

推荐 (维持)

忽如东风一夜，融融院落梨花

2011年7月25日

证券行业融资融券专题报告

上证指数 2794

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	24	1.3
总市值 (亿元)	7640	3.0
流通市值 (亿元)	5037	2.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.9	25.8	22.4
相对表现	-0.7	20.8	9.7



相关报告

- 1、《证券行业 2010 年四季度投资策略-创新引领发展，转型渐入佳境》2010/9/28
- 2、《新三板转融通齐发力，创新盈利前景更明晰》2011/2/25
- 3、《证券行业 2011 年二季度投资策略-直投已露尖尖角》2011/4/6
- 4、《证券行业 2011 年中期策略-资本崛起，行者无疆》2011/7/21

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

融资融券规模稳步增长，转融通机制应时而出，券商盈利走出青黄不接，维持行业推荐评级。

- **融资融券常规化，转融通应时而出。**近期媒体报道监管层已经开始向券商征求意见，将把融资融券业务转为常规化并将适时推出转融通机制。我们调研了一些券商，目前监管层确实在向券商的融资融券业务征求意见，业内预计一个月之内对于两融业务转入常规化和转融通机制的建立的征求意见稿有望出台。而证券金融公司的建立及转融通机制的投入运行估计要到年底或明年初，因为当前券商的自有资金和证券还比较充裕。
- 融资融券的收入来自利息收入和交易佣金两方面，利息收入属于开源，佣金收入属于节流（降低经纪业务成本）。融资融券交易费率和换手率较高，有利于提升券商佣金收入和缓解费率下降压力。
- **我国采用日本模式的可能性较高。**历史上来看，我国的金融体制建设借鉴日本的经验是比较多的，日本以证券金融公司为融资融券市场上资金和证券流入的枢纽，可以直接调节信用交易市场的规模，以达到国家宏观调控的目的。当前我国的金融市场尚未完全市场化，且转融通业务在推行之初对风险控制的要求较高，采用成立证券金融公司的集中授信模式是大概率事件。
- **转融通推出将大幅提升两融规模。**如果假设未来信用交易量占比达到 20%，融资融券规模占市值比例达到 2%，在此我们保守以当前的普通交易量和证券市值作为对比对象，计算得到的融资融券规模在 5000-8000 亿元之间。如果假设未来五年我国证券总市值以 10% 的速度增长（过去 10 年我国市值增长率为 18%），融资融券余额占比 2% 对应的规模为 8510 亿元，相对于当前规模还有近 30 倍增长空间，贡献行业 15-20% 的净利润增量。
- 假设到今年年底两融存量规模能达到 800 亿元，则全年融资融券利差和手续费收入可达 52 亿元，将提升券商全年收入近 7%，基本能抵消今年佣金率继续下降的影响。当前就是证券行业盈利走出青黄不接断层的拐点，维持行业推荐评级。我们选股的逻辑仍然是大券商加高弹性，推荐中信、海通广发和华泰证券。中信证券由于目前只有母公司营业部能开展两融业务，因而份额受到影响，但子公司金通和万通在两融常规化后也将具有资格，而中信 200 亿的融资融券额度有望后发制人。

□ **风险因素：**交易量萎缩，融资融券规模增长低于预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
中信证券	12.82	1.14	0.70	0.80	11.2	18.3	1.8	强烈推荐-A
海通证券	8.91	0.49	0.52	0.61	18.2	17.1	1.6	强烈推荐-A
广发证券	36.36	1.62	1.68	2.00	22.4	21.6	4.6	强烈推荐-A
华泰证券	14.00	0.61	0.66	0.73	23.0	21.2	2.0	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

核心观点	3
一、规模尚小，增长迅速	3
1. 融资融券业务稳步发展	3
2. 融资融券为券商开源节流	4
3. 券商额度暂时充裕，转融通应时推出	5
二、国外经验借鉴	6
1. 转融通最可能采用日本机制	6
2. 转融通将成为融资融券放量的催化剂	7
三、盈利看好，前景广阔	9
1. 融资融券有望提升券商净利润 15%-20%	9

图表目录

图 1: 融资融券余额稳步增长	3
图 2: 信用账户数占 A 股股票账户的 0.1%	4
图 3: 融资买入额占股票交易额的 0.72%	4
图 4: 信用交易账户的换手率为普通账户的 8 倍	4
图 5: 截至 6 月，试点券商已融出资金和证券占公司两融额度的比例	5
图 6: 日本的证券金融公司集中授信的转融通模式	7
图 7: 美国纽交所融资融券信用规模占市值的 1.5% 左右	8
图 8: 日本融资融券业务规模和利润率	9
图 9: 证券信托行业历史 <u>PEBand</u>	11
图 10: 证券信托行业历史 <u>PBBand</u>	11
表 1: 试点券商公布的两融额度	5
表 2: 各国转融通模式的特点比较	6
表 3: 日本融资融券交易量占比约 20%	7
表 4: 台湾融资融券交易量占比约 40%	7
表 5: 转融通推出后我国融资融券规模测算	8
表 6: 融资融券余额敏感性分析	8
表 7: 融资融券业务市占率（截至 6 月末）	9
表 8: 融资融券业务二阶段利息收入测算	10

核心观点

从券商的中期业绩来看，受益创新业务更多的上市券商的净利润已经领先全行业开始同比增长，融资融券余额的持续放量提升下半年业绩增长的稳定性，经过两年以来的佣金费率持续下降，证券公司的整体盈利对经纪业务的依存度已经大幅减弱，虽然佣金率的绝对水平可能尚未到底，但对行业收入的边际影响逐步被融资融券所化解。

近期媒体报道监管层已经开始向券商征求意见，将把融资融券业务转为常规化并将适时推出转融通机制。我们调研了一些券商，目前监管层确实在向券商的融资融券业务征求意见，业内预计一个月之内对于两融业务转入常规化和转融通机制的建立的征求意见稿有望出台。而证券金融公司的建立及转融通机制的投入运行估计要到年底或明年初，因为当前券商的自有资金和证券还比较充裕。当前融资融券月突破了 300 亿元，自去年 3 月推出之后，规模稳步增长，在标的尚未扩大和市场行情以震荡为主的环境下，显示新业务的需求仍然比较旺盛，从而为转融通的推出创造基础。

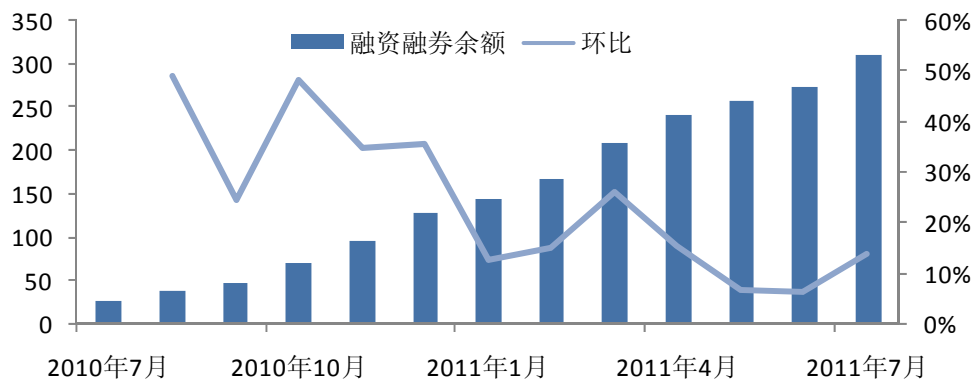
融资融券作为当前盈利能力最强的创新业务，将成为拉动券商盈利模式升级和杠杆度提升第一个引擎，预计在今年其对券商的盈利贡献能基本填平佣金率下降对代理证券买卖业务收入的负面影响。券商盈利模式转型的过程中，走出青黄不接的盈利断层的拐点已经出现，周期性行业的配置思路应当是在盈利的最差时点买入持有，那么证券行业的机会或许就是当下。

一、规模尚小，增长迅速

1. 融资融券业务稳步发展

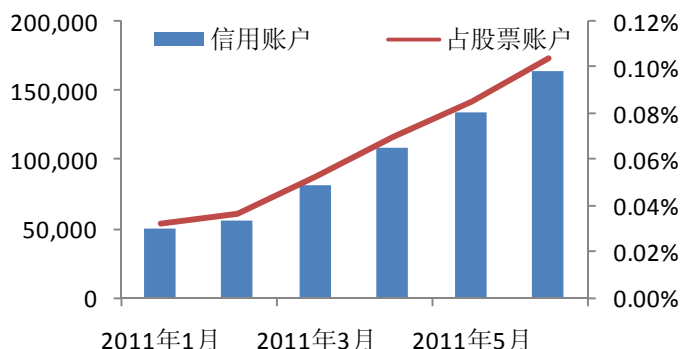
2010 年 3 月第一批 5 家券商正式开始融资融券试点，之后第二批和第三批陆续出台，目前一共 25 家券商在开展融资融券业务，截至目前余额超过 312 亿元，月复合增速达到 64%。6 月底信用账户总数 16.4 万个，占 A 股开户数的 0.1%，其中机构账户 622 个，融资买入交易额占股票交易额的 0.72%。总体来看，融资融券业务发展迅速，但整体规模仍然较小，增长潜力巨大。

图 1：融资融券余额稳步增长



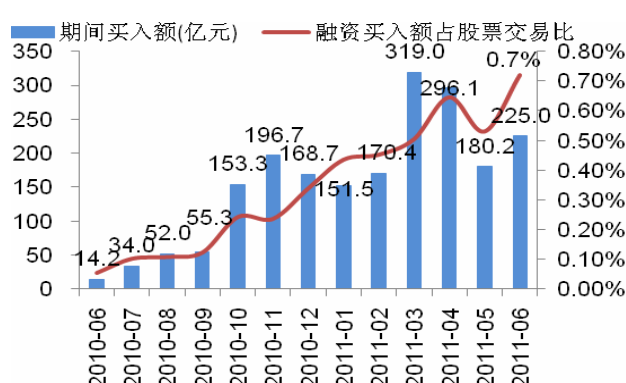
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 2: 信用账户数占 A 股股票账户的 0.1%



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 3: 融资买入额占股票交易额的 0.72%



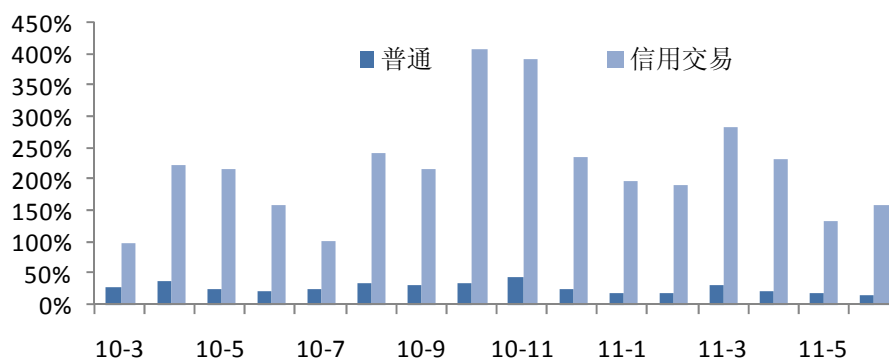
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 融资融券为券商开源节流

融资融券的收入来自利息收入和交易佣金两方面，利息收入属于开源，佣金收入属于节流（降低经纪业务成本）。融资融券的利率原则上按同期 6 个月贷款利率上浮 3 个百分点，各券商根据自己的情况略有调整，一般基于风险和券商自身的成本，融券业务的利率较融资有所溢价。当前大部分券商的融资和融券利率均为 9.1%，较同期贷款利率 5.85% 高出 3.25 个百分点。在加息周期和资金面持续偏紧的格局下，融资融券费率将持续保持溢价的能力。

融资融券交易和换手率较高，有利于提升券商佣金收入和缓解费率下降压力。我们根据融资买入和融资卖出的金额来推测信用交易量（当前融券规模还非常小，且在统计上是根据股数而非金额），把其与两融存量余额的比值来观察融资融券的换手率，虽然信用资金和证券的授信时间为 6 个月，但实际上由于利息成本的存在，信用账户交易者交易非常频繁，其月度换手率达 200%，为普通投资者的 7-8 倍，即平均每 15 天账户中的股票全部流转一次。信用账户的佣金费率大幅高于普通账户，一般在 1.5% 左右，而且开设了信用账户的投资者其自有资金的交易通常也会按照信用交易的费率来征收佣金，高换手率和高费率为券商带来了额外的代理买卖证券业务的收入，在两融刚开展的前半年里，大部分试点券商的佣金收入反而要高于利息收入。同时，随着两融业务常规化和信用账户的增多，对券商整体佣金费率水平下降的压力也将有所缓解。

图 4: 信用交易账户的换手率为普通账户的 8 倍



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

3. 券商额度暂时充裕，转融通应时推出

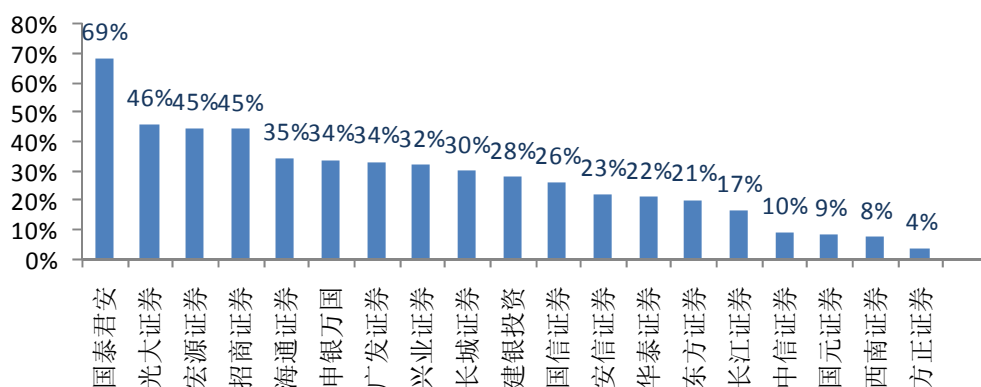
根据公司公告的不完全统计，试点券商参与融资融券业务的额度超过 1000 亿元，相对于当前市场 300 亿的存量规模而言，自有资金还比较充裕，但如国泰君安等部分创新业务市占率较高的券商而言，当前的已融出资金已经超过或接近公司设定额度的 50% 以上，按照当前两融业务的推进速度，可能在四季度就会产生转融通的需求，因而当前监管层开始推进转融通制度也是应时而为。

表 1：试点券商公布的两融额度

单位：亿元			
海通证券	80	中金公司	-
中信证券	200	长城证券	10
国泰君安	40	平安证券	-
广发证券	50	宏源证券	12
光大证券	50	长江证券	30
招商证券	50	中信建投	-
国信证券	60	国元证券	50
华泰证券	100	齐鲁证券	-
申银万国	53	兴业证券	20
银河证券	-	西南证券	20
东方证券	30	方正证券	20
建银投资	20	国都证券	-
安信证券	30	合计	925

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 5：截至 6 月，试点券商已融出资金和证券占公司两融额度的比例



资料来源：交易所，公司公告，招商证券研发中心

二、国外经验借鉴

1. 转融通最可能采用日本机制

国外的成熟市场基本都建立了转融通制度，但由于国情和历史因素的不同，转融通制度有不同的模式。比较有代表性的包括美国的分散授信、香港的中央结算公司授信、日本的证券金融公司集中授信和台湾的双轨制授信。美国的分散授信模式是市场化程度最高、运行成本最低的，证券公司具有完全的自主权来决定客户的授信额度，并可以到货币和资本市场进行市场化的融资和借券行为；日本的集中授信模式是市场化程度最低、运行成本最高的，证券公司只能向证券金融公司融资和融券，这使得国家对市场信用交易的控制力度很强，但也增加了融资融券的成本，近年来随着回购、超短期借款等融资方式的出现，日本证券金融公司的转融通地位逐步削弱。香港和台湾的授信模式的市场化程度介于日本和美国之间。

表 2：各国转融通模式的特点比较

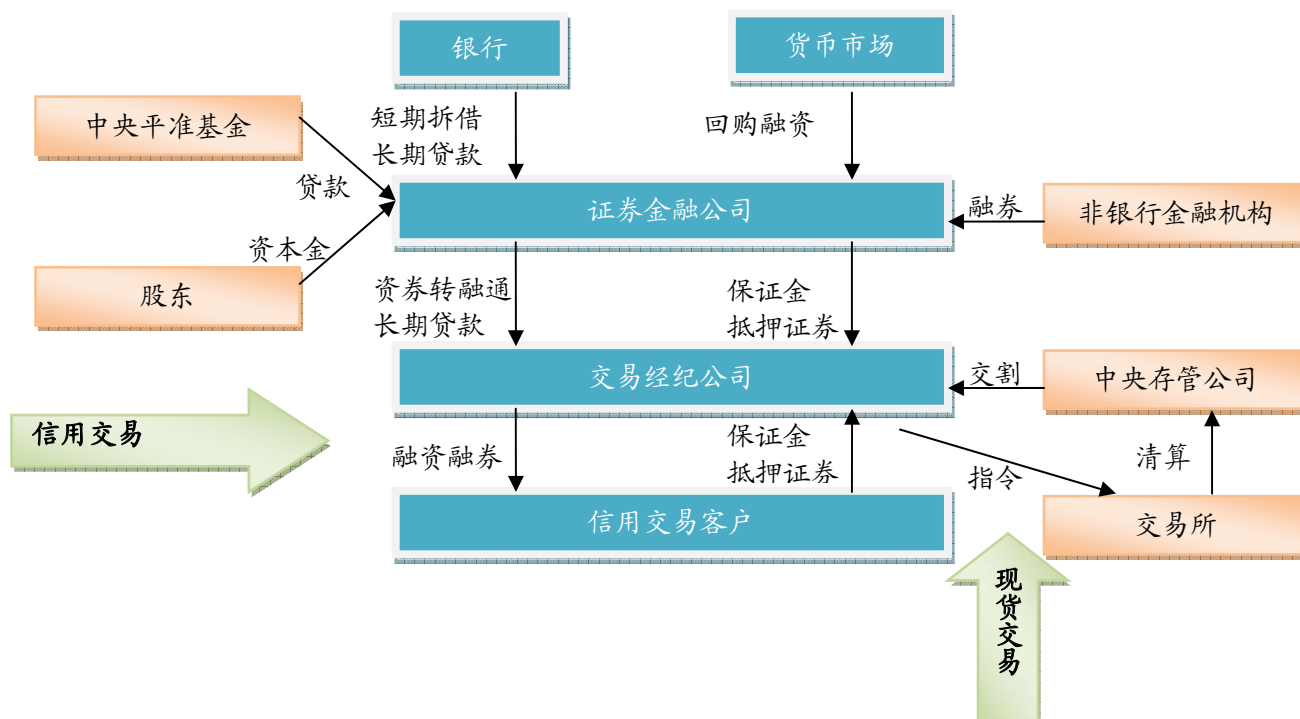
	美国	香港	日本	台湾
授信模式	高度市场化	市场化辅以集中调控	集中化	双轨制
授信主体	证券公司	中央结算公司	证券金融公司	证券金融公司及有许可证的证券公司
融资渠道	任何资金富裕的机构或个人	证券公司自有资金、向银行质押贷款	证券金融公司	证券金融公司、商业银行、货币市场
融券渠道	任何证券富裕的机构或个人	机构投资者	证券金融公司	证券金融公司
市场化程度	高度市场化	较高	低	较低
运行效率	高度市场化	较高	低	较低
运作成本	低	较低	高	较高
中央调控力度	弱	较弱	强	较强

资料来源：《中国证券市场融资融券交易的授信模式选择》，招商证券研发中心

我国采用日本模式的可能性较高。历史上来看，我国的金融体制建设借鉴日本的经验是比较多的，日本以证券金融公司为融资融券市场上资金和证券流入的枢纽，可以直接调节信用交易市场的规模，以达到国家宏观调控的目的。当前我国的金融市场尚未完全市场化，且转融通业务在推行之初对风险控制的要求较高，采用成立证券金融公司的集中授信模式是大概率事件。

从目前的舆论来看，我国的证券金融公司将由两个交易所和中登公司 3 位出资人以 60 亿元作为资本金来设立，性质定为非营利性机构，这与台湾和日本的证券金融公司性质不同，后者甚至已经上市且拥有个人投资者作为股东。从这个方案来看，我国证金公司 60 元的自有资金显然不能满足转融通的规模需求，预计在近期出台的转融通方案中，银行、保险、基金、上市公司大股东等各方资金和证券持有者均会纳入的转融通的机制中来。

图 6：日本的证券金融公司集中授信的转融通模式



资料来源：《中国证券市场融资融券交易的授信模式选择》，招商证券研发中心

2. 转融通将成为融资融券放量的催化剂

我们考察国际融资融券发展到成熟阶段的市场，信用交易量占市场总交易量的比例在 20%-40%之间，而融资融券余额规模占总市值的 2%-3%左右。日本信用交易量占总交易量的比重在 20%左右，其个人投资者参与信用交易的比例高达 58%。而台湾市场投机风格较重，其信用交易量占总交易量的比重达到 40%。近 20 年来美国纽交所的经纪商的 margin 贷款总额占其整个资本市场市值的平均值为 1.2%，最近 10 年这一比例上升到 1.5%，这个数据的统计只包括了纽约交易所的经纪商数值，如果口径扩大到纳斯达克的场外交易市场，我们推测这一比例将超过 2%。

表 3：日本融资融券交易量占比约 20%

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2003
信用交易量（亿）	291	263	322	339	314	418	576	553	731	764
信用交易占总交易量比重（%）	16.8	15.6	17.5	17	14.7	19	20.1	17.4	19.6	20.2

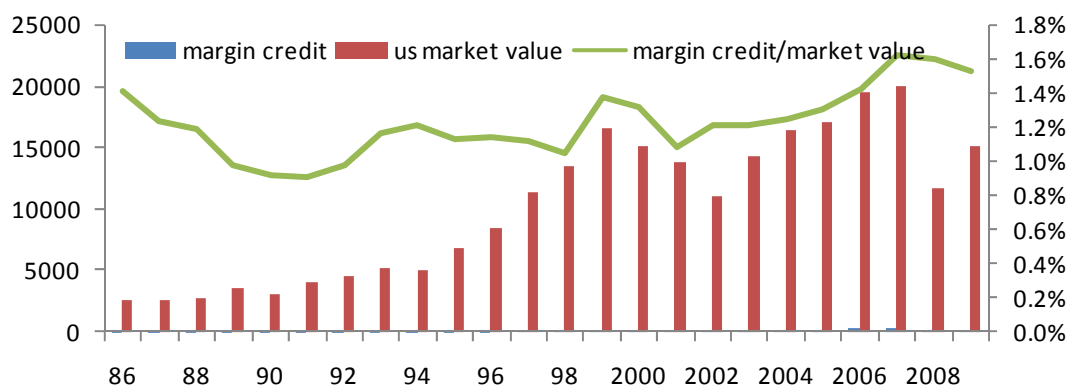
资料来源：东京证券交易所，招商证券研发中心

表 4：台湾融资融券交易量占比约 40%

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2002	2004
融资比重 %	40.42	34.51	39.77	41.89	37.79	40.06	40.90	37.40	31.14	26.66
融券比重 %	3.28	2.95	4.92	3.13	4.09	5.59	3.30	3.58	3.20	2.29
信用交易占总交易的比重 %	43.70	37.46	44.69	44.98	41.88	45.64	44.20	40.98	34.34	28.95

资料来源：台湾 SFC，招商证券研发中心

图 7：美国纽交所融资融券信用规模占市值的 1.5%左右



资料来源：NYSE，招商证券研发中心

如果假设未来信用交易量占比达到 20%，融资融券规模占市值比例达到 2%，在此我们保守以当前的普通交易量和证券市值作为对比对象，计算得到的融资融券规模在 5000-8000 亿元之间。如果假设未来五年我国证券总市值以 10% 的速度增长（过去 10 年我国市值增长率为 18%），融资融券余额占比 2% 对应的规模为 8510 亿元，相对于当前规模还有近 30 倍增长空间。

表 5：转融通推出后我国融资融券规模测算

单位：亿	当前	理想	融资融券规模
融资融券余额	300		
信用交易额占比	0.72%	20%	8333
融资融券余额占市值	0.114%	2.00%	5286

资料来源：招商证券研发中心

表 6：融资融券余额敏感性分析

		证券市值增长率				
			8%	10%	15%	20%
融资融券 余额/证券 市值	0.50%	1686	1941	2128	2657	3287
	1%	3372	3882	4255	5314	6574
	1.50%	5058	5823	6383	7971	9862
	2%	6744	7764	8510	10629	13149
	2.5%	8430	9705	10638	13286	16436
	3%	10116	11647	12766	15943	19723

资料来源：招商证券研发中心

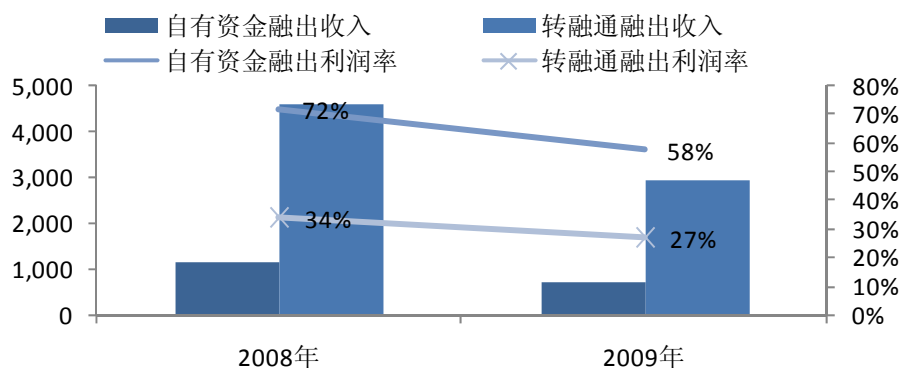
三、盈利看好，前景广阔

1. 融资融券有望提升券商净利润 15%-20%

发展两融业务最重要的基础还是客户资源，营业网点多的券商在推动创新业务的渗透时更为容易。尤其是转融通机制推出后，券商自有资金的不足就不成问题了。考虑融资融券对各券商盈利贡献的程度要分两个阶段来看：第一阶段是指当前供过于求的买方主导阶段，券商的可贷资金非常充裕，券商可完全获得 9% 左右的利差收入；进入转融通的第二阶段后，我们预计证券金融公司将收取 6 个月贷款利率用于支付给资金和证券的来源机构，而券商只能获得 3% 左右的利差。

根据日本的经验，通过证券金融公司转融通获得利息收入为自有资金融出的 4 倍左右，而前者的利润率在 20%-30% 之间，是后者的一半，与我们上文的判断基本一致。

图 8：日本融资融券业务规模和利润率



资料来源：东京交易所，招商证券研发中心

表 7：融资融券业务市占率（截至 6 月末）

单位：百万元	本月累计融资 买入额	月末融资 余额	月末融券 余额	月末融资 融券余额	融资融券 余额环比	市场份额	市场份额 变动
海通证券	4069.69	2637.61	131.45	2769.05	9.12%	10.11%	0.26%
国泰君安	1991.58	2736.80	10.29	2747.10	-16.25%	10.03%	-2.70%
光大证券	1279.58	2267.43	36.03	2303.47	4.06%	8.41%	-0.18%
招商证券	1749.06	2232.49	0.10	2232.60	1.86%	8.15%	-0.36%
华泰证券	2348.37	2143.25	16.07	2159.32	13.24%	7.88%	0.48%
中信证券	1087.00	1896.69	14.07	1910.76	5.70%	6.97%	-0.05%
中国银河	1415.27	1835.14	0.08	1835.22	8.77%	6.70%	0.15%
申银万国	1930.72	1798.76	15.79	1814.55	17.02%	6.62%	0.60%
广发证券	1301.02	1670.13	6.65	1676.78	7.98%	6.12%	0.09%
国信证券	718.57	1579.11	9.57	1588.68	15.81%	5.80%	0.48%
中信建投	786.39	1097.20	17.33	1114.53	2.32%	4.07%	-0.16%
安信证券	674.00	675.62	0.61	676.23	13.81%	2.47%	0.16%
兴业证券	335.74	646.13	1.19	647.32	22.32%	2.36%	0.31%
东方证券	385.60	620.03	0.00	620.03	6.40%	2.26%	0.00%
中国建银	389.36	567.47	0.09	567.56	1.78%	2.07%	-0.09%
宏源证券	397.40	539.96	0.00	539.96	23.78%	1.97%	0.28%
长江证券	337.85	508.77	0.01	508.78	23.41%	1.86%	0.26%
国元证券	281.36	433.66	2.51	436.17	15.35%	1.59%	0.12%

单位: 百万元	本月累计融资 买入额	月末融资 余额	月末融券 余额	月末融资 融券余额	融资融券 余额环比	市场份额	市场份额 变动
长城证券	248.77	302.88	0.05	302.93	7.64%	1.11%	0.02%
平安证券	188.97	295.30	3.21	298.50	5.52%	1.09%	-0.01%
齐鲁证券	174.34	215.64	0.28	215.93	19.81%	0.79%	0.09%
西南证券	178.57	158.17	0.00	158.17	33.93%	0.58%	0.12%
国都证券	95.48	116.65	0.35	117.00	14.92%	0.43%	0.03%
方正证券	97.76	83.35	0.36	83.71	124.12%	0.31%	0.17%
中国国际	36.49	75.72	0.00	75.72	-7.01%	0.28%	-0.04%

资料来源: 交易所, 招商证券研发中心

我们分两个阶段来测算融资融券对券商的收入和利润贡献, 主要假设如下:

- **第一阶段: 以自有资金和证券融出**
 - 假设 1: 自有额度占券商净资本的 30%; 当前试点券商的两融额度约占其净资本的 30%, 假设 3-5 年后全行业券商净资本从当前的 4500 亿元增加到 6000 亿元, 则自有资金融出规模为 1800 亿元。
 - 假设 2: 按当前券商经纪业务市场份额计算在两融业务中的占有率。
 - 假设 3: 利差为 9%。
 - 假设 4: 融资融券总规模为 8000 亿元
- **第二阶段: 以自有资金和证券融出**
 - 假设 1: 剩余 6200 亿元来自证券金融公司的转融通, 转融通余额是券商自有资金的 3.4 倍, 接近日本 4 倍左右的比例。
 - 假设 2: 按券商净资本规模计算两融占有率, 考虑证券金融公司在融出资金和证券时需要考量券商的风险承受能力和资本规模。
 - 假设 3: 利差为 3%。

表 8: 融资融券业务二阶段利息收入测算

单位: 亿元	股票市场份额	净资本	第一阶段	第二阶段	收入合计	净利润	增厚净利润%
			1800 9.00%	6200 3%			
海通证券	4.12%	324.6	6.67	10.06	16.74	7.53	17.6%
中信证券	2.76%	410.5	4.47	12.73	17.20	7.74	11.1%
华泰证券	3.77%	216.6	6.11	6.71	12.82	5.77	15.6%
光大证券	3.08%	176.5	4.98	5.47	10.45	4.70	19.4%
广发证券	4.19%	119.6	6.78	3.71	10.49	4.72	14.5%
国元证券	1.07%	117.7	1.73	3.65	5.38	2.42	22.0%
长江证券	1.73%	74.9	2.80	2.32	5.12	2.31	13.7%
宏源证券	1.29%	50.7	2.09	1.57	3.66	1.65	10.6%
西南证券	0.78%	91.2	1.27	2.83	4.10	1.84	17.6%
国金证券	0.67%	27.8	1.08	0.86	1.94	0.87	15.0%
兴业证券	1.68%	65.4	2.72	2.03	4.75	2.14	17.0%
方正证券	1.72%	62.9	2.79	1.95	4.74	2.13	23.2%
东北证券	0.73%	34.6	1.18	1.07	2.26	1.02	19.9%

注: 净资本为 2010 年末数据, 母公司口径

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

根据我们的测算融资融券业务将增厚券商净利润 15%-20%，其中弹性较大的包括光大、国元、海通、华泰和广发证券，小券商中方正、东北、兴业和西南的利润增厚幅度也较高，但考虑我们的模型完全根据市场份额和资本规模来测算，未考虑创新业务中大券商的先发优势和品牌优势，根据实际情况来看，目前海通、中信、光大等的大券商两融业务市占率大幅高于经纪市场份额，因而我们的模型可能低估大券商的两融收入，而高估小券商的收入。如果考虑两融相关的交易佣金收入，对利润的提升将达到 20%-25%左右。

我们选股的逻辑仍然是大券商加高弹性，推荐中信、海通广发和华泰证券。中信证券由于目前只有母公司营业部能开展两融业务，因而份额受到影响，但子公司金通和万通在两融常规化后也将具有资格，而中信 200 亿的融资融券额度有望后发制人。

假设到今年年底两融存量规模能达到 800 亿元，则全年融资融券利差和手续费收入可达 52 亿元，将提升券商全年收入近 7%，基本能抵消今年佣金率继续下降的影响。当前就是证券行业盈利走出青黄不接断层的拐点，维持行业推荐评级。

图 9：证券信托行业历史PEBand

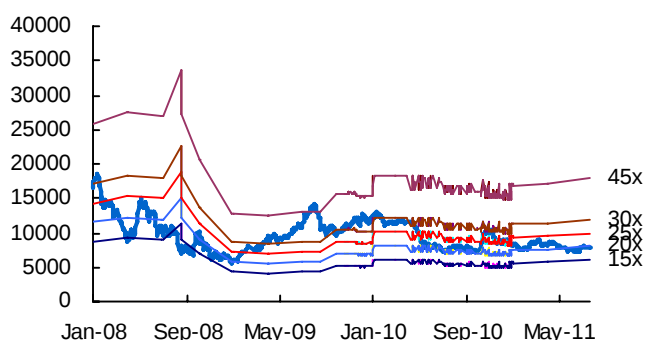
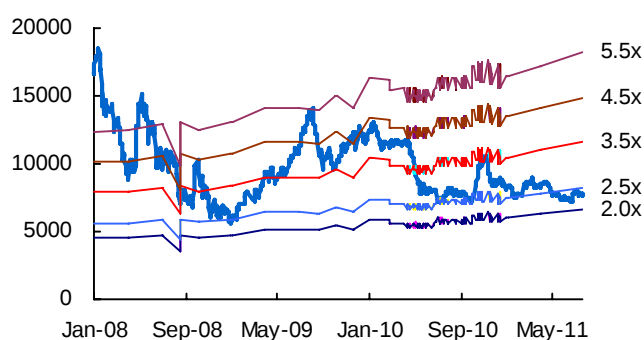


图 10：证券信托行业历史PBBand



- 说明：1、资料来源于招商证券研发中心；
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger (03 年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年度第二名, 2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年第三名, 2007年度第二名。金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业务2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究, 2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师2010 年度第二名 (团队)。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价, 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。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。