

资本实力增添新业务砝码

谨慎推荐

国元证券（000728）09 年报点评

投资要点：

2010 年 3 月 12 日

- 业绩基本符合预期。2009年，公司实现营业收入21.85亿元，同比增长76.72%；实现净利润10.42亿元，归属母公司所有者净利润10.37亿元，同比增长99.13%；期末净资产和净资本分别为151.83亿元和127.88亿元。主要驱动因素为经纪业务和自营收入，以及费用控制较好。
- 市场份额明显上升，净佣金率止跌企稳。受益于市场回暖和成交量迅猛上升，09年经纪业务净收入17.04亿元，同比增长66.47%。09年股权交易市场市场份额比08年上升23个基点达到1.10%。净佣金率已有止跌企稳迹象，接近行业平均水平。
- 投行业务突破重围 资管业务稳步前行。投行业务方面继续延续了安徽区域内的垄断优势，今年1月份国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范规划》，为公司未来投行业务增长锦上添花。资管业务稳步增长，年内有望推出新产品。
- 自营业务波澜不惊。自营业务收入2.81亿元，同比大幅增长2.8倍。自营风格较为稳健，权益类资产占净资本比重仅为7.85%。10年计划利用提升自营规模至40亿元，提高冗余资本使用效率。
- 净资本实力为创新业务增添砝码。测算结果表明公司对新业务的收入弹性较高，雄厚的净资本实力有利于增强新业务申请成功率。收购期货公司和开展直投业务提供想象空间。
- 预测与估值。预计10年日均股票成交额2100亿元，公司每股收益0.56元，每股净资产8.79元，对应目前股价PE、PB分别为32.82倍、2.09倍；预计11年日均股票成交额2200亿元，公司每股收益0.68元，每股净资产9.47元，对应目前股价PE、PB分别为26.93倍、1.94倍；估值相对合理，给予“谨慎推荐”评级。

陈桂柳

电话：0769-22119453
邮箱：cgl@dgzq.com.cn

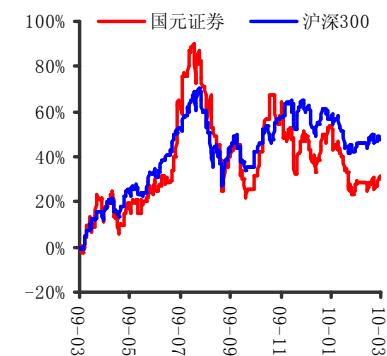
宁宇

电话：0769-22119453
邮箱：ny@dgzq.com.cn

主要数据 2010 年 3 月 12 日

收盘价(元)	18.14
总股本(亿股)	19.64
流通 A 股股本(亿股)	7.85
12 月最高价(元)	27.68
12 月最低价(元)	13.05

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,184.35	2,185.43	2,262.51	2,709.00
同比%	-0.71	0.85	0.04	0.20
归属母公司净利润(百万元)	520.86	1,037.20	1,094.91	1,334.26
同比%	-0.77	0.99	0.06	0.22
ROE%	0.36	0.53	0.55	0.60
每股收益(元)	0.36	0.53	0.56	0.68
每股净资产(元)	3.26	7.73	8.79	9.47
市盈率(倍)	52.62	35.31	33.48	27.48
市净率(倍)	5.75	2.42	2.13	1.98

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

1. 业绩基本符合预期

2009 年，公司实现营业收入 21.85 亿元，同比增长 76.72%；实现净利润 10.42 亿元，归属母公司所有者净利润 10.37 亿元，同比增长 99.13%；期末净资产和净资本分别为 151.83 亿元和 127.88 亿元；全面摊薄每股收益和每股净资产分别为 0.53 元和 7.73 元。同时国际业务也获得大丰收，香港公司实现净利润 0.59 亿元，同比增长 7605.34%。

09 年业绩的主要驱动因素为 2009 年以来股市大幅上扬带动经纪业务和自营收入水涨船高，以及投行业务同比大幅增长 2 倍多，同时费用控制较好，成本收入比为 33.95%，比上年下降约 11 个百分点。

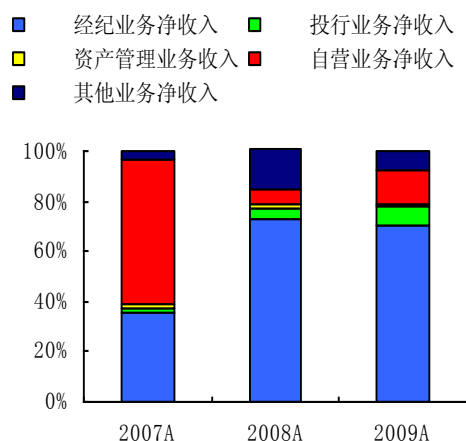
公司 09 年分红预案为每 10 股派发现金 5 元（含税），共派发现金 9.82 亿元，股息支付率为 94.7%。

表 1：国元证券 2009 年主要盈利指标

单位（百万元）	2008A	2009A	同比增速	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	环比增速
营业收入	1,236.70	2,185.43	76.72%	302.77	568.97	677.75	635.94	-6.17%
经纪业务净收入	1,024.00	1,704.70	66.47%	293.29	413.59	501.05	496.77	-0.86%
投行业务净收入	50.26	158.00	214.40%	20.97	0.00	51.34	42.18	-17.86%
资管业务收入	26.26	33.28	26.72%	-0.44	5.31	7.38	21.04	185.16%
自营业务净收入	73.87	281.21	280.69%	-23.17	129.69	49.83	124.87	150.60%
其他收入	73.88	8.15	-88.97%	3.78	8.39	31.62	-35.64	-212.71%
管理费用	556.48	741.96	33.33%	116.43	180.15	207.99	237.39	14.14%
归属于母公司所有者净利润	520.86	1,037.20	99.13%	130.28	331.20	320.78	254.93	-20.53%

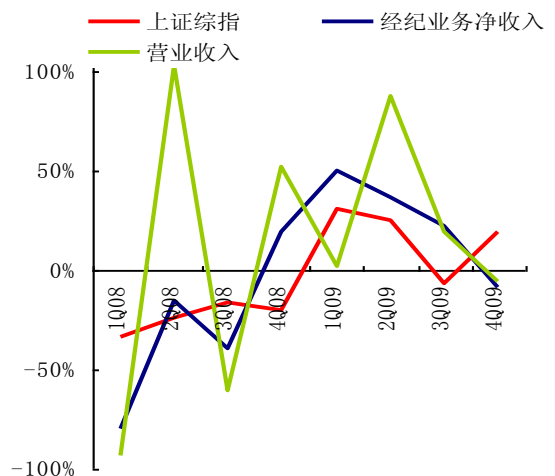
资料来源：公司财报, 东莞证券研究所

图 1：公司营业收入结构图



资料来源：公司财报, 东莞证券研究所

图 2：收入变动与市场指数高度相关



资料来源：公司财报, 东莞证券研究所

2. 经纪业务：市场份额明显上升，净佣金率止跌企稳

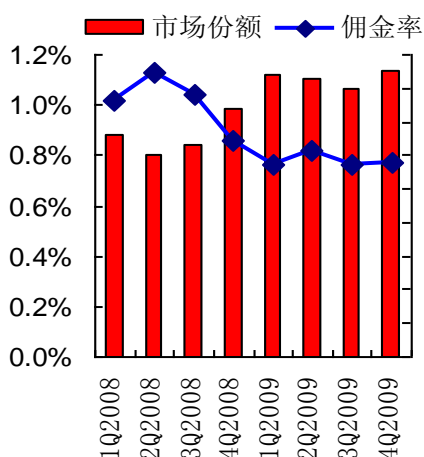
受益于市场回暖和成交量迅猛上升，09 年公司证券交易总量同比增长 127.87%，行业排名上升 6 位至 23 名。经纪业务净收入 17.04 亿元，同比增长 66.47%，其中代理证券买卖净收入 15.39 亿元，利息净收入 1.66 亿元。环比来看第四季度为 4.97 亿元，环比轻微下降。全年来看，经纪业务收入成为公司业绩增长的主要动力。

☆市场份额明显上升。09 年公司股基权交易市场份额比 08 年上升 23 个基点达到 1.10%，其中第四季度环比上升 7 个基点。09 年公司通过大力推进市场营销工作和精品营业部建设，完善产品销售体系，从而使经纪业务取得了优良的经营业绩。

☆净佣金率止跌企稳。公司净佣金率约为 0.117%，比 08 年下降 3 个基点。从季度数据来看，4 季度净佣金率从 3 季度的 0.115% 轻微上升至 0.116%，同比降幅由前三季度的平均 26% 收缩到 10% 左右，已有止跌企稳迹象，而且与行业平均水平的差距在不断缩小，08 年公司净佣金率低于行业平均约 0.033%，09 年该差距已缩短到 0.002%。

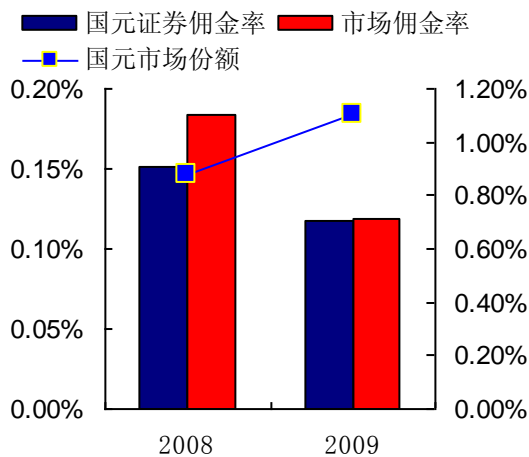
☆区域垄断优势明显。截至 09 年底，公司共有 68 家营业部，包含 20 家从服务部升格而来的营业部，并于 10 年获得证监会批准新设 4 家营业部，预计融资完成后公司会继续加大营业部扩张力度。从地区分布来看，主要集中于安徽省（44 家）；从行业集中度指标赫芬达尔指数来看，安徽的证券行业竞争程度较低，仅次于山东省，而广东、浙江、北京和上海的竞争程度最高。从部均交易额来看，公司处于上市券商的中下游行列。因此我们推断，公司通过在安徽省内维持较低的佣金水平以避免外地券商的涌入，从而巩固区域垄断地位，有利于未来以此为立足点向全国范围扩张，颇有攘外必先安内的味道。

图 3：经纪业务季度环比



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

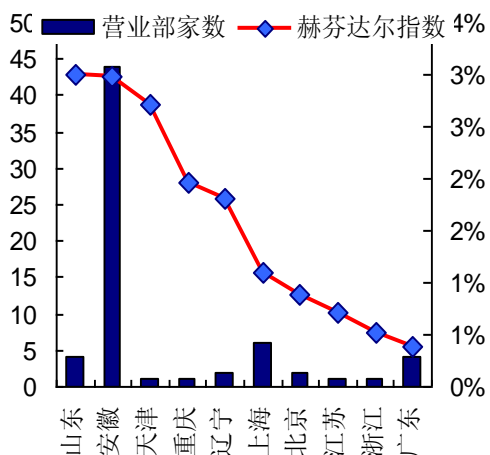
图 4：国元证券经纪业务与市场比较



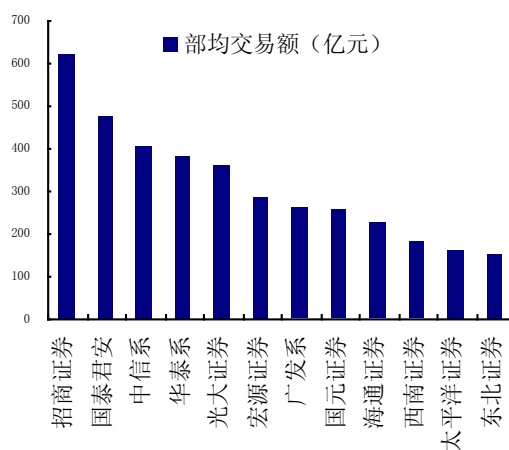
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 5：营业部地域分布特点

图 6：部均交易额比较



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

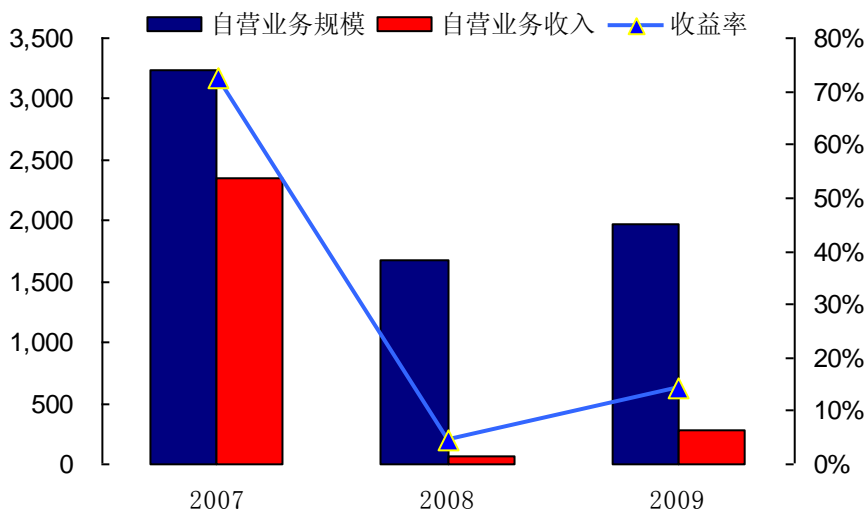


资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

3. 自营业务波澜不惊

2009 年，公司自营业务收入 2.81 亿元，同比大幅增长 2.8 倍；其中第四季度收入 1.25 亿元，占据全年自营收入半壁江山。截至 09 年底自营规模为 19.87 亿元，同比增长 18.38%，投资收益率则从 08 年的 4.22% 增长到 09 年的 14.22%，远低于同期上证综指涨幅。主要是因为公司自营风格较为稳健，权益类资产占净资本比重仅为 7.85%。10 年公司计划利用自有资金进行自营证券投资总规模确定为不超过 40 亿元，以提高资本使用效率。

图 7：公司自营业务规模、收入和收益率变化趋势

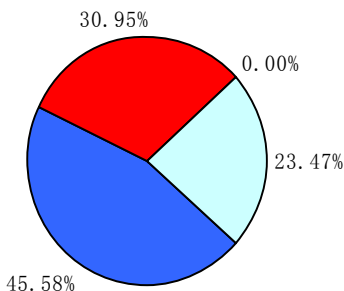


资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 8：交易性金融资产构成

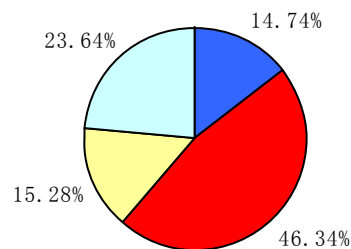
图 9：可供出售金融资产构成

■ 股票 ■ 基金 □ 债券 □ 其他



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

■ 股票 ■ 基金 □ 债券 □ 集合理财计划



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

4. 投行业务突破重围

09 年公司在 IPO 上取得较大突破，创业板先拔头筹首批发行两家，进一步巩固公司在中小板的承揽优势地位，并首次实现上海主板 IPO 承销项目，投行业务的进步速度可谓惊喜。全年公司股票及债券主承销项目 9 家，其中权益类主承销金额为 13.51 亿元，同比增长 165.5%，市场份额为 0.39%。公司共实现承销业务净收入 1.14 亿元，保荐业务收入 0.15 亿元，财务顾问收入 0.28 亿元，投行业务共实现营业收入 1.58 亿元，比去年同期增长 214.40%。公司在投行业务方面继续延续了安徽区域内的垄断优势，今年 1 月份国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范规划》，为公司未来投行业务增长锦上添花。

表 2：公司权益类和债券类主承销数据

承销数 (家)	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2007	9	2	4	0	1	2
2008	3	2	0	0	0	1
2009	9	4	0	0	0	5
募资金额 (百万)	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2007	5,622.50	476.14	4,346.36	0.00	400.00	400.00
2008	723.67	509.39	0.00	0.00	0.00	214.29
2009	4,601.28	1,351.28	0.00	0.00	0.00	3,250.00
承销及保荐费用 (百万)	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2007	51.12	13.50	27.32	0.00	10.30	0.00
2008	30.77	30.77	0.00	0.00	0.00	0.00
2009	88.31	88.31	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

表 3：上市券商权益类和核心债券承销市场份额及排名（主承销类）

机构名称	权益类承销市场份额	排名	核心类债券承销市场份额	排名
中信系	23.45%	2	7.70%	4
中信证券	18.97%	-	6.37%	-
中信建投	4.48%	-	1.32%	-
长江证券	3.67%	6	0.36%	38
华泰系	3.52%	8	0.61%	28
华泰证券	2.27%	-	0.54%	-
华泰联合	1.25%	-	0.07%	-
海通证券	2.19%	10	0.85%	24
广发证券	2.03%	11	0.16%	56
招商证券	2.00%	12	1.42%	17
西南证券	1.88%	14	0.56%	29
光大证券	1.16%	19	0.51%	31
国金证券	0.79%	20	0.36%	39
国元证券	0.39%	35	0.16%	54
宏源证券	0.24%	42	0.55%	30

资料来源：Wind 资讯, 东莞证券研究所

5. 资产管理业务稳步前行

09 年公司集合资产管理规模 10.43 亿元，市场份额大约 1%；旗下长盛基金资产管理规模 480.97 亿元，市场份额为 1.79 亿元。全年管理业务净收入 0.33 亿元，同比增长 26.72%；与自营业务收入相类似，管理业务收入主要来源于第四季度（0.21 亿元），其占比高达约 64%。其中，香港子公司实现资产管理业务利润 0.14 亿元，长盛基金净利润 2.30 亿元，贡献 0.94 亿元投资收益。

目前公司集合理财新产品“黄山 3 号”已完成前期工作，与前期获得批准的定向理财业务一样有望于年内推出。

表 4：上市券商资产管理业务数据

机构名称	旗下基金公司	参股比例	基金公司资产管理规模（亿元）	市场份额	集合资产管理规模（百万）	市场份额
中信证券	华夏基金	100.00%	2,623.13	9.76%	15,432.10	14.73%
	中信基金	100.00%				
海通证券	海富通基金	51.00%	458.19	1.71%	1,202.28	1.15%
	富国基金	27.78%	632.39	2.35%		
广发证券	广发基金	48.33%	1,104.71	4.11%	3,954.33	3.77%
	易方达基金	25.00%	1,586.62	5.91%		
华泰证券	南方基金	45.00%	1,211.21	4.51%	14,237.35	13.59%
	友邦华泰基金	49.00%	220.68	0.82%		
招商证券	博时基金	49.00%	1,494.23	5.56%	7,130.60	6.81%
	招商基金	33.30%	355.47	1.32%		
光大证券	光大保德信基金	67.00%	398.26	1.48%	10,594.10	10.11%

	大成基金	25.00%	1,074.69	4.00%		
长江证券	长信基金	49.00%	274.72	1.02%	3,461.89	3.30%
	诺德基金	30.00%	44.73	0.17%		
东北证券	东方基金	46.00%	103.82	0.39%	649.62	0.62%
	银华基金	21.00%	747.10	2.78%		
西南证券	银华基金	29.00%	747.10	2.78%		
国元证券	长盛基金	41.00%	480.97	1.79%	1,043.33	1.00%
宏源证券					2,601.75	2.48%

资料来源：Wind 资讯, 东莞证券研究所

6. 创新业务：净资本实力增添砝码

公司通过增发募集资金 96 亿元，资本实力大幅增长，年末公司净资产 151 亿元，净资本 128 亿元，净资本实力跃居行业前列，有助于公司在融资融券试点资格放开后占据竞争优势。公司从我们的测算来看，公司对新业务的收入弹性较高，未来开展创新业务将显著增厚公司盈利。

目前公司正在积极进行融资融券业务和股指期货 IB 资格的准备工作，公司董事会已授权公司择机收购一家具备金融期货经纪等资格的期货公司，在再融资完成后收购的进度可望加快。同时，中国证监会于 09 年 8 月批准成立国元股权投资有限公司，并将于年内增资到 10 亿元。我们认为直投业务的顺利开展不但可望为公司带来可观收益，也将改善目前极度依赖传统业务的盈利结构，使得公司收入来源多元化从而降低财务风险暴露。

表 5：公司融资融券业务收入敏感性分析

融资融券规模/净资本	10%	20%	30%	40%	50%
融资占比	90%	90%	90%	90%	90%
利差	8%	8%	8%	8%	8%
利息收入（百万）	92.07	184.15	276.22	368.30	460.37
换手率	400%	400%	400%	400%	400%
佣金率	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
手续费收入（百万）	30.69	61.38	92.07	122.77	153.46
融资融券收入合计（百万）	122.77	245.53	368.30	491.06	613.83
占营业收入比重	5.43%	10.85%	16.28%	21.70%	27.13%

资料来源：东莞证券研究所

表 6：公司股指期货业务收入敏感性分析

股票日均交易额（亿）	2000	2000	2000	2000	2000	2000
股指期货/现货交易额	10%	25%	50%	75%	100%	150%
市场份额	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
佣金率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
佣金收入（百万）	11.00	27.50	55.00	82.50	110.00	165.00
占营业收入比重	0.49%	1.22%	2.43%	3.65%	4.86%	7.29%

资料来源：东莞证券研究所

表 7：公司直投业务收入敏感性分析

投资规模/净资本	5%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%
投资规模（百万）	639.41	1278.81	1918.22	2557.63	3197.04
投资收益率	30%	30%	30%	30%	30%
投资收入（百万）	191.82	383.64	575.47	767.29	959.11
占营业收入比重	8.48%	16.96%	25.43%	33.91%	42.39%

资料来源：东莞证券研究所

7. 预测与估值

基于创新业务对股市交易量的刺激，我们预计 10 年日均股票成交额 2100 亿元，公司每股收益 0.56 元，每股净资产 8.79 元，对应目前股价 PE、PB 分别为 32.82 倍、2.09 倍；预计 11 年日均股票成交额 2200 亿元，公司每股收益 0.68 元，每股净资产 9.47 元，对应目前股价 PE、PB 分别为 26.93 倍、1.94 倍；估值相对合理，给予“谨慎推荐”评级。

表 8：10 年公司每股收益敏感性分析（假定市场份额不变）

EPS(元)	日均股票成交额（亿）					
	1500	1800	2100	2300	2500	
净佣金率	0.080%	0.29	0.35	0.41	0.44	0.48
	0.100%	0.36	0.43	0.51	0.56	0.60
	0.110%	0.40	0.48	0.56	0.61	0.66
	0.120%	0.43	0.52	0.61	0.67	0.72
	0.130%	0.47	0.57	0.66	0.72	0.78

资料来源：东莞证券研究所

表 9：10 年公司每股收益敏感性分析（假定净佣金率不变）

EPS(元)	日均股票成交额（亿）					
	1500	1800	2100	2300	2500	
市场份额	0.90%	0.33	0.39	0.46	0.50	0.54
	1.00%	0.36	0.43	0.51	0.56	0.60
	1.100%	0.40	0.48	0.56	0.61	0.66
	1.15%	0.42	0.50	0.58	0.64	0.69
	1.20%	0.43	0.52	0.61	0.67	0.72

资料来源：东莞证券研究所

表 10：11 年公司每股收益敏感性分析（假定市场份额不变）

EPS(元)	日均股票成交额（亿）					
	1500	1800	2200	2300	2500	
净佣金率	0.080%	0.37	0.45	0.55	0.57	0.62
	0.100%	0.47	0.56	0.68	0.71	0.78
	0.110%	0.51	0.62	0.75	0.79	0.85
	0.120%	0.56	0.67	0.82	0.86	0.93
	0.130%	0.61	0.73	0.89	0.93	1.01

资料来源：东莞证券研究所

表 11：11 年公司每股收益敏感性分析（假定净佣金率不变）

EPS(元)	日均股票成交额（亿）				
	1500	1800	2200	2300	2500
0.90%	0.38	0.46	0.56	0.58	0.64
1.00%	0.42	0.51	0.62	0.65	0.71
1.10%	0.47	0.56	0.68	0.71	0.78
1.15%	0.49	0.58	0.71	0.75	0.81
1.20%	0.51	0.61	0.75	0.78	0.85

资料来源：东莞证券研究所

表 12：财务报表预测与比例分析

单位：亿元	2008A	2009A	2010E	2011E		2008A	2009A	2010E	2011E
利润表					年增长率				
营业收入	11.84	21.85	22.63	27.09	营业收入	-71.1%	84.5%	3.5%	19.7%
手续费佣金净收入	9.74	17.30	15.76	18.17	手续费佣金净收入	-39.6%	77.5%	-8.9%	15.3%
代理买卖证券	8.94	15.39	14.15	16.42	代理买卖证券	-39.4%	72.1%	-8.0%	16.1%
证券承销保荐	0.74	3.43	3.67	3.92	证券承销保荐	-44.0%	365.3%	6.9%	6.9%
受托客户资产管理	0.27	0.33	0.38	0.44	受托客户资产管理	-66.7%	22.8%	15.0%	15.0%
利息净收入	1.25	1.66	2.04	3.34	利息净收入	52.8%	32.7%	22.8%	63.7%
投资收益	0.74	2.81	2.94	3.38	投资收益	-96.9%	280.7%	4.6%	15.0%
其他业务收入	0.11	0.08	0.08	0.09	其他业务收入	-81.5%	-25.9%	1.4%	5.0%
营业支出	5.91	8.64	9.10	10.83	营业支出	-37.5%	46.3%	5.3%	19.1%
营业税金及附加	0.75	1.02	1.08	1.25	营业税金及附加	-51.8%	36.4%	5.5%	15.7%
管理费用	5.12	7.42	7.92	9.48	管理费用	-32.4%	44.8%	6.7%	19.7%
营业利润	5.94	13.21	13.53	16.26	营业利润	-81.2%	122.5%	2.4%	20.2%
利润总额	5.88	13.23	13.55	16.28	利润总额	-82.0%	125.1%	2.4%	20.1%
所得税	0.66	2.81	2.55	2.88	所得税	-93.3%	323.4%	-9.0%	12.7%
净利润	5.21	10.42	10.99	13.40	净利润	-77.2%	99.9%	5.5%	21.9%
少数股东损益	0.01	0.05	0.04	0.05	少数股东损益	-87.1%	872.1%	-14.8%	21.9%
归属于母公司所有者净利润	5.21	10.37	10.95	13.34	归属于母公司所有者净利润	-77.2%	99.1%	5.6%	21.9%
资产负债表					驱动因素				
资产	119.14	293.86	328.88	362.62	日均股票交易额	1081	2185	2100	2200
货币资金	87.25	246.13	270.65	297.77	净佣金率	0.15%	0.12%	0.11%	0.10%
结算备付金	4.07	11.36	12.55	13.77	股基权市场份额	0.88%	1.10%	1.10%	1.10%
存出保证金	0.99	2.72	3.03	3.31	净利差	1.11%	0.83%	1.00%	1.00%
交易性金融资产	15.34	13.16	23.29	24.65	权益类市场份额	0.20%	0.39%	5.00%	5.00%
可供出售金融资产	1.36	6.62	6.12	9.18	债券类市场份额	0.02%	0.16%	0.20%	0.20%
长期股权投资	4.21	4.92	4.97	5.42	受托资产管理规模	14.81	10.43	13.00	15.00
其他资产	1.35	3.92	3.14	3.29	营业税税率	8.21%	5.38%	5.60%	5.60%
负债	71.45	142.02	156.23	176.53	投资收益率	4.42%	14.22%	10.00%	10.00%

代理买卖证券款	64.52	136.84	139.58	146.56	营业费用/营业收入	43.26%	33.95%	35.00%	35.00%
其他负债	6.93	5.18	16.65	29.98	所得税率	14.96%	23.28%	25.00%	25.00%
所有者权益	47.69	151.83	172.65	186.09	财务与估值指标				
股本	14.64	19.64	19.64	19.64	EPS	0.36	0.53	0.56	0.68
少数股东权益	0.46	0.51	5.63	5.91	BVPS	3.26	7.73	8.79	9.47
归属于母公司所有者权益	47.22	151.32	147.38	160.53	PE	51.58	34.61	32.82	26.93
负债及股东权益	119.14	293.86	328.88	362.62	PB	5.64	2.38	2.09	1.94
净资本	3334.78	12788			ROE	10.93%	6.87%	6.37%	7.20%

资料来源：公司财报, Wind 资讯, 东莞证券研究所

表 13: 上市券商估值对比表

代码	简称	流通市 值(亿 元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
600030	中信证券	1820.68	1.10	1.35	1.43	25.19	20.53	19.38	3.17
600999	招商证券	102.65	1.57	1.05	1.13	18.24	27.27	25.34	11.04
600369	西南证券	61.58	0.07	0.51	0.63	231.86	31.82	25.76	6.61
601099	太平洋	42.21	-0.43	0.28	0.34	-	58.14	47.88	14.57
601688	华泰证券	123.57	0.28	0.82	0.76	80.36	27.44	29.61	9.05
000562	宏源证券	314.59	0.30	0.77	0.80	71.77	27.96	26.91	5.16
600837	海通证券	683.21	0.40	0.55	0.56	42.68	31.04	30.48	3.35
000728	国元证券	144.22	0.36	0.53	0.56	51.03	34.66	32.80	2.38
600109	国金证券	54.17	0.76	0.52	0.62	26.81	38.92	32.65	8.32
000776	广发证券	49.44	1.23	1.87	1.96	43.66	28.72	27.40	519.73
601788	光大证券	141.70	0.47	0.83	0.94	57.98	32.83	28.99	4.34
000686	东北证券	65.90	0.69	1.41	1.58	49.16	24.06	21.47	7.89
000783	长江证券	192.67	0.42	0.80	0.91	41.45	21.76	19.13	6.97

资料来源：Wind 资讯, 东莞证券研究所

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人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。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn