

证券Ⅱ行业深度报告

如何选择券商板块的长跑冠军和短跑健将

增持（维持）

2022年06月21日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书：S0600121060043

fangyy@dwzq.com.cn

投资要点

复盘证券板块（2003-2022/05），我们发现：券商股价的长期和短期驱动因素有所不同，如果放在同一分析框架下分析，可能会出现预测结果和客观情况南辕北辙的情况。因此，我们希望通过历史复盘，分别从长期和短期两个维度，归纳板块龙头股的共性，从而为长短期两个维度的选股提供框架性的指导。

■ **成长，是长期股价表现最重要的解释变量。**1) 东方财富、中信证券长线领跑，超额优势显著。获超额涨幅券商股较少，东方财富及中信证券长期优势显著。2003-2022年5月，东方财富/中信证券分别以+2039%/+1802%的超额涨幅位居证券板块第一/第二，同花顺则以+986%的超额涨幅位居第三。2) **长跑超额个股共性：公司长期业绩成长和股价表现高度线性相关。**①东方财富年化业绩增速稳居行业第一。从年化业绩增速来看（2012-2021年），东方财富无论是营业收入CAGR（57%）还是归母净利润CAGR（83%）都远高于其他券商个股及行业均值（行业营业收入/归母净利润CAGR分别为：21%/22%）。②公司业绩增长推动股价长期上行。东方财富/同花顺的营收/净利润与股价的相关系数均接近1，个股股价与公司业绩呈正向线性关联。长期来看，公司股价长期上行主要受到业绩增长影响，即公司长期阿尔法决定公司股价走势。3) **长期择优：阿尔法优势造就券商个股“长跑冠军”。**①东方财富：互联网零售龙头，业绩增速长期优于证券行业，阿尔法优势显著。东财围绕高黏性用户打造财富生态圈，高流量+低成本+优服务构筑核心竞争力；公司利用细分领域优势构建业务护城河，同时不断拓展新业务，加强公司业绩韧性，成就长期涨幅领先。②同花顺：流量变现王者，AI技术助力的多元化业务布局带来规模效应。

■ **交易层面+短期主题因素，构成短期股价表现的主要解释变量。**1) **短跑超额个股共性：自身流通盘小+机构持仓比例较低+契合市场主题及市场预期。**通过对2012-2022/6/15所有短期内迅速上涨的券商个股进行特征总结（包括市值、流通比例、机构持仓比例、估值、当前市场主题），我们发现驱动券商个股短期迅速上涨，并取得超额收益的关键因素为：较低的市场预期、流通盘较小、机构持仓较低、契合当前市场主题。整体来看，超额涨幅与公司总市值、股本流通比例、基金持仓该个股的比例都存在一定的负相关性，即公司市值较小、个股流通盘较小、机构持仓比例较低的券商个股更容易在短期迅速上涨及产生超额涨幅，且机构持仓比例及个股流通比例两大因素对券商个股产生超额涨幅的影响更为剧烈。2) **行情开启+经营亮点，推动券商个股短期迅速上涨。**①**证券板块行情开启叠加经营逻辑亮点，推动券商个股短期内迅速上涨。**2020/06，以光大证券、招商证券为首的央企券商，因市场对于混业经营的预期而急速上涨；2019/02，注册制改革+头部券商中信证券合并市场预期，中信建投短期内大幅跑赢行业；2014/11，光大证券因业绩反转预期和定增计划短期暴涨。②**估值低位，券商实现快速上涨的可能性大幅提升。**个股和行业估值在低位不是个股短期暴涨的必要条件，但是长期缓跌造成的估值洼地可能导致个股短期市场资金驱动。3) **市场情绪亢奋+次新股，券商个股更易收获超额涨幅。**券商次新股的超额收益更多与亢奋的市场情绪有关。

■ **券商股价长期和短期的驱动因素并不是割裂的，而是动态均衡的：**我们复盘板块，会看到很多券商个股基于中短期市场预期和主题会有明显的超额收益。而从长期的维度看：1) 当行业逻辑和公司经营朝着市场预期的主题方向逐步落地时，股价也会保持上行趋势，短期和长期的趋势是动态一致的。比较典型的案例是东方财富在2013年-2015年互联网金融主题下的短期上涨，以及公司经营战略推动后盈利的持续上行，带来股价的长期上行趋势。2) 当行业逻辑与主题预期与现实发生偏离时，短期上行的估值在长期来看也会有一个很明显的均值回归的过程，比较典型的案例是2020年基于混业经营主题下，部分券商股价的短期快速上行。财富管理驱动业绩高增，互联网零售龙头强者愈强，首推东方财富。

■ **风险提示：**1) 宏观经济下行；2) 市场交投活跃度下降；3) 疫情控制不及预期；4) 证券行业创新政策不及预期

行业走势



相关研究

《券商估值逼近历史底部，建议左侧布局》

2022-05-29

《市场周期因素影响公募基金行业短期承压，天天基金相对优势显著》

2022-05-08

《自营拖累业绩，估值逼近历史底部》

2022-05-02

内容目录

1. 成长，是长期股价表现最重要的解释变量。	5
1.1. 东方财富长线领跑，超额优势显著	5
1.2. 长跑超额个股共性：公司长期业绩成长和股价表现高度线性相关	6
1.3. 长期择优：阿尔法优势造就券商个股“长跑冠军”	10
2. 交易层面+短期主题因素，构成短期股价表现的主要解释变量	12
2.1. 短跑超额个股共性：自身流通盘小+机构持仓比例较低+契合市场主题及市场预期	12
2.2. 行情开启+经营亮点，推动券商个股迅速上涨	19
2.3. 市场情绪亢奋+次新股，券商个股更易收获超额涨幅	20
3. 六段牛市历练，不同阶段领涨券商各有千秋	24
4. 投资建议：首推零售财富管理龙头——东方财富	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1:	2003-2022/5/31 获超额涨幅的券商个股.....	5
图 2:	券商个股涨幅两极分化明显 (2003-2022/5/31)	5
图 3:	2003-2022/5 个股历史超额涨幅情况	6
图 4:	2012-2021 年 上市券商营业收入年化复合增速 (CAGR)	7
图 5:	2012-2021 年 上市券商归母净利润年化复合增速 (CAGR)	7
图 6:	2012-2021 年东方财富业绩与股价相关性	8
图 7:	东方财富归母净利润与公司收盘价拟合度.....	8
图 8:	东方财富营业总收入与公司收盘价拟合度.....	8
图 9:	2012-2021 年同花顺业绩与股价相关性	9
图 10:	同花顺归母净利润与公司收盘价拟合度.....	9
图 11:	同花顺营业总收入与公司收盘价拟合度.....	9
图 12:	领跑券商积极扩张资产规模 (公司净资产年化复合增长率)	10
图 13:	2004-2021 年 东方财富/同花顺营业收入增速优于证券行业, 阿尔法优势显著	11
图 14:	2004-2021 年 东方财富/同花顺归母净利润增速优于证券行业, 阿尔法优势显著	11
图 15:	东方财富收入结构 (2012-2021)	12
图 16:	东方财富经纪业务市场份额 (2015-2022/01)	12
图 17:	2003-2022/6/15 短期迅速上涨券商个股标签频次统计	15
图 18:	2003-2012 年, 短期股价上行迅速的券商个股	16
图 19:	2013-2021 年, 短期股价上行迅速的券商个股	16
图 20:	2012-2022/06/15 个股短期超额涨幅频次统计	17
图 21:	短期上涨个股市值与超额涨幅分析.....	18
图 22:	短期上涨个股流通盘与超涨幅分析.....	18
图 23:	短期上涨个股基金持仓比例与超额涨幅分析.....	18
图 24:	超额收益与无限售流通市值.....	21
图 25:	超额收益与无限售流通比例.....	21
图 26:	超额收益与无限售流通比例.....	22
图 27:	超额收益与无限售流通市值.....	22
图 28:	上市年份与当年平均超额收益.....	23
图 29:	全 A 融资买入额占比和券商次新超额收益.....	23
图 30:	全 A 年度换手率同比和券商次新超额收益.....	24
图 31:	2007/03~12 国金证券历史行情	25
图 32:	牛市超额收益排名前三券商平均经纪业务占比.....	25
图 33:	券商 2007 年至 2012 年上市情况.....	25
图 34:	六轮牛市超额收益个股比例情况.....	25
表 1:	2012-2022/6/15 证券板块短期迅速上涨幅度及超额涨幅	13
表 2:	2012-2022/6/15 短期迅速上涨券商个股特征总结	13
表 3:	2012-2022/06/15 短期超额涨幅超过 80% 的券商个股.....	16
表 4:	短期迅速上涨券商个股复盘.....	19
表 5:	短期迅速上涨券商个股 PB 估值复盘.....	19
表 6:	IPO 上市券商次新超额收益前 4 名	20

表 7: 重组上市券商复牌超额收益前 4 名 20

表 8: 短期迅速上涨券商个股复盘 21

表 9: IPO 上市券商次新时期 ROE 及杠杆率 22

表 10: IPO 上市券商次新时期 ROE 及杠杆率 22

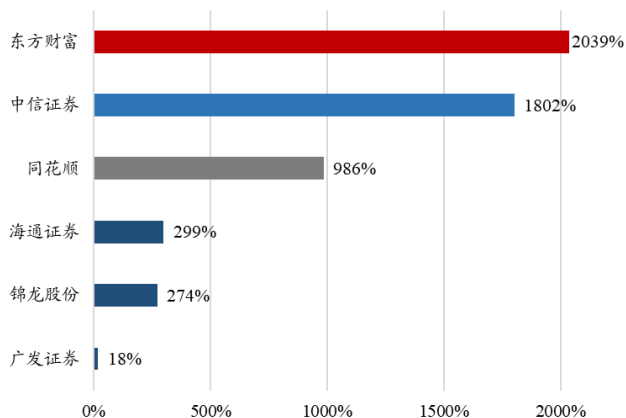
复盘证券板块（2003-2022/05），我们发现：券商股价的长期和短期驱动因素有所不同，如果放在同一分析框架下分析，可能会出现预测结果和客观情况出现南辕北辙的情况。因此，我们希望通过历史复盘，分别从长期和短期两个维度，归纳板块龙头股的共性，从而为长短两个维度的选股提供框架性的指导。

1. 成长，是长期股价表现最重要的解释变量。

1.1. 东方财富长线领跑，超额优势显著

获超额涨幅券商股较少，东方财富及中信证券长期优势显著。回顾 2003 年至今（2022/05），券商板块热度逐渐上升，自 2003 年中信证券上市以来，行业共有 43 家券商陆续上市（包括东方财富和同花顺）。截至 2022 年 5 月末，仅 5 家券商个股跑赢行业、获得超额涨幅（分别为东方财富、中信证券、同花顺、海通证券、锦龙股份、广发证券）。2003-2022 年 5 月，东方财富/中信证券分别以+2039%/+1802%的超额涨幅位居证券板块第一/第二，同花顺则以+986%的超额涨幅位居第三。

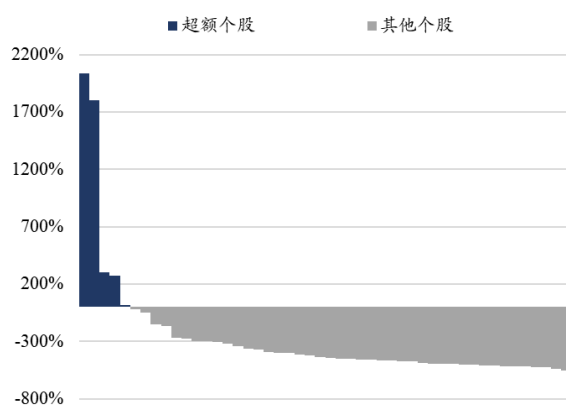
图1：2003-2022/5/31 获超额涨幅的券商个股



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：券商个股样本包括 43 家上市公司（包括东方财富和同花顺）

图2：券商个股涨幅两极分化明显（2003-2022/5/31）



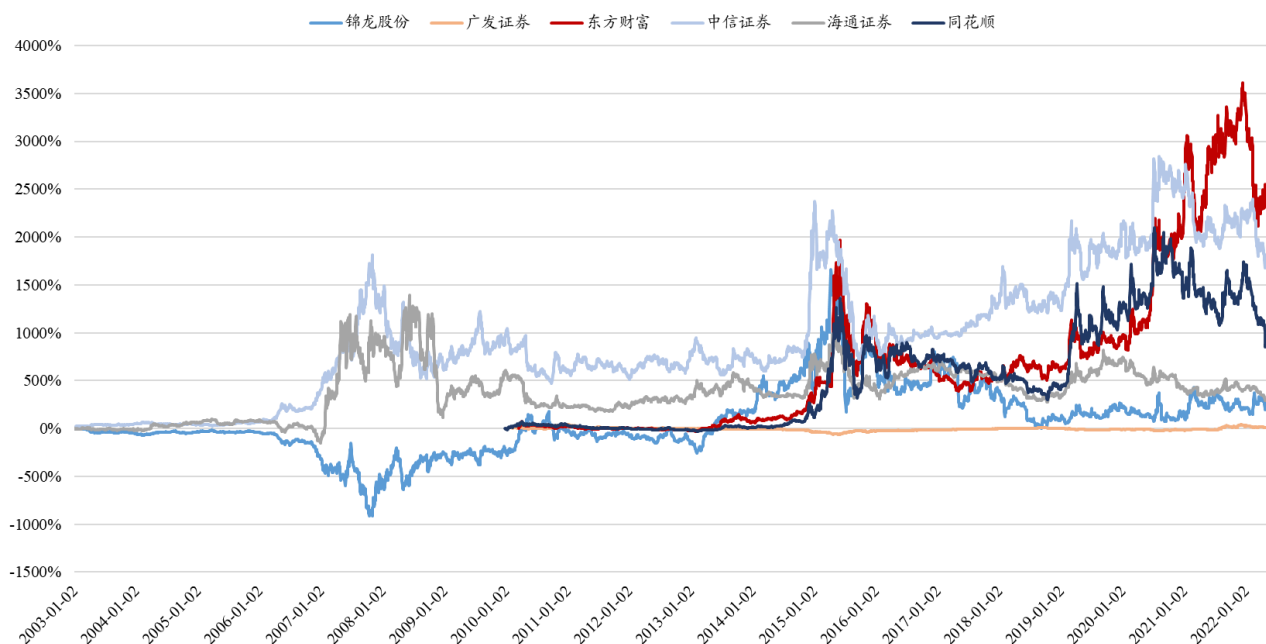
数据来源：Wind，东吴证券研究所

中信证券、东方财富及同花顺先后进入赛道，长期价值显著。趁着 2006 年第一轮牛市的东风，中信证券、海通证券涨幅均超过行业平均值，并在 2006-2022 年 5 月持续保持位于行业前列的涨幅。东方财富于 2010 年上市，在 2015 年收购香港宝华世纪证券及西藏同信证券后正式翻开了进军互联网券商的篇章，并于 2020 年底超过了涨幅蝉联第一多年的中信证券，并将第一的优势保持至今。2010-2014 年，同花顺涨幅一直保持在行业平均值附近，于 2015 迎来超额涨幅的第一次高峰，并在 2019 年间略有超过东方

财富涨幅的势头，但此后发力不足涨势略有下降，截至 2022 年 5 月以+986%的超额涨幅位居第三。

广发证券异军突起，驾乘财富管理东风。广发证券于 2021 年第一次超过证券板块涨幅，主要系公司紧贴财富管理概念，参股两大公募巨头（易方达、广发基金），优势互补实现“量价齐升”，公司阿尔法明显、未来业绩成长空间较大；截至 2022 年 5 月，广发证券超额涨幅为 18%。

图3：2003-2022/5 个股历史超额涨幅情况

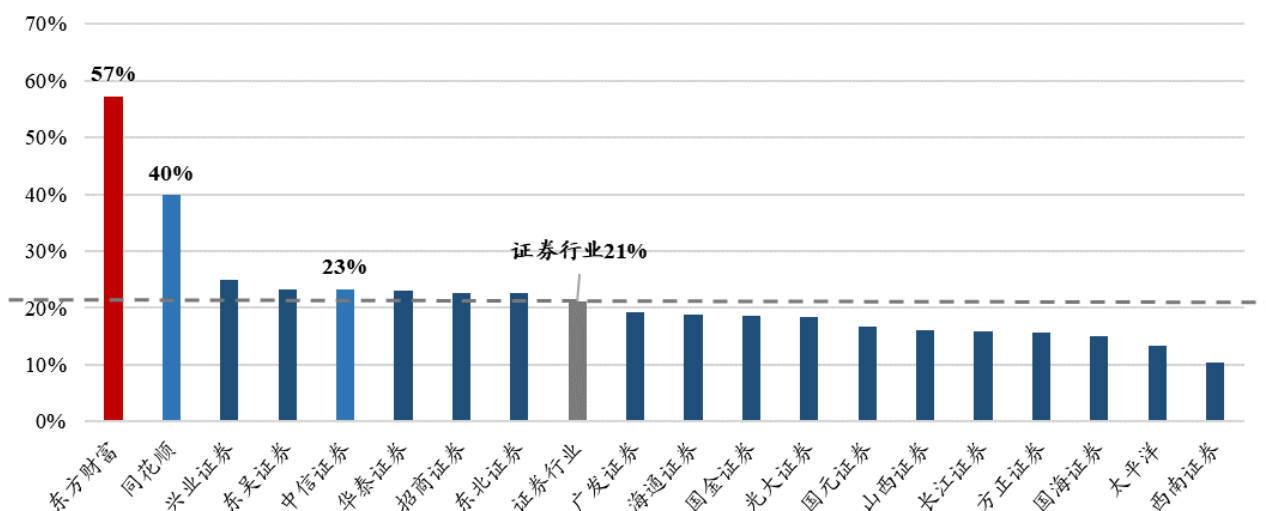


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 长跑超额个股共性：公司长期业绩成长和股价表现高度线性相关

东方财富年化业绩增速稳居行业第一。从年化业绩增速来看（2012-2021 年），东方财富无论是营业收入 CAGR（57%）还是归母净利润 CAGR（83%）都远高于其他券商个股及行业均值（行业营业收入/归母净利润 CAGR 分别为：21%/22%），位居证券行业年化业绩增速第一。同花顺的营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 40%/61%，位居证券行业第二名。兴业证券营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 25%/29%（第三名/第四名）。东北证券归母净利润 CAGR 位居行业第三名（30%）；中信证券营业收入 CAGR 排名行业第五位（23%）。

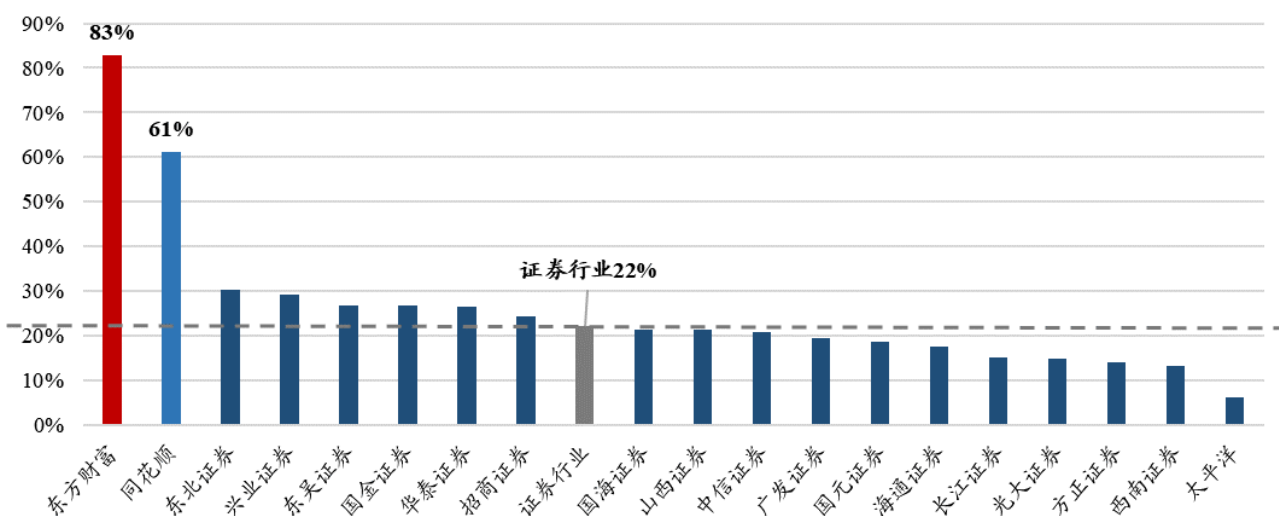
图4：2012-2021 年 上市券商营业收入年化复合增速（CAGR）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：样本选择为截至 2012 年上市的所有券商，公司及行业营业收入 CAGR 计算起始时间均为 2012 年

图5：2012-2021 年 上市券商归母净利润年化复合增速（CAGR）



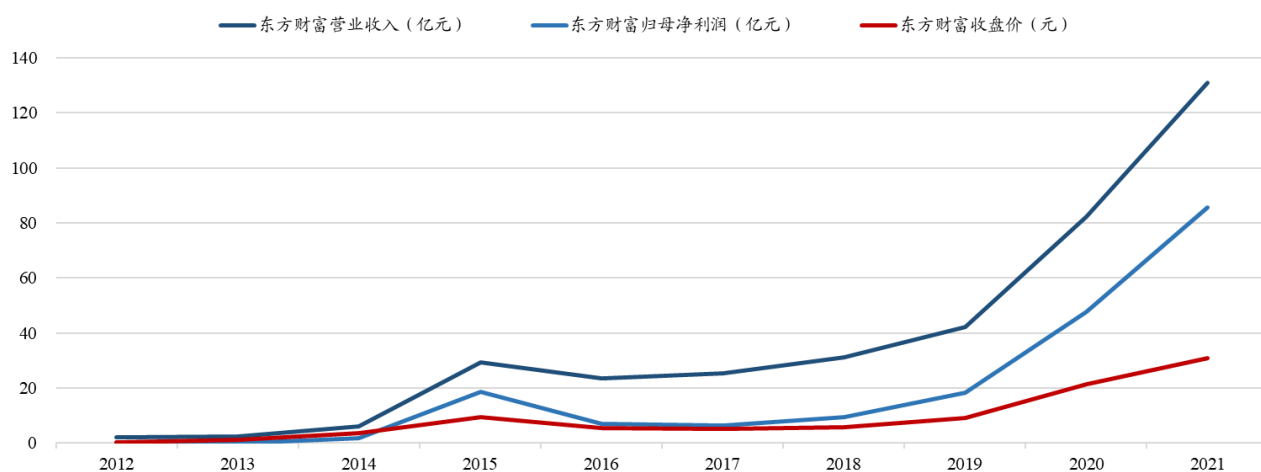
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：样本选择为截至 2012 年上市的所有券商，公司及行业归母净利润 CAGR 计算起始时间均为 2012 年

公司业绩增长推动股价长期上行。我们将东方财富（2012-2021 年）、同花顺（2012-2021 年）的营业总收入/归母净利润分别与个股年末收盘价进行拟合，我们发现 4 组数据分别都呈高度拟合状态；东方财富/同花顺的营业收入与股价的相关系数（Correlation）分别为 0.99/0.95，归母净利润与股价的相关系数分别为 0.99/0.94，相关系数均接近 1，且 P 值较小（结论可信度较高），个股股价与公司业绩呈正向线性关联。长期来看，公

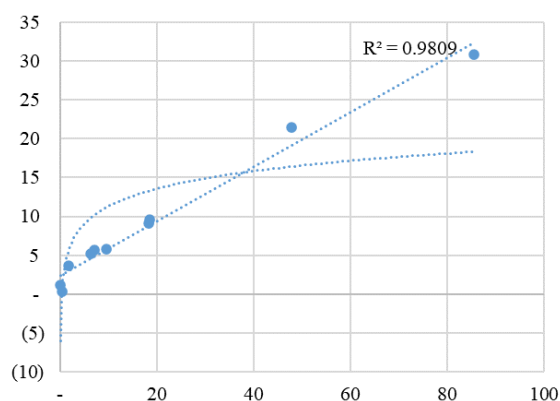
司股价长期上行主要受到业绩增长影响，即公司长期阿尔法决定公司股价走势。

图6：2012-2021 年东方财富业绩与股价相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

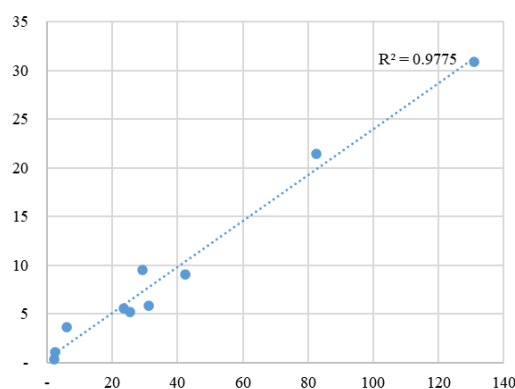
图7：东方财富归母净利润与公司收盘价拟合度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：X 为公司归母净利润(亿元)，Y 为个股收盘价(元)

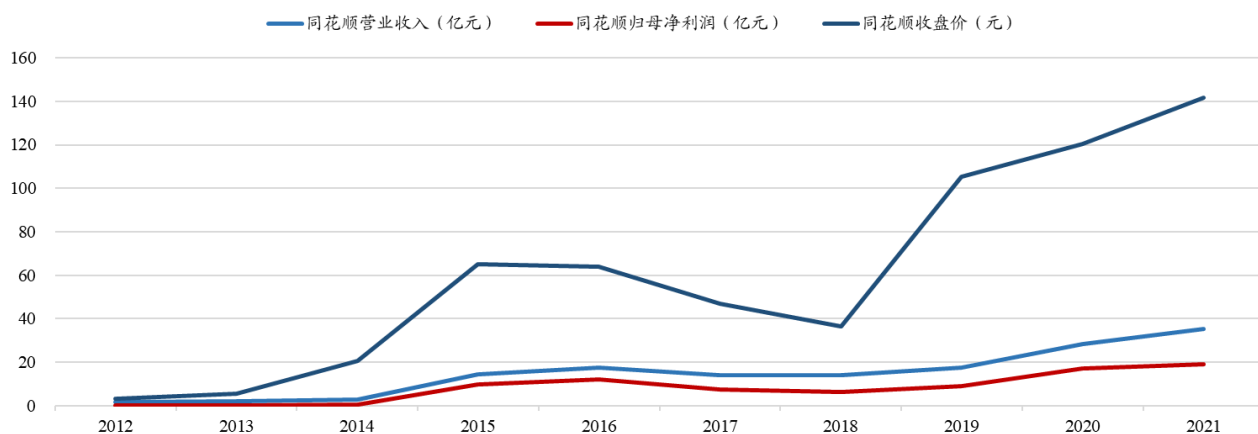
图8：东方财富营业总收入与公司收盘价拟合度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

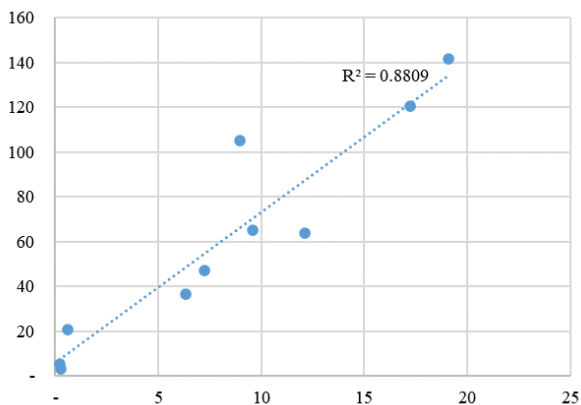
注：X 为公司营业收入(亿元)，Y 为个股收盘价(元)

图9：2012-2021 年同花顺业绩与股价相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

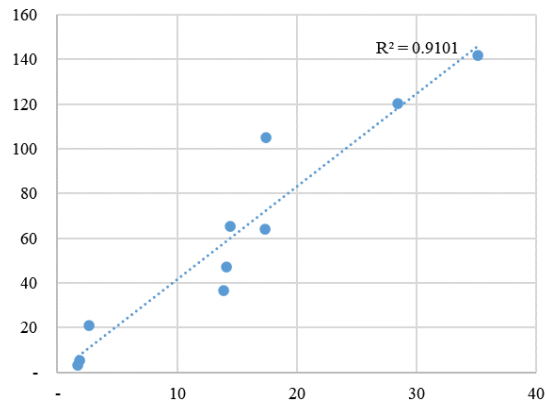
图10：同花顺归母净利润与公司收盘价拟合度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：X 为公司归母净利润(亿元)，Y 为个股收盘价(元)

图11：同花顺营业总收入与公司收盘价拟合度

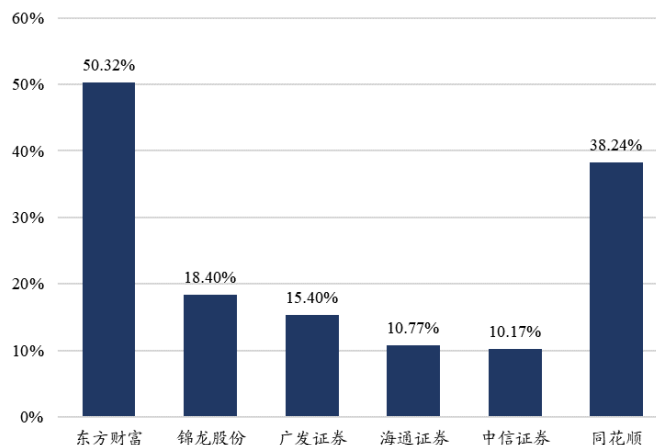


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：X 为公司营业收入(亿元)，Y 为个股收盘价(元)

把握行业转型机遇，“领跑券商”积极扩张资产规模。随着业务发展需求变化，以经纪中介为主要特点的轻资产发展方式不再能支撑券商公司的持续扩张，参照海外成熟市场，以资产负债表为驱动的重资产盈利是行业的必经之路。截至 2021 年末，六家领跑券商（东方财富、中信证券、同花顺、海通证券、锦龙股份、广发证券）年净资产的平均年化复合增速为 21.01%，远远高于证券行业平均值（16.32%），其中东方财富、同花顺分别以 50.32%、38.24%的增速较为突出。

图12: 领跑券商积极扩张资产规模(公司净资产年化复合增长率)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 个股数据时间期初均为实际上市时间, 期末为 2021 年

1.3. 长期择优: 阿尔法优势造就券商个股“长跑冠军”

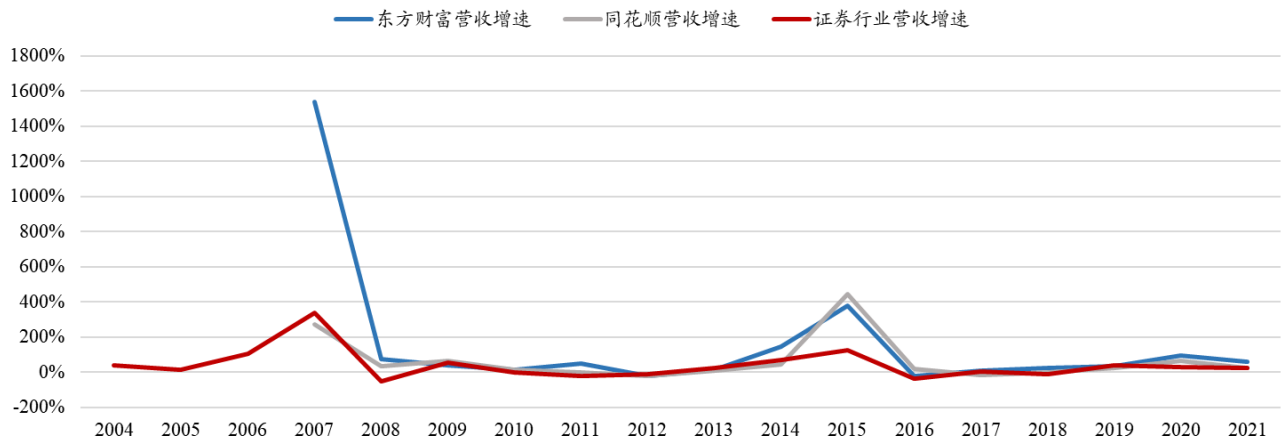
1、东方财富: 互联网零售龙头, 业绩增速长期优于证券行业, 阿尔法优势显著。从 2007 年到 2021 年, 东方财富营业收入及归母净利润增速稳定优于同时期行业水平, 其核心在于细分领域龙头加强业绩韧性。公司利用细分领域优势构建业务护城河, 并不断创新业务, 加强业绩韧性, 成就长期涨幅领先。

围绕高黏性用户打造财富生态圈, 高流量+低成本+优服务构筑核心竞争力: 1) 公司构建财富生态圈经历了三个阶段: 基金代销—零售证券—财富管理, 依托流量、数据、牌照、场景四大要素实现财富生态圈多层次流量变现。2) 相较于传统券商, 东财凭借流量优势塑造平台与产品护城河。东方财富网在 PC 端财经领域流量优势不可比拟, 围绕东方财富网+股吧, 缔造财经流量王者。在 PC 端, 东方财富网在用户流量和黏性两方面稳居垂直财经门户网站第一; 在移动端, 东财用户规模仅次同花顺, 用户黏性行业第一。3) 业务创新速度较快, 持续扩张市场。相较于其他金融信息提供商, 东财凭借牌照布局构建财富生态圈, 不断拓展金融全牌照, 延伸金融服务链条, 逐步完成从门户网站到综合互联网金融服务平台的转型。4) 凭借财富圈盈利模式, 东财持续演绎高成长与平台规模效应。自 2012 年获基金代销牌照以来, 公司以低佣金率突出重围, 经纪业务收入占比逐年上升, 经纪业务市占率提升速度较快 (2019/2020/2021 年分别为 3.0%/3.2%/3.8%)。公司归母净利润翻倍, 持续演绎高成长性; 平台成本率转降, 业绩进入规模效应区间; 研发费用与人员数量稳定增长, 为一站式互金服务平台提供技术基础和成长动能。

2、同花顺: 流量变现王者, AI 技术助力的多元化业务布局带来规模效应。公司自 2015 正式转型为互联网金融信息服务公司, 此后领先行业的研发投入为其铸造了坚实

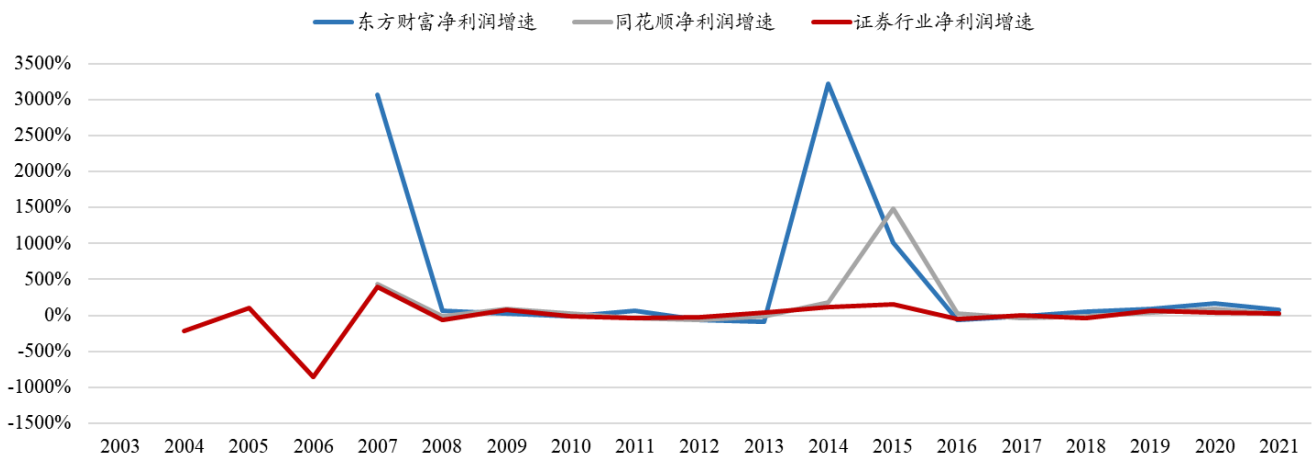
的技术壁垒（2017-2019 年研发投入占比达 25%/29%/27%），随着人工智能产品不断落地，公司业务布局覆盖信息服务、技术分析和荐股功能，前沿科技与多元化的业务布局结合，带来了更好的用户体验和更高的业绩增长。

图13：2004-2021 年 东方财富/同花顺营业收入增速优于证券行业，阿尔法优势显著



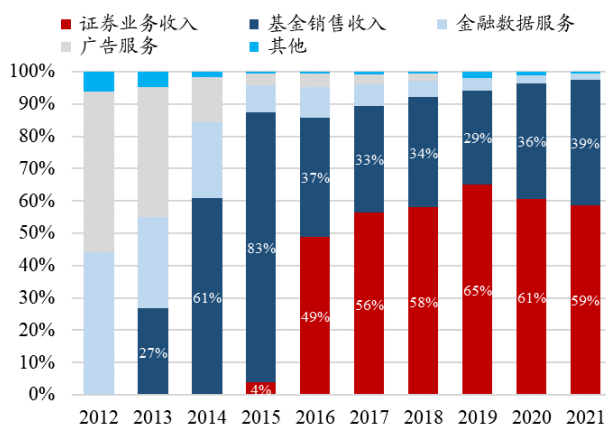
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2004-2021 年 东方财富/同花顺归母净利润增速优于证券行业，阿尔法优势显著



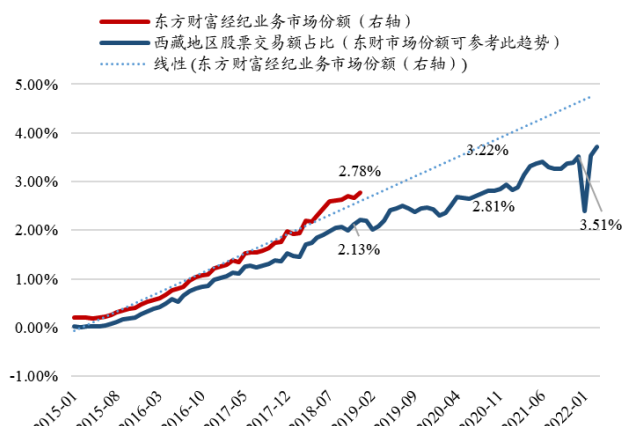
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15: 东方财富收入结构 (2012-2021)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 东方财富经纪业务市场份额 (2015-2022/01)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 交易层面+短期主题因素，构成短期股价表现的主要解释变量

2.1. 短跑超额个股共性：自身流通盘小+机构持仓比例较低+契合市场主题及市场预期

2012 年到 2022 年 6 月 15 日，我们筛选出 27 段同时满足证券板块短期迅速上涨及相对上证指数具有超额涨幅两个条件的历史区间。其中具有最高涨幅的时间区间为 2014/11/20~12/08，证券板块涨幅高达 88%（超额上证指数涨幅 65%）；最近一次时间区间为 2022/06/02~06/15，证券板块涨幅高达 15%（超额上证指数涨幅 11%）。

我们设置了包括较市值低、流通比例低、机构持仓比例低、估值低、有经营亮点五大标签，对 2012-2022/6/15 所有短期内迅速上涨的券商个股进行特征总结（贴标签处理），研究及分析驱动券商个股短期迅速上涨的主要原因。

短期暴涨券商个股共性：较低的机构持仓比例+流通比例较低+契合市场主题及预期。通过对券商个股五个维度（市值、流通盘、机构持仓、估值、当前市场主题）的分析，我们发现驱动券商个股短期迅速上涨、并取得超额收益的关键因素为：较低的市场预期、流通盘较小、机构持仓较低、资金记忆及资金驱动、契合当前市场主题及市场预期等。

2012 年到 2022 年 6 月 10 日，超额涨幅大于 100%的券商个股在行情开始首日的市值中位数/流通比例中位数/平均基金持仓比例分别为 362 亿元/15.02%/1.52%；超额涨幅小于 100%的券商个股在行情开始首日的市值中位数/流通比例中位数/平均基金持仓比例分别为 324 亿元/ 48.73%/ 4.27%。整体来看，超额涨幅与公司总市值、股本流通比例、基金持仓该个股的比例都存在一定的负相关性，即公司市值较小、个股流通盘较小、机构持仓比例较低的券商个股更容易在短期迅速上涨及产生超额涨幅，且机构持仓比例及

个股流通比例两大因素对券商个股产生超额涨幅的影响更为剧烈。

表1: 2012-2022/6/15 证券板块短期迅速上涨幅度及超额涨幅

开始时间	结束时间	证券板块涨幅	超额涨幅
2012-08-30	2012-09-10	13.35%	9.37%
2012-12-04	2012-12-20	22.41%	11.77%
2013-01-28	2013-02-01	17.84%	12.27%
2013-07-10	2013-07-16	15.37%	10.26%
2013-09-06	2013-09-12	13.93%	7.66%
2013-11-14	2013-11-18	12.98%	7.74%
2014-07-22	2014-08-04	16.96%	8.74%
2014-10-28	2014-11-12	28.85%	19.94%
2014-11-20	2014-12-08	88.04%	64.81%
2014-12-12	2014-12-17	22.31%	17.69%
2015-03-12	2015-03-23	19.29%	7.24%
2015-03-27	2015-04-08	17.42%	8.93%
2015-07-09	2015-07-13	20.52%	7.32%
2015-10-08	2015-10-12	13.50%	5.81%
2015-11-04	2015-11-11	33.40%	23.34%
2016-03-17	2016-03-21	17.18%	12.01%
2018-10-17	2018-10-25	19.69%	17.43%
2018-10-19	2018-10-25	20.43%	15.71%
2018-12-28	2019-01-04	10.66%	9.38%
2019-01-31	2019-02-25	39.78%	24.80%
2019-03-01	2019-03-07	14.84%	9.21%
2019-03-29	2019-04-03	15.05%	7.65%
2019-06-17	2019-06-21	10.74%	6.58%
2020-02-14	2020-02-20	12.92%	8.65%
2020-06-30	2020-07-08	39.42%	24.50%
2021-08-31	2021-09-07	12.60%	8.39%
2022-06-02	2022-06-15	14.90%	11.03%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 样本选择时间区间为 2012-2022/6/15, 证券板块涨幅为申万证券 II 涨幅 (选择涨跌 $\geq 10\%$), 超额涨幅为证券板块涨幅超过上证指数的部分 (选择超额涨幅 $\geq 5\%$)。

表2: 2012-2022/6/15 短期迅速上涨券商个股特征总结

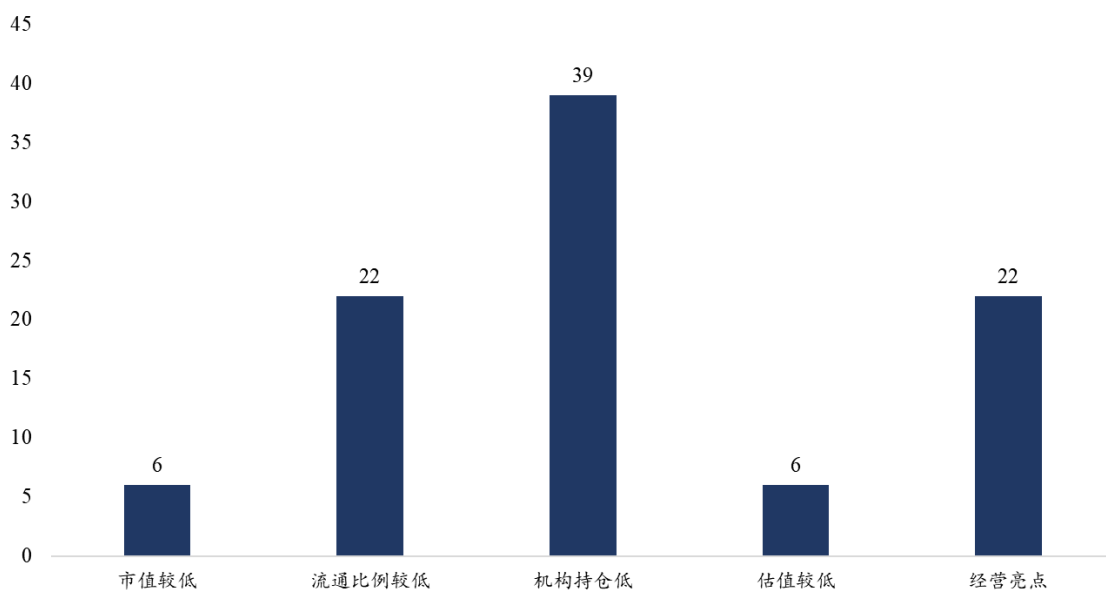
公司名称	开始时间	结束时间	超额涨幅	市值 较低	流通比 例较低	机构持 仓较低	估值 较低	经营 亮点
国海证券	2012/4/12	2012/4/24	46.88%		√	√		
西部证券	2012/5/10	2012/5/18	29.34%		√	√		
东方财富	2013/2/20	2013/3/6	59.58%					√
东方财富	2013/5/6	2013/5/13	35.34%					√
东方财富	2013/6/7	2013/7/9	94.22%	√				√
东方财富	2013/7/17	2013/7/19	19.23%					√

东方财富	2013/9/12	2013/9/17	23.33%				√
东方财富	2013/9/30	2013/10/10	28.35%	√			√
东方财富	2014/1/21	2014/1/30	34.28%	√			√
国金证券	2014/1/28	2014/2/7	70.92%				
东方财富	2014/9/18	2014/9/23	21.58%				√
同花顺	2014/11/18	2014/12/1	62.59%	√			√
光大证券	2014/11/21	2014/12/4	44.03%			√	
西南证券	2014/12/9	2014/12/15	34.81%			√	√
国信证券	2014/12/30	2015/1/15	182.72%		√	√	
东方财富	2015/1/5	2015/1/20	74.93%				√
同花顺	2015/1/6	2015/1/20	54.69%				√
同花顺	2015/2/10	2015/2/17	54.54%				√
东兴证券	2015/2/27	2015/3/6	81.33%		√	√	
同花顺	2015/3/19	2015/3/25	42.31%				√
东方证券	2015/3/24	2015/4/8	116.97%		√	√	
西部证券	2015/4/8	2015/4/14	33.93%				
东方财富	2015/4/16	2015/4/30	184.04%				√
同花顺	2015/4/20	2015/4/30	63.29%				√
东方财富	2015/5/28	2015/6/4	33.78%				√
西部证券	2015/6/29	2015/7/3	25.90%				
东方财富	2015/7/8	2015/7/20	37.15%				√
同花顺	2015/10/8	2015/10/22	91.58%			√	√
同花顺	2015/10/27	2015/10/29	23.71%			√	√
西部证券	2015/11/9	2015/11/17	43.39%			√	
西部证券	2016/3/17	2016/3/24	32.49%				
西部证券	2016/5/12	2016/5/18	60.04%			√	
西部证券	2016/6/1	2016/6/8	48.52%			√	
华安证券	2016/12/7	2016/12/15	66.72%		√	√	
中原证券	2017/1/4	2017/1/10	61.84%			√	
浙商证券	2017/6/27	2017/7/5	57.09%		√	√	
财通证券	2017/10/25	2017/10/31	43.52%		√	√	
南京证券	2018/6/14	2018/6/22	86.46%		√	√	
中信建投	2018/6/21	2018/6/27	54.26%		√	√	
天风证券	2018/10/23	2018/11/6	160.72%		√	√	
国海证券	2018/10/23	2018/10/30	46.00%	√		√	√
长城证券	2018/10/29	2018/11/2	54.11%		√	√	
方正证券	2019/1/3	2019/1/8	29.58%			√	√
华林证券	2019/1/18	2019/1/30	86.77%		√	√	
中信建投	2019/2/26	2019/3/7	64.03%		√		√
同花顺	2019/3/29	2019/4/8	31.99%				
华林证券	2019/5/29	2019/6/12	41.68%		√	√	

华林证券	2019/6/18	2019/6/25	47.05%	√	√	
红塔证券	2019/7/8	2019/7/22	180.58%	√	√	
南京证券	2019/12/13	2019/12/20	47.77%		√	
红塔证券	2020/2/20	2020/2/25	28.50%	√	√	
中银证券	2020/2/27	2020/3/13	216.89%	√	√	
南京证券	2020/3/3	2020/3/13	37.18%			
中泰证券	2020/6/4	2020/6/16	125.72%	√	√	
光大证券	2020/6/19	2020/7/9	128.18%		√	√
浙商证券	2020/7/1	2020/7/10	71.20%			
中银证券	2020/7/7	2020/7/10	32.75%	√	√	√
国联证券	2020/8/3	2020/8/17	179.91%	√	√	
中金公司	2020/11/3	2020/11/16	56.58%		√	
中原证券	2020/12/25	2021/1/4	42.44%		√	
财达证券	2021/5/10	2021/5/24	177.20%	√	√	
中金公司	2021/5/14	2021/5/25	29.29%		√	√
华林证券	2021/12/8	2021/12/17	49.90%		√	√
光大证券	2022/6/8	2022/6/15	43.97%		√	√

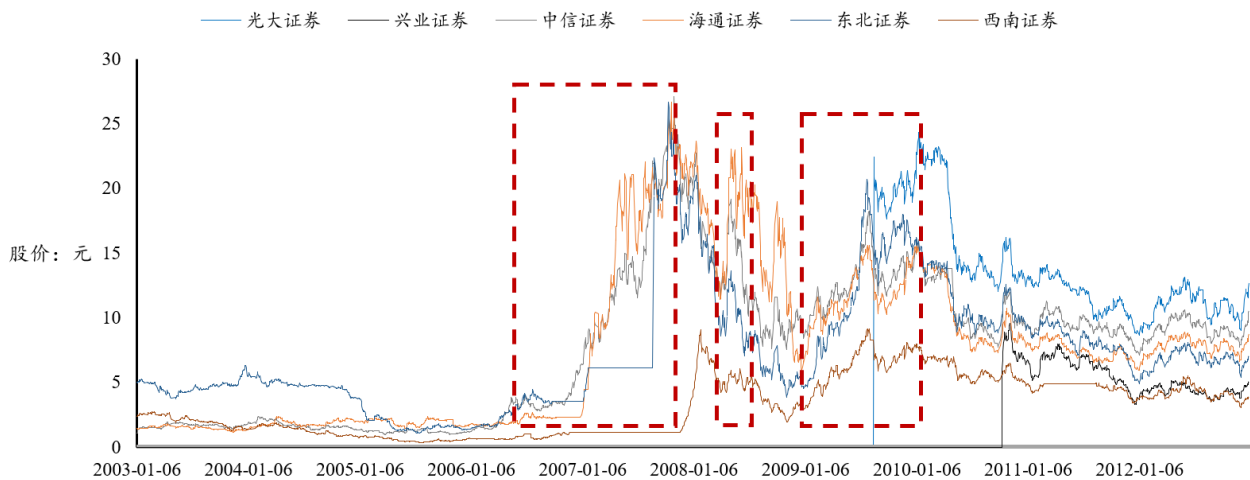
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2003-2022/6/15 短期迅速上涨券商个股标签频次统计



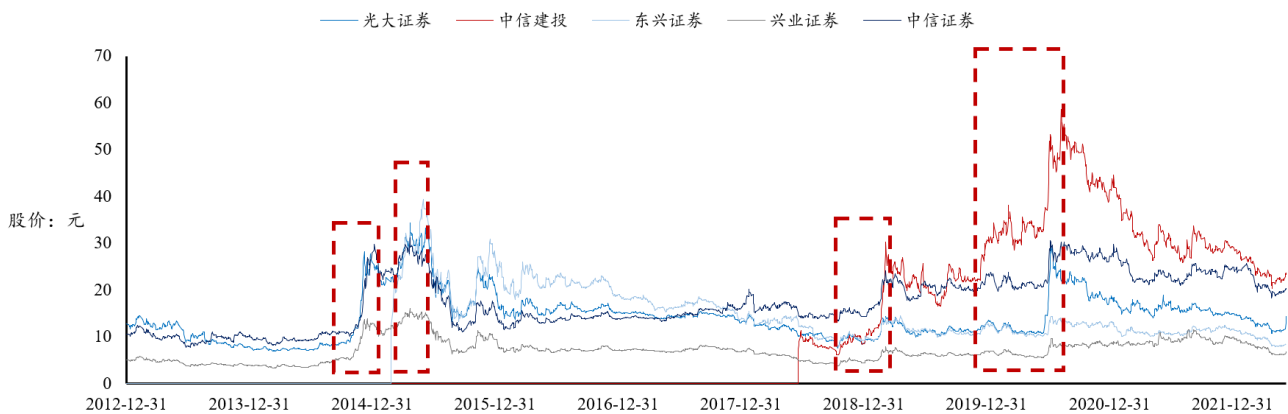
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18: 2003-2012 年, 短期股价上行迅速的券商个股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 2013-2021 年, 短期股价上行迅速的券商个股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表3: 2012-2022/06/15 短期超额涨幅超过 80%的券商个股

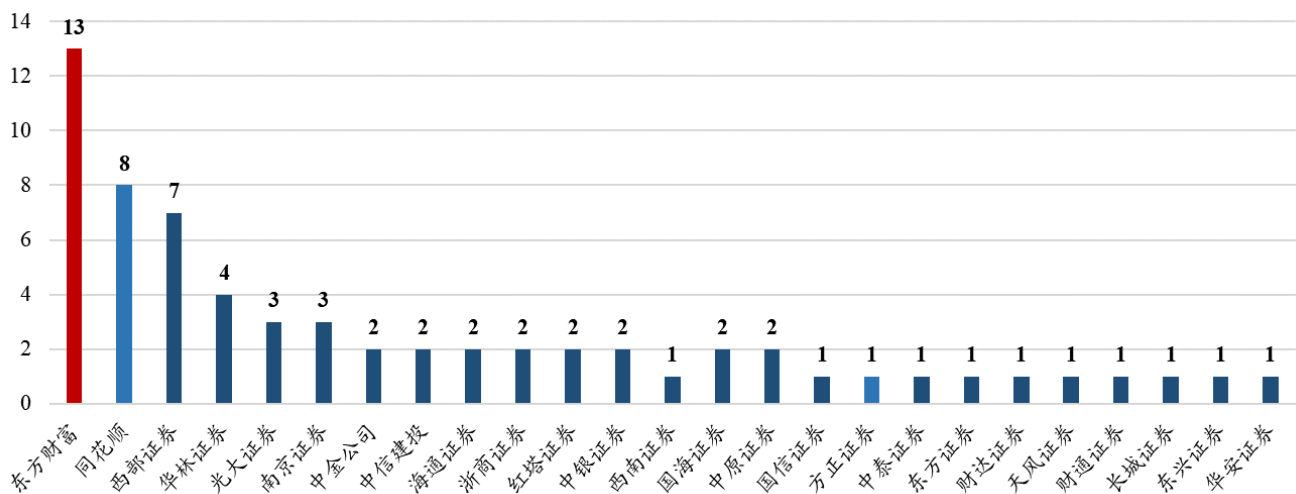
公司名称	开始时间	结束时间	超额涨幅	当天总市值 (亿元)	当天无限售流通股 占总股本比例	当期基金持仓该个股数 量/个股流通股
东方财富	2013/6/7	2013/7/9	94.22%	65.65	76.26%	3.33%
国信证券	2014/12/30	2015/1/15	182.72%	757.68	14.63%	0.00%
东兴证券	2015/2/27	2015/3/6	81.33%	364.08	19.97%	0.00%
东方证券	2015/3/24	2015/4/8	116.97%	838.74	18.93%	0.00%
东方财富	2015/4/16	2015/4/30	184.04%	548	75.96%	14.42%
同花顺	2015/10/8	2015/10/22	91.58%	233.64	48.73%	0.01%

南京证券	2018/6/14	2018/6/22	86.46%	165.22	10.00%	0.00%
天风证券	2018/10/23	2018/11/6	160.72%	161.62	10.00%	0.00%
华林证券	2019/1/18	2019/1/30	86.77%	154.71	10.00%	0.00%
红塔证券	2019/7/8	2019/7/22	180.58%	199.11	10.02%	0.00%
中银证券	2020/2/27	2020/3/13	216.89%	240.85	10.01%	0.00%
中泰证券	2020/6/4	2020/6/16	125.72%	483.62	10.00%	0.00%
光大证券	2020/6/19	2020/7/9	128.18%	503.36	100.00%	0.80%
国联证券	2020/8/3	2020/8/17	179.91%	144.25	38.62%	0.00%
财达证券	2021/5/10	2021/5/24	177.20%	193.08	15.41%	0.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：超额涨幅为个股涨幅超过证券Ⅱ板块的部分；本项数据统计样本为区间超额涨幅统计，超额统计起始点为产生超额的首日，结束点为结束超额涨幅的首日。

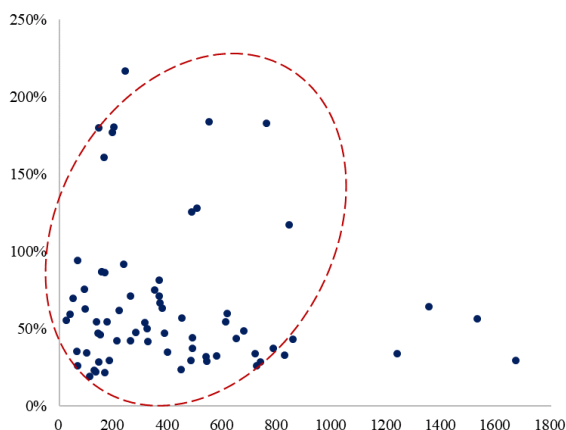
图20：2012-2022/06/15 个股短期超额涨幅频次统计



数据来源：东吴证券研究所

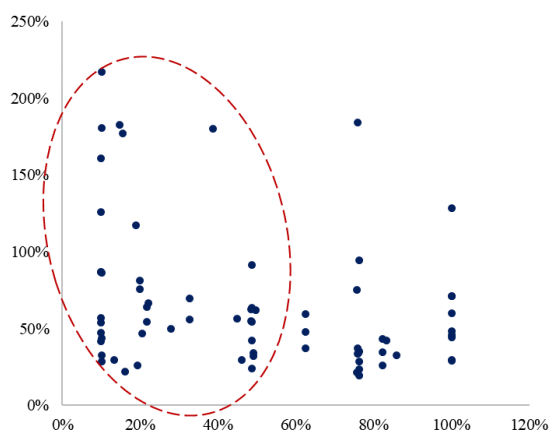
注：超额涨幅为个股涨幅超过证券Ⅱ板块的部分，本图为个股超额涨幅达10%以上的频次统计；本项数据统计样本为区间超额涨幅统计，超额统计起始点为产生超额的首日，结束点为结束超额涨幅的首日。

图21: 短期上涨个股市值与超额涨幅分析



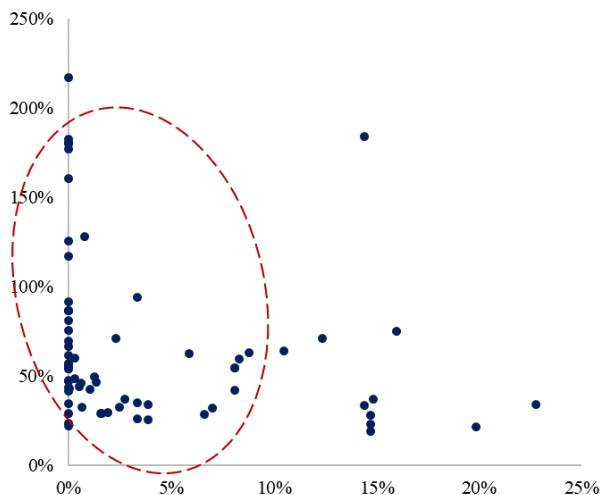
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 短期上涨个股流通盘与超额涨幅分析



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 短期上涨个股基金持仓比例与超额涨幅分析



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

短期迅速上涨因素分析: 1) **次新股刺激上涨原因:** 个股处于次新阶段, 当期业绩优秀, 存在高送转预期, 且由于定价天花板的存在估值低于行业平均水平; 2) **重组上涨刺激原因:** 个股处于重组过程中, 引入的新资产新业务具有广阔的想象空间; 3) **经营亮点刺激上涨原因:** 特定行业背景下, 市场预期的受益标的, 如新三板改革时的西部证券、互联网券商兴起时的东方财富和同花顺、以及打造“航母级券商”时的中信建投; 4) **行情开启刺激上涨原因:** 券商指数级行情启动初期, 市场多数资金选择的弹性标的, 如 2020 年的光大证券。

券商个股短期大幅上涨主要原因为资金、上市及叠加证券板块行情开启因素。券商个股股价短期内迅速并大幅超越行业的原因主要有两点, 一是在基于经营逻辑改变 (尤其是证券市场改革), 二是叠加了牛市的券商新股上市或借壳上市。

2.2. 行情开启+经营亮点，推动券商个股迅速上涨

证券板块行情开启+经营逻辑亮点，推动券商个股短期内迅速上涨。1) 2020 年 6 月，以光大证券、招商证券为首的央企券商，因市场对于混业经营的预期而急速上涨；2) 2019 年 2 月，注册制改革及与头部券商中信证券公司合并市场预期，中信建投短期内大幅跑赢行业；3) 2014 年 11 月，光大证券因业绩反转预期和定增计划短期暴涨；4) 2006 年，中信证券借券商大涨之势叠加入股华夏基金，股价在短期内迅速上涨。估值低位，券商实现快速上涨的可能性大幅提升。

我们将低于 10% 的 PB 估值历史分位数作为判断个股及证券行业估值处于低位的标准，对以上短期上涨个股进行分析发现：个股和行业估值在低位不是个股短期暴涨的必要条件，但是长期缓跌造成的估值洼地可能导致个股短期上涨，如 2020 年 6 月、2019 年 2 月等。1) 行业低位+个股低位，短期上涨个股：2020 年 6 月 19 日，光大证券/招商证券 PB 估值历史分位数分别为 5.00%/4.74%（同期行业 PB 估值历史分位数：2.76%）；2) 仅行业低位，短期上涨个股：2019 年 2 月 26 日/2010 年 10 月 13 日，中信建投/兴业证券 PB 估值历史分位数分别为 28.82%/64.88%（同期行业 PB 估值历史分位数分别：4.09%/9.19%）；3) 行业高位+个股高位，短期上涨个股：2003 年 3 月 27 日/2006 年 4 月 14 日，中信证券 PB 估值历史分位数分别为 16.86%/12.34%（同期行业 PB 估值历史分位数分别：18.99%/14.60%）。

表4：短期迅速上涨券商个股复盘

开始时间	结束时间	指数涨幅	涨幅第一个股	逻辑
2020/06/19	2020/07/09	43.83%	光大证券	央企银行系券商；打造“航母级券商”，存在合并预期
2019/02/01	2019/02/26	35.72%	中信建投	注册制改革预期；券商龙头；打造“航母级券商”，存在合并预期
2006/04/14	2006/06/02	97.50%	中信证券	入股华夏基金

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表5：短期迅速上涨券商个股 PB 估值复盘

证券公司	日期	个股 PB 估值	个股 PB 估值历史分位数	行业 PB 估值	行业 PB 估值历史分位数
光大证券	2020/6/19	1.15	5.00%	1.48	2.76%
招商证券	2020/6/19	1.64	4.74%	1.48	2.76%
中信建投	2019/2/26	3.50	28.82%	1.7	4.09%
	2014/11/21	1.99	15.31%	2.44	8.53%
兴业证券	2010/10/13	6.11	64.88%	2.55	9.19%
中信证券	2006/4/14	3.78	12.34%	3.45	14.60%
	2003/3/27	4.72	16.86%	4.18	18.99%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 市场情绪亢奋+次新股，券商个股更易收获超额涨幅

券商次新股超额收益优秀。2003~2022/05，市场共有 34 只券商股票通过 IPO 上市，其中的 27 只在次新阶段（上市后 6 个月内）相对行业指数（申万证券 II）存在超额收益，超额收益的前 4 名分别为中银证券（266.72%）、红塔证券（231.41%）、天风证券（221.20%）、国信证券（202.32%），34 只股票在次新阶段平均超额收益为 64.50%；除此以外，还有 13 家券商通过借壳等方式上市，其中 12 只相对行业指数存在超额收益，超额收益的前 4 名分别为国金证券（506.77%）、海通证券（465.99%）、东北证券（445.96%）、西南证券（389.43%），13 只股票在复牌后 6 个月内平均超额收益为 200.92%。

表6: IPO 上市券商次新超额收益前 4 名

	中银证券	红塔证券	天风证券	国信证券
上市日期	2020/02/26	2019/07/05	2018/10/19	2014/12/29
超额收益率	266.72%	231.41%	221.20%	202.32%
同阶段行业指数收益率	17.52%	5.34%	68.34%	-3.20%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表7: 重组上市券商复牌超额收益前 4 名

	国金证券	海通证券	东北证券	西南证券
上市日期	2007/03/29	2007/01/04	2007/08/27	2007/11/23
超额收益率	506.77%	465.99%	445.96%	389.43%
同阶段行业指数收益率	106.44%	89.36%	-27.87%	-25.37%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

券商次新股及重组上市券商，存在明显的超额收益。主要存在以下几点原因：1）券商作为强β行业，业绩受权益市场波动影响极大，而券商选择上市的时点常常在牛市前后，前者的盈利预期会随指数上涨不断拔高，后者的当期利润优秀，往往被给予更高估值；2）刚刚上市的次新股套牢盘少，流通盘比例小，更易被市场资金驱动：对 IPO 新股来说，上市时的流通比例（低于 20%）和流通市值（低于 100 亿元）越小，越容易被资金驱动；对重组上市券商来说，同样是上市时的流通比例（低于 20%）和流通市值越小（低于 50 亿元），越容易被市场资金驱动，但是这一规律没有新股明显。3）券商靠近一级及二级市场，持有较多的相关资产，可能存在上市前出售部分资产扮靓业绩的行为，从而在上市时获得更高的估值；4）我国地方券商多，而地方券商一般与当地政府、其他国资部门联系紧密，新上市的地方券商存在资产注入预期和更多与地方合作的预期，方便了市场资金驱动。

借壳上市、IPO 上市+牛市因素，推动券商个股短期迅速上涨。1）2007 年，以东北证券、海通证券、西南证券为首的重组上市券商在短期内获得 600%~800%涨幅，大幅

超越 A 股指数和券商指数；2) 2009 年初，西南证券又因重组落地叠加熊市结束，股价短期内急涨，并在接下来的半年里上涨 3 倍以上。3) 2010 年 10 月，兴业证券作为次新银行系券商，恰逢券商业绩回暖，受到持续资金驱动，股价大涨；4) 2003 年，中信证券作为券商龙头及次新股，股价在短期内迅速上涨。

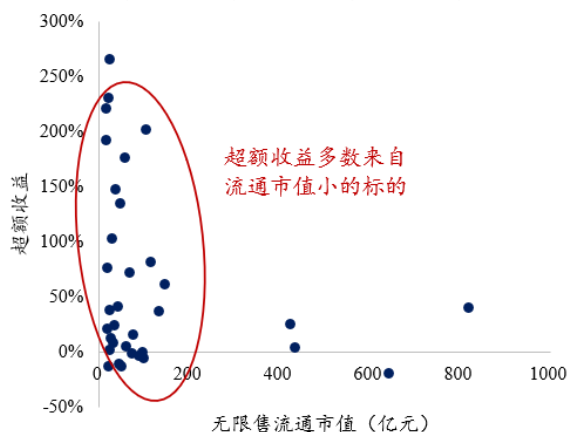
券商次新的超额收益更多与亢奋的市场情绪有关。融资买入占比提高、两融余额增加、市场成交量放大（年度同比换手率高）与券商次新的超额收益存在明显的关联。全 A 融资买入额占比的阶段高点（1%~13%），券商次新往往取得极高的超额收益（40%~200%）；全 A 年度换手率的情况则略有不同，除 2007 年全 A 年度换手率情况和券商次新超额收益同时处于阶段性高点外，2014 年和 2019 年券商次新超额收益均领先全 A 年度换手率一年达到阶段性高点，这也与券商是“牛市旗手”的经验吻合。

表8：短期迅速上涨券商个股复盘

开始时间	结束时间	指数涨幅	涨幅第一个股	逻辑
2015/11/04	2015/11/09	27.98%	东兴证券	次新股
2010/09/30	2010/10/26	47.56%	兴业证券	央企银行系券商；次新股
2003/03/27	2003/04/16	29.39%	中信证券	券商龙头；次新股

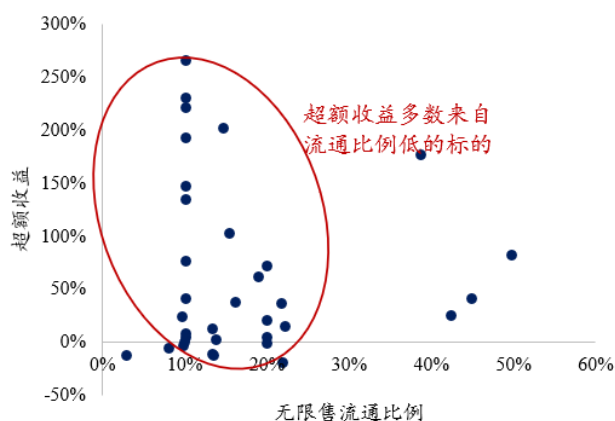
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：超额收益与无限售流通市值



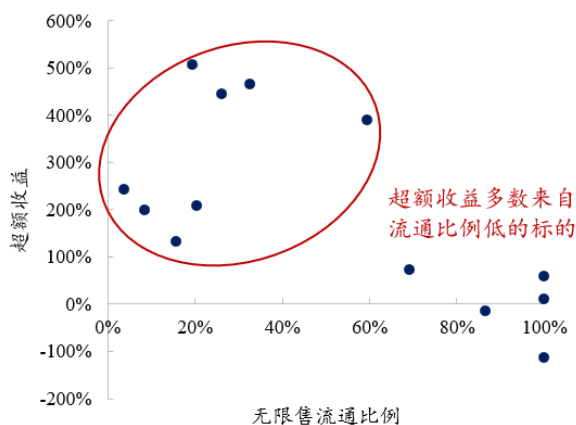
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：超额收益与无限售流通比例



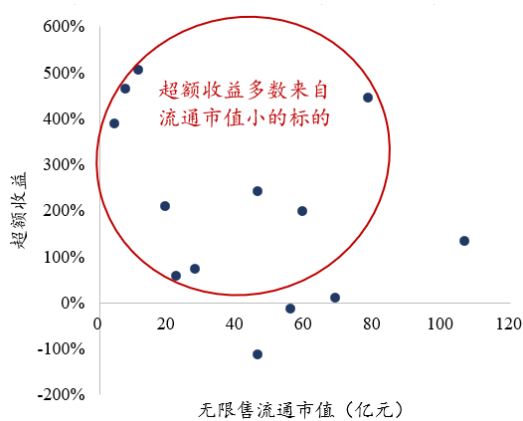
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26: 超额收益与无限售流通比例



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 超额收益与无限售流通市值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

ROE、杠杆率指标,与券商次新超额收益无直接关系。通过对比 IPO 上市的券商次新股、借壳上市的券商次新股在上市时的 ROE 和杠杆率与行业平均水平,我们发现具有超额回报的券商次新股的 ROE 和杠杆率既有优于行业平均水平的情况(国信/东北/西南 ROE 分别高于行业 3.67pct/45.12pct/23.34pct; 天风/国信/东北/杠杆率高于行业 1.15/0.41/1.32),也有弱于行业平均水平的情况(海通/中银/红塔/天风/国金 ROE 分别低于行业 9.35pct/0.32pct/0.65pct/3.71pct/0.14pct; 中银/红塔/国金/海通/西南证券杠杆率分别低于行业 0.04/1.85/0.41/2.35/0.96),这说明在次新股阶段,券商股自身的经营质量和杠杆运用能力并不会对超额收益起到决定性作用,超额收益主要还是来源于业务结构给投资者带来的预期以及其他刺激因素,如流通盘等。

表9: IPO 上市券商次新时期 ROE 及杠杆率

	中银证券	红塔证券	天风证券	国信证券
公司 ROE	6.44%	3.48%	3.74%	10.59%
公司杠杆率	3.85	1.88	4.93	3.43
行业 ROE	6.76%	4.13%	7.45%	6.92%
行业杠杆率	3.89	3.73	3.78	3.02

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 中银证券与同列行业对比值均为 2019 年数据, 红塔证券与同列行业对比值均为 2018 年数据, 天风证券与同列行业对比值均为 2017 年数据, 国信证券与同列行业对比值均为 2013 年数据; 行业数据为申万证券 II 全部上市券商均值。

表10: IPO 上市券商次新时期 ROE 及杠杆率

	国金证券	海通证券	东北证券	西南证券
公司 ROE	36.29%	27.08%	81.55%	42.51%

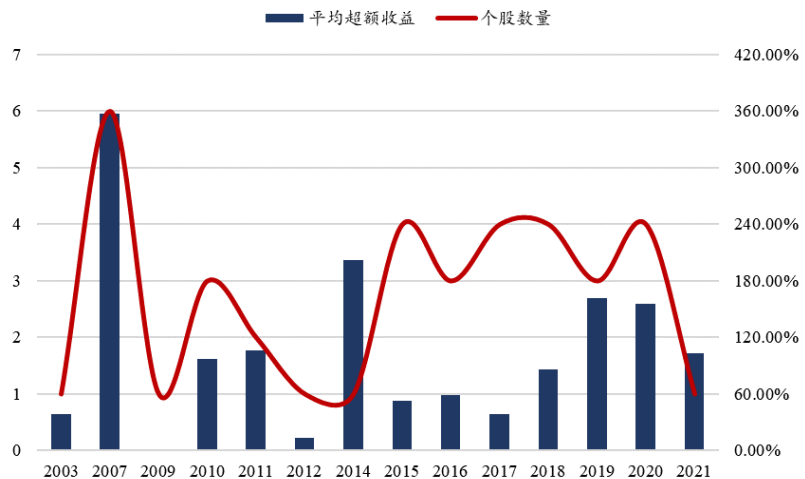
公司杠杆率	2.86	2.59	6.26	3.20
行业 ROE	36.43%	36.43%	36.43%	19.17%
行业杠杆率	4.94	4.94	4.94	4.16

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：国金证券、海通证券、东北证券与同列行业对比值均为 2007 年数据，西南证券与同列行业对比值均为 2009 年数据；行业数据为申万证券Ⅱ全部上市券商均值。

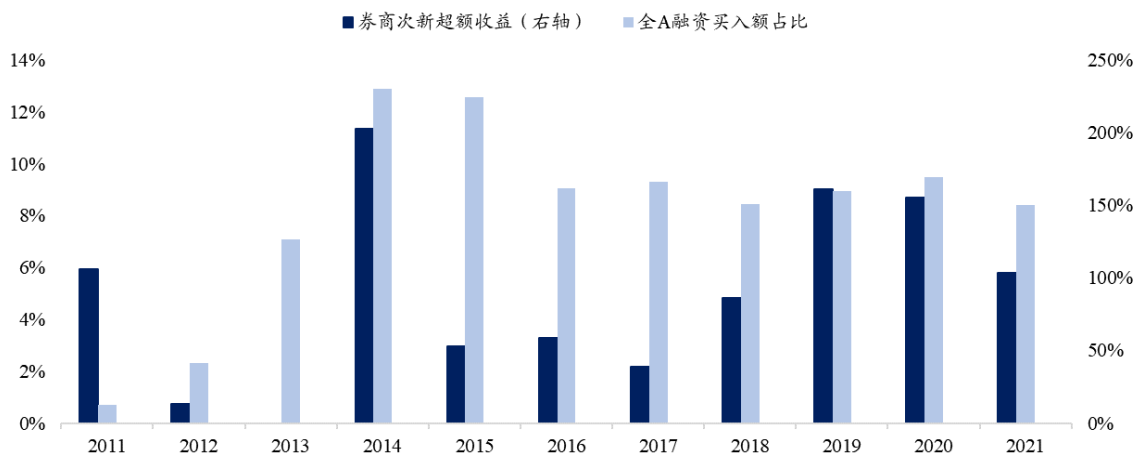
2007、2014、2019、2020 年是券商次新股超额收益的四次高峰。这四年上市的券商股在次新阶段平均超额收益分别达到 357.05%、202.32%、161.05% 和 155.11%；2007 年是券商借壳上市高潮，共有六家券商以此上市，而 2015-2020 年是券商 IPO 较多的时间段，每年均有 3-4 家券商通过此方式上市。

图28：上市年份与当年平均超额收益



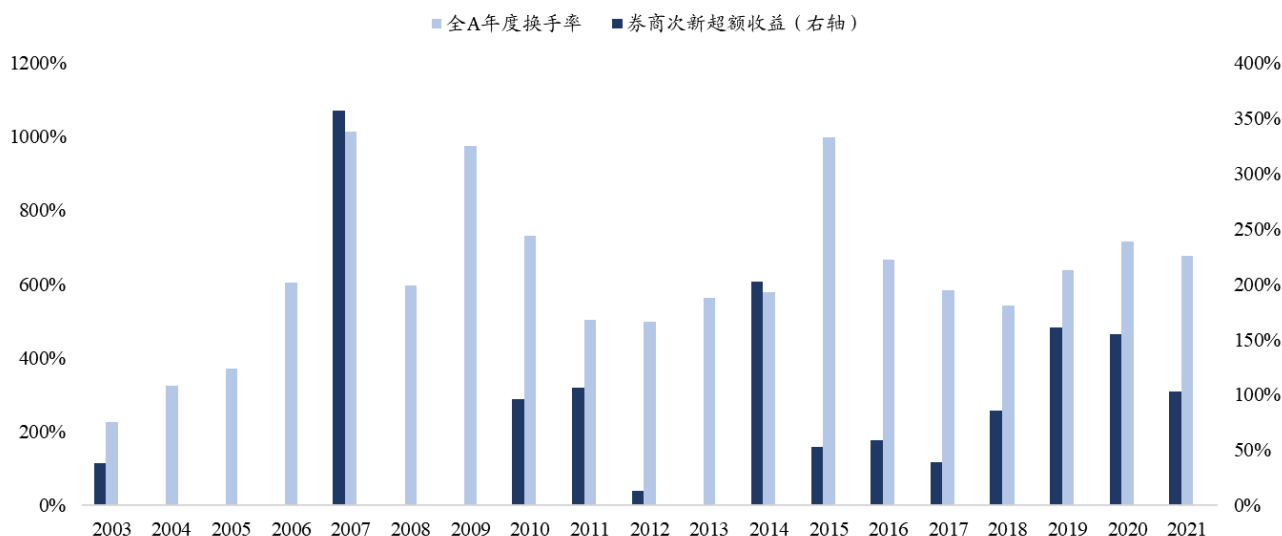
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图29：全A融资买入额占比和券商次新超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：全A年度换手率同比和券商次新超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 六段牛市历练，不同阶段领涨券商各有千秋

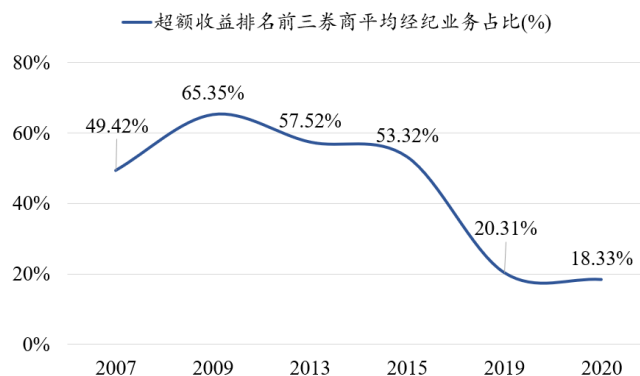
券商板块历经六段牛市，不同阶段领涨券商各有千秋：1) 2006年首轮牛市中，“借壳上市”券商领涨板块。被“借壳”的上市公司往往经营情况惨淡，股价低迷，而“借壳上市”会为此类公司注入优质资产，大幅拉升“壳公司”股价。因此，“借壳上市”股票往往受到市场的追捧。2007年3月29日，国金证券成为第一例借壳上市的券商，复牌首日暴涨129.6%，超额收益(+1428.01%)领涨首轮牛市。随后海通证券等也相继完成“借壳上市”。2) 2008年至2013年二轮牛市中，经纪业务驱动券商表现不俗。牛市中，增量资金通过券商进入市场，推动融资融券规模上涨，且存量资金交易活跃度提升，拉动券商经纪业务业绩增长。以两轮牛市中超额收益分别排名第一的东北证券与国海证券为例：东北证券领跑2008年11月至2009年9月的行情，超额收益为+171.08%，2009年经纪业务收入占总营收比重81%，达16.17亿元，同比增长+72.15%；国海证券领跑2012年12月至2013年2月的行情，超额收益为+65.43%，2013年经纪业务收入占总营收比重55%，达9.49亿元，同比增长+38.43%。3) 2014年至2020年三轮牛市中，行业转型强化市场龙头逻辑。随着行业转型加速与竞争白热化，龙头券商在资本实力、牌照、投资能力及资金运用效率上的优势日益凸显，行业龙头逻辑得到强化。以东方财富为例，2015年收购同信证券后，东方财富逐渐筑牢财富管理龙头地位，在三轮牛市中超额收益均位于行业前两名，分别收获超额收益+466.07%/+40.77%/+43.62%。

图31: 2007/03~12 国金证券历史行情



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

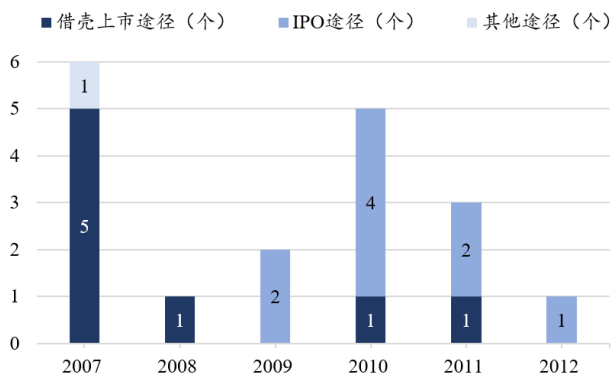
图32: 牛市超额收益排名前三券商平均经纪业务占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

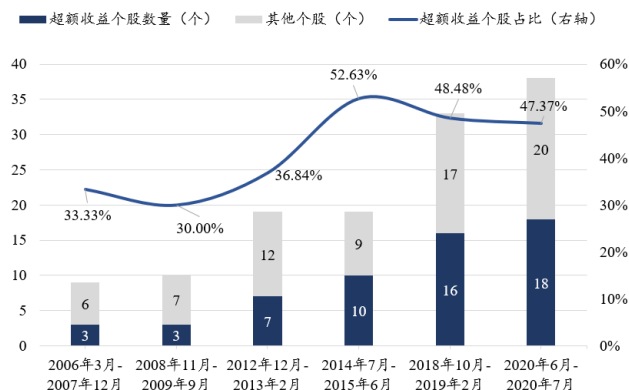
资本市场走向规范, 牛市超额收益逐渐回归理性: 1) 券商“借壳上市”市场乱象引监管关注。牛市行情提升券商上市意愿, “借壳上市”成为券商快速上市首选。“壳资源”多次引发内幕交易等市场乱象后, 监管层通过窗口指导引导未披露借壳预案的券商通过公开发行上市。2011年9月1日《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》正式实施后, 券商借壳上市成为历史, IPO成为券商上市主要途径。2) **资本市场走向规范, 推动牛市超额收益个股比例逐步稳定。**监管层持续推动完善公司治理体系, 释放注册制改革等利好, 资本市场逐步走向规范化发展道路。A股市场上券商个数由2006年3月的9家逐步扩容至2020年6月的38家, 板块持续扩容, 每轮牛市拥有超额收益个股比例逐步稳定至50%左右。

图33: 券商 2007 年至 2012 年上市情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

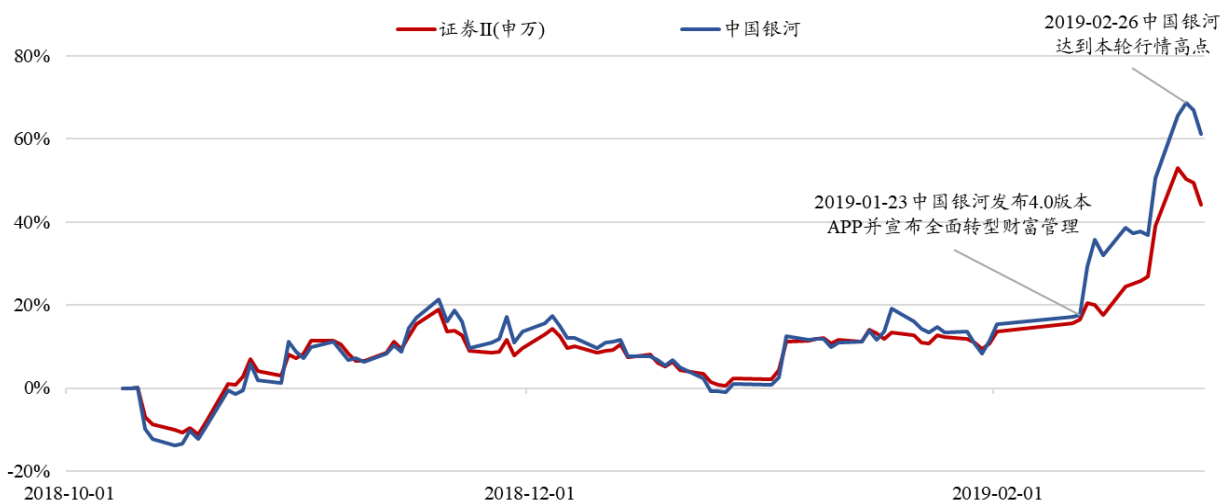
图34: 六轮牛市超额收益个股比例情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

取得转型阶段性成果的券商有望走出小行情。随着行业竞争力度加大，取得阶段性成果的券商有望将转型成果转化为实际经营利好，稳定投资者信心。以在 2018 年 10 月至 2019 年 2 月的牛市行情中超额收益排名第 6 的中国银河为例：银河证券 2018 年 1 月与阿里云签署全面大数据智能化协议，并积极积累自有数字化技术与人才，之后于 2019 年 1 月 23 日发布银河证券 4.0 版 APP 等金融科技转型阶段性成果，并宣布全面转型财富管理。银河证券之后股价走出独立行情，并最终于 2018 年 10 月至 2019 年 2 月的牛市行情中取得+31.96%的超额收益。

图35：2018/10~2019/2 中国银河历史涨幅情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 投资建议：首推零售财富管理龙头——东方财富

券商股价长期和短期的驱动因素并不是割裂的，而是动态均衡的：我们复盘证券板块，会看到很多券商个股基于中短期市场预期和主题会有明显的超额收益。而从长期的维度看：1）当行业逻辑和公司经营朝着市场预期主题方向逐步落地时，股价也会保持上行趋势，短期和长期的趋势是动态一致的。比较典型的案例是东方财富在 2013 年-2015 年互联网金融主题下的短期上涨，以及公司经营战略推动后盈利的持续上行，带来股价的长期上行趋势。2）当行业逻辑与主题预期与现实发生偏离时，短期上行的估值在长期来看也会有一个很明显的均值回归的过程，比较典型的案例是 2020 年基于混业经营主题下，部分券商股价的短期快速上行。

财富管理驱动业绩高增，互联网零售龙头强者愈强，首推东方财富。市场大幅波动下，东方财富各项业绩仍实现稳健增长，证券经纪、两融市占率提升带动收入提升；看好公司围绕高粘性用户打造财富管理生态圈，在财富管理领域展现高流量、低成本、优质服务三大天然核心优势，且公司零售证券和基金代销业务持续演绎高成长性，未来在

基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将有大幅提升。

盈利预测：我们维持对东方财富 2022-2024 年的归母净利润预测 101.74/130.84/164.92 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 达 0.77/0.99/1.25 元；当前市值对应 2022-2024 年 P/E 分别为 31.42/24.43/19.38 倍，我们看好长期公司市占率将持续提升，不断强化零售财富管理龙头地位，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1) 宏观经济不及预期：股市是经济的晴雨表，宏观经济不及预期将企业盈利，造成市场下跌，从而影响券商自营等业务业绩。

2) 市场交投活跃度下降：券商业绩与市场交易活跃度息息相关，活跃度下降将直接影响券商的经纪业务、资本中介业务等。

3) 疫情控制不及预期：疫情影响业务开展，若防疫不及预期将影响券商财富管理、投行等业务。

4) 证券行业创新政策不及预期：创新业务驱动券商发展，监管趋严将影响券商业务结构优化和升级。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>