了光大证券股份有限公司。2009 年 8 月，公司成功 A 股上市，募集资金 109.62 亿元。

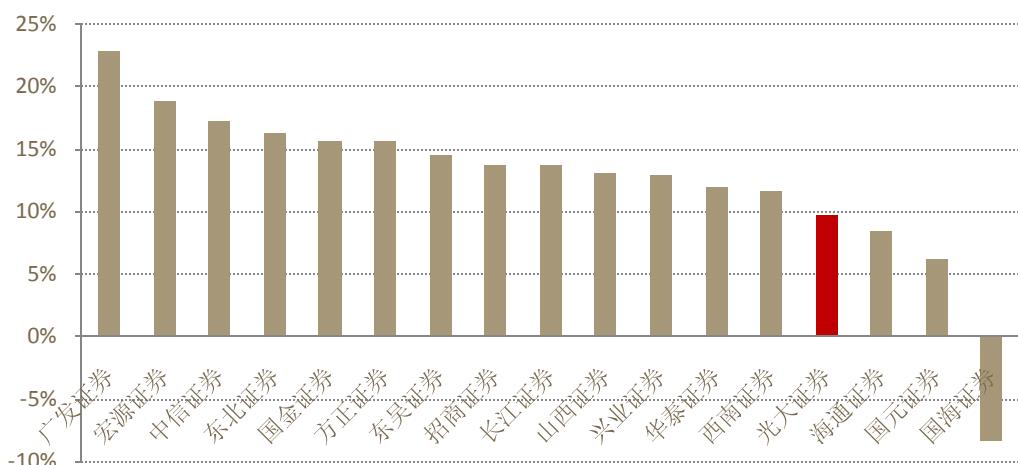
公司为全国性综合类券商，是首批三家创新试点之一。从 2005 年起，公司经纪业务进行了一系列收购兼并活动。截止目前，公司拥有 117 家营业部，形成了以京、沪、粤为中心、辐射全国的网点格局。至 2011 年底，公司实现净利润 15.66 亿元，总资产达 434.89 亿元，处于证券行业的第二梯队。2011 年归属于母公司净资本达 143.3 亿元，行业排名仅次于中信证券和海通证券。然而，公司的总资产周转率和净资产周转率却位列上市券商后方，公司 ROE 和人均营业收入也小于上市券商均值。

图表 1 117 家营业部以京沪广为中心辐射全国



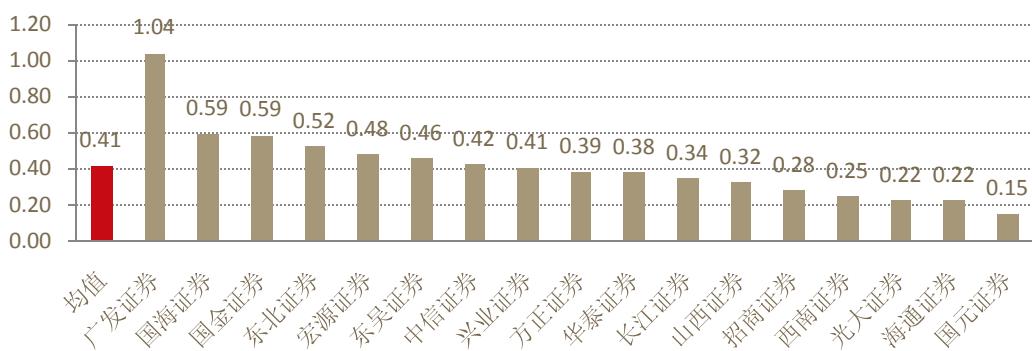
数据来源：证券业协会 方正证券研究所

图表 2 2010 年 ROE 近于 10% 略低于同业



数据来源: WIND 方正证券研究所

图表 3 2010 年净资产周转率低于上市券商均值

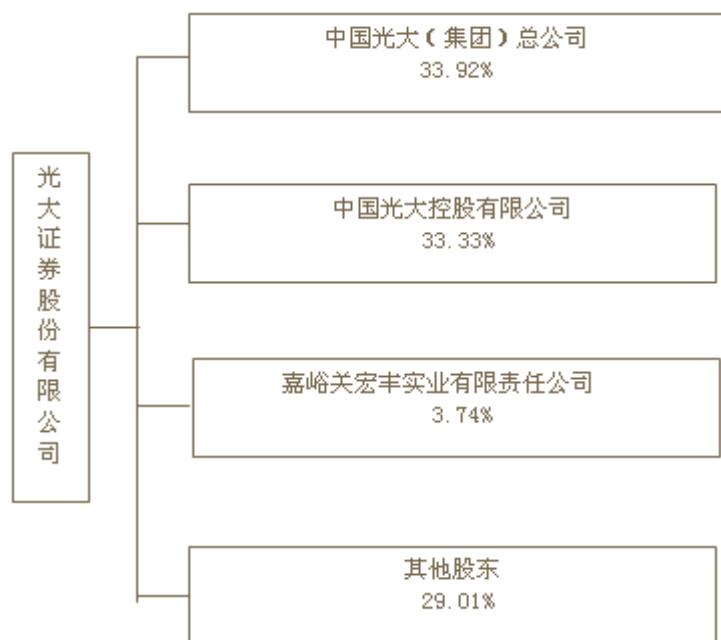


数据来源: WIND 方正证券研究所

## 2. 金控背景下充分受益交叉经营与战略合作

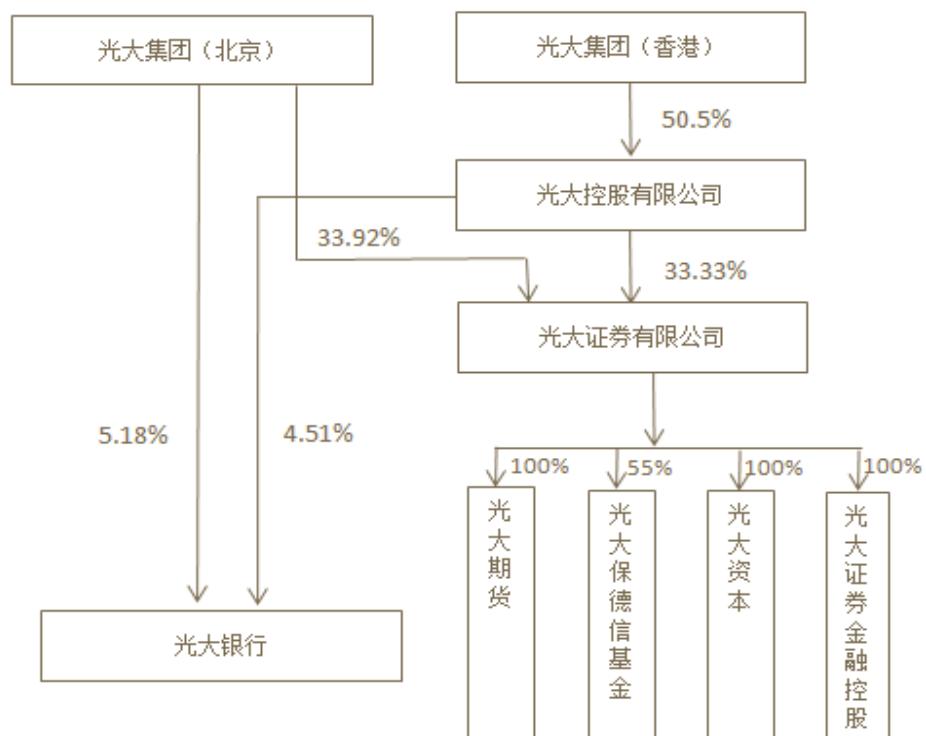
相对于其他同业的股权结构而言，光大证券股权结构具有集中稳定的特点。公司前两大股东为中国光大（集团）总公司、中国光大控股有限公司，持股比例分别为 33.92%、33.33%。光大集团于 1990 年在北京成立，注册资本 2,000 万元全部由财政部出资，高级管理层成员由国务院任免，法定代表人为唐双宁。后经过改革重组，取得了国内第一张金融控股公司牌照。光大集团的涉及领域为国内和海外的金融及实业领域。其在金融领域实力领先，拥有光大银行、光大证券、光大保德信基金、光大期货、光大资产管理、光大永明人寿等金融企业，形成了完整的金融控股框架。光大控股在香港联合交易所上市，前身为明辉发展有限公司。1994 年光大集团成为实际控制人，1997 年更名为光大控股。公司与其他光大系金融企业存在着广泛的交叉经营与战略合作可能。

图表 4 光大系控股 67.25%



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 5 光大金控全牌照经营



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

## 二、创新与传统齐驱

### 1. 资本市场低迷，经纪业务转型在即

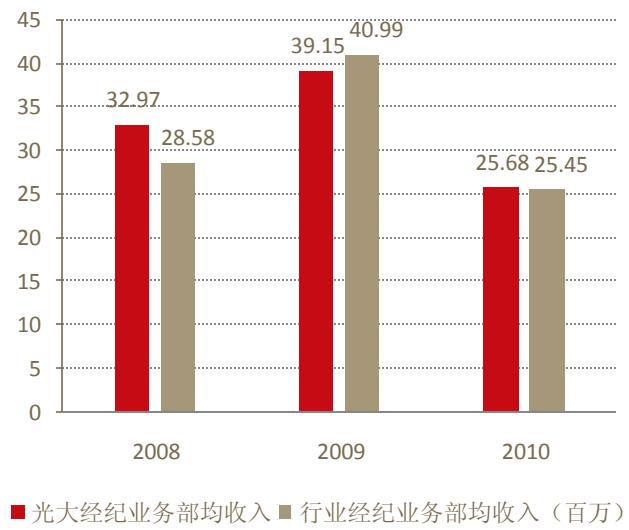
#### 1.1 量价齐跌，竞争加剧

2008年的大熊市之后，我国证券市场虽然很快沐浴了2009年的一波甘露，但是随后的几年至今，大盘行情一进三退地又回归至了2009年年初的水平。决定经纪业务收入的交易量与换手率持续萎靡不振：上证A股日均交易额自2009年登峰造极达到1400亿元后，节节败退，2011年不到1000亿元；A股市场的年均换手率（整体法）2011年重挫至5%以下，距离2006年一度的400%，可谓是天壤之别。券商营业部部均经纪业务收入表现出时好时坏，和不断向下的特征。

图表 6 上证 A 股日均交易额降至 967.41 亿元



图表 7 公司近年部均收入水平与行业持平



数据来源：WIND 方正证券研究所

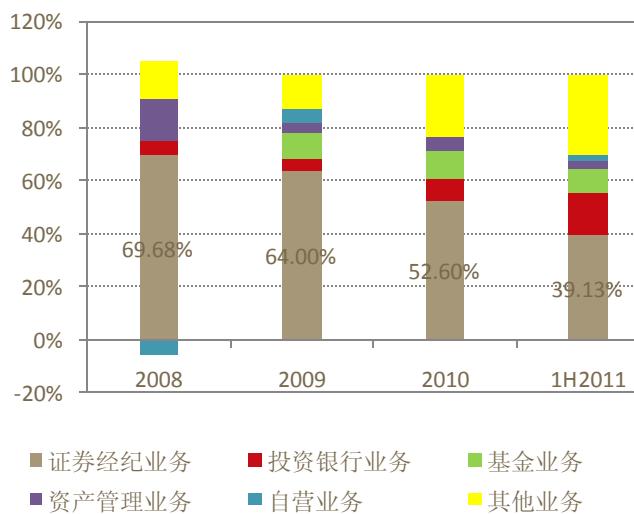
经纪业务行业压力的其他成因还有：(1) 2002年采用浮动佣金制后，券商纷纷卷入了降佣圈地的惨烈斗争中。一方面，营业部数量激增：由2007年不到3500家增加至2011年的5000余家；另一方面，行业平均净佣金率从2008年的0.14%骤降至0.08%。(2)由于管理层逐步放松了对经纪业务经营资格的管制，经纪业务的竞争主体日益多元化。以商业银行和信托公司为代表的其他金融企业、乃至IT公司等都加快了对证券经纪业务的渗透步伐。入世开放后，外资也越来越多参与到我国的经纪业务。(3)客户结构正发生变化，多数券商经纪业务服务难以满足新需求。一方面，机构投资者队伍逐步扩大，另一方面，个人投资者中高端投资者比重上升。他们往往要求券商提供更为全面而个性化的投资咨询或者理财服务。

## 1.2 战略调整，经纪业务收入占比仅 39.13%

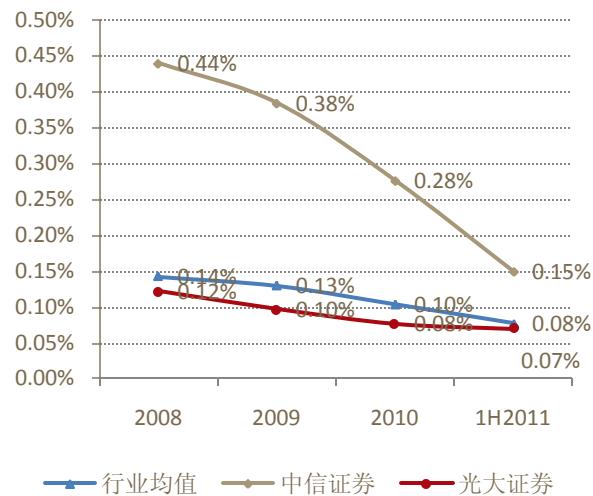
近年，公司佣金率一直低于行业均值，2011 年上半年已降至 0.07%。我们认为造成公司佣金率持续下降的原因：一方面是公司所处的发达地区竞争较为激烈，另一方面公司近年经纪业务战略以市占率考核为主。

2011 年公司将净佣金收入作为经纪业务的主要考核指标。目前公司共有执业咨询资格分析师 42 名，投资顾问 402 名，为公司从传统的经纪交易商向以财富管理为特色的服务集成商转型提供了高质量的人才队伍保障。2009 年以来，公司的经纪业务收入占比持续下降，到 2011 年上半年，占比仅为 39.13%。受益于公司经纪业务从市场份额扩张到追求盈利能力提升的战略转型，公司净佣金率 2011 年以来走势企稳，均保持 0.07%之上。至 2012 年 1 月底公司两融余额市场份额占比达到 7.06%，带来了新的利润增长点。资本市场交易量的提升，公司经纪业务拐点显现。

图表 8 公司经纪业务收入 1H2011 占比 39.4%

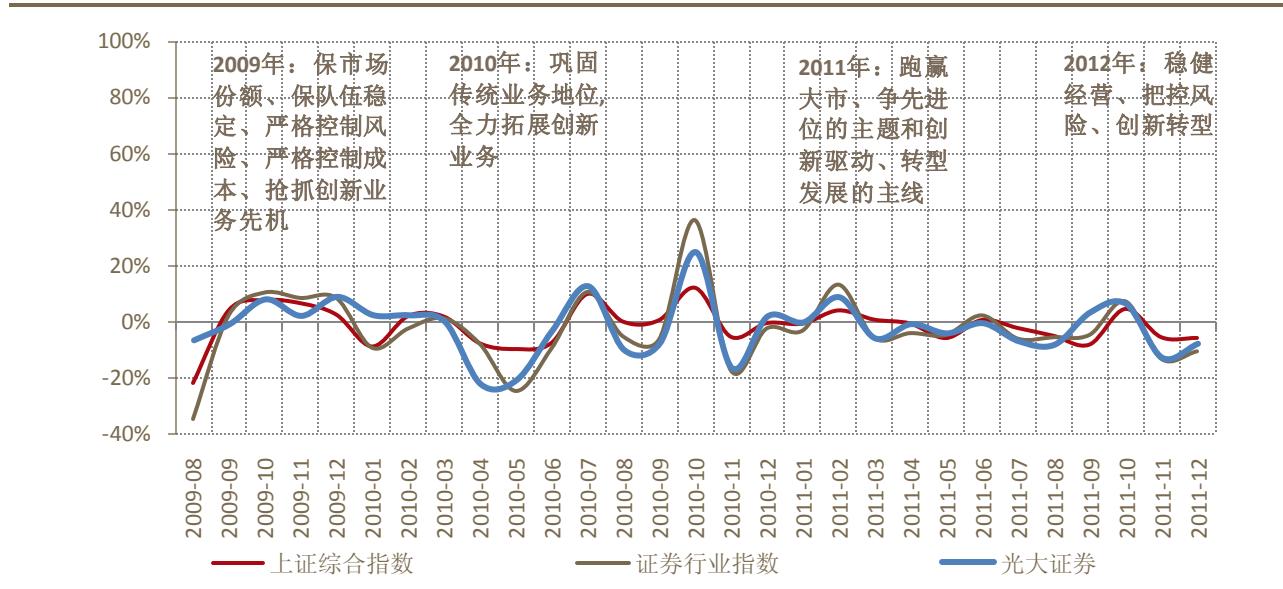


图表 9 公司佣金率持续下降至 0.07%



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 10 光大证券战略发展思路变迁



数据来源：WIND 方正证券研究所

## 2. 签字权放宽，保代人数趋稳

### 2.1 1H2011 投行业务收入同比增长 220.15%

2010年以来，公司投行业务出现恶补式发展。2007年-2010年，投行业务收入大幅增长，复合增长率达30.54%。2010年一举突破4亿大关。截至2011年上半年，投资银行业务逆势增长，实现收入4.27亿元，同比增长220.15%；实现利润3.08亿元，是去年同期的4倍。在公司总营业收入的占比也快速提升至16.14%。2011年，公司主承销家数总计23家，募集资金达232.6亿元，其中股票承销金额120亿元，行业排名第13。

图表 11 投行业务收入 1H2011 占比增至 16.14%



数据来源：WIND 方正证券研究所

## 2.2 拥有保代人数 57 名，人员趋稳

光大证券投资银行部正式成立于1996年。在15年的发展过程中，曲折走来，现已有270余名投资银行专业人员，其中保荐代表人57人，准保荐代表人53人。因领导层与机制的调整，近两年，保荐代表人出现回流。近日，证监会已考虑放开保荐代表人的签字权，从目前的两位保荐代表人保荐一个项目扩大为同时在发行部和创业板部各申报两个项目。这意味着，投行的保代流动性将趋稳，投行业务收入有望倍增。

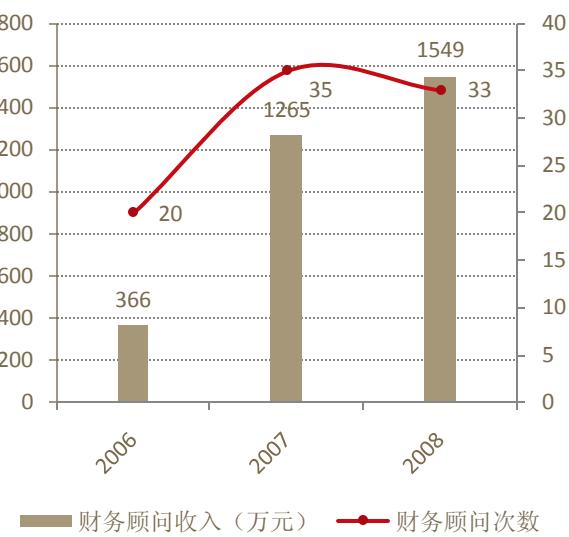
## 2.3 承销规模市占稳定，保持 1.6%之上

由于创业板开闸以及新三板扩容，重大项目数量日益减少，投行业务竞争日益激烈。主承销商承销规模集中度逐年降低。CR3和CR8分别由2007年的52.13%和73.71%降至2011年的26.7%和49.71%。在此大环境下，光大证券承销专注于中小型项目，承销规模稳中渐升，市场份额保持在1.6%之上。截止2012年2月末，公司已有11家IPO项目在审。同时，随着债券市场的发展，企业债和公司债发行范围和规模的扩大，公司债券承销的范围也会有所扩展，投行业务还有更大的发展空间。

图表 12 各公司保代数量比较



图表 13 财务顾问为投行业务贡献小额收入

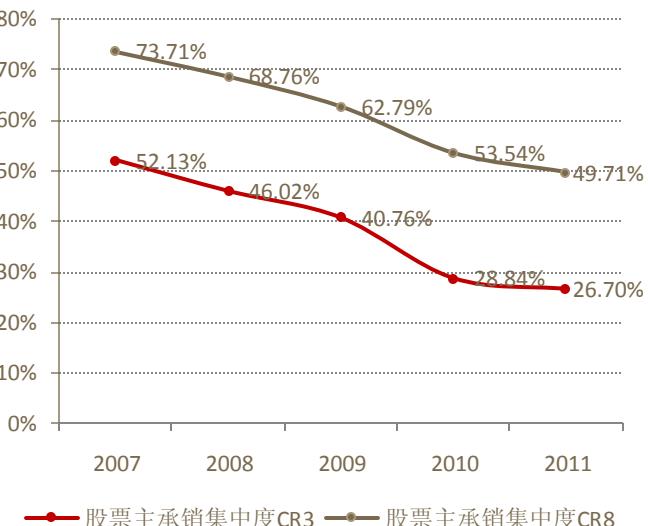


数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 14 2011 年承销规模市占 1.62%



图表 15 IPO 承销集中度持续下降



数据来源: WIND 方正证券研究所

图表 16 2012 年 11 家 IPO 项目在审

主板项目	注册地	所属行业	审批进度
宁波娇辰集团	宁波	批发和零售业	初审中
江苏江阴农村商业银行	江苏	银行业	落实反馈意见
中材节能	天津	用	中
爱普香料集团	上海	化学原料及化学制品制造业	落实反馈意见
上海康达化工新材料	上海	精细化工行业	中
广东华声电器	广东	家用电器制造业	已通过发审会
创业板项目	注册地	所属行业	审批进度
河南思可达光伏材料股份有限公司	河南	太阳能	已通过发审会
深圳市艾比森光电股份有限公司	深圳	信息功能材料与器件	落实反馈意见
北京中矿环保科技股份有限公司	北京	固体废弃物的资源综合利用	中
湖北富邦科技股份有限公司	湖北	新型高效生物肥料	落实反馈意见
浙江珍诚医药在线股份有限公司	浙江	电子商务服务	中

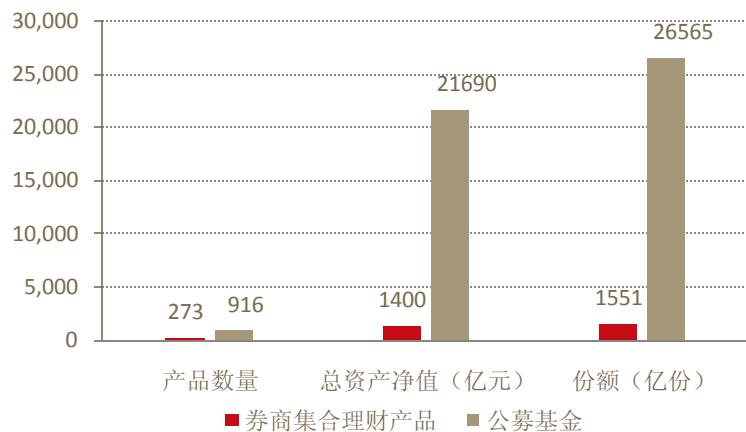
数据来源: WIND 方正证券研究所

### 3. 建立资管子公司，继续推进资管优势

#### 3.1 集合理财空间巨大，规模为公募基金的 6.48%

我国券商集合理财整体规模与公募基金相比还有相当大的差距。截至 2012 年 1 月底，券商集合理财共 1551 亿份，总净值为 1400 亿元，同期公募基金总份额达 2.65 万亿份，总净值达 2.16 万亿元。按净值计算，券商集合理财的规模为公募基金的 6.48%，发展空间值得期待。

图表 17 券商集合理财的净值规模为公募基金的 6.48%

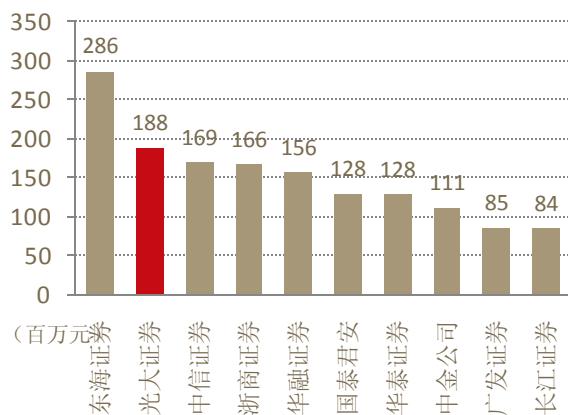


数据来源：WIND 方正证券研究所

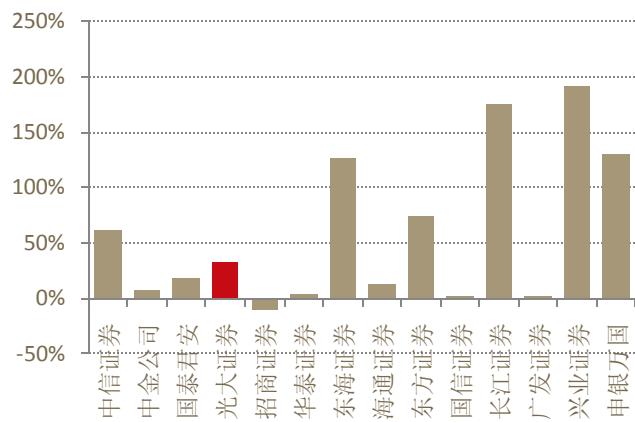
#### 3.2 2010 年公司资管净收入规模第二

公司资管业务处于行业领先地位。截至 2012 年 1 月底，公司旗下存续期集合理财产品 14 支，资产净值达 82.8 亿元，位居行业第五。2010 年公司受托客户资产管理业务净收入达 1.88 亿元，行业排名第二。自 2007 年起，我国资本市场风云变幻，但公司受托管理资金本额逐年增长，至 2010 年年复合增长率达 33.33%，跑赢多数券商。

图表 18 2010 年资管收入行业第二

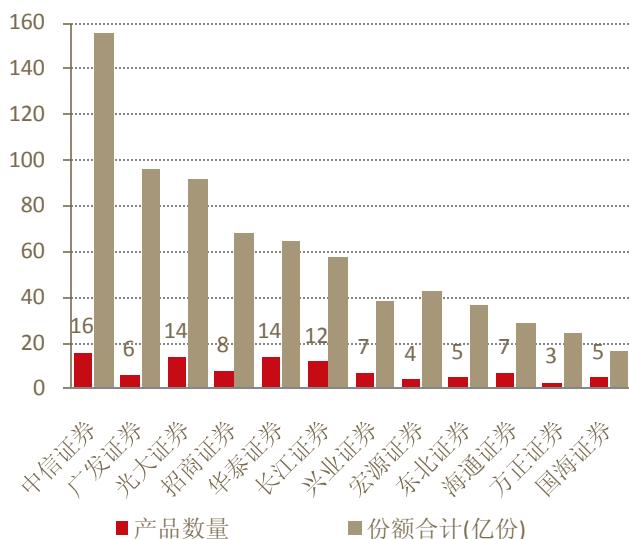


图表 19 受托资金本额年复合增长率 33.33%

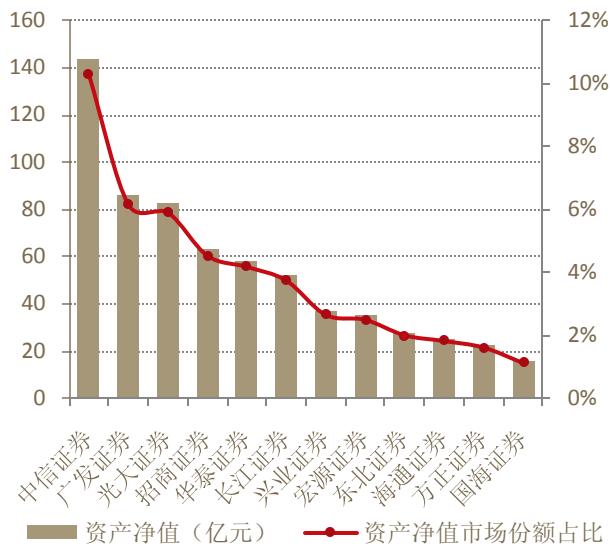


数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 20 券商集合理财产品比较



图表 21 集合理财净值规模市占 6%



数据来源: WIND 方正证券研究所

图表 22 最新存续期产品共 14 支

产品简称	所属概念	成立日期	到期日期	存续期(年)
光大阳光基中宝	FOF	2009/7/28	2019/7/27	10
光大阳光集结号收益型一期		2010/6/12		
光大阳光集结号收益型二期		2010/10/22		
光大阳光集结号混合型一期	混合型	2010/1/28	2020/1/27	10
光大阳光新兴产业	混合型	2011/1/31		
光大阳光避险增值	混合型	2011/8/25		
光大阳光内需动力	混合型	2010/9/27		
光大阳光 6 号	混合型	2009/12/28	2029/12/27	20
光大阳光稳健添利	债券型	2011/11/10		
光大阳光集结号混合型三期	混合型	2011/12/21	2013/12/20	2
光大全球灵活配置	QDII	2011/5/30		
光大阳光	混合型	2005/4/28	2015/4/27	10
光大阳光 5 号	债券型	2009/1/21	2017/1/20	8
光大阳光集结号收益型三期		2011/6/3		

数据来源: WIND 方正证券研究所

图表 23 公司集合理财净值达 82.8 亿元



数据来源: WIND 方正证券研究所

2011 年 11 月 30 日, 光大证券获准设立资产管理子公司, 将在今年上半年择期成立, 注册资本暂拟定为 2 亿元, 成为继东方证券、国泰君安之后设立资管子公司的第三家券商。通过调研了解, 目前市场投资资金有从银行和公募基金回流到券商资管的趋势。光大资管子公司将加大人员激励制度, 依靠科学的薪酬体系吸引更多的金融人才加入。

#### 4. 两融业务, 营业收入快升的新增长点

##### 4.1 预计 2012 年行业两融业务收入突破 100 亿

日本和台湾分别于 1951 年和 1980 年推出了融资融券业务, 都是目前两融业务相对发达的地区。从图表, 我们看出融资融券的推出对两地区的证券市场产生了较大影响。1952 年, 日本股市换手率提升至 79%, 较 1950 年增长近 45 个百分点。交易额从 1950 年至 1952 年, 增长近 600%。近几年, 日本东京证券交易所的融资融券交易额相对市场总交易额占比基本保持在 20% 左右。台湾从 1980 年推出两融业务后, 一年内换手率提升了 18 个百分比, 交易额上涨 29%。近年, 台湾证券交易所两融交易额占比达到 50% 左右。

图表 24 发达市场两融交易额占比高于 20%

	年份	换手率	交易额	增长率	近年两融交易额占比
日本	1950	35%	499.5		
	1952	79%	3522.12	605.13%	20%
台湾	1980	82%	1621		
	1981	100%	2092	29.06%	50%

数据来源: CEIC 方正证券研究所

2010 年 3 月 31 日, 我国开始试点运行融资融券业务。至 2011

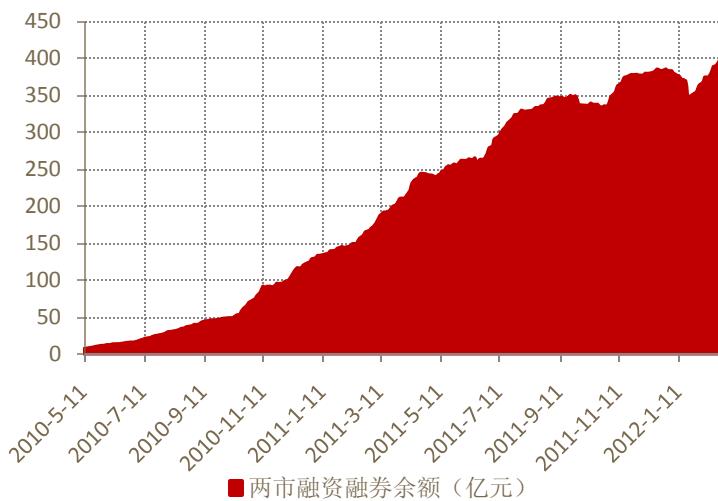
年 10 月 26 日，证监会发布《关于修改<证券公司融资融券业务试点管理办法>的决定》和《关于修改<证券公司融资融券业务试点内部控制指引>的决定》意味着我国融资融券业务正式转为常规业务。自运行以来，融资融券业务快速增长。目前，两融交易额对 A 股总交易额占比平均水平达到 2%，与周边发达市场相比，还有很大的发展空间。

图表 25 我国两融交易额占比平均水平达到 2%



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 26 我国融资融券余额接近 400 亿



数据来源：WIND 方正证券研究所

预计 2012 全年，整个行业融资融券业务收入有望突破 70 亿元。我们假设 A 股市场日平均交易额 2000 亿元，两融交易额占比达到 3.3%，由于目前融券业务相比融资业务规模较小，遂假设两业务利润率均为 9.1%，并且佣金率取行业平均水平 0.1%。经测算 2012 年，行业融资融券业务将实现营业收入 101.5 亿元。而目前日本，台湾证券发达市场的两融交易额占比达到近 20%，相比较我国融资融券

业务发展前景巨大，两融业务的兴起，也将为证券行业带来巨额收入。

图表 27 预计 2012 年两融业务收入突破 100 亿

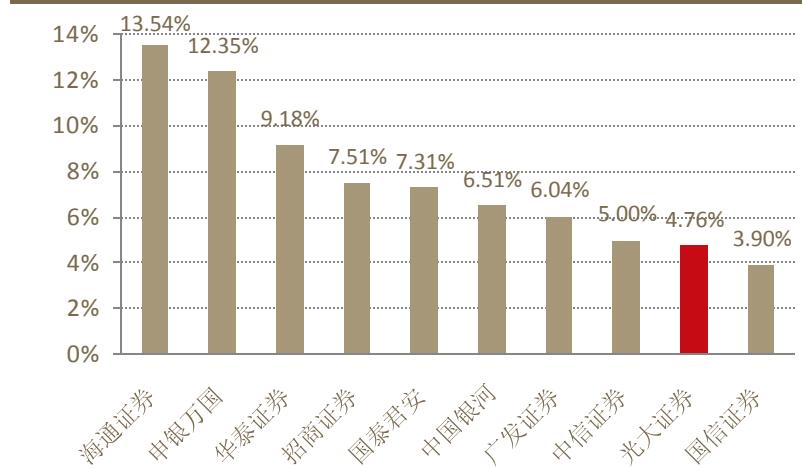
	亿元	2011E	2012E
A 股日均交易额		1700	2000
两融交易额占比		0.76%	3.30%
两融日均交易额		12.92	66
全年交易日		244	245
融资融券利率		9.06%	9.10%
两融年交易规模		3152.48	16170
A 股流通总市值		190000	200000
两融余额占流通市值比		0.15%	0.38%
两融余额		285	760
两融利息收入		25.821	69.16
佣金率		0.10%	0.10%
佣金收入		6.30	32.34
总收入		32.13	101.5

数据来源：WIND 方正证券研究所

#### 4.2 两融业务今年有望为公司贡献 9%的收入

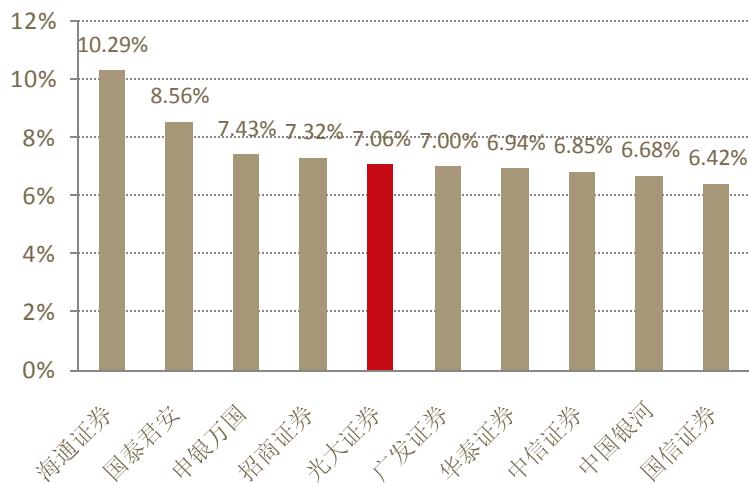
至 2012 年 1 月底，光大证券两融余额和交易额市场份额占比分别达到 7.06% 和 4.76%，处于市场领先地位。2011 年融资融券业务为公司贡献 2 亿元收入，我们预计占 2011 年营业收入比重约 4%。如果 2012 年两融业务收入达到 5 亿元，那么我们预计对营业收入的贡献将达到 9% 左右。

图表 28 至 2012 年 1 月底交易额市场份额占比达 4.76%



数据来源：深交所 上交所 方正证券研究所

图表 29 至 2012 年 1 月底融资融券余额市场份额达 7.06%



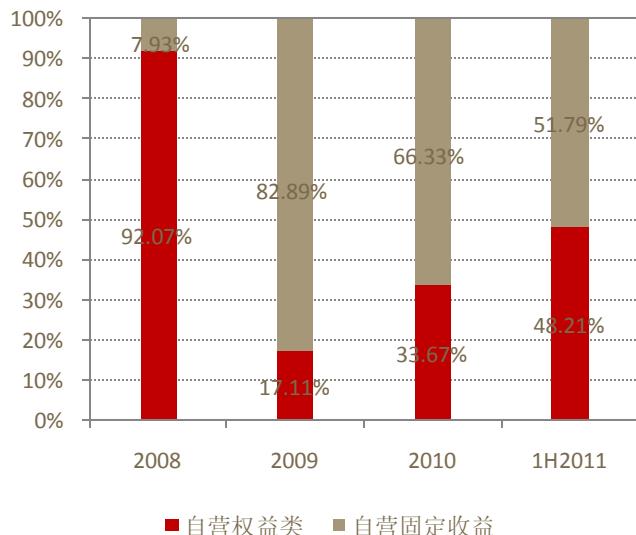
数据来源：深交所 上交所 方正证券研究所

### 三、 风险考虑因素

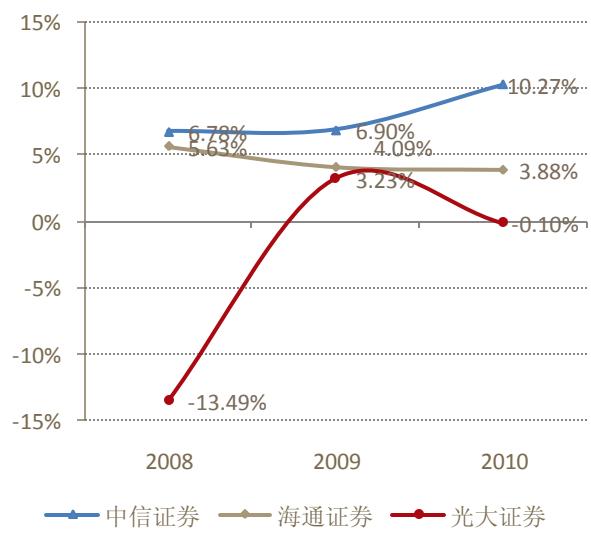
2011年上半年，公司自营股票权益类投资配置占比达51.79%，自营业务收入达7586万元。但2011年下半年的股市持续走低，预计2011年全年公司自营收入不容乐观。另外，与同业比较近年公司的自营收益率不高，投资能力较低。具调研了解，公司自营今年起会适度增加债券类投资比重。

另外，今年8月20日，公司将有23.25亿股解禁，占股本68.02%。经调研沟通，我们认为由于大股东集中，股权结构稳定，另外在此资本环境背景下股东减持风险较小。

图表 30 自营权益类占比较高达 51.79%



图表 31 自营投资收益率明显低于同业



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 32 自营规模三年复合增长率达 85%

	2008	2009	2010	1H2011
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	16.83%	7.49%	18.25%	43.84%
自营固定收益类证券/净资本	1.45%	36.28%	35.96%	47.10%
净资本(亿元)	82.23	182.46	176.47	156.02
自营权益类证券投资资产(亿元)	13.84	13.67	32.21	68.40
自营固定收益类投资资产(亿元)	1.19	66.20	63.46	73.49
自营投资资产总额(亿元)	15.03	79.86	95.66	141.88

数据来源: WIND 方正证券研究所

#### 四、 盈利预测

2011 年股市持续萎靡，两市成交量不断创下新低。公司 2011 年营业收入受经纪业务与自营业务重创，继 2010 年后继续负增长。我们预测 2012 年资本市场环境不会比 2011 年更差，或有回暖行情出现。受益于此，结合公司实际调研情况，我们认为 2012 年公司的营业收入和净利润都将恢复明显的正增长。目前，公司 PE,PB 估值处于板块内较低水平，首次给予“增持”评级。

图表 33 盈利预测与估值简表

日期	2012.02.29		股价	12.22
财务摘要(万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	559,412.91	505,407.52	464,974.92	544,020.65
(+/-) %	52%	-10%	-8%	17%
归属于母公司所有者净利润	282,666.14	220,006.31	165,602.00	208,658.52
(+/-) %	107%	-22%	-25%	26%
EPS(元)	0.92	0.64	0.48	0.61
BVPS(元)	6.62	6.70	6.30	7.16
市盈率	13.28	19.09	25.22	20.02
市净率	1.85	1.82	1.94	1.71
盈利预测表(万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	559,413	505,408	464,975	544,021
手续费及佣金净收入	448,370	388,901	335,487	350,351
其中：代买卖证券业务	364,052	274,776	200,587	228,669
其中：证券承销业务	24,243	48,038	70,136	58,213
其中：客户资产管理业务	60,076	66,087	64,765	63,470
利息净收入	56,082	73,311	89,439	99,278
营业支出	167,711	220,056	229,373	239,362
归属于母公司所有者净利润	282,666	220,006	165,602	208,659

数据来源: 方正证券研究所

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间；

中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；

减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10% 以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间；

减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10% 以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com