

强于大市

证券行业 2025 年年报综述

市场回暖，自营、经纪为业绩增长核心驱动

2025 年证券行业经营业绩显著回暖，43 家上市券商合计实现营业收入 5523 亿元，同比增长 8.16%；归母净利润 2128 亿元，同比增长 43.75%。业绩增长主要受益于市场交投与行情回暖，全年主营业务全线同比正增长，其中自营(+30.31%)与经纪(+43.27%)为核心驱动力，收入合计占比近七成，财富管理转型持续深化。当前券商板块市净率处于近十年 10%分位以下，与行业基本面存在错配，性价比凸显，看好基本面驱动下的估值修复。

要点

- **行业整体业绩：**2025 年证券行业实现营业收入 5412 亿元，同比增长 19.95%；净利润 2194 亿元，同比增长 31.20%，均创 2016 年以来新高。年化 ROE6.78%，净利润率 40.55%，成本管理持续优化。
- **上市券商表现：**2025 年，43 家上市券商合计营业收入 5523 亿元，归母净利润 2128 亿元，同比分别增长 8.16%和 43.75%。整体年化 ROE8.04%，净利润率 38.52%。归母净利润 CR5 达 47.23%，头部集中效应显著。
- **主营业务同比全面增长：**2025 年，经纪(+43.27%)、自营(+30.31%)、投行(+30.05%)、利息(+41.60%)均实现双位数增长，资管(+5.63%)稳健提升。自营、经纪业务收入占比分别为 40.88%和 27.74%，为核心驱动。
- **财富管理：**2025 年 A 股日均成交额 1.73 万亿元，同比提升 62.62%，带动经纪业务净收入同比+43.27%。代理买卖证券平均净佣金率降至万分之 2，财富管理转型深化，金融产品代销净收入 135 亿元，同比+51.95%，占经纪业务比重提升至 8.80%。
- **投行业务：**2025 年股权承销规模同比+361%，IPO 承销+97%，增发+527%，驱动收入增长。投行收入 CR5 达 55.84%，头部优势稳固。
- **资管业务：**资管规模支撑收入稳健增长，33 家披露管理规模的上市券商年末受托管理规模合计较年初+9.64%。收入呈现分化态势，43 家上市券商中 19 家 2025 年净收入同比增长。
- **自营业务：**2025 年自营净收入 2258 亿元，同比+30.31%。年末金融投资规模较年初+16.38%，权益、理财和基金、OCI 资产配置规模显著增加。
- **信用业务：**2025 年，日均两融规模同比+32.68%，上市券商两融利息收入同比+19.97%，全部上市券商实现正增长；股票质押利息收入同比-10%，34 家收入下滑。

投资建议

- **当前券商估值水平具备充足安全边际和高性价比。**截至 2026 年 5 月 18 日，券商板块指数市净率 1.14 倍，处于近十年 10%分位点以下，估值与行业基本面、景气度之间存在错配。在资本市场改革深化、居民财富管理需求持续释放、股权融资环境逐步改善的背景下，我们认为证券行业景气度有望延续，板块在当前价位具备较好的配置性价比。建议关注三条主线：1) 在资本实力和客群基础方面优势明显的低估值龙头券商；2) 低估值且大财富贡献较高的券商；3) 存在潜在并购主题催化的相关标的。建议关注：中信证券、国泰海通、华泰证券。

风险提示

- 监管政策、宏观经济发展及市场流动性表现不及预期；海外地缘政治扰动；证券市场及利率大幅波动导致业绩波动加剧；资本市场开放加速带来海外市场风险与外资机构竞争压力；同质化竞争或引发价格战；券商并购不确定性或影响板块价格稳定。

相关研究报告

- 《非银金融行业近期观点》20260417
- 《非银金融行业周报》20251222
- 《公募基金销售行为规范点评》20251217

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
非银金融

证券分析师：张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521100002

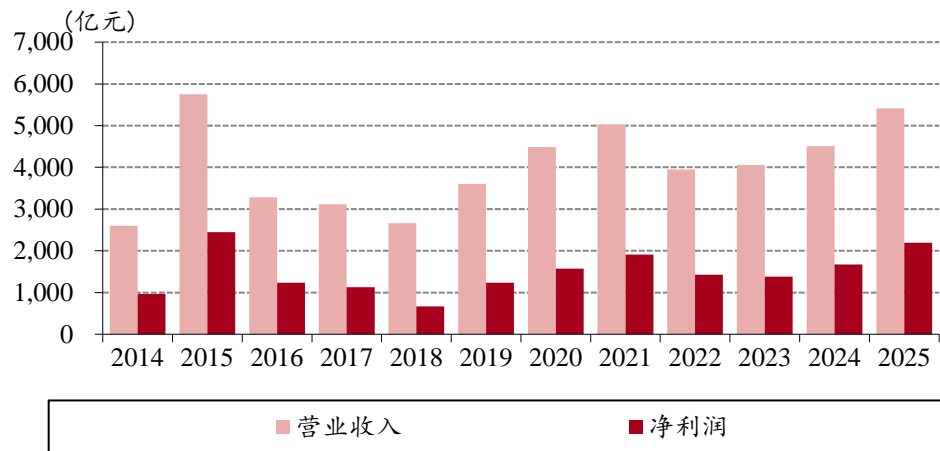
1 证券行业 2025 年整体经营业绩

2025 年证券行业经营业绩同比明显改善。据中证协发布的数据，150 家券商 2025 年度实现营业收入 5412 亿元，同比增长 19.95%；实现净利润 2194 亿元，同比增长 31.20%。营收、净利润突破 2016 年以来新高。行业年化 ROE 为 6.78%，同比提升 128bp，高于过去三年水平（2022-2024 年）；净利润率 40.55%，为 2016 年以来最高，同比提升 348bp，成本管理进一步加强。

经纪、投行、利息、自营业务收入同比分别增长 42.25%、12.74%、29.07%、6.46%，收入占比分别为 30%、7%、12%、34%。资管业务为唯一收入下滑的主营业务，净收入同比略减 0.25%，收入占比 4%。

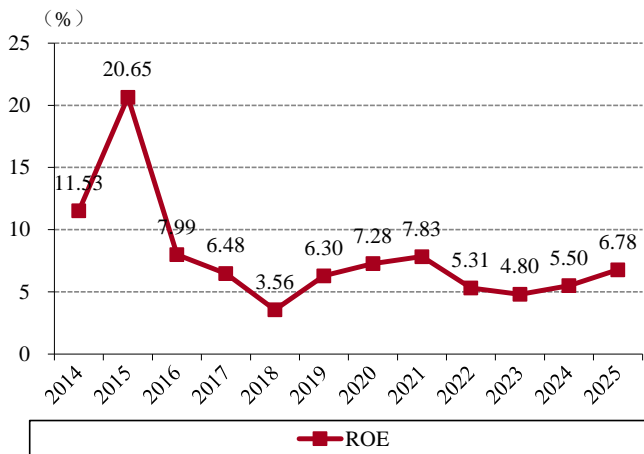
截至 2025 年末，行业总资产 14.83 万亿元，较上年末增长 14.69%，净资产 3.34 万亿元，净资本 2.44 万亿元，较上年末增幅分别为 6.71% 和 5.63%。行业财务杠杆倍数维持在近十年较高水平，截至 2025 年末为 3.47 倍，较 2024 年末的 3.31 倍也有小幅提升。

图表1. 证券行业营业收入、净利润



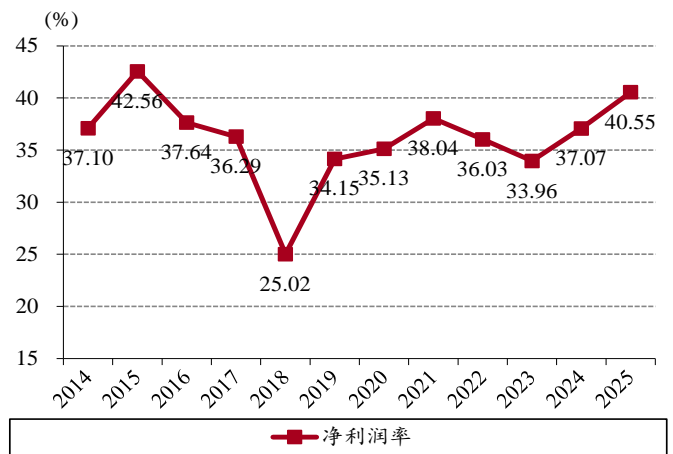
资料来源: iFinD, 中银证券

图表2. 证券行业 ROE



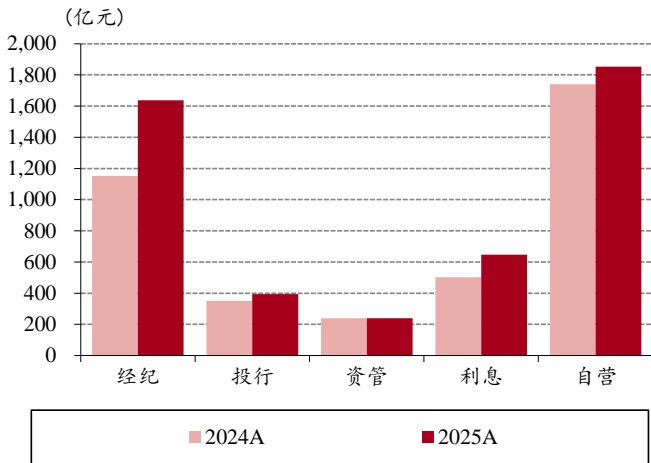
资料来源: iFinD, 中银证券

图表3. 证券行业净利润率



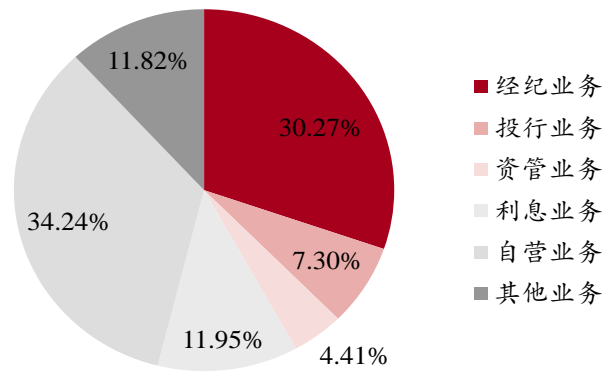
资料来源: iFinD, 中银证券

图表4. 主营业务净收入



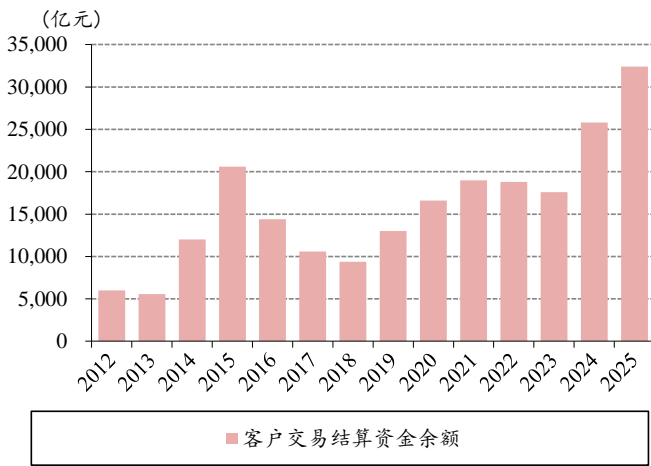
资料来源: iFinD, 中银证券; 此处经纪净收入=代买+席位

图表5. 2025 年报主营业务收入占比



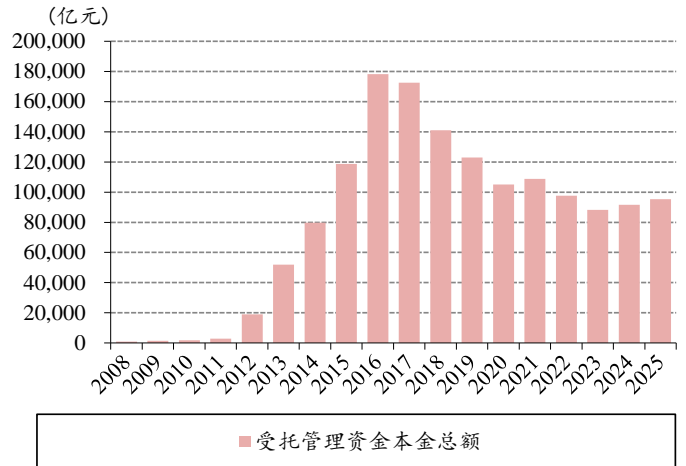
资料来源: iFinD, 中银证券; 此处经纪净收入=代买+席位

图表6. 证券行业客户交易结算资金余额



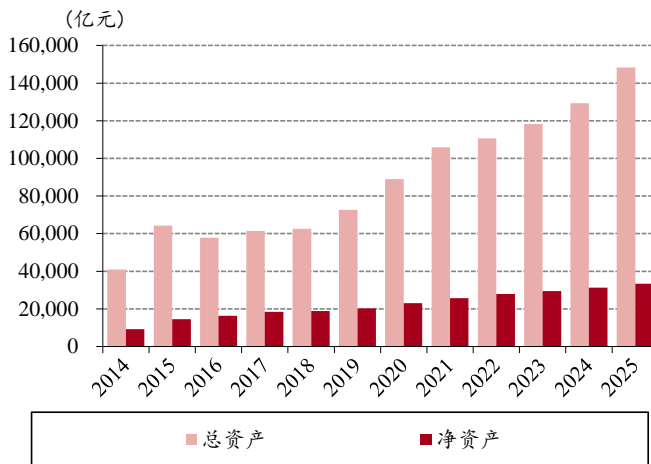
资料来源: iFinD, 中银证券

图表7. 证券行业受托管理资金本金总额



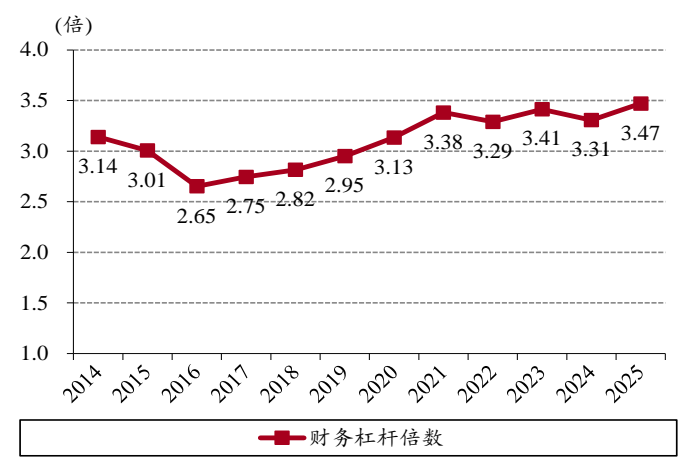
资料来源: iFinD, 中银证券

图表8. 证券行业资产规模



资料来源: iFinD, 中银证券

图表9. 证券行业财务杠杆倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

2 上市券商 2025 年年报业绩

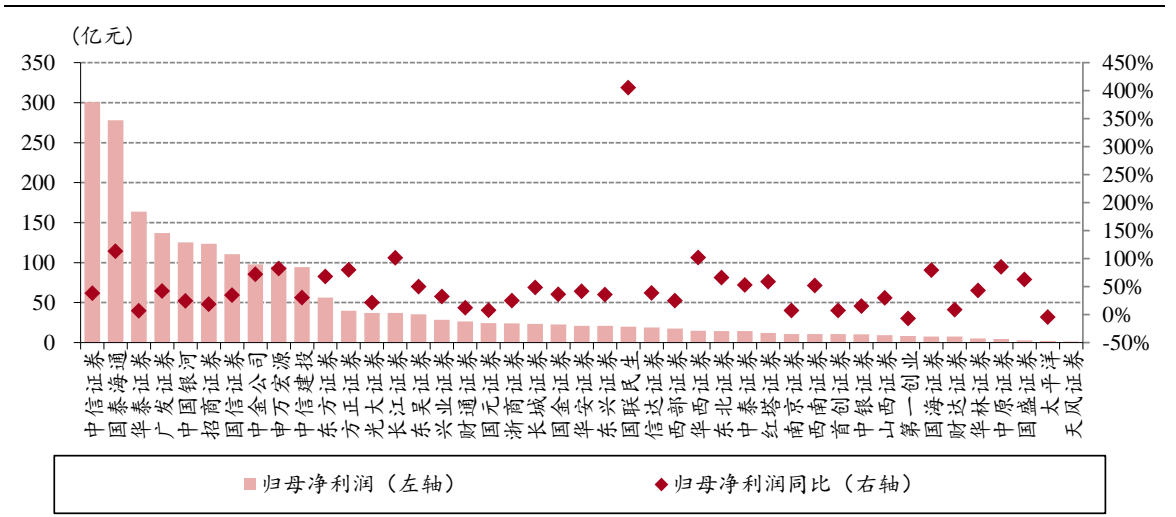
2025 年，43 家上市券商合并口径合计实现营业收入 5523 亿元，归母净利润 2128 亿元，同比分别增长 8.16% 和 43.75%。净利润率 38.52%，同比提升 9.54 个百分点。上市券商整体年化 ROE 为 8.04%，同比提升 185bp。上市券商总资产规模合计 15.39 万亿元，较期初显著增长 25.15%，净资产 2.91 万亿元，较期初增长 15.06%。上市券商整体财务杠杆倍数 4.19 倍，较期初略升 4.27%。

从业绩分布看，43 家上市券商归母净利润 CR5 达到 47.23%，CR10 达到 71.75%。头部券商利润规模优势显著，中信证券、国泰海通、华泰证券位列前三，归母净利润分别为 300.76 亿元、278.09 亿元和 163.83 亿元，在 43 家上市中占比分别为 14.14%、13.07%、7.70%。

从增速来看，43 家上市券商中，41 家同比实现增长。部分经历并购整合的主体和中小券商表现出更高的业绩弹性，国联民生（同比+405.49%）、国泰海通（同比+113.52%）、华西证券（同比+101.98%）位列前三。此外，天风证券实现扭亏为盈。

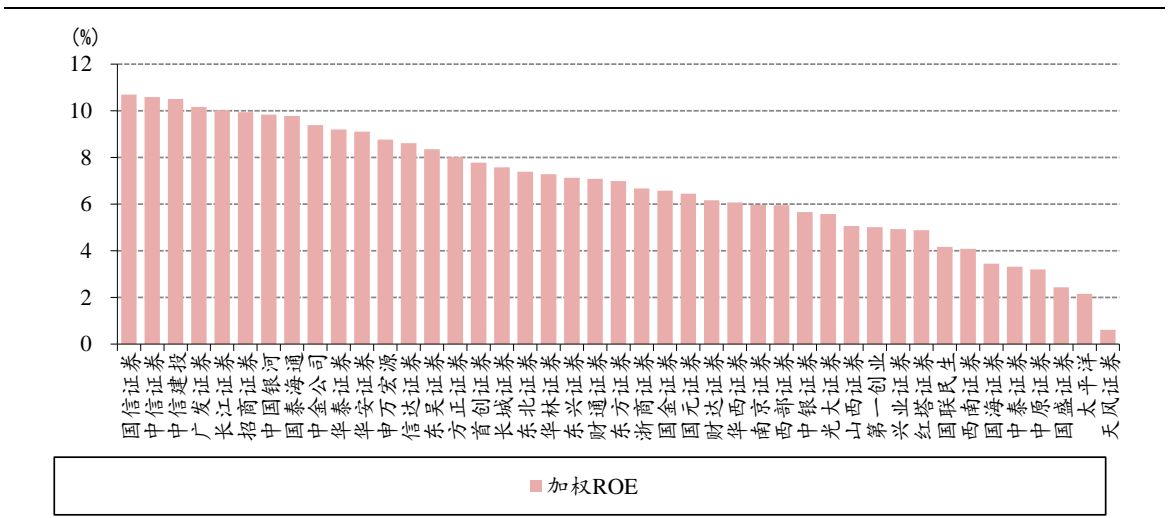
从盈利能力看，43 家上市券商均实现加权 ROE 同比提升。大券商展现出较高的盈利能力，国信证券（10.69%）、中信证券（10.59%）、中信建投（10.51%）位列前三。华安证券（提升 230bp 至 9.11%）、中信建投（提升 221bp 至 10.51%）、方正证券（提升 217bp 至 8.01%）同比提升幅度最大。

图表10. 上市券商归母净利润排名



资料来源：iFinD，中银证券；扭亏为盈的不显示同比增幅

图表11. 上市券商加权 ROE 排名

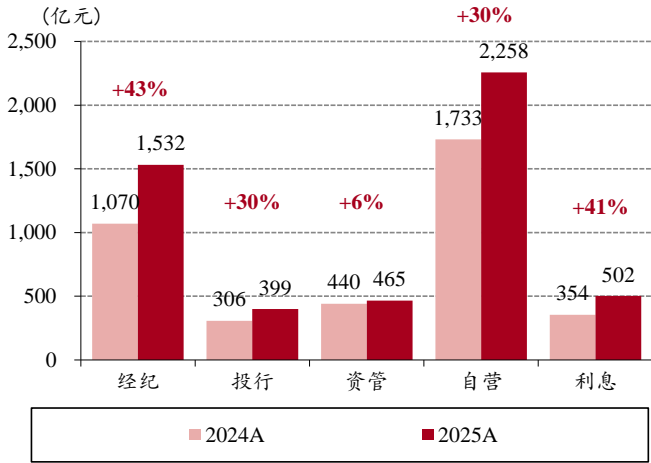


资料来源：iFinD，中银证券

3 上市券商主营业务分部收入

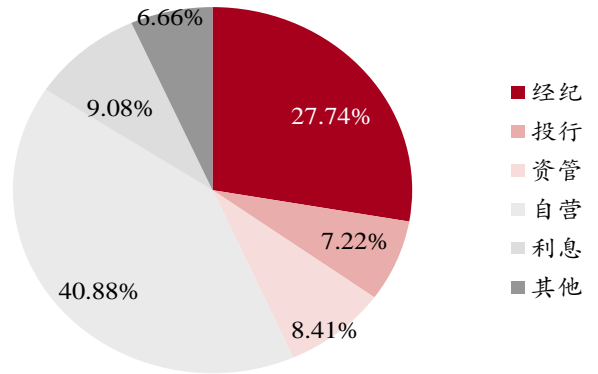
主营业务同比均实现正增长，自营、经纪业务贡献最高。2025年，经纪、投行、资管、自营、利息净收入同比增幅分别为43.27%、30.05%、5.63%、30.31%、41.60%。五项主营业务收入占比分别为27.74%、7.22%、8.41%、40.88%、9.08%，经纪、自营业务净收入占比均提升近7个百分点。业绩增长并非仅受益于低基数反弹，而是在市场成交放大、权益资产修复、两融业务扩张、股权融资回暖等多重因素共振下实现的全面基本面修复。

图表12. 主营业务均实现正增长



资料来源: iFinD, 中银证券

图表13. 2025年自营、经纪业务收入占比最高

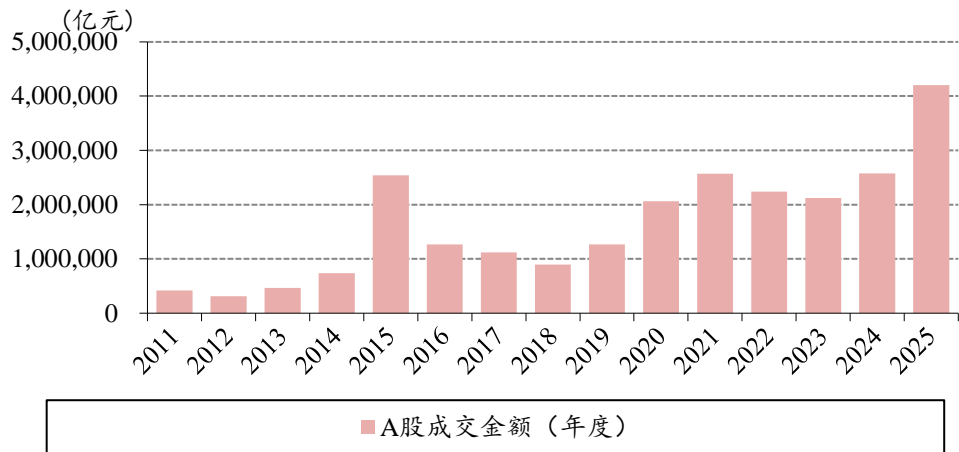


资料来源: iFinD, 中银证券

财富管理业务：市场交投活跃，上市券商经纪业务普遍增长

2025年A股交投显著回暖驱动经纪业务同比大幅增长。2025年，43家上市券商均实现经纪业务净收入同比正增长，合计净收入1532.30亿元，同比增幅43.27%。2025年全年A股日均成交额1.73万亿元，同比提升62.62%，带动经纪业务净收入增长。

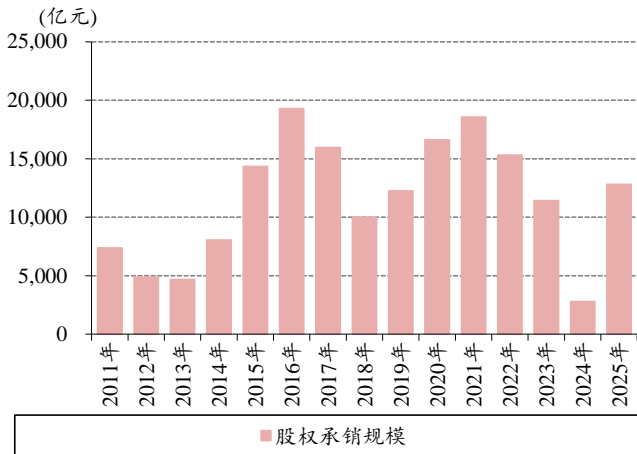
图表14. A股股票成交额



资料来源: iFinD, 中银证券

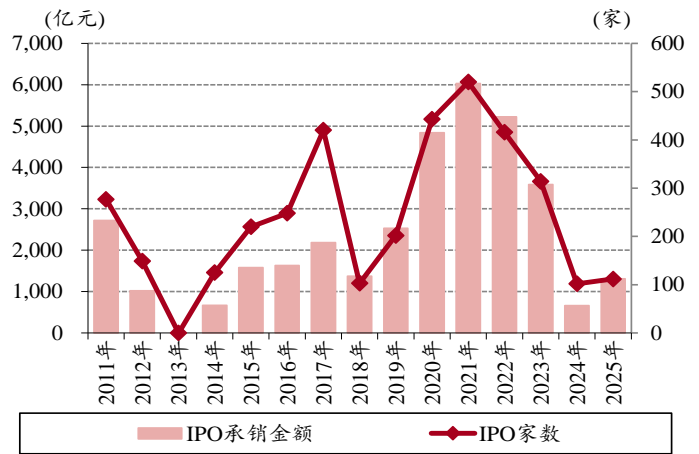
上市券商经纪业务收入排名前五名分别为：国泰海通（151.38亿元）、中信证券（147.53亿元）、广发证券（95.97亿元）、华泰证券（91.22亿元）、招商证券（88.93亿元），前五名集中度为37.53%。同比增幅前五名分别为国联民生（+192.83%）、国泰海通（+93.01%）、国信证券（+55.09%）、国金证券（+53.19%）、第一创业（+46.95%）。

图表17. 股权承销规模



资料来源: iFinD, 中银证券

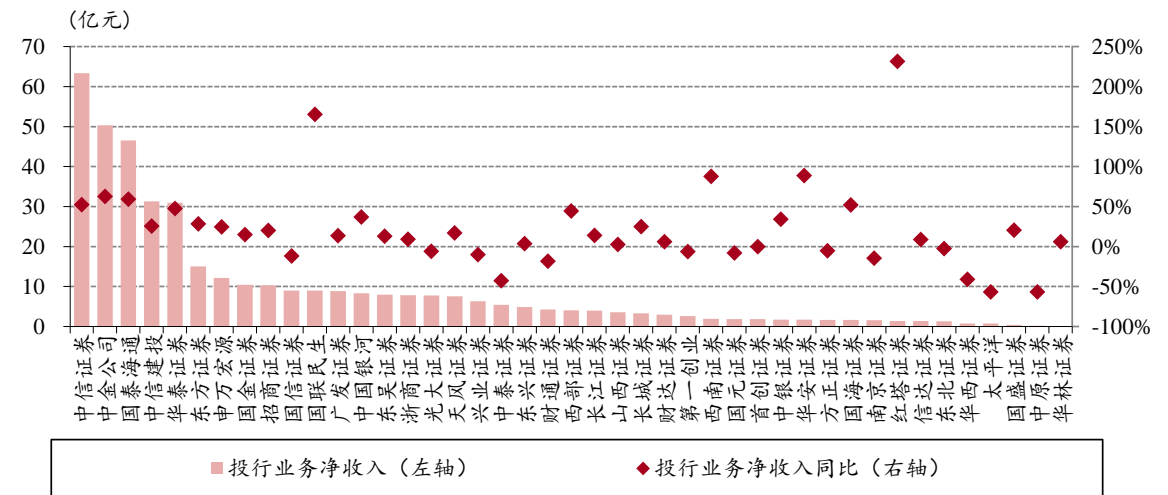
图表18. IPO承销规模及家数



资料来源: iFinD, 中银证券

上市券商投行业务收入排名前五名分别为: 中信证券 (63.36 亿元)、中金公司 (50.31 亿元)、国泰海通 (46.57 亿元)、中信建投 (31.29 亿元)、华泰证券 (30.99 亿元), 前五名集中度为 55.84%。上述五家头部券商中, 四家收入同比增幅在接近 50% 或 50% 以上水平, 增幅位居上市公司前列。43 家上市券商中, 同比增幅前五名分别为红塔证券 (+231.71%)、国联民生 (+165.24%)、华安证券 (+88.69%)、西南证券 (+87.67%)、中金公司 (+62.57%)。

图表19. 上市券商投行业务净收入排名



资料来源: iFinD, 中银证券

非合并口径下, 股权承销业务前五名集中度超六成。据同花顺 iFinD 统计, 非合并公司口径下, 股权承销金额前五名分别为: 中信证券 (1193 亿元)、中信建投 (877 亿元)、国泰海通 (798 亿元)、中金公司 (622 亿元)、华泰联合证券 (599 亿元), CR5 达到 64.82%, CR10 达到 81.75%。IPO 承销领域, 前五名券商承销金额均超百亿元, 分别为: 中信证券 (258 亿元)、中信建投 (220 亿元)、国泰海通 (168 亿元)、华泰联合证券 (134 亿元)、中金公司 (111 亿元), CR5 为 69.11%, CR10 为 83.38%。

债权承销市场头部券商优势同样突出。据同花顺 iFinD 统计, 合并公司口径下, 债权承销金额前五名券商为: 中信证券 (2.18 万亿元)、中信建投 (1.62 万亿元)、国泰海通 (1.51 万亿元)、华泰证券 (1.39 万亿元)、中金公司 (1.38 万亿元)。CR5 为 50.40%, CR10 为 69.68% (债权承销统计口径不包含可转债)。

图表20. 主承销商股权承销排名前 20 名

	公司名称	股权承销金额 (亿元)	市场份额 (%)	IPO承销金额 (亿元)	市场份额 (%)
1	中信证券股份有限公司	1,193	18.92	257.75	19.98
2	中信建投证券股份有限公司	877	13.91	220.41	17.09
3	国泰海通证券股份有限公司	798	12.65	168.37	13.05
4	中国国际金融股份有限公司	622	9.85	110.81	8.59
5	华泰联合证券有限责任公司	599	9.49	134.01	10.39
6	中银国际证券股份有限公司	288	4.56	7.62	0.59
7	广发证券股份有限公司	230	3.65	15.04	1.17
8	招商证券股份有限公司	226	3.58	76.22	5.91
9	申万宏源证券承销保荐有限责任公司	175	2.77	23.10	1.79
10	国信证券股份有限公司	149	2.36	14.04	1.09
11	中国银河证券股份有限公司	136	2.16	4.30	0.33
12	中邮证券有限责任公司	112	1.78	25.85	2.00
13	东方证券股份有限公司	98	1.55	4.66	0.36
14	国金证券股份有限公司	62	0.98	12.46	0.97
15	国投证券股份有限公司	56	0.88	19.14	1.48
16	浙商证券股份有限公司	47	0.75	14.37	1.11
17	兴业证券股份有限公司	43	0.69	3.37	0.26
18	东吴证券股份有限公司	41	0.65	7.74	0.60
19	西南证券股份有限公司	36	0.58	2.00	0.15
20	长城证券股份有限公司	33	0.53	3.89	0.30

资料来源: iFinD, 中银证券; 按股权承销合计排名; 股权承销口径按首发+增发+配股+可转债统计; 非合并公司口径

图表21. 主承销商债权承销排名前 20 名

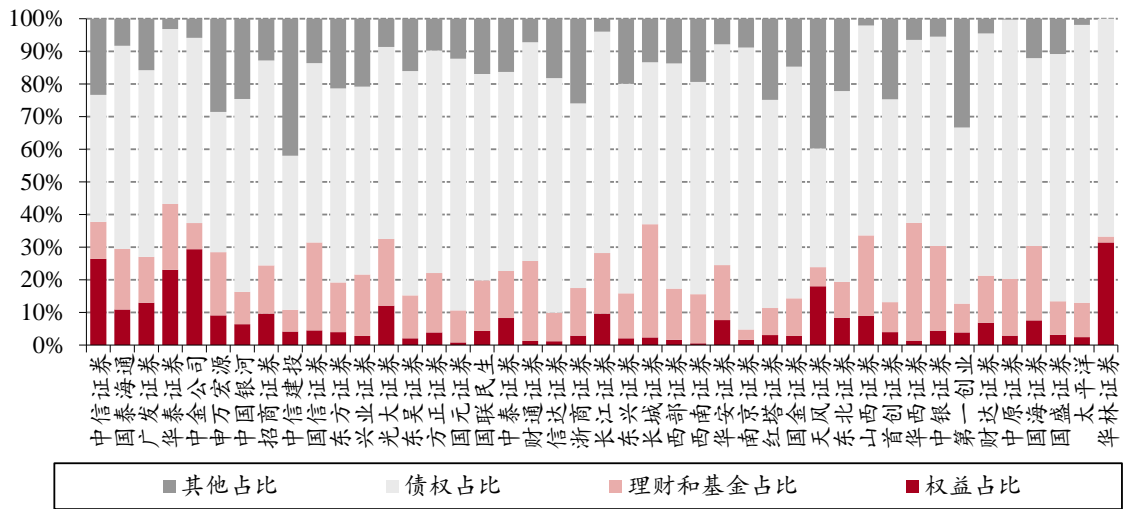
	公司名称	债权承销金额 (亿元)	市场份额 (%)
1	中信证券股份有限公司	21,815	13.60
2	中信建投证券股份有限公司	16,220	10.11
3	国泰海通证券股份有限公司	15,105	9.42
4	华泰证券股份有限公司	13,850	8.64
5	中国国际金融股份有限公司	13,822	8.62
6	中国银河证券股份有限公司	7,337	4.58
7	申万宏源证券有限公司	6,575	4.10
8	东方证券股份有限公司	6,063	3.78
9	国开证券股份有限公司	5,737	3.58
10	招商证券股份有限公司	5,205	3.25
11	光大证券股份有限公司	4,224	2.63
12	平安证券股份有限公司	3,983	2.48
13	广发证券股份有限公司	3,692	2.30
14	国信证券股份有限公司	2,879	1.80
15	中银国际证券股份有限公司	2,655	1.66
16	兴业证券股份有限公司	1,917	1.20
17	国联民生证券股份有限公司	1,902	1.19
18	中泰证券股份有限公司	1,814	1.13
19	东吴证券股份有限公司	1,808	1.13
20	国投证券股份有限公司	1,807	1.13

资料来源: iFinD, 中银证券; 债权承销口径不包含可转债; 排名按合并公司口径

资管业务: 券商资管规模增长支撑收入稳健增长

2025 年, 43 家上市券商资管业务净收入合计 464.70 亿元, 同比增长 5.63%。收入排名方面, 前五名分别为中信证券 (121.77 亿元)、广发证券 (77.03 亿元)、国泰海通 (63.93 亿元)、中泰证券 (23.62 亿元)、华泰证券 (17.98 亿元), 前五名集中度为 65.49%。收入同比变化呈现分化态势, 43 家上市券商中, 仅 19 家资管业务净收入同比增长, 数量不足一半。上市券商资管业务收入排名前五名分别为: 国泰海通 (+64.25%)、山西证券 (+55.04%)、国金证券 (+53.16%)、长城证券 (+40.15%)、中金公司 (+30.84%)。

图表26. 上市券商金融投资结构

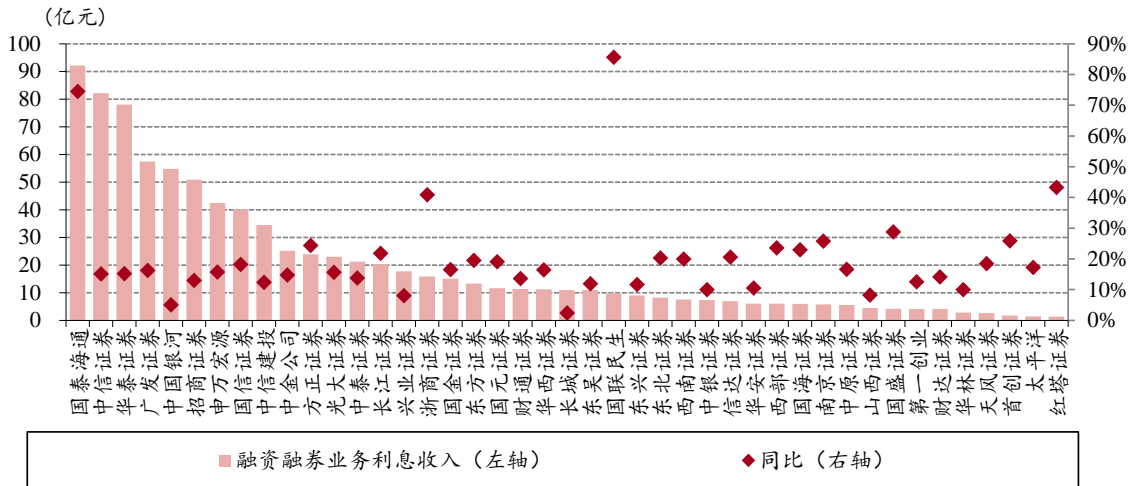


资料来源: iFinD, 中银证券; 按净金融投资规模排序

信用业务: 两融驱动利息收入增长, 股票质押业务收入收缩

两融规模驱动利息收入同比增长, 上市券商两融业务收入均实现同比增长。市场两融余额在 2025 年第三季度快速走高, 全年日均两融规模 2.08 万亿元, 同比增长 32.68%。43 家上市券商融资融券利息收入合计 869.25 亿元, 同比增长 19.97%, 43 家均实现同比增长。上市券商两融利息收入排名前五名分别为: 国泰海通 (92.09 亿元)、中信证券 (82.18 亿元)、华泰证券 (78.00 亿元)、广发证券 (57.46 亿元)、中国银河 (54.82 亿元), 前五名集中度为 41.94%。同比增幅前五名分别为国联民生 (+85.56%)、国泰海通 (+74.41%)、红塔证券 (+43.19%)、浙商证券 (+40.82%)、国盛证券 (+28.77%)。

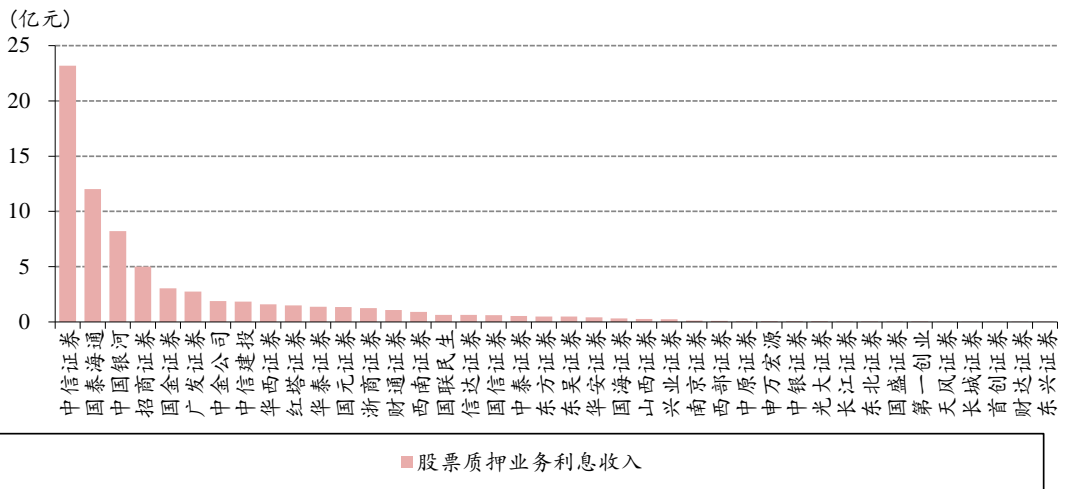
图表27. 上市券商融资融券业务收入排名



资料来源: iFinD, 中银证券

40 家披露股票质押利息收入的上市券商合计收入 72.86 亿元, 同比减少 10%, 其中 34 家同比下滑。上市券商股票质押业务收入排名前五名分别为: 中信证券 (23.18 亿元)、国泰海通 (12.03 亿元)、中国银河 (8.22 亿元)、招商证券 (5.01 亿元)、国金证券 (3.06 亿元), 前五名集中度为 70.67%。同比增幅前五名分别为长城证券 (+5858.33%)、信达证券 (+321.60%)、东兴证券 (+215.21%)、西南证券 (+21.11%)、中信证券 (+20.52%)。

图表28. 上市券商股票质押业务收入排名



资料来源: iFinD, 中银证券

4 投资建议

当前券商估值水平具备充足安全边际和高性价比。截至2026年5月18日,券商板块(申万二级指数)市净率1.14倍,处于近十年10%分位点以下,估值与行业基本面、景气度之间存在错配。在资本市场改革深化、居民财富管理需求持续释放、股权融资市场逐步回暖的背景下,我们认为证券行业景气度有望延续,板块在当前价位具备较好的配置性价比。建议关注三条主线:1)在资本实力和客群基础方面优势明显的低估值龙头券商;2)低估值且大财富贡献较高的券商;3)存在潜在并购主题催化的相关标的。建议关注:中信证券、国泰君安、华泰证券。

5 风险提示

- 1) 政策催化、宏观经济和市场流动性表现不及预期,或导致增量资金和存量资金交易疲弱,不利于财富管理相关业务增长;
- 2) 海外地缘政治不确定性或扰动国内证券市场,对券商自营业务收益造成冲击,券商自营业务收益占总营收比重较高,业务收益若大幅缩水将拖累整体业绩表现;
- 3) 利率市场大幅波动,或影响行业资金成本和融资规模;
- 4) 随着资本市场双向开放加速,证券公司海外布局有望迎来加速,承担相应的海外市场周期和国际环境变化带来的风险,并且外资机构布局国内资本市场或将抢占部分创新业务市场份额;
- 5) 目前同质化竞争较为激烈,或引发价格战蚕食券商盈利;
- 6) 券商行业并购进展超预期或不及预期都可能造成板块价格波动。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371