

证券行业

赵明勋

0755-82026715

zhaomingxun@cjis.cn

12个月目标价：20-25元

当前股价：19.70元

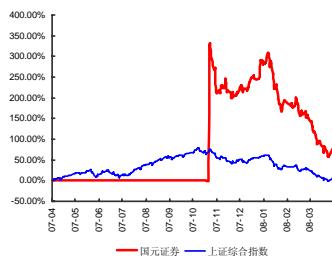
评级变动：无

基本资料

上证综指	3600
总股本(百万)	1464.10
流通股本(百万)	124.76
流通市值(亿)	24.58
EPS (TTM)	1.56
每股净资产(元)	3.53
资产负债率	72.46%

市场表现

(%)	1M	3M	6M
股票价格	-29	-55	77
上证综指	-20	-34	-37



相关报告

《传统业务增长放缓，创新业务值得期待 - 2008 年投资策略报告（中性）》，2008 年 1 月 3 日；

《行业研究 - 证券行业 2008 年第二季度投资策略（中性）》，2008 年 4 月 3 日；

国元证券 000728

中性

业务经营稳健，增发是股价催化剂

本报告在分析证券行业发展趋势的基础上，深入研究了国元证券组织结构、业务发展状况及竞争力，结合上市公司的调研信息，对公司未来成长性及估值进行分析。

投资要点：

■ 证券行业发展已经进入转折期：券商在传统业务领域的竞争日趋激烈，创新业务的推出为证券公司业务多元化带来契机。能否抓住机会，以业务创新延伸产业链，实现收入多元化，成为券商经营模式走向成熟的关键性标志。因此，在业务转型的道路上，证券行业结构面临分化是必然趋势。

■ 国元证券是一家具有区域性特征、建立了证券、期货、基金和香港业务的证券控股集团。公司业务收入仍然以经纪和自营为主，2008 年公司将因新设 13 家营业部而带来经纪收入 20% 的增长；针对市场波动加大的情况，公司从 08 年初即开始收缩股票自营规模（调研中我们了解到 08 年要控制在 2 亿元以内），虽然自营收入下降在 08 年是必然结果，但公司因之承担的风险大大减少；公司承销业务结合自身优势定位于“立足中小项目、力争大项目”，目前除已经储备了一些中小项目、创业板项目外，还储备了一些大型项目。公司资产管理业务 2007 年取得了行业第一的骄人成绩，“黄山 2 号”已经上报证监会审批；公司 PE 业务试点条件也符合证监会的相关规定，试点资格正在申请。

■ 我们预测了公司未来三年（2008 - 2010）的 EPS 分别为 1.24、1.42、1.55 元，对应的动态市盈率分别为 15.9、13.9、12.7 倍，对应的动态市净率分别为 4.6、3.8、3.2 倍。我们利用 DDM 估值得到每股 16.87 元，利用分部加总估值得到 21.91 元。不考虑增发因素，公司合理估值为每股 20 - 25 元，给予“中性”投资评级。

■ 需要关注的是，公司定向发行计划已经上报证监会审批，如果发行成功，将迅速提高公司净资产并带动相关业务的发展。定向增发成功后，公司估值水平会大幅上升（预计每股估值在 30 - 35 元），因此，定向增发将成为公司股价的催化剂。

风险提示： 公司业绩受证券市场行情波动影响较大；创新业务的进展受到监管部门的严格控制，存在一定的不确定性；行业竞争日益激烈。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(亿元)	41.00	32.23	38.22	43.85
同比增长	246%	-21%	19%	15%
净利润(亿元)	22.84	18.13	20.80	22.72
同比增长	313%	-21%	15%	9%
毛利率	76.97%	74.99%	72.56%	69.09%
ROE	43.77%	28.34%	26.83%	24.62%
每股收益(元)	1.56	1.24	1.42	1.55
每股净资产(元)	3.53	4.33	5.25	6.26
市盈率	11.98	15.94	13.90	12.72
市净率	5.58	4.55	3.75	3.15

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、证券行业已经进入新的发展阶段	3
1、传统业务竞争日趋激烈，证券行业面临分化	3
2、创新业务：证券公司化蛹成蝶的最后机会	5
二、国元证券主要情况简介	7
三、国元证券总体发展战略及业务定位	10
五、国元证券财务分析	16
六、成长性分析：定向增发成功将成为股价催化剂	19
五、关键假设与盈利预测	20
五、风险因素	23

图表目录

图表 1：网上交易量及占比	4
图表 2：承销及保荐费市场份额排名前 10 位	4
图表 3：美国共同基金资产及相对规模	5
图表 4：2007 年 1-12 月 21 日权证创设、注销及回报情况	6
图表 5：国元证券主要股东	8
图表 6：国元证券长期股权投资情况（单位：元）	9
图表 7：国元证券控股架构	11
图表 8：国元证券在安徽省内经纪业务竞争地位	12
图表 9：国元证券营业网点分布	12
图表 10：券商经纪业务净佣金费率行业比较（2007）	13
图表 11：国元证券自营业务近年收益率	14
图表 12：各券商在南航认沽权证创设市场份额（%）	15
图表 13：主要券商 2007 年底净资本规模（单位：亿元）	16
图表 14：国元证券收入结构	17
图表 15：行业相关上市券商资产负债结构（仅包含已经披露年报公司）	17
图表 16：行业相关上市券商盈利能力比较（仅包含已经披露年报公司）	18
图表 17：行业相关上市券商 2007 年报应付职工薪酬/净利润比较	18
图表 18：部分国际投行在中国内地投资的 PE 项目及收益率	20
图表 19：关键数据假设	21
图表 20：盈利预测主要数据	22
图表 21：国元证券增发前后的简单估值（单位：元）	23

一、证券行业已经进入新的发展阶段

1、传统业务竞争日趋激烈，证券行业面临分化

我们认为，证券行业现在正在由幼稚期走向成长期。在幼稚期，证券公司进行粗放式经营，依靠“通道制”就可以获得经营收入和利润，但同时，其收入和盈利与证券市场行情密切相关，成为典型的“靠天吃饭”行业。但是，经过券商综合治理以及进入分类监管的新时期，行业分化是证券行业继续健康发展的必然。这是因为：一是，传统业务的竞争会继续加强，继续粗放经营、恶性竞争必然导致行业利润率下滑和企业经营失败；二是，创新能力、资本实力和风险控制能力决定券商在创新业务领域的竞争地位和盈利能力。

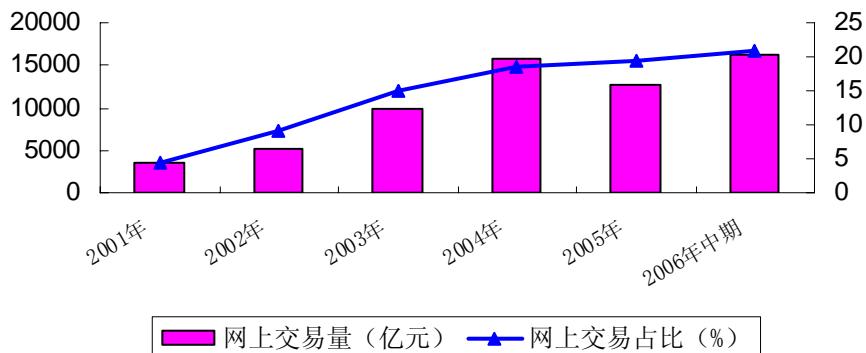
经纪业务：成交量上涨 VS 佣金费率下滑

股权分置改革基本完成、国际收支持续顺差、居民投资需求旺盛成为推动2005年以来行情的主要因素。特别是2007年以来，随着股票价格大幅上涨，新股密集发行和限售股上市，再加上H股大盘股回归A股，A股市值大幅增长。截止2008年一季度，两市总市值超过了27.6万亿元（已经超过了07年GDP24.7万亿元），流通市值7.5万亿元。证券市场行情火爆带动证券交易换手率不断提高，证券市场交易量的成倍增长，证券公司佣金收入大幅增长。

证券公司经纪业务收入增加主要来源于两个方面，一是成交量，成交量不仅与市场规模有关，还与股票市场活跃程度有关。我们认为，我国证券市场正处于快速增长期，市场规模不断扩大，即使机构投资者增加和投资者整体投资理念逐步成熟导致市场换手率出现一定下降，证券市场成交规模大幅萎缩的可能性不大。二是佣金费率。由于我国券商经纪业务仍然处于粗放式经营，以拉客户、争夺托管客户资产规模为主，市场竞争日趋激烈，砍价成为常规的竞争手段，佣金费率存在不断下滑的趋势。网上交易占比的上升也会降低总体佣金费率。随着信息技术的逐渐普及，越来越多投资者使用网上交易。根据中国证监会统计数据，近年网上交易占比已经超过20%。

此外，据笔者调查了解，在北京、深圳等发达城市，部分券商营业部的股票交易佣金费率已经下降到千分之一，有的甚至降至万分之五的水平（由于各券商营业部根据客户资产规模给予不同的优惠佣金费率，难以得出较为准确的统计数字）。我们认为，证券经纪人制度改革和证券公司经纪业务创新将会改变这种同质化竞争局面，证券公司分化为提供通道服务的折扣经纪商和提供投资咨询及通道服务的全能经纪商是必然趋势。

图表 1：网上交易量及占比



数据来源：中国证监会，中投证券研究所。

投行业务：市场集中度较高，面临外资、合资券商的挑战

2006年以来，证券市场行情不断升温，证券发行市场活跃度较高。在承销市场，2006年市场份额位于前三位的中金、中信、银河的市场份额超过60%。2007年，瑞银证券则取代银河证券的季军位置，前三位券商承销份额占比54%，比上年有所下降。但是，前五位券商市场份额甚至达到67%以上，市场仍然处于高集中度的状态。从进入前10位券商来看，合资券商市场份额有增加趋势。2007年，就有高盛高华、瑞银证券首次进入前10位。如果加上前10位的中金、中银国际，合资券商承销市场份额由2006年的30%上升到07年的44%以上。值得注意的是，对外资券商进入中国市场的限制呈现逐步放松之势，到时，国内券商不仅面临合资券商，还将直接面临外资券商的强有力挑战。

图表 2：承销及保荐费市场份额排名前10位

	2006年		2007年	
	公司	份额	公司	份额
1	中金公司	28.27%	中金公司	22.89%
2	中信证券	19.97%	中信证券	19.46%
3	银河证券	17.76%	瑞银证券	11.77%
4	国泰君安	10.03%	银河证券	7.18%
5	申银万国	6.86%	中银国际	5.63%
6	第一创业	2.01%	高盛高华	3.46%
7	广发证券	1.80%	国信证券	3.42%
8	国信证券	1.72%	信达证券	3.25%
9	中银国际	1.72%	海通证券	3.20%
10	海通证券	1.58%	广发证券	2.96%

数据来源：伟海证券网，中投证券研究所

自营业务：市场波动风险加大，考验券商风险控制能力

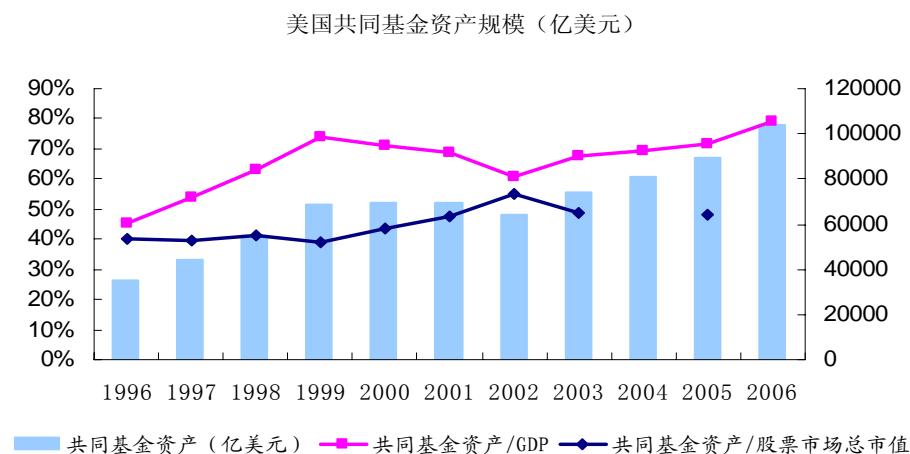
2006年以来，股票市场出现了爆发性的单边上涨，上证指数由2006年初的1180点上涨到2007年底的5262点，不到两年时间上涨了346%。证券公司自营规模也随着行情升温而不断加大，自营业务利润大幅增长。但是，2008年1月以来，股票市场延续2007年4季度的调整态势，下跌的趋势不断加剧。上证综指一路下跌到2月24日收盘3626点，下跌了31%，深证成指则由17824点，一路下跌到2月24日13098点，跌幅24.60%。同期间，我们定义的证券行业指数则下跌了42.29%，行业Beta值达到1.34，反映了券商股相对市场的高风险特征。在这种情况下，我们认为，未来券商自营业务将出现分化，投资管理与风险控制能力强的公司会避免亏损、增加盈利。相反，投资管理与风险控制能力弱的公司将出现自营利润大幅下降，甚至出现大幅亏损。

2、创新业务：证券公司化蛹成蝶的最后机会

随着券商综合治理的结束，券商进入分类监管时代。券商能否通过业务创新改变以往依赖经纪与自营业务的模式，实现业务多元化，增加盈利来源，成为券商乃至证券行业走向成熟的重要标志。

资产管理业务：随着居民收入水平的增长，财富管理成为社会经济发展的必然需求。以美国基金业发展为例，1979年美国共同基金管理的资产为600亿美元，但是，十年后即达到9800亿美元，10年增长了16倍，年均复合增长率达到32.2%。进入20世纪90年代，共同基金资产仍然以21.4%的年均增长率高速增长。截止2006年底，美国基金公司管理的资产超过了10万亿美元。目前，美国共同基金资产规模相对股票市场总值（纽约和纳斯达克）已经接近50%，共同基金管理资产相对GDP超过70%。

图表 3：美国共同基金资产及相对规模



数据来源：CEIC，中投证券研究所

券商通过参股基金公司或者集合资产管理业务分享资产管理市场的发展。2006年，美林和摩根士丹利资产管理业务收入占其总收入近20%，高盛资产管理业务收入也占其总收入的12%。但是，国内券商的委托投资管理收益占比微不足道，这固然与前几年券商违规理财有关。随着资产管理业务作为券商创新业务之一，受到监管部门更为严格的监管，证券公司集合理财业务将会得到健康发展，证券公司所具备的多种优势也将逐步在资产管理业务中体现出来。从行业竞争来看，由于资产管理业务本身的特点，券商品牌、研究实力、资本规模成为市场竞争的重要因素。

衍生品业务：近年来，权证创设成为创新券商盈利的重要来源之一。例如，在南航认沽权证的创设上，券商共创设了109.52亿份（未注销数），估价单这一项产品的创设，就为券商带来约150亿元的收入。由于权证创设需要资金或股票作为抵押，资本实力就成为权证创设的重要限制因素之一。截止目前，中信证券共创设了29.7亿份南航认沽，预计将为公司带来约45亿元的投资收益，但公司需要缴纳履约金约110亿元，可见资本实力在衍生品业务上的重要性。

图表 4：2007年1—12月21日权证创设、注销及回报情况

权证创设	创设数量（万份）	冻结资金或证券规模（亿元）	注销数量（万份）	估算收益（亿元）	估算收益率
包钢 JTP1	7000	1.66	9800	0.35	21%
国电 JT B1	7900	约 11	9800	0	0%
海尔 JTP1	800	3.39	10700	0.048	1%
沪场 JTP1	300	0.4	1700	0.027	7%
茅台 JCP1	10700	8.11	26700	0.96	12%
南航 JTP1	1180600	439.18	87300	150	34%
首创 JTB1	2600	约 1.6	15400	-0.3	-19%
万华 HXP1	2800	3.64	1700	0.22	6%
雅戈 QCB1	1400	约 1.4	9500	-0.3	-21%
雅戈 QCP1	5700	2.33	7600	0.342	15%
招行 CMP1	437800	238.6	421200	70	29%
合计	1657600	711.31	601400	221.347	31%

数据来源：WIND，中投证券研究所。

PE业务：私募股权投资对证券公司来讲，是有着巨大潜在收益的业务领域。随着中金公司与中信证券PE业务获得中国证监会批准试点，券商PE业务的开闸，为券商开启了新的业务领域。在国外，券商PE业务开展较为普遍，PE业务是其重要收入来源。

股指期货推出后，券商不仅可以通过 IB（介绍经纪商）增加经纪业务收入，而且可以通过股指期买卖，实现其自营业务风险的控制。

此外，融资融券、房地产信托等也是国外投资银行业务范围之一。国内对融资融券推出期望较高，但融资融券业务风险较高，管理层会从谨慎的角度考虑，将来仍然会选择部分创新券商进行试点后推出。因此，融资融券业务要求较强的资本实力作为支持，只有拥有强大实力的券商才会获得更大的市场份额和营业收入。

从创新业务与证券行业发展的角度，我们认为，创新业务的开展将综合体现券商资本实力、创新能力和风险控制能力。能否在创新业务相关领域获得一定优势，从而实现业务收入多元化，成为券商真正走向集约化经营、证券行业实现产业升级的历史性机遇。

二、国元证券主要情况简介

1、公司简介

公司由原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司作为主发起人，于 2001 年 8 月设立。公司是经中国证监会批准、安徽省工商行政管理局注册登记的综合类证券公司，注册资本 14.641 亿元人民币。2007 年 8 月，在中国证监会组织的证券公司分类评选中被评为 A 类 A 级证券公司。截至 2007 年底，公司净资本达到 42.13 亿元。

2007 年 10 月，公司收购原天勤证券 13 家营业部正式新设开业。目前，公司拥有 48 家证券营业部、20 家证券服务部覆盖北京、上海、天津、重庆、深圳、沈阳、青岛、大连、广州、无锡、杭州、中山等金融中心城市及安徽省各地市。公司控股股东长盛基金管理有限公司、控股国元期货经纪有限公司，另在香港设立国元证券（香港）有限公司。

2007 年 10 月 30 日公司借壳北京化二在深圳证券交易所成功上市（股票代码：000728）。

2、公司主要股东介绍

图表 5：国元证券主要股东

股东名称	持股数(万股)	占总股(%)	股本性质
安徽国元控股(集团)有限责任公司	46249.80	31.59	国有法人股
安徽国元信托投资有限责任公司	30810.50	21.04	国有法人股
安徽省粮油食品进出口(集团)公司	29688.92	20.28	国有法人股
安徽省皖能股份有限公司	9830.33	6.71	国有法人股
安徽全柴集团有限公司	6597.54	4.51	国有法人股
安徽皖维高新材料股份有限公司	6597.54	4.51	国有法人股
合肥兴泰控股集团有限公司	2836.94	1.94	国有法人股
安徽国元实业投资有限责任公司	1319.51	0.90	国有法人股

资料来源：公司报告，中投证券研究所。

安徽国元控股(集团)有限责任公司

国元证券第一大股东为安徽国元控股(集团)有限责任公司(持有31.59%)，是安徽省国资委下属的国有独资企业，注册资本30亿元人民币。公司其他主要股东中安徽国元信托投资有限责任公司(持有国元证券21.04%)和安徽国元实业投资有限责任公司(持有国元证券0.9%)均为国元控股的控股公司。因此，安徽国元控股直接和间接持有公司53.53%。

安徽国元控股(集团)有限责任公司(以下简称国元集团)是在原安徽省国际信托投资公司、安徽省信托投资公司、黄山(香港)有限公司及安徽省安通发展有限公司(原安徽省国债服务中心)等企业整体合并的基础上组建的，是安徽省人民政府出资设立的国有独资特大型企业，成立于2000年12月30日。

国元集团以金融业为主导，具有投资控股、资本经营和国有资产经营管理三大功能。国元集团是目前安徽省金融资产规模最大的国有大型控股公司，下设国元证券公司、国元信托公司、国元安泰期货经纪公司(国元证券控股55%)、国元典当公司以及有关实业企业等10家全资、控股成员公司。另外，由国元集团等12家企业共同发起的国元农业保险股份有限公司(注册资本为3.05亿元人民币)也正在筹建之中。

国元信托投资公司

安徽国元信托投资有限责任公司是根据国务院关于信托业清理整顿的要求，在原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司合并重组基础上，由安徽国元控股(集团)有限责任公司作为主发起人，联合其他有资格的法人单位按照现代企业制度共同发起设立，经中国银监会批准重新登记的非银行金融机构。公司注册资本为人民币16亿元。目前管理信托产

品 14 个，信托产品实际发行规模超过 5.5 亿元。2007 年，国元信托利润总额 6.73 亿元、净利润 6.35 亿元，分别比上年增长 352% 和 332%。

安徽省皖能股份有限公司

安徽省皖能股份有限公司 (000543) 总股本 7.73 亿股，持有国元证券 9830.33 万股，每股含国元证券 0.13 股。

安徽皖维新材料股份有限公司

安徽皖维新材料股份有限公司 (600063) 总股本 2.45 亿股，持有国元证券 6597.54 万股，每股含国元证券 0.27 股。

国元证券股东国元控股集团实力雄厚，公司如果能充分利用自己和大股东在证券、期货、基金、信托、保险、银行及香港业务的金融服务平台，将能为客户提供更多增值服务，从而获得快速发展。

3、公司控股、参股非上市金融企业

图表 6：国元证券长期股权投资情况（单位：元）

所持对象	初始投资金额	持有数量	持股	期末账面值	报告期损益	报告期所有者权益变动
国元证券 (香港)	50,233,500.00	50,000,000.00	100%	50,233,500.00	25,060,105.72	
国元期货	59,563,758.30	55,000,000.00	55%	59,563,758.30	1,099,663.54	
长盛基金	103,279,218.56	41,000,000.00	41%	319,793,457.86	124,330,046.11	39,592,226.14
徽商银行	159,596,329.18	110,721,152	3.99%	159,596,329.18		
合计	372,672,806.04	256,721,152.00	-	589,187,045.34	150,489,815.37	39,592,226.14

资料来源：公司报告，中投证券研究所。

国元证券（香港）有限公司

国元证券（香港）有限公司于 2006 年 6 月成立，注册资本 5000 万元，为国元证券的合资子公司，下辖全资公司国元期货（香港）、国元资产管理（香港）、国元经纪（香港）、国元投资（香港）、国元财务（香港）。2007 年国元证券（香港）有限公司实现营业收入 5397 万元，获得净利润 2506 万元。

国元期货

国元期货前身为国元安泰期货。2007 年 7 月，国元安泰期货增资扩股，注册资本由 4500 万元增加到 1 亿元，其中，国元证券出资 5500 万元，占 55%，成为控股股东；国元集团出资 2700 万元，占 27%；安徽省投资集

团出资 1500 万元，占 15%；安徽省粮油进出口（集团）公司出资 300 万元，占 3%。

2007 年国元期货代理交易金额达 7800 亿元，占 1.91%，处于行业第 12 位；代理交易量为 1631 万手，行业排名第 8 位。当年实现营业收入 4346 万元，营业利润 1544 万元。

国元期货金融期货经纪业务资格和金融期货交易结算业务资格材料已上报证监会。股指期货推出后，公司将通过期货公司以及 IB 业务获得新的收入来源。

长盛基金

长盛基金成立于 1999 年 3 月 26 日，是国内最早成立的十家基金管理公司之一，也是首批获得全国社保基金管理资格的六家基金管理公司之一，公司注册资本为人民币 1 亿元。截止 2007 年底，公司管理资产净值为 458 亿元。2007 年，长盛基金实现营业收入 6.75 亿元，营业利润 3.12 亿元，净利润 2.76 亿元。国元证券持有公司 41% 的股权。随着国内人均可支配收入的不断提高，资产管理将迎来快速增长期，国元证券不仅通过集合资产管理业务，还将通过参股基金公司分享资产管理业务的增长。

徽商银行

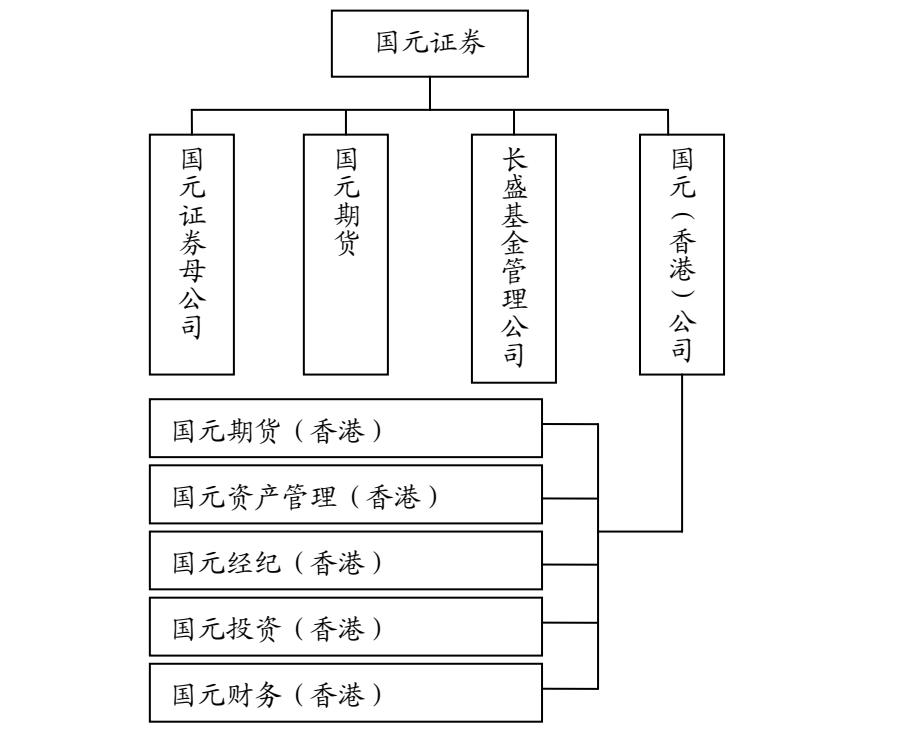
徽商银行是经中国银监会批准的全国首家由省内城市商业银行和城市信用社联合重组成立的区域性股份制商业银行，于 2005 年 12 月 28 日正式挂牌成立，总行设在合肥，注册资本 25 亿元。目前，徽商银行下辖总行营业部及 12 家分行分布于安徽主要地市，机构网点达 157 个，已初步建立起覆盖全省大部分城市的服务网络。截至 2007 年 12 月末，全行资产总额 1038.32 亿元，各项存款余额 823.86 亿元，各项贷款余额 550.28 亿，累计实现经营利润 23.15 亿元。

目前，徽商银行增资扩股和引入战略投资者正在进行之中，国元证券持有徽商银行 3.99%。

三、国元证券总体发展战略及业务定位

总体发展战略：公司提出了持续实施规范化、集团化发展战略，打造有较强综合实力和良好声誉的证券控股集团。从目前的组织结构来看，公司已经形成了以证券公司为主、期货公司、基金公司、香港公司等为组成部分的证券控股集团。

图表 7：国元证券控股架构



资料来源：公司报告，中投证券研究所。

2007年12月，公司董事会提出了定向增发股份募集资金的方案，已经公司2008年第一次临时股东大会审议通过。通过增发募集资金，使公司资本实力得到增强，从而促进公司经纪业务、资产管理、创新业务和国际业务的开展。

经纪业务：区域特征仍然较为明显、营业部竞争力有待提高

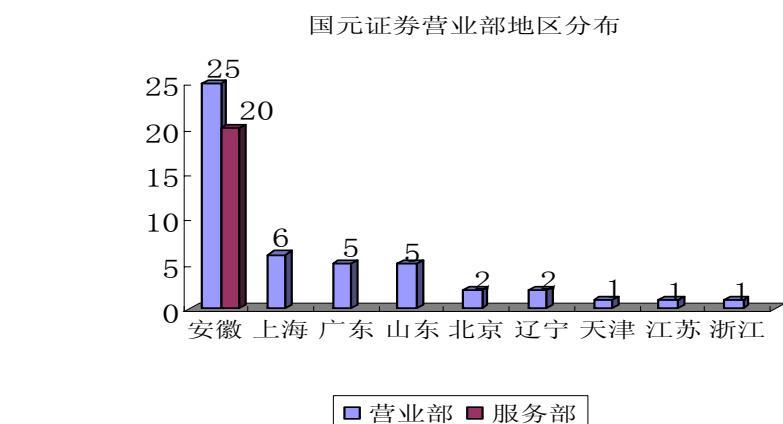
2007年公司股票代理交易达到9183亿元，经纪业务市场份额为1.02%（含天勤证券），其中，公司在安徽地区代理股票交易达4966亿元，代理交易中安徽市场代理成交占62.68%。公司在安徽省内股票、基金、权证代理交易额占安徽地区当年股票总成交金额的36.33%，省内行业排名第一。公司经纪业务的区域化特征十分明显。

图表 8：国元证券在安徽省内经纪业务竞争地位

排名	公司	营业部 数量	股/基/权市场份 额	交易额 (百万元)				
				股票	基金	债券	回购	权证
1	国元证券	25	36.33%	496,594.60	11,581.10	984	17,994.40	52,201.10
2	华安证券	21	35.21%	486,520.10	7,898.10	250.9	1,872.00	48,759.50
3	银河证券	4	8.58%	113,849.40	2,548.40	148.5	30	15,981.50
4	海通证券	3	6.80%	70,296.60	1,549.90	171.1	4,120.80	33,103.90
5	国泰君安	1	2.64%	34,875.30	670.3	73.3	-	5,128.00
6	招商证券	1	2.07%	16,351.70	421.2	3.4	-	15,157.30
7	申银万国	1	1.39%	18,204.90	825.3	6.2	7,246.40	2,364.30
8	中投证券	1	1.28%	14,172.30	277.3	12	-	5,322.80
9	华泰证券	1	1.28%	7,694.90	95.7	0.8	-	11,908.40
10	联合证券	1	1.18%	11,118.20	126.4	0.1	-	6,914.40
11	汉唐证券	1	1.08%	16,383.20	288.8	47.9	-	1.1
12	湘财证券	1	0.79%	9,233.90	108.4	3	-	2,843.10
13	国信证券	1	0.51%	4,683.60	95	9.5	0.1	3,125.00
14	广发证券	1	0.40%	5,778.40	45.5	0.5	-	293.8
15	恒信证券	1	0.30%	4,513.80	45.6	8.2	-	0.1
16	华林证券	1	0.17%	1,255.10	6.8	-	-	1,402.20
合计		66		1,311,526.00	26,583.60	0	31,263.70	204,506.50

资料来源：伟海证券网，中投证券研究所。

从营业网点分布来看，公司拥有 48 家证券营业部、20 家证券服务部。其中，25 家证券营业部分布于安徽省内，20 家证券服务部全部在安徽省内。分布情况如下：

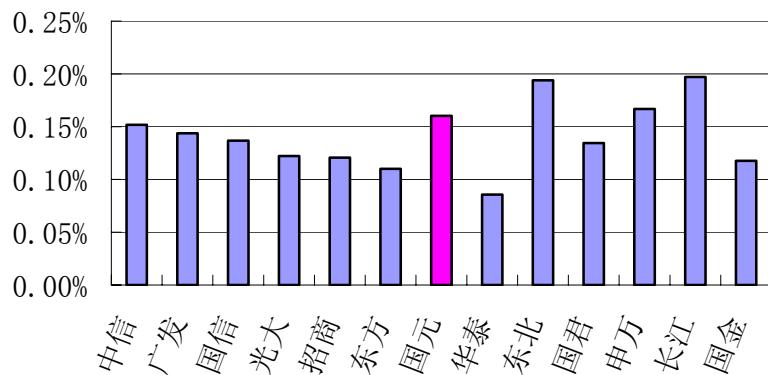
图表 9：国元证券营业网点分布

资料来源：公司报告，中投证券研究所。

从代理交易佣金收入来看，2007 年公司实现代理证券交易净收入 14.76 亿元(占公司总收入的 36%)。公司经纪业务净佣金费率约为 0.16%，处于行业较高水平，这与公司营业部主要分布于中部省份，行业竞争低于沿海发达地区有关。

图表 10：券商经纪业务净佣金费率行业比较（2007）

主要券商净佣金费率比较（2007年）



资料来源：伟海证券，中投证券研究所。

但是，从营业部部均交易额来看，单个营业部竞争能力有待提高。2007 年公司营业部均交易额 220 亿元，行业排名为 66 名，处于中下水平。为增加公司部均交易额，公司提出了打造精品营业部，完善交易平台、强化客户服务、发展经纪人队伍等措施，提升公司营销服务能力和经纪业务核心竞争力。

2007 年，公司收购了天勤证券 13 家营业部，但是这些营业部 1-9 月份的代理交易收入并未计入国元证券。天勤证券经纪业务市场份额为 0.12%，其中股票交易市场份额 0.13%。**2008 年公司将因为新增 13 家营业部，经纪业务市场份额达到 1.02%，经纪业务收入因之有望实现超过 20% 的增长。**

承销业务：在中小项目、安徽省区内项目有一定竞争优势

公司投行业务优势主要在中小项目上，公司制定了具有国元特色的投行发展定位。公司目前有 18 名保荐人，并提出通过内部培训、外部引进等方式，使公司保荐人达到 30-50 人；在市场区位方面，公司将立足安徽、拓展浙江、江苏、山东等省份投行项目服务；公司将“立足中小项目，力争重大项目”，提升投资银行服务水平。

2007 年公司主承销发行了报喜鸟和新海股份，合计募集资金 4.76 亿元。公司承销金额的市场份额较低，2006 年为 0.09%，行业排名 35 位；2007 年公司承销份额有所增加，达 0.13%，行业排名 27 位，比 2006 年上升 8 位。2007 年公司还主承销了 07 宜城投债，募集资金 8 亿元。近两公司主承销股票及可转债已达 9 家，另外，截止 2008 年一季度公司已经有两家 IPO 项目通过证监会发审委会议。因此，从公司净资本超过 20 亿、近三年主承销项目超过 10 个，已经符合中国证监会 3 月 27 日关于扩大证券公司直接投资试点的基本要求。

自营业务：

公司坚持价值投资理念，从规范运作、控制风险入手，建立了“集中领导、科学决策、分级授权、权责明确、反馈及时”的自营业管理体系，形成由公司投资决策委员会、自营业务领导小组、投资业务部构成的多层次的决策及执行系统。在 2007 年年报中公司就提出，“为抵抗行业周期波动，降低自营风险，将加大新股申购等低风险、无风险收益的比重，控制股票资产配置规模。”

2007 年，公司实现自营业务收入 16.84 亿元，占营业总收入的 41%。受益于证券市场行情较好，2006、2007 年公司自营业务实现 46% 和 71% 的高收益率。从之前 2004、2005 年市场行情低迷时公司也曾经出现过较大幅度的亏损。虽然我们在公司调研时了解到，公司目前的投资业务额度控制在 2 亿元之内，从而使公司面临的投资风险较小，但由于 2007 年公司自营业务占营业收入较高，我们认为仍然需要关注公司自营业务运作及回报情况。

图表 11：国元证券自营业务近年收益率



资料来源：北京化二吸收合并国元证券报告书，中投证券研究所。

在加强自营证券投资管理与风险控制的同时，公司已经向中国证监会申请开展直接投资业务试点资格，公司净资本规模和投行业务均达到证监会的相关要求。

集合资产管理业务

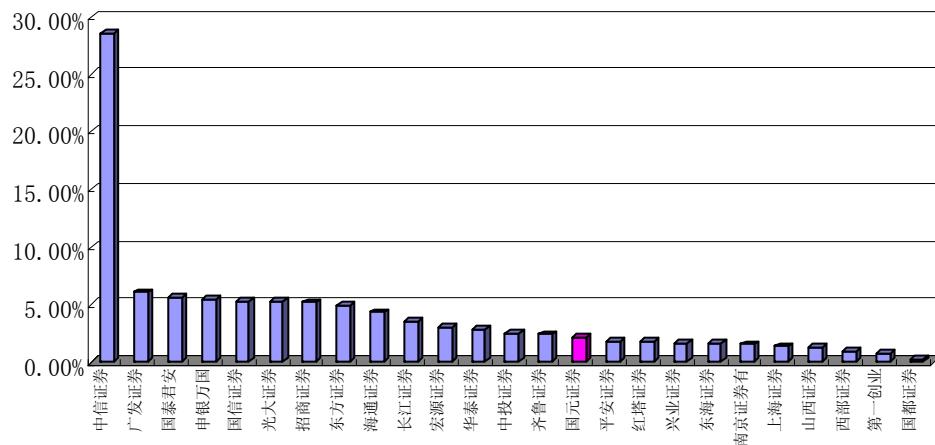
公司于2006年推出了国元黄山1号集合资产管理计划，规模为10亿元，该集合计划为债券型，以申购新股及固定收益类金融产品投资为主，与权益类金融产品投资为辅。截止2008年一季度，黄山1号累计净值增长率达到38.44%。其中，2007年实现了25.78%的净值增长率，在同类产品中排名第一。由于公司参与该集合资产管理计划5000万元，管理费率为0.7%（按日计提），业绩报酬也每12个月为周期计提，折算年化收益率为基准，每月提取周期内收益高于3%部分的20%作为业绩报酬。2007年该集合资产管理计划为公司带来了共计8200万的收入。

目前，国元黄山2号非限定性集合资产管理计划已经过报中国证监会，发行目标规模为50亿元。

权证创设业务

公司在权证创设上采取了较为谨慎的策略，仅创设了招行认沽和南航认沽，其中，南航认沽共创设3.38亿份，注销0.8亿份；招行认沽共创设1.56亿份，注销0份；2007年公司从权证创设上取得投资收益1.41亿元，取得公允价值变动收益2.55亿元。公司两大权证招行认沽和南航认沽上市市场份额分别为2.8%和3.6%，这既和公司资本实力有限相关，也反映了公司衍生品业务能力有待提高。

图表 12:各券商在南航认沽权证创设市场份额 (%)



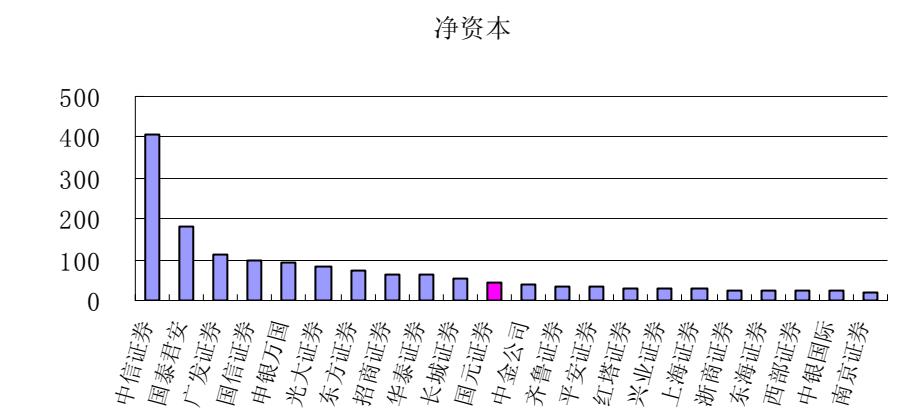
数据来源：wind，中投证券研究所

五、国元证券财务分析

5.1 资本规模及行业地位

国元证券注册资本 14.641 亿元，2007 年底公司净资本 42.134758 亿元，在已经公布财务数据的券商中排名 11 位。截止 2007 年底，公司净资产为 52.18 亿元，其中，公司自营规模为 19.68 亿元，占公司资产的 38%，公司因创设权证存出履约金 11 亿元，长期股权投资近 5 亿元，结算备付金 6 亿元，固定资产超过 3 亿元，其他资产仅 6 亿元。公司有 48 家营业部，按每家不低于 500 万元净资本，则需要净资本 2.4 亿元，公司还需要为承销业务、资产管理业务、PE 以及未来市场可能推出的融资融券、增资香港公司等准备资金，因此，公司面临补充资本金的要求。

图表 13: 主要券商 2007 年底净资本规模 (单位: 亿元)



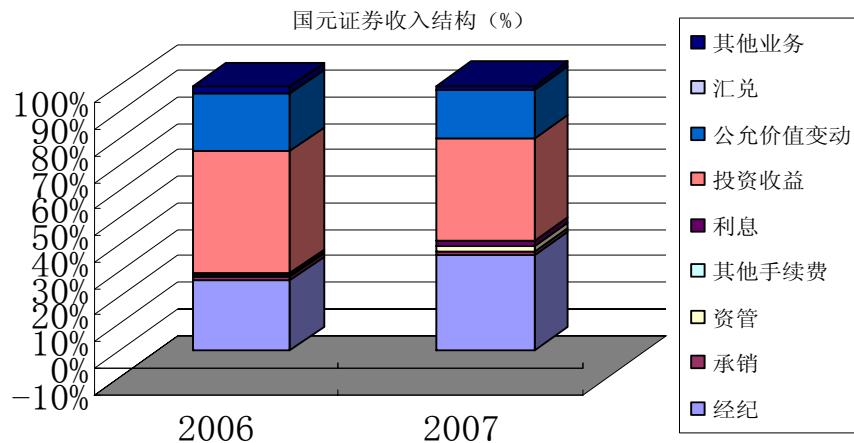
数据来源: wind, 中投证券研究所

5.2 收入结构

国元证券收入结构依赖于经纪和自营，2006 年公司投资收益（含公允价值变动）占营业收入的 67.7%，经纪业务占 26.2%，承销和资产管理合计仅占 2.5%。2007 年公司投资收益（含公允价值变动收益）占比有所下降，为 57.2%，经纪业务收入占比上升到 36.0%，公司资产管理业务收入占比增长了一倍，达到 1.99%。

公司自营业务收入与经纪业务收入占比较高，受市场波动风险较大。公司直接投资业务、股指期货 IB 业务、融资融券等创新业务资格的取得，成为事关公司经营收入结构多元化的关键因素。

图表 14: 国元证券收入结构

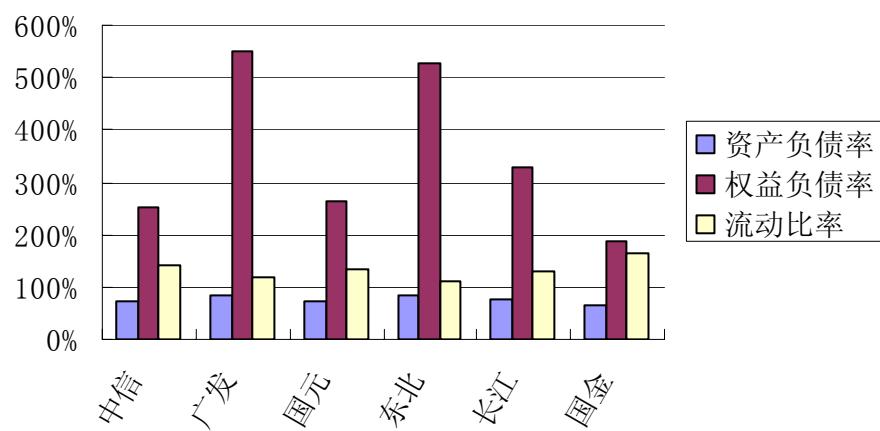


数据来源:公司数据，中投证券研究所。

5.3 偿债能力

国元证券资产负债率 72.5%，接近中信证券的资产负债水平，低于广发、东北证券等券商；公司权益负债率为 263%，接近中信证券 251%，同样远低于广发证券、东北证券等负债较高的券商。公司流动比率 133%，低于中信证券、国金证券，高于广发证券、东北证券、长江证券。整体来看，公司资产负债结构较为合理，偿债能力较强，资本结构较为稳健。

图表 15: 行业相关上市券商资产负债结构（仅包含已经披露年报公司）



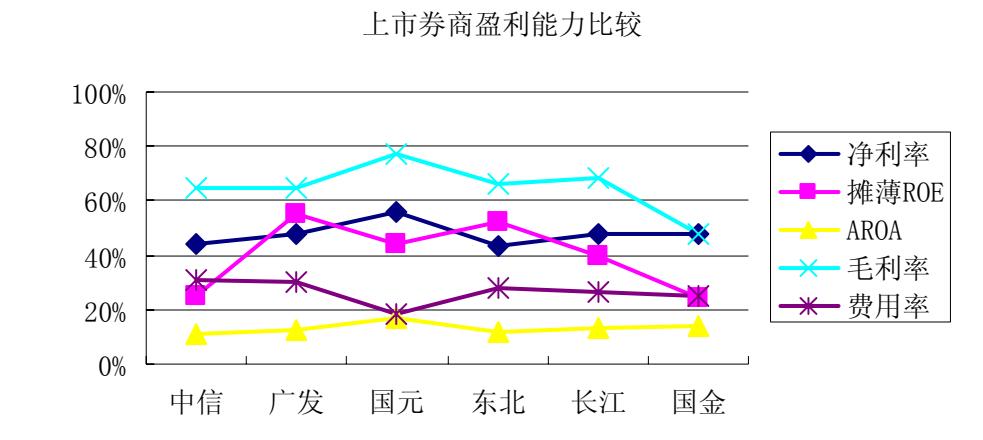
数据来源:公司数据，中投证券研究所。

5.4 盈利能力

国元证券虽然规模和资本实力处于行业中上水平，但是，公司盈利能力还是比较优秀。2007 年公司所毛利率达到 77.0%，净利率高达 55.7%，

均高于中信、广发、长江、国金、东北等证券公司。与利润率相对应的，公司的费用率保持在较低水平，2007年公司费用率为18.5%，也低于其他券商，表明公司费用控制较为严格。

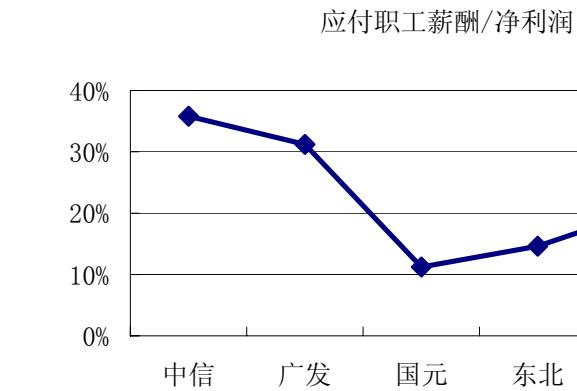
图表 16: 行业相关上市券商盈利能力比较（仅包含已经披露年报公司）



数据来源:公司数据，中投证券研究所。

公司费用率较低，也引起我们的担忧。因为券商业务及管理费中大部分为员工薪酬，较低的费用率也就意味较低的薪酬水平，从而对人才的激励不足。从公司2007年应付职工薪酬占净利润之比来看，公司仅为11.2%，远低于中信、广发等大型券商，也低于长江、国金、东北等中小券商。我们在公司调研时了解到，公司为投行、研究所等人才竞争较为激烈的领域，都提供有行业竞争力的待遇，公司费用率较低与公司营业部主要分布于中部省份有关。此外，公司也有股权激励计划，方案已经制定，但能否推出则取决于管理部门审批。

图表 17: 行业相关上市券商 2007 年报应付职工薪酬/净利润比较



数据来源:公司数据，中投证券研究所。

六、成长性分析：定向增发成功将成为股价催化剂

1、业绩增长点

从公司经营业务来看，除了 2008 年天勤证券营业部从年初即并入计算带来的约 20% 业务量增长之外，公司还将通过内部挖潜、外部收购兼并等，内涵与外延双向发展的方式做大经纪业务。公司控股子公司国元期货 2007 年在商品期货经纪市场份额占 1.91%。2008 年以来，商品期货市场成交量和成交金额大幅增长，据三大期货交易所公布的统计数据显示，08 年一季度全国期市成交额高达 18.6 万亿元，同比增长 240%。如果 08 年全年期市成交金额保持一季度的增长幅度（不含股指期货推出带来的交易量），则国元期货公司有望实现营业收入 1.5 亿元，营业利润将超 1 亿元。此外，国元证券股指期货 IB 业务也在积极准备之中。

我们在调研中也了解到，公司高度关注投资业务的风险控制。公司在控制国内股票自营规模的同时，将会增加香港 H 股的投资规模。如果公司定向增发成功，公司可能会再次增资香港公司 20 亿元，加大香港 H 股的投资力度。虽然在香港投资也面临着较大风险，从估值水平的角度看，投资于香港 H 股，尤其是 H 股价格远低于 A 股的两地上市股票，风险更小。

在承销业务方面，公司主要以区域内中小项目为主，但是，公司目前已确立了立足中小项目、力争大项目的发展战略，未来还将扩充公司保荐人队伍到 30-50 人。我们在调研中了解到，公司目前除了储备了一些中小项目、创业板项目外，还储备了一些重大项目。

公司将大力发展战略业务，拓展多样化的收入来源。首先，公司直接投资业务试点资格的申请已经递交中国证监会，从目前情况看，公司也符合证监会直投试点资格的有关规定。从国外券商在国内的直投业务开展情况来看，考虑到公司在中小项目上的承销能力和区域优势，我们认为，公司直接投资业务开展之后，有望保持年 30% 上以的回报率。

图表 18: 部分国际投行在中国内地投资的 PE 项目及收益率

投行	被投资对象	投资金额	上市日市值	投资年限(起止年月)	年化收益率	投行 PE 中的风险 规避措施
高盛集团	工商银行	25.8 亿 美元	74.8 亿美元	0.83 年 (2006.1 - 2006.10)	260.55%	
Goldman Sachs Strategic Investments(Delaware)	西部矿业	0.9615 亿元	63.151 亿元	1.1 年 (2006.7 - 2007.7)	4389.62%	
Goldman Sachs(Asia) Finance 及龙科、英联、 Natexis 、普凯等	无锡尚德	8000 万 美元	7.5 亿美元	0.6 年 (2005.5 - 2005.12)	4068.23%	“对赌”协议，优先股
高盛集团 ⁽¹⁾	平安保险	3500 万 美元	7 亿美元(转 手价)	11 年 (1994 - 2005)	31.30%	
MG Dairy、CDH、CIC	蒙牛乳业	6120 万 美元	3.24 亿美元	1.75 年 (2002.9 - 2004.6)	159.18%	对赌协议，可转股 债权

资料来源：公司报告，中国经营报，中国经济时报，中投证券研究所。

注：投资年限以投资参股到投资企业上市日或股份转手为止，上市日收盘价为计算收益基础；由于 PE 投资的成本价格并不十分透明，这里仅用估计值。

⁽¹⁾ 摩根士丹利同时参股，也获得了相当的回报率。

资产管理业务方面，“国元黄山 2 号非限定性集合资产管理计划”申请已经递交中国证监会，项目目标规模 50 亿元。“国元黄山 2 号”发行后，将使公司集合资产管理规模扩大 5 倍，从而带到公司资产管理业务收入的大幅增长。

公司国际化业务进展异常顺利，2006 年 6 月，国元证券（香港）获准设立，注册资本仅 5000 万元。但 2007 年香港公司即实现营业收入 5397 万元，获得净利润 2506 万元。公司 2008 年第一次临时股东大会审议通过了对国元证券（香港）有限公司增资 5.5 亿港元，用于扩大其国际化经营规模。公司国际化业务的开展，不仅使公司增加了收入来源，提高公司整体的国际化经营水平，还为公司国内业务创新和服务水平提升积累经验。

五、关键假设与盈利预测

基于以上分析，我们认为，中国证券市场正处于快速发展阶段，多层次资本市场建设，证券公司各类创新业务的推出，证券行业的发展空间仍然十分广阔。国元证券作为 A 类 A 级证券公司，公司发展战略清晰、管理能力优秀，受益于中国证券市场的发展，获得持续成长的确定性较高。

我们对公司的盈利预测是基于以下假设基础上：

1、经纪业务方面，我们假设证券市场日均交易金额达到 1900 亿元，这相当于当年流通市值换手率 350%（2007 年该指标为 765%）。我们假设的依据是随着新股发行及限售股解禁后带来了流通市值的快速增加，预计 2008 年平均流通市值在 13 万亿以上；假定公司在证券现货和期货业务（商品期货、股指期货）均保持在目前的市场份额水平；2008 年中期股指期货推出，当年市场总交易金额占现货市场一半。公司证券代理交易市场份额包含收购天勤营业部带来的约 20% 的增量，公司净佣金费率比 2007 年略有下降，为 0.16%。总体上，公司 2008 年经纪业务收入增长超过 30%，2008-2010 年复合增长率 20%。

- 2、假定公司自营业务收益率为 15%；
- 3、公司承销市场份额保持 2007 年的 0.61%，承销业务收入保持稳定增长。
- 4、2008 年公司受托投资管理资产收益可能因业绩报酬减少而下降，由于黄山 2 号尚未成立，我们未对黄山 2 号推出后带来的收益进行预测（尽管黄山 2 号成立后，将为公司资产管理费收入带来成倍增长）；
- 5、由于公司 PE 试点资格尚未取得，我们未对直接投资业务进行预测。
- 6、公司业务及管理费用将出现一定增长。2007 年公司业务管理费占营业收入 18.5%，预计 08、09、2010 年分别为 20%、22%、25% 左右。

在以上假设的基础上，我们预测了国元证券未来三年（2008-2010）的 EPS，分别为 1.24、1.42、1.55 元，对应的动态市盈率分别为 15.9、13.9、12.7 倍，对应的动态市净率分别为 4.6、3.8、3.2 倍（按 4 月 7 日收盘价 19.7 元）。

图表 19：关键数据假设

年度	2007	2008F	2009F	2010F
自营规模（亿元）	25.03	34.81	39.98	45.92
自营业务收益率	71%	15.00%	15.00%	15.00%
权证履约保证金增长率	165.41%	10%	10%	10%
权证创设收益率	35.45%	20%	20%	20%
AB 股经纪市场份额	0.88%	1.02%	1.02%	1.02%
经纪净佣金率%	0.1602%	0.1600%	0.1600%	0.1600%
股指期货经纪市场份额		1.02%	1.02%	1.02%
受托管理资产规模增长	21.19%	30%	30%	30%
长盛基金管理资产增长	162.31%	30.00%	30.00%	30.00%
股票承销市场份额	0.61%	0.61%	0.61%	0.61%
股票承销费率	2.72%	2.40%	2.40%	2.40%
营业税占营业收入比	3.80%	4.00%	4.50%	5.00%
营业费用占营业收入比	18.50%	20.00%	22.00%	25.00%
所得税率	30.23%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：中投证券研究所

图表 20: 盈利预测主要数据

	2007	2008E	2009E	2010E	3 年复合增长率
营业收入	41.00	32.23	38.22	43.85	2.27%
增长率	246%	-21%	19%	15%	
净利润	22.84	18.13	20.80	22.72	-0.17%
增长率	313%	-21%	15%	9%	
EPS	1.56	1.24	1.42	1.55	-0.18%
毛利率	76.97%	74.99%	72.56%	69.09%	
ROE	43.77%	28.34%	26.83%	24.62%	
PE	11.98	15.94	13.90	12.72	
PB	5.58	4.55	3.75	3.15	

数据来源：中投证券研究所

注：PE、PB 的计算以 4 月 7 日收盘价每股 19.70 元。

重要提示：

- 1、假设中未考虑公司定向增发带来的净资产规模扩张及导致的业务量增加；
- 2、未考虑公司获得 PE 业务试点资格后带来的投资收益变化；
- 3、未考虑融资融券、创业板推出等因素带来的增长。

我们使用了 DDM 模型对公司股票进行了估值，我们假设的派息率分别为 35% 增长至 60%，公司永续增长率为 3%，贴现率为 10%，我们得到的公司每股价值为 16.87 元。由于 DDM 是较为保守的估值方法，我们又对公司的资产和收益进行了分部分估值，其中，投资业务每股净资产按 3 倍 PB，非投资业务每股收益按 20 倍 PE，我们根据公司 2007 年末财务状况得到公司每股价值为 21.91 元，2008 年每股价值为 28.40 元（主要由于公司因合并天勤证券 13 家营业部带来每股收益增长）。综合以上分析，我们认为公司每股价在 **20 - 25 元之间**，目前估值基本合理。

需要关注的是，2008 年 1 月 7 日，国元证券召开股东大会，审议通过了非公开发行股票的方案，国元证券将通过定向增发募集不超过 180 亿元资金，将一举解决公司发展的资本瓶颈。国元证券 2007 年每股收益达到 1.56 元，其中，经纪业务收入占 36%，自营业务占营业收入的 57%，经纪和投资业务是影响公司业绩增长的重要因素。我们将公司的投资业务和非投资业务进行分开估值，投资业务按每股投资资金 3 倍 PB，非投资业务按 20 倍 PE 估，得到 21.91 元/股。由于二级市场股价的大幅下滑，我们假定公司增发 5 亿股，募集

资金 100 亿元，公司每股净资产将增加 4 元左右，这将有力支撑公司未来各项业务开展，从而提升公司估值水平。预计定向增发成功后，公司合理估值在每股 30 - 35 元，因此，建议投资者密切关系公司定向增发进展。

图表 21：国元证券增发前后的简单估值（单位：元）

证券公司	07EPS	07 每股净资产	每股非投资业务收益	每股投资业务资产	07 年静态估值	增发后估值
国元证券	1.56	3.53	0.65	2.98	21.91	30 - 35

资料来源：中投证券研究所

五、风险因素

1、证券行业是周期性行业，其经营业务收入受到证券市场行情波动的影响。证券市场行情波动影响市场成交量的变化、新股发行节奏、公司自营业务损益变化。

2、公司创新业务资格的获得、经营规模都受到监管层的严格控制，这成为影响公司创新业务收入的不确定性因素。

3、国内证券服务业在加入 WTO 过渡期后，将对外资全面开放，这对公司承销业务形成有力挑战。

附：财务预测表

资产负债表(亿元)

至 12 月 31 日	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	178.91	224.91	278.53	332.64
货币资金	119.99	158.41	202.99	247.03
结算备付金	13.46	14.84	16.80	18.91
存出保证金	13.04	14.44	15.99	17.59
交易性金融资产	30.56	35.14	40.41	46.48
可供出售金融资产	1.85	2.08	2.33	2.62
其它流动资产	0.01	0.00	0.00	0.00
非流动资产	10.53	11.77	13.45	15.69
长期投资	4.86	6.32	8.21	10.67
投资性房地产	0.00	0.01	0.02	0.03
固定资产	3.38	3.20	3.00	2.79
无形资产	0.28	0.25	0.22	0.19
其他	2.01	2.00	2.00	2.00
资产总计	189.44	236.68	291.98	348.32
流动负债	133.81	168.70	210.37	251.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
代买卖证券款	120.00	156.00	195.00	233.99
应付工资及福利	2.56	3.63	5.20	6.82
其他	11.25	9.08	10.18	11.02
长期负债及其它	3.46	4.00	4.10	4.20
负债合计	137.27	172.70	214.47	256.03
少数股东权益	0.50	0.53	0.57	0.62
股本	14.64	14.64	14.64	14.64
储备	37.04	48.80	62.29	77.03
股东权益合计	52.18	63.97	77.50	92.29
负债及股东权益	189.44	236.68	291.98	348.32

利润表(亿元)

至 12 月 31 日	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	41.00	32.23	38.22	43.85
代理手续费净收入	14.76	18.97	22.37	25.76
证券承销业务净收	0.44	0.69	0.77	0.83
受托客户资产管理	0.82	0.39	0.50	0.63
利息净收入	0.82	1.23	1.34	1.52
投资收益	15.91	9.87	8.74	10.09
公允价值变动净收	7.55	(1.09)	2.09	2.37
营业支出	9.44	8.06	10.49	13.55
营业税金及附加	1.56	1.29	1.72	2.19
业务及管理费用	7.58	6.45	8.41	10.96
资产减值损失	0.21	0.25	0.26	0.27
其他业务支出	0.09	0.08	0.10	0.13
投资收益				
营业外收支净额	1.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.73	24.17	27.73	30.29
所得税费用	9.90	6.04	6.93	7.57
扣除减值后利润总	22.84	18.13	20.80	22.72
净利润	22.84	18.13	20.80	22.72
少数股东	0.04	0.04	0.04	0.05
本公司股东	22.80	18.09	20.76	22.68
EPS (元)	1.56	1.24	1.42	1.55

现金流量表(亿元)

至 12 月 31 日	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	28.70	27.22	25.77	
净利润	18.09	20.76	22.68	
资产减值准备	0.02	(0.00)	(0.00)	
折旧	0.29	0.30	0.31	
摊销	0.03	0.03	0.03	
营运资金变动	(10.09)	(6.14)	(2.76)	
其它	0.19	0.00	0.00	
投资活动现金流	(1.57)	(2.00)	(2.57)	
资本支出	0.10	0.10	0.10	
筹资活动现金流	(6.30)	(7.22)	(7.89)	
发行债券	0.00	0.00	0.00	
新增股本及公积金	0.00	0.00	0.00	
分配股利	6.33	7.26	7.94	
少数股东损益	0.04	0.04	0.05	
现金净增加额	20.84	17.99	15.31	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率				
营业收入	246%	-21%	19%	15%
营业利润	298%	-23%	15%	9%
净利润	313%	-21%	15%	9%
盈利能力				
毛利率	76.97%	74.99%	72.56%	69.09%
净利率	55.71%	56.24%	54.42%	51.82%
ROE	43.77%	28.34%	26.83%	24.62%
偿债能力				
资产负债率	72.46%	72.97%	73.46%	73.50%
流动比率	133.71%	133.31%	132.40%	132.09%
每股指标(元)				
每股收益	1.56	1.24	1.42	1.55
每股净资产	3.53	4.33	5.25	6.26
估值比率				
PE (倍)	11.98	15.94	13.90	12.72
PB (倍)	5.58	4.55	3.75	3.15

资料来源：中投证券研究所，公司报表。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

分析师简介

赵明勋，中投证券研究所金融行业分析师，经济学博士，2年行业经历，1年证券行业从业经验。
主要研究覆盖上市公司：中信证券、海通证券、成都建投、国元证券、东北证券、延边公路。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心49楼
传真：(0755) 82026711
网站：<http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心2号楼7层
传真：(010) 66276939
网站：<http://www.cjis.cn>