

推荐 (维持)

二季度佣金率回升，交易重陷低量

2011年9月8日

证券行业2011年9月报

上证指数 2516

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	24	1.2
总市值 (亿元)	6763	2.9
流通市值 (亿元)	4467	2.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.7	-2.7	8.9
相对表现	6.7	14.1	17.3



相关报告

- 1、《证券行业2011年6月报-行业接近底部，战略建仓正当时》
2011/6/10
- 2、《证券行业2011年7月报-中期业绩改善，政策利好持续》
2011/7/12
- 3、《证券行业2011年8月报-估值再次下移，洼地提供买点》
2011/8/15

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

研究助理

沈娟

0755-82943140
shenjuan@cmschina.com.cn

- **中期业绩分化，季度佣金率企稳。**2011年中期17家上市券商营业收入352亿元，同比增加5.03%；实现净利润137亿元，同比减少0.57%；归属母公司净利润134.7亿元，同比增长3.22%；8家券商同比实现正增长。2季度上市券商的股基佣金率0.082%，环比反弹0.9%，股基佣金率逐步企稳。8家券商2季度股基佣金率止跌回升，其他上市券商佣金率降幅趋缓，在3%以内。
- **经纪业务：成交额萎缩。**8月股基权交易总额3.78万亿元，同比下降21.9%，环比下降12.3%。日均股基权交易额1643元，环比下降20.2%。8月股票交易额3.7万亿元，日均股票交易额1608亿元，同比下降25.3%。
- **投行业务：IPO规模回升。**8月总募集资金1083亿元，权益类融资645亿元，同比减少4.1%、环比下降21.3%。IPO项目15家、募集资金276.5亿元，环比增长125.3%，债券类融资规模438亿元，环比增加22.7%。
- **资产管理业务：产品数量猛增。**8月成立13只集合理财产品，发行规模76.5亿元，环比增长408.8%。截至8月底，券商理财产品共253只，资产规模1586亿元，环比增加5.1%，资产净值1546亿元，环比增长5.13%。
- **8月盈利继续下滑。**8月17上市券商营业收入24.46亿元，净利润4.87亿元，环比分别下降30.5%、70.3%。4家券商净利润实现正增长，光大和兴业环比分别增长251.5%、141.6%。8月上市券商净利润率继续下滑，平均净利润率19.9%。兴业证券的净利率达42%。8月上市券商ROE继续下降。
- **转融通征求意见稿出台，新三板框架初拟。**8月融资融券余额343.57亿元，环比增加6.84%，占流通市值比0.18%。8月证监会发布《转融通业务监督管理试行办法（草案）》的征求意见稿，转融通框架渐浮出水面。对证券金融公司的组织形式、融资方式、转融通过费率、资金结算和保证金比例及处理方法给出框架意见，转融通机制有望在年内正式成型。目前新三板试点扩容方案及配套政策的框架已制定完毕，拟将实行主办券商的分类监管制度，并确定引入做市商制度及降低个人投资者入市交易门槛等相关措施，有关信披及审核配套机制已完善；预计新三板扩容将迎来实质性发展阶段。
- **风险因素：**成交额继续下滑、创新业务推进不如预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
中信证券	12.03	1.14	0.67	0.80	10.6	18.0	1.6	强烈推荐-A
海通证券	7.92	0.45	0.55	0.62	17.6	14.4	1.4	强烈推荐-A
广发证券	30.68	1.36	0.99	1.12	22.6	31.0	3.5	强烈推荐-A
华泰证券	10.23	0.61	0.54	0.73	16.8	18.9	1.7	强烈推荐-A
宏源证券	14.43	0.89	1.06	1.29	16.2	13.6	2.8	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

一、中期业绩回顾：业绩分化、佣金率企稳

上市券商中期业绩同比小幅增长。2011年中期17家上市券商实现营业收入352.08亿元，同比增加5.03%；实现净利润136.93亿元，同比减少0.57%；归属母公司净利润134.73亿元，同比增长3.22%；中信、海通、光大、兴业、招商、国元、西南和太平洋8家券商归属母公司净利润同比实现正增长；其中太平洋和西南证券的净利润增幅最大，分别增长139.45%、107.85%。其他上市券商中期业绩呈不同程度下滑，山西证券因投行业务和自营业务表现欠佳，导致中期业绩下滑最大，归属母公司净利润同比下降44.86%。2011年中期上市券商平均净利润率38.89%，海通、光大和西南证券的净利润率分别为44.58%、43.82%、40.79%，位居前列。中期上市券商平均净资产收益率4.63%，宏源、广发、国金和太平洋的ROE均超过6%。2011年中期上市券商管理费用158.55亿元，同比增长8.48%；平均管理费用率45.03%，同比增长3.29%。中信、海通、光大、招商、太平洋和西南证券的管理能力逐步提高，其管理费用率同比均小幅下降。

表1:2011年中期上市券商经营数据

单位: 百万元	营业收入	同比	净利润	同比	归属母公司净利润	同比	管理费用率	管理费用率同比	净利润率	ROE
中信证券	7508	-5.02%	2983	-2.38%	2973	13.12%	42.93%	-6.12%	39.73%	4.38%
海通证券	5247	19.72%	2339	21.49%	2235	21.32%	37.55%	-6.58%	44.58%	5.05%
华泰证券	3395	-5.40%	1155	-19.92%	1144	-19.49%	49.47%	9.10%	34.03%	3.45%
广发证券	3271	-9.98%	1341	-21.80%	1343	-18.09%	42.52%	15.74%	40.99%	6.86%
光大证券	2650	36.02%	1161	34.87%	1130	36.30%	40.49%	-8.74%	43.82%	5.08%
宏源证券	1555	-8.97%	614	-15.94%	614	-15.94%	42.08%	9.84%	39.50%	8.25%
兴业证券	1387	25.00%	449	11.25%	382	13.54%	51.70%	5.40%	32.37%	5.14%
招商证券	3245	17.28%	1476	7.79%	1476	7.79%	35.95%	-2.68%	45.48%	6.06%
山西证券	544	-9.06%	101	-49.72%	114	-44.86%	69.76%	37.32%	18.54%	1.61%
国元证券	1035	10.49%	440	4.19%	440	4.21%	45.48%	19.12%	42.48%	2.96%
国金证券	704	-13.65%	205	-30.70%	205	-30.65%	58.35%	26.50%	29.15%	6.37%
太平洋	455	84.54%	135	139.45%	135	139.45%	53.50%	-18.71%	29.69%	6.46%
西南证券	821	44.37%	335	107.85%	335	107.85%	56.65%	-4.76%	40.79%	2.92%
东北证券	578	13.23%	89	-19.32%	89	-19.50%	75.91%	11.08%	15.42%	2.65%
长江证券	1096	-11.47%	415	-15.43%	415	-15.43%	51.83%	21.21%	37.89%	3.56%
国海证券	750	-3.99%	175	-20.75%	155	-23.28%	62.12%	8.91%	23.27%	5.71%
方正证券	966	23.35%	280	-10.19%	288	-7.58%	55.62%	32.33%	28.96%	3.04%
合计	35208	5.03%	13693	-0.57%	13473	3.22%	45.03%	3.29%	38.89%	4.63%

资料来源：公司中报，招商证券研发中心

2011年中期17家上市券商经纪业务净收入152.37亿元，同比下降22.14%，17家券商经纪业务收入均出现下滑。中信因股权转让中信建投，2011年中期经纪业务净收入下降幅度较大，同比下降45.40%；广发因出售广发华福，经纪业务净收入同比下降23.82%。光大、华泰和宏源证券经纪业务净收入同比分别下降11.51%、16.05%、16.84%。

2011年中期17上市券商投行业务净收入48.1亿元，同比增长2.3%。海通、光大、兴业、招商、国元、太平洋、西南和国海8家券商投行业务净收入实现正增长，兴业证券因2010年中期投行业务净收入基数较小，增幅达263.05%；西南和光大的投行业务净收入同比增幅均超过100%。

2011年中期上市券商自营业务收入53.04亿元，同比增长1086.97%。中信投资收益同比增长429.91%，主要是其大幅减持直投项目昊华能源获转出投资收益11亿元，以及自营持有是股票具有较大账面浮盈。2011年中期海通和兴业证券的自营业务取得较好投资收益，分别增长239.31%、460.39%。预计下半年证券市场行情逐步企稳趋好，自营业务可望继续保持较好收益。

2011年中期上市券商资产管理收入11.23亿元，同比增长17.59%。中信、海通、兴业、招商、山西、国元、东北、长江和方正9家券商的资管业务收入同比实现正增长。方正、东北和山西3家券商因2010年开始开展资管业务，2011年中期增长较快，同比分别增长732.64%、165.01%、100.82%。

2011年中期17家上市券商利息净收入稳定增长，利息净收入46.16亿元，同比增长25.67%。其中山西、海通和国金证券的利息净收入增长较快，分别增长125.39%、68.37%、66.32%。

随着融资融券业务的稳步发展，两融业务的利息收入对利息净收入贡献逐步显现。海通证券的融资融券业务强劲增长，2011年中期两融利息收入贡献占比达接近2%。随着转融通的推进，预计未来融资融券业务对行业的贡献比将进一步提升。

表2:2011年中期上市券商主要业务同比增长

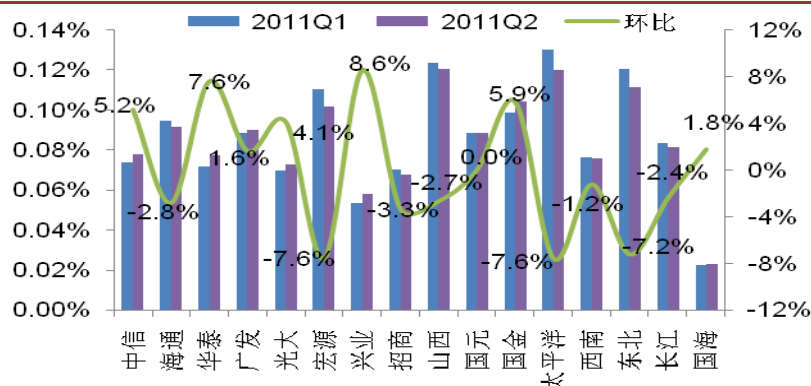
	经纪业务同 比增速	投行业务同 比增速	自营业务同 比增速	资管业务同比 增速	利息同比 增速
中信证券	-45.40%	-41.56%	423.91%	23.77%	0.25%
海通证券	-19.10%	7.63%	239.31%	39.94%	68.37%
华泰证券	-16.05%	-18.53%	-162.52%	-21.97%	26.35%
广发证券	-23.82%	57.93%	195.55%	-9.71%	-13.85%
光大证券	-11.51%	178.73%	-214.26%	-12.74%	32.70%
宏源证券	-16.84%	-13.52%	-31.16%	-55.83%	9.80%
兴业证券	-16.16%	263.05%	460.39%	75.17%	24.06%
招商证券	-15.83%	2.62%	-473.99%	83.57%	36.91%
山西证券	-10.80%	-61.93%	-117.86%	100.82%	125.39%
国元证券	-16.39%	60.69%	-1034.16%	78.94%	29.16%
国金证券	-11.61%	-43.12%	-190.50%	-	66.32%
太平洋	-16.91%	90.86%	-321.37%	-	26.66%
西南证券	-17.14%	125.26%	-394.03%	-	49.64%
东北证券	-15.30%	-73.07%	-101.95%	165.01%	-12.18%
长江证券	-11.62%	-5.14%	-31.72%	78.80%	0.36%
国海证券	-4.99%	83.34%	151.20%	-12.32%	-77.32%
方正证券	-17.59%	-	-102.63%	732.64%	23.52%

资料来源：公司中报，招商证券研发中心

季度佣金率企稳。在监管层和各地证券业协会加强对新设营业务和新开户的佣金率监管背景下，2011年2季度上市券商的股基佣金率0.082%，环比反弹0.9%，股基佣金率逐步企稳。其中兴业、华泰、国金、中信、光大、国海、广发和国元8家券商2季度股基佣金率止跌反弹回升，兴业和华泰证券环比分别反弹8.59%、7.62%；宏源、太平洋和东北证券佣金率降幅居前，环比分别下降7.6%、7.59%、7.24%；其他上市券商佣金率降幅在3%以内。2季度上市券商股基佣金率相比1季度已逐渐好转，预期佣金率监管政策的落实和执行，佣金率竞争将逐渐改善。7月行业整体的佣金水平环比增长0.5个基点，

券商费率下降的阴云基本消褪。

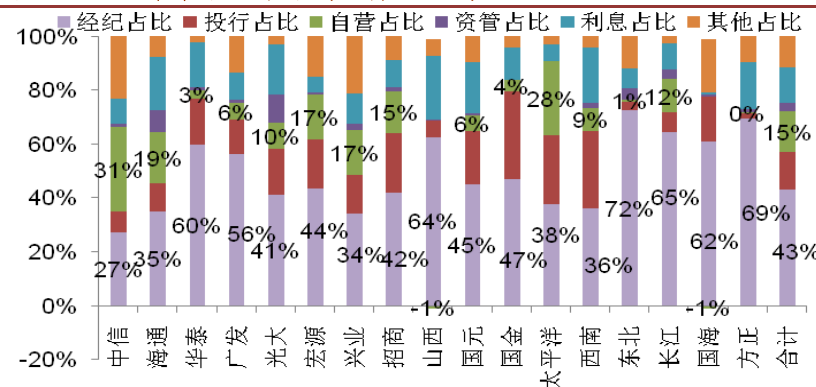
图 1: 2011 年 2 季度上市券商股基佣金率企稳回升



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

投行自营贡献提升中期业绩增长。2011 年中期上市券商业绩结构进一步优化，上市券商经纪业务净收入占比下降至 43.28%；大中型券商对经纪业务的依赖度逐步降低，中信、海通和兴业的经纪业务收入占比下滑至 35% 水平。上市券商投行业务净收入贡献比 13.66%，其中小型券商在 2011 年中期投行业务实现快速增长，国金、太平洋和西南的投行业务贡献占比均超过 25%。2011 年中期上市券商自营业务收入贡献比达 15.06%，中信、海通和太平洋的自营收入贡献比在 19% 以上。融资融券业务的业绩贡献已初步显现，快速发展的融资融券业务提升了利息收入，2011 年中期上市券商利息净收入占比提升至 13.11%，其中海通、西南和山西的利息净收入贡献比达 20%。随着转融通的推出，融资融券业务将迎来规模化发展时期，预计行业利息贡献将继续提升。

图 2: 2011 年中期上市券商业务构成情况

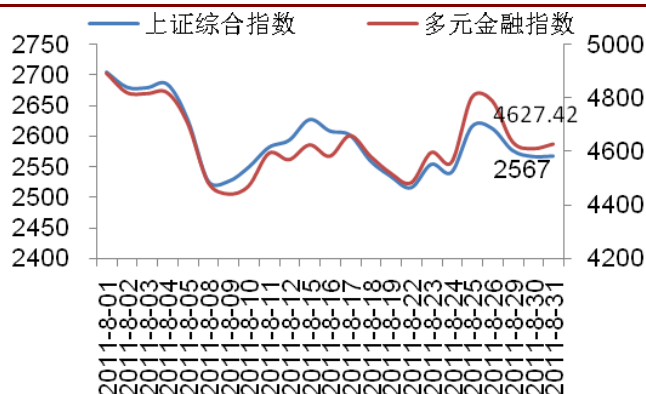


资料来源：公司中报，招商证券研发中心

二、行情回顾

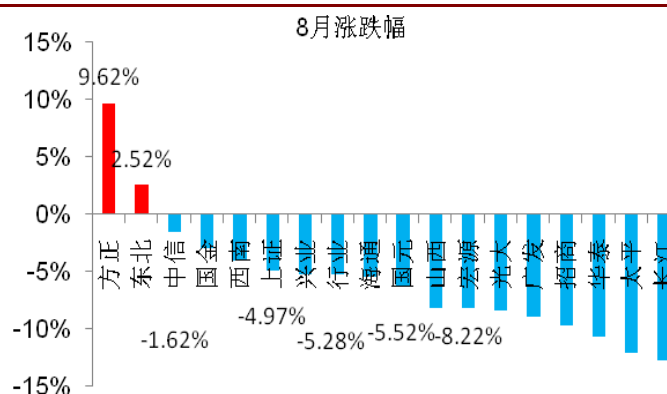
8月A股市场继续震荡下行，上证指数由月初2701.73点下跌至2567.34点，环比下降4.97%。上证指数最高反弹至2703.78点，最低下跌到2515.86点。8月券商板块总体回调，多元金融指数由4885.31点下滑至4627.42点，环比下跌5.28%。8月上市券商股均不同程度的下滑，仅借壳上市的国海和方正证券表现较佳，东北证券逆市上扬。

图 3:8 月上证指数与证券行业指数走势



资料来源：WIND，招商证券研发中心

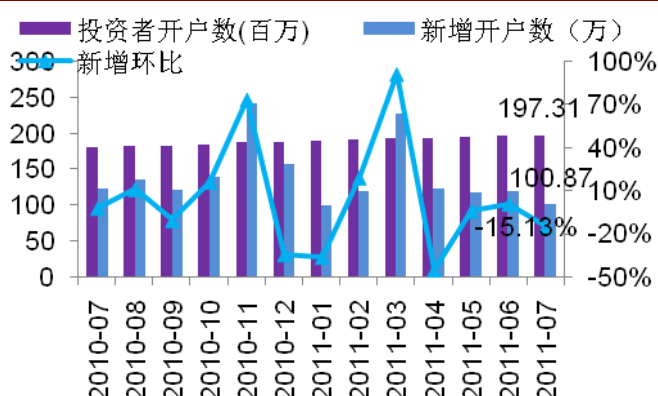
图 4: 8 月上市券商随市场震荡而回调



资料来源：WIND，招商证券研发中心

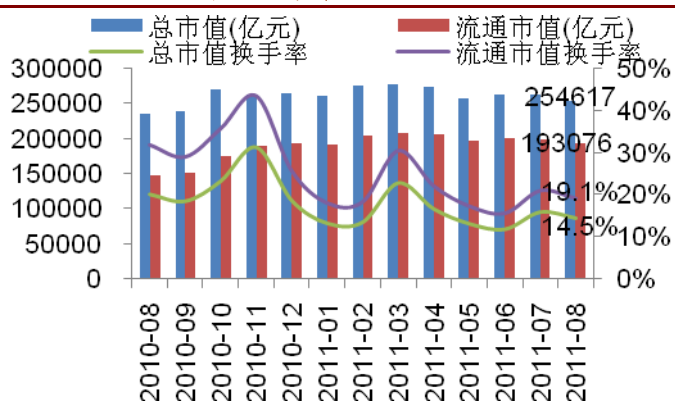
2011年7月底累计账户数1.97亿户，7月新增投资者100.87万户，环比下降15.13%，同比减少17.44%。其中股票投资者新增79.54万户，同比减少25.28%，环比下降14.83%；基金投资者新增21.33万户，同比增长35.65%，环比减少16.22%。8月A股市场继续震荡下行，沪深两市股票总市值和流通市值分别为25.46万亿元、19.31万亿元，8月总市值换手率和流通市值换手率分别为14.52%、19.15%。

图 5: 月度新增投资者开户数下滑



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 6: 月度流通市值换手率 19%



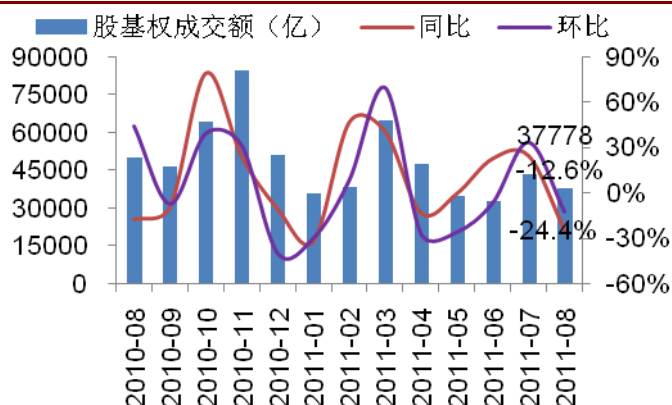
资料来源：WIND，招商证券研发中心

三、行业动态跟踪

1. 经纪业务：重新陷入低量

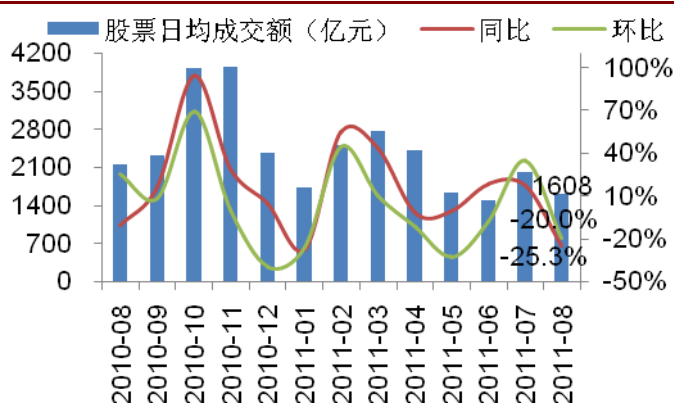
8月证券市场继续震荡，成交量和成交额萎缩。8月股基权交易总额3.78万亿元，同比下降21.95%、环比下降12.33%。日均股基权交易额1643亿元，环比下降20.23%。8月股票交易额3.7万亿元，日均股票交易额1608亿元，同比下降25.34%，环比下降19.95%。1-8月股票交易额累计增长6.4%，日均2000亿元。市场交易量在7月有所回暖后，重新陷入低量徘徊，交易量和费率双重走低的压力下，预计经纪业务收入的占比在三季度将继续下降，从中期的55%到年底可能在45%-50%左右，这将进一步推动券商在创新业务上的投入。

图 7:8 月股基权成交额下降 12.33%



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 8: 日均股票交易额降至年内最低



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

中信证券经纪市场份额重回第一。据沪深交易所统计，8月上市券商的股基债权交易市场份额小幅变动。中信系的股基债权市场份额为5.70%，提升0.22%，中信证券的股基债权市场份额上升至3.72%，中信建投剥离之后，中信证券通过对子公司和母公司经纪业务的整合提效，内部研究服务的支持力度加强等措施，重新将公司市场份额提升至第一位。华泰系的股基债权市场份额4.72%。8月中信、招商、海通、长江、国元和国金6家券商股基债权市场份额小幅提升，中信和海通证券股基债权市场份额分别提升0.29%和0.16%。8月华泰、广发、光大、兴业、方正、国海、东北、山西、西南、太平洋和宏源11家券商的股基债权市场份额小幅下滑。

表 3: 8 月上市券商沪深两市股基债权成交情况 (单位: 百万元)

	会员	股基债权	占比	股票	占比	基金	占比	债券	占比	权证	占比
1	中信系	711426	5.70%	410069	5.55%	6095	6.15%	293791	5.97%	1471	2.37%
	中信证券	463742	3.72%	207539	2.81%	3681	3.72%	252138	5.13%	384	0.62%
	中信万通	70098	0.56%	53795	0.73%	1691	1.71%	14398	0.29%	214	0.35%
	中信金通	177586	1.42%	148735	2.01%	724	0.73%	27255	0.55%	874	1.41%
2	华泰系	589339	4.72%	396550	5.36%	4564	4.61%	183337	3.73%	4888	7.89%
	华泰证券	401486	3.22%	273775	3.70%	3682	3.72%	120382	2.45%	3647	5.89%
	华泰联合	187854	1.51%	122775	1.66%	882	0.89%	62955	1.28%	1241	2.00%
3	海通证券	544840	4.37%	301555	4.08%	5807	5.86%	236180	4.80%	1299	2.10%
4	招商证券	510488	4.09%	294278	3.98%	3663	3.70%	208388	4.24%	4158	6.71%

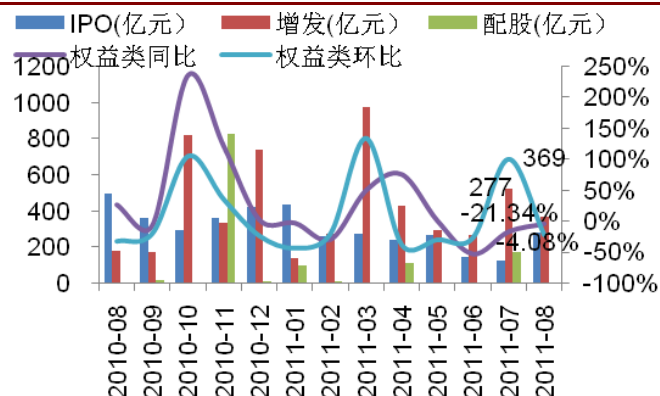
5	广发证券	457792	3.67%	297574	4.02%	2306	2.33%	156745	3.19%	1166	1.88%
6	光大证券	332707	2.67%	217837	2.95%	3521	3.55%	108706	2.21%	2644	4.27%
7	长江证券	259775	2.08%	135148	1.83%	821	0.83%	123267	2.51%	539	0.87%
8	兴业证券	203220	1.63%	122627	1.66%	3155	3.19%	76690	1.56%	748	1.21%
9	国元证券	160803	1.29%	83864	1.13%	677	0.68%	75839	1.54%	424	0.68%
10	方正证券	159283	1.28%	131822	1.78%	1010	1.02%	25359	0.52%	1092	1.76%
11	宏源证券	108305	0.87%	59958	0.81%	1014	1.02%	46598	0.95%	735	1.19%
12	国金证券	90065	0.72%	47863	0.65%	204	0.21%	41808	0.85%	189	0.31%
13	国海证券	69834	0.56%	53613	0.73%	142	0.14%	15832	0.32%	246	0.40%
14	东北证券	67223	0.54%	52032	0.70%	286	0.29%	14741	0.30%	164	0.26%
15	山西证券	66163	0.53%	41546	0.56%	374	0.38%	24052	0.49%	190	0.31%
16	西南证券	64350	0.52%	54446	0.74%	961	0.97%	8186	0.17%	758	1.22%
17	太平洋	22863	0.18%	18836	0.25%	50	0.05%	3838	0.08%	139	0.22%

资料来源：深交所，上交所，招商证券研发中心

2. 投行业务：IPO 规模回升

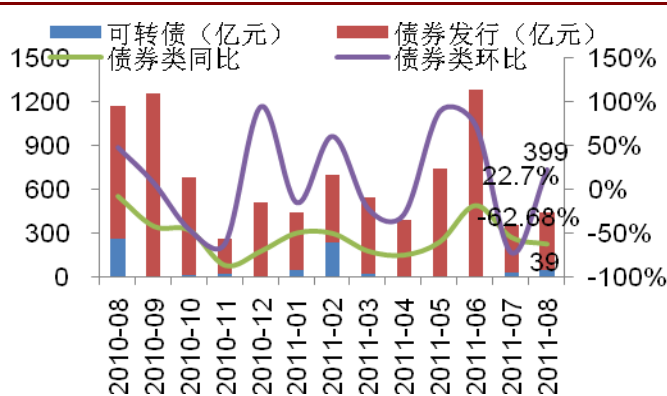
据WIND统计，8月证券市场合计募资1083亿元，同比下降41.33%，环比下降7.98%。其中权益类融资645.06亿元，同比减少4.08%、环比下降21.34%。8月债券类融资规模437.97亿元，同比减少62.68%、环比增加22.71%。

图 9：8 月 IPO 规模快速回升



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 10：8 月债券类融资规模环比增长 22.7%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

8月IPO项目15家，IPO募集资金276.54亿元；同比减少44.43%，环比增长125.27%。8月增发募集资金368.52亿元，同比增加110.73%，环比下降29.37%。8月中信承销3家IPO项目，广发和招商承销2家IPO项目，海通、长江、光大和兴业分别承销1家IPO项目。8月上市券商的承销保荐总收入4.66亿元。其中中信证券承销保荐收入2.08亿元，位居上市券商首位。

表 4：2011 年 8 月上市券商主承销项目统计

机构名称	家数					募集资金（亿元）					收入（亿元）	
	总计	首发	增发	配股	债券	总计	首发	增发	配股	债券	承销收入	首发收入
招商证券	6	2	0	0	4	61.20	8.06	0.00	0.00	53.13	0.81	0.62
中信证券	5	3	0	0	2	132.13	77.13	0.00	0.00	55.00	2.08	2.08
广发证券	4	2	1	0	1	32.01	29.10	2.91	0.00	0.00	0.52	0.52

光大证券	2	1	0	0	1	6.25	6.25	0.00	0.00	0.00	0.31	0.31
西南证券	1	0	0	0	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长江证券	1	1	0	0	0	4.51	4.51	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
海通证券	1	1	0	0	0	4.16	4.16	0.00	0.00	0.00	0.24	0.24
瑞信方正	1	0	1	0	0	14.00	0.00	14.00	0.00	0.00	0.19	0.00
兴业证券	1	1	0	0	0	7.56	7.56	0.00	0.00	0.00	0.51	0.51

资料来源：WIND，招商证券研发中心

3. 资产管理业务：产品数量速增

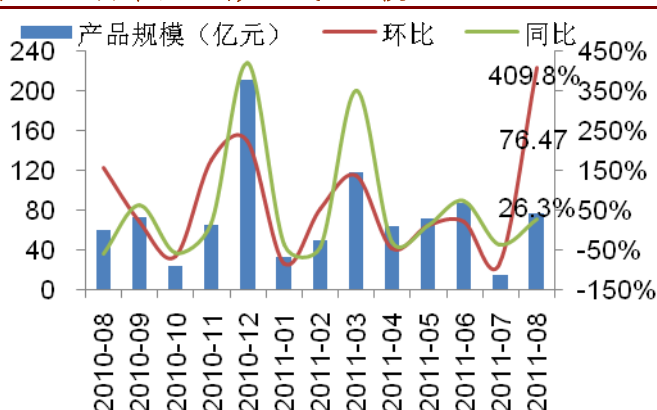
8月成立13只集合理财产品，发行规模76.47亿元，环比增长409.8%；平均每只发行规模5.9亿元。上市券商中信、海通、华泰、光大、东北和方正证券分别成立1只集合理财产品，其中东北证券成立的东北证券5号集合理财产品募资规模11.52亿元。8月还有10只集合理财计划处于推广期，其中华泰、广发、兴业和长江证券分别有1只集合理财产品处于推广期。

表 5：8 月券商集合理财产品概况

产品简称	成立日期	成立规模	存续期 (年)	管理费率	托管费率	投资类型	管理人
国泰君安君享套利 5 号	2011-8-29	2.77	2	1.00%	0.15%	平衡混合型	国泰君安
方正金泉友 3 号	2011-8-26	7.98	5	1.20%	0.25%	偏债混合型	方正证券
光大阳光避险增值	2011-8-25	8.50		1.20%	0.18%	偏债混合型	光大证券
东北证券 5 号	2011-8-25	11.52	5	1.00%	0.20%	平衡混合型	东北证券
中信红利价值	2011-8-25	9.07		1.50%	0.25%	普通股票型	中信证券
东海精选 5 号	2011-8-19	1.26	5	1.20%	0.25%	平衡混合型	东海证券
东海东风 8 号	2011-8-19	12.53		1.30%	0.25%	平衡混合型	东海证券
国泰君安君享套利 3 号	2011-8-17	2.49	2	1.00%	0.15%	平衡混合型	国泰君安
国联金如意 3 号	2011-8-15	2.83	5	1.20%	0.23%	股票型基金	国联证券
华泰紫金套利宝	2011-8-09	1.76	3	1.50%	0.25%	平衡混合型	华泰证券
东方红先锋 7 号	2011-8-03	2.07	-	2.00%	0.25%	平衡混合型	东方资管
海通海蓝消费精选	2011-8-03	5.51	-	1.20%	0.25%	平衡混合型	海通证券
安信基金宝	2011-8-01	8.18	-	1.20%	0.22%	平衡混合型	安信证券

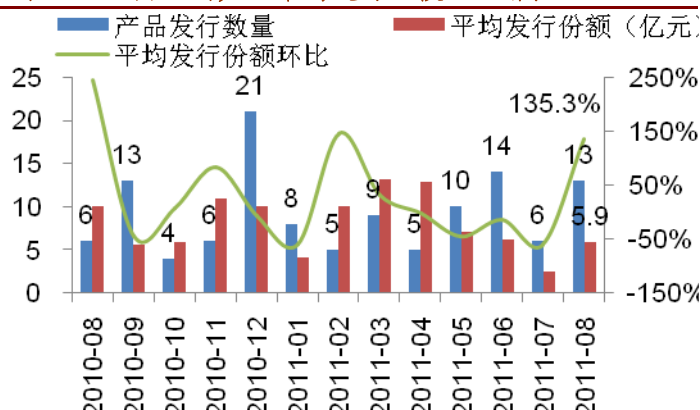
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 11：8 月集合理财产品成立规模 76.47 亿元



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 12：8 月理财产品平均发行规模大幅增长



资料来源：WIND，招商证券研发中心

截至 2011 年 8 月，券商集合理财产品共计 253 只，资产规模 1586.06 亿元，环比增长 5.05%；资产净值共计 1545.69 亿元，环比增长 5.13%。中信证券的集合理财产品规模 164.89 亿元，资产净值达 166.69 亿元，集合理财产品市场份额 10.78%。8 月中信、东北、方正和海通证券的集合理财产品市场份额均有所提升，东北、方正和海通分别提升 0.65%、0.46%、0.30%。8 月其他上市券商的集合理财产品市场份额均小幅下降。

表 6: 2011 年 8 月底券商存续期集合理财产品概况

公司	产品数量	份额合计 (亿份)	资产净值合计 (亿元)	市场份额
中信证券	15	164.89	166.69	10.78%
光大证券	12	98.55	96.53	6.24%
广发证券	7	92.78	90.42	5.85%
招商证券	8	92.68	90.13	5.83%
华泰证券	14	64.54	64.99	4.20%
长江证券	13	62.18	61.06	3.95%
宏源证券	4	48.03	45.72	2.96%
东北证券	5	43.37	41.68	2.70%
兴业证券	6	30.73	31.67	2.05%
方正证券	3	27.40	27.13	1.76%
海通证券	6	25.30	23.62	1.53%
西南证券	1	16.83	16.55	1.07%
国海证券	5	12.76	12.68	0.82%
山西证券	2	10.81	10.79	0.70%
国元证券	3	7.97	7.13	0.46%

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

在市场震荡环境下，8 月券商理财产品收益率相对降低，浙商证券资产管理的集合理财产品月度收益率表现最佳。8 月浙商证券的 5 只理财产品收益水平进入行业前 5，月度回报率均在 6% 以上。上市券商东北证券和光大证券的集合理财产品进入前十，其月度回报率分别达 4.36%、1.83%。

表 7: 月回报率前 10 的券商集合理财产品概况

排名	简称	单位净值	月回报率	年回报率	总回报率	规模 (亿元)	成立日期	投资类型	管理公司
1	浙商金惠 3 号	0.99	9.20%		-1.41%	2.15	2010-12-01	平衡混合型	浙商证券
2	浙商金惠 1 号	1.33	7.24%	27.56%	45.09%	2.68	2010-07-01	平衡混合型	浙商证券
3	浙商金惠 2 号	0.88	6.77%		-12.10%	2.68	2010-11-15	平衡混合型	浙商证券
4	浙商金惠领航	1.04	6.74%		4.14%	2.75	2010-12-27	平衡混合型	浙商证券
5	浙商汇金 1 号	1.08	6.64%	9.00%	15.43%	15.27	2010-04-30	平衡混合型	浙商证券
6	东北证券 1 号	1.01	4.36%	17.96%	17.96%	2.19	2009-07-20	平衡混合型	东北证券
7	银河福星 1 号	0.95	2.27%		-5.30%	1.73	2010-09-21	平衡混合型	银河证券
8	国信金理财 4 号	0.95	1.94%	6.64%	33.29%	5.59	2008-11-21	偏股混合型	国信证券
9	光大阳光内需动力	0.97	1.83%		-2.84%	8.51	2010-09-27	平衡混合型	光大证券
10	中航金航 1 号	1.06	1.80%	5.52%	5.72%	2.38	2010-08-04	平衡混合型	中航证券

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

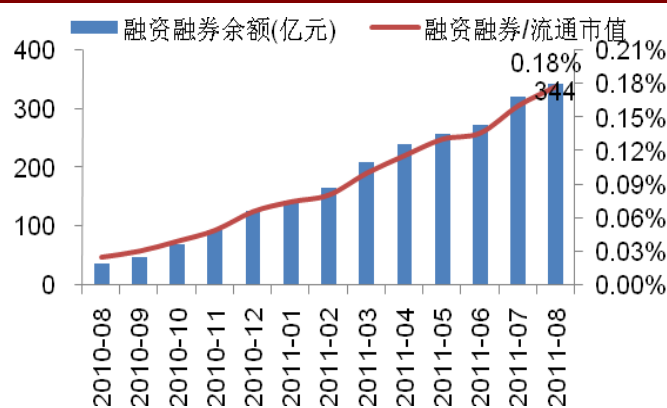
4. 创新业务：转融通草案出台

证监会发布《转融通业务监督管理试行办法（草案）》的征求意见稿，转融通框架浮出水面。草案指出证券金融公司根据国务院的决议设立，为非营利性机构，对证券金融公

司的组织形式、融资方式、转融通费率、资金结算和保证金比例及处理方法给出了框架意见，意味着转融通机制有望在今年内正式成型。当前两融余额超过 330 亿元，国泰君安额度利用率达 70%，光大、宏源等接近 50%，转融通的推出有实际意义。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。

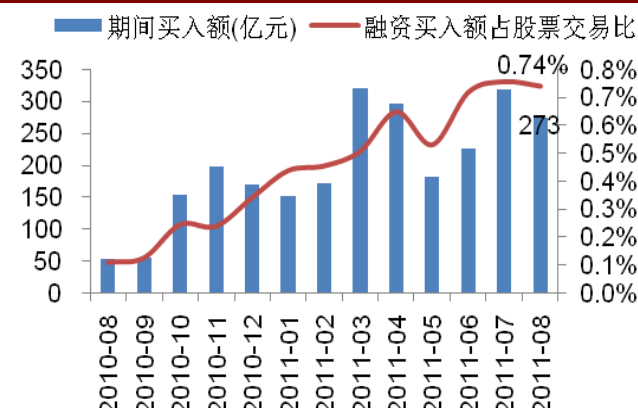
8月沪深两市融资融券余额343.57亿元，环比增加6.84%；融资融券余额占A股流通市值比达0.178%。8月融资余额为340.45亿元，环比增加6.7%；融券余额为3.12亿元，环比增长24.47%。8月融资的期间买入额合计272.70亿元，环比下降14.24%；2011年来融资期买入额累计1932.86亿元。8月融资期间买入额占股票成交额比提升至0.75%。

图 13: 融资融券月度余额达 343 亿元



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 14: 8月融资买入额下降至 272.7 亿元



资料来源：WIND，招商证券研发中心

据沪深交易所统计，8月海通、招商、中信证券的融资融券余额分别为39.24亿元、27.28亿元和27.13亿元，市场份额分别为11.42%、7.94%和7.90%，居深交所前列。8月11家上市券商融资融券余额小幅正增长，方正、中信和西南证券增幅居前，环比分别增加48.17%、25.88%、25.44%。8月上市券商深交所融资融券市场份额小幅变动，其中中信、招商、光大、广发、宏源、长江、西南和方正8家券商的市场份额稳中有升，中信的市场份额增长最快，从6.70%上升至7.90%。

表 8: 8月沪深交易所券商融资融券交易概览

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	4817.27	3780.54	143.27	3923.81	5.48%	11.42%	-0.15%
国泰君安	2012.14	3107.07	9.10	3116.17	0.23%	9.07%	-0.60%
招商证券	2065.01	2727.88	0.08	2727.96	8.97%	7.94%	0.15%
中信证券	1730.23	2695.89	17.42	2713.30	25.88%	7.90%	1.19%
光大证券	1373.51	2608.79	32.80	2641.60	9.65%	7.69%	0.20%
华泰证券	2212.39	2354.12	26.18	2380.29	-1.69%	6.93%	-0.60%
中国银河	1933.74	2249.87	9.34	2259.20	5.70%	6.58%	-0.07%
申银万国	2422.09	2146.57	22.12	2168.69	-0.20%	6.31%	-0.45%
广发证券	1535.86	2142.13	2.55	2144.69	7.15%	6.24%	0.02%
国信证券	1187.69	2048.94	18.39	2067.34	11.17%	6.02%	0.23%
中信建投	787.42	1331.96	20.85	1352.80	5.14%	3.94%	-0.06%
安信证券	790.31	857.87	1.31	859.19	5.04%	2.50%	-0.04%

兴业证券	582.68	795.18	0.30	795.48	0.16%	2.32%	-0.15%
中国建银	584.38	750.85	0.00	750.85	8.78%	2.19%	0.04%
宏源证券	447.32	742.90	0.00	742.90	16.23%	2.16%	0.17%
东方证券	456.51	654.08	0.00	654.08	-10.90%	1.90%	-0.38%
长江证券	431.06	647.73	0.16	647.89	11.08%	1.89%	0.07%
国元证券	262.23	489.28	4.71	493.99	0.65%	1.44%	-0.09%
平安证券	199.75	379.86	2.10	381.96	10.92%	1.11%	0.04%
齐鲁证券	406.25	360.06	0.08	360.15	25.24%	1.05%	0.15%
长城证券	256.36	336.45	0.10	336.55	0.94%	0.98%	-0.06%
西南证券	296.51	266.91	0.06	266.97	25.44%	0.78%	0.12%
方正证券	300.87	236.14	0.38	236.52	48.17%	0.69%	0.19%
国都证券	86.49	174.56	0.28	174.84	1.88%	0.51%	-0.02%
中国国际	91.69	159.40	0.00	159.40	32.12%	0.46%	0.09%

资料来源：深交所，招商证券研发中心

8月4项直投项目实现IPO上市。8月直投项目4个实现上市，金石投资直投项目开山股份成8月19日成功上市，实现账面收益32225万元，回报水平805.6%。平安财智的直投项目爱康科技8月15日上市，账面收益达3916万元，回报水平达206.1%。绵阳产业基金投资的江河幕墙于8月18日上市，实现账面收益70918万元，投资收益率295.4%。广发信德直投项目林洋电子成功上市，直投项目林洋电子8月8日上市，实现账面收益5865万元，投资收益率达266.7%。

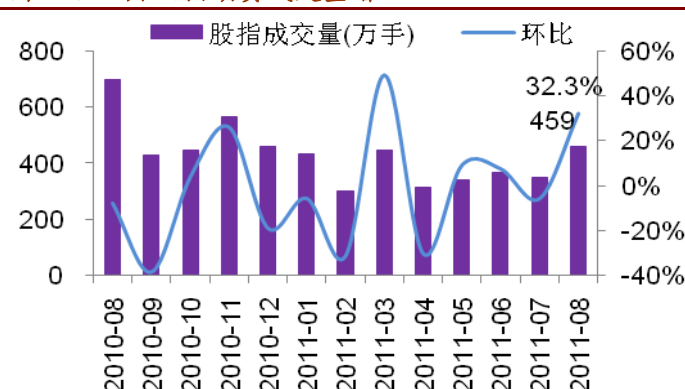
表9：2011年8月券商直投项目进展概览（单位：万元）

直投子公司	投资项目	入股时间	占比	投资金额	持股数(万)	上市时间	解禁时间	账面收益	回报水平
金石投资	开山股份	2009.12	4.67%	4000	500	2011-08-19	2012-12-23	32225	805.6%
绵阳产业基金	江河幕墙	2009.07	8.89%	24002	4000	2011-08-18	2012-08-18	70918	295.4%
平安财智	爱康科技	2010.05	1.67%	1900	250.05	2011-08-15	2012-08-15	3916	206.1%
广发信德	林洋电子	2010.06	1.40%	2199	300	2011-08-08	2013-06-11	5865	266.7%

资料来源：招商证券研发中心

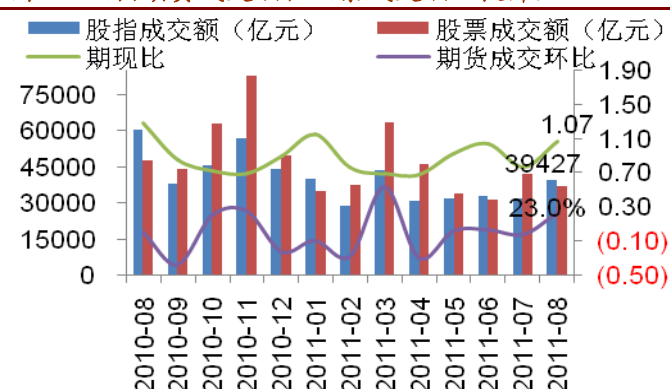
股指期货成交量持续增长。8月股指期货成交量和成交额继续反弹回升。8月股指期货成交量459.27万手，环比增加32.32%。股指期货成交额3.904万亿元，环比增长22.98%。8月股指期货占股票交易额比提升至1.07。截至8月，股指期货累计成交额达69万亿元，日均交易额2078亿元。

图15：8月股指期货成交量增加32.3%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图16：股指期货成交额占股票成交额比提升至1.07



资料来源：WIND，招商证券研发中心

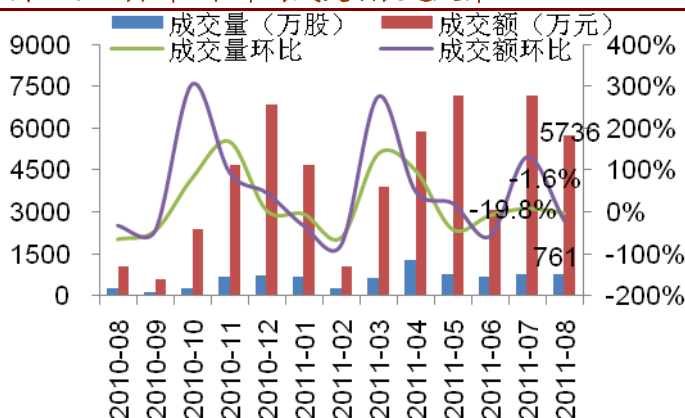
四、新三板进展

据悉新三板扩容相关配套政策框架初定，有望步入实质性阶段。据报道，目前新三板试点扩容方案及配套政策的框架已制定完毕，拟将实行主办券商的分类监管制度，并确定引入做市商制度及降低个人投资者入市交易门槛等相关措施，有关信披及审核配套机制已完善。预计新三板扩容将迎来实质性发展阶段。评级优先和较高的主办券商在业务开展上将更具先发优势和品牌优势，实行分类监管制度将促使主办券商业务的分化。同时，还对现有交易制度进行微调，拟拆细交易单位；降低交易门槛，吸引个人投资者，个人投资者交易门槛基本定在 2 年股龄、50 万元金融资产。在信息披露方面让公司自主先行披露，主办券商再进行审核。

9 月 5 日，华龙证券、首创证券和华安证券 3 家券商获得代办系统主办券商业务资格，从事业务种类为股份转让业务和股份报价业务；截止目前共有 52 家券商获得代办系统主办业务资格。有 92 家企业挂牌新三板市场，目前有 2 家正等候发审，1 家已通过创业板发审；已有 4 家企业实现成功转板。挂牌企业中申银万国、国信、西部证券分别主办企业 23 家、10 家和 10 家，市场份额分别为 25%、10.87%和 10.87%，位居市场前 3。新三板市场 8 月成交量 760.53 万股，环比下降 1.63%；成交额 5735.81 万元，环比下降 19.84%。

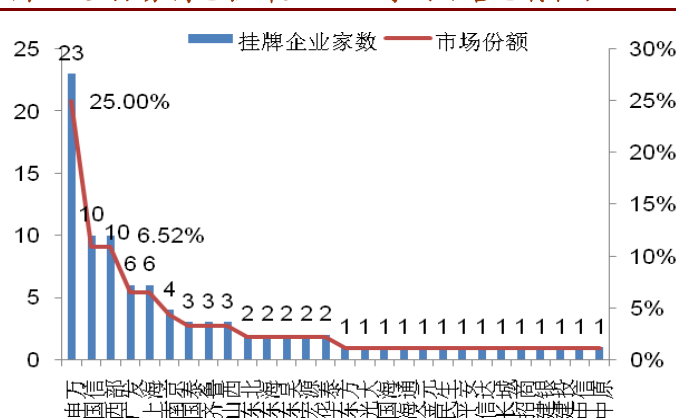
业绩平稳增长。据证券业协会统计，2011 年中期已披露的 91 家在新三板市场挂牌的公司实现营业收入 46.62 亿元，同比增长 29.6%，平均每家公司营业收入 5123 万元。归属母公司净利润 3.4 亿元，同比增长 14%。净资产总计 64.5 亿元，同比增长 9.91%。2011 年中期新三板挂牌企业平均每股收益 0.12 元，平均净资产收益率 ROE 6%。

图 17: 8 月新三板市场成交额快速反弹



资料来源：深交所，招商证券研发中心

图 18: 主办券商已挂牌企业 92 家（不含已转板）



资料来源：代办股权转让系统，招商证券研发中心

五、行业月度业绩分析

8 月盈利继续环比下滑。因 8 月 A 股市场反复震荡，致使 8 月券商业绩大幅缩水。8 月 17 家上市券商实现营业收入 24.46 亿元，环比减少 30.52%；其中 3 家上市券商的营业收入环比正增长，光大和兴业证券 8 月营业收入分别增长 87%、63.16%，其余 14 家券商营业收入均出现不同程度的下降。8 月 17 家上市券商实现净利润 4.87 亿元，环比下降 70.26%，4 家券商环比实现正增长，其中兴业和光大证券 8 月净利润环比分别增长 251.53%、141.55%。8 月 17 家上市券商平均净利润率下降至 19.9%，兴业证券 8 月净利润率

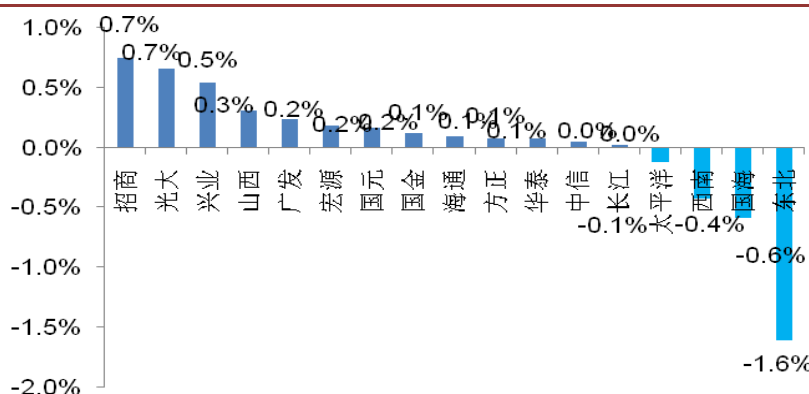
42.02%，居行业前列。8月上市券商净资产收益率继续下降，其中光大和兴业证券的净资产收益率分别为0.66%、0.54%。

表 10: 上市券商 2011 年 8 月经营业绩分析

单位: 百万元	营业收入			净利润			净资产		利润率
	8 月	环比	同比	8 月	环比	同比	8 月	环比	8 月
中信系	393	-66.48%	-77.20%	64	-92.20%	-95.17%	63249	-0.35%	16.21%
中信证券	234	-76.12%	-84.45%	27	-96.33%	-97.79%	58532	-0.44%	11.71%
中信金通	62	-17.24%	-19.61%	15	-47.63%	-53.04%	2649	0.55%	24.77%
中信万通	97	-17.62%	-31.72%	21	-47.97%	-55.27%	2068	1.02%	21.58%
海通证券	252	-40.61%	-65.44%	24	-79.49%	-93.91%	34355	-0.01%	9.57%
广发证券	164	-48.90%	-66.49%	23	-79.95%	-91.37%	30085	-0.01%	13.97%
华泰系	89	-15.18%	-63.33%	1	-65.29%	-99.03%	4270	0.01%	1.44%
华泰证券	230	-48.78%	-65.21%	42	-68.18%	-87.82%	44701	-0.17%	18.27%
华泰联合	355	-21.05%	-55.46%	74	-63.24%	-79.12%	31152	62.64%	20.83%
招商证券	353	87.00%	2.29%	144	141.55%	-7.11%	21706	-0.23%	40.78%
光大证券	425	56.61%	-10.12%	179	80.84%	-22.42%	23962	0.57%	42.02%
长江系	156	63.16%	-	45	251.53%	-	8215	0.41%	28.65%
长江证券	99	-30.88%	-66.22%	14	-72.11%	-90.04%	7433	-0.35%	13.77%
长江承销	(25)	-206.67%	-112.51%	(49)	-180.71%	-143.14%	11401	2.50%	-
宏源证券	29	-37.27%	-60.96%	(3)	-119.77%	-106.35%	2105	-0.12%	-9.02%
国元证券	110	-19.19%	-37.92%	24	-49.31%	-72.65%	14693	-0.26%	22.17%
东北证券	57	-55.37%	-51.61%	4	-90.42%	-70.40%	3264	0.12%	6.66%
西南证券	(2)	-102.08%	-100.88%	(54)	-848.05%	-165.46%	3358	-0.44%	3209.07%
国金证券	95	-35.22%	-74.33%	14	-61.59%	-91.43%	11689	-0.03%	14.95%
太平洋	74	-49.14%	-79.96%	2	-94.88%	-98.77%	11477	-0.13%	2.86%
兴业证券	21	2005.39%	-	12	-372.33%	-283.52%	212	6.03%	57.78%
山西系	77	19.30%	-	22	2003.77%	-	6975	0.15%	28.82%
山西证券	58	-3.76%	-	18	50.31%	-	6010	0.11%	31.47%
中德证券	18	410.80%	-	4	-133.20%	-	966	0.39%	20.33%
国海证券	31	-	-	(15)	-	-	2608	-	-49.57%
方正系	179	-	-	58	-	-	15262	-	32.51%
方正证券	97	-	-	11	-	-	14399	-	11.61%
瑞信方正	82	-	-	47	-	-	863	-	57.33%

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 19: 8 月上市券商的 ROE 分析

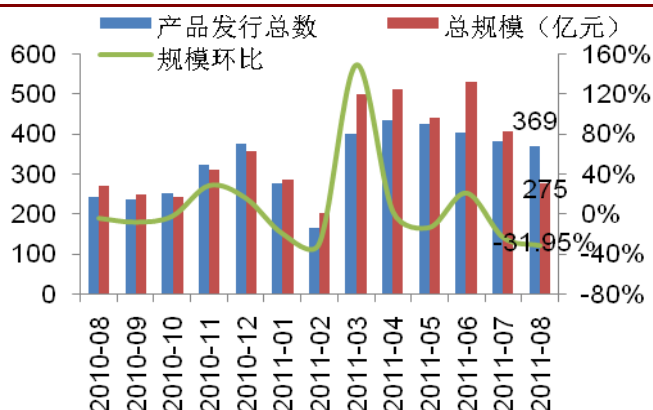


资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

六、信托

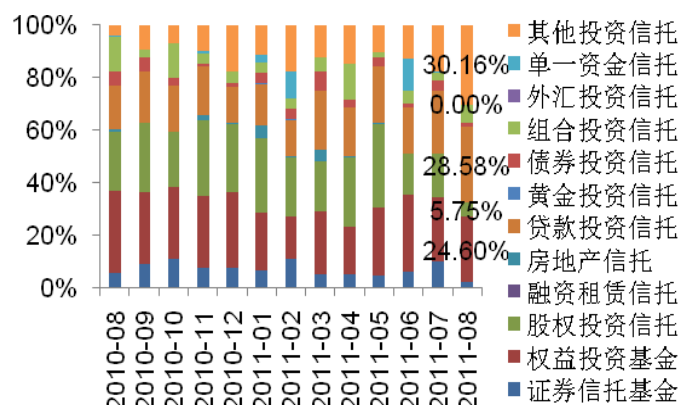
据 WIND 统计，2011 年 8 月已公布发行信托产品 369 只，发行规模 274.85 亿元，环比下降 31.95%。其中权益投资信托、贷款投资信托和股权投资信托的发行规模分别为 67.62 亿元、78.56 亿元、15.80 亿元。其他投资信托发行规模 82.91 亿元，市场份额提升至 30.16%。8 月权益投资基金、贷款投资信托、组合投资信托和其他投资信托的市场份额均有所上升，其他投资信托市场份额增加 12.48%，其他类信托的市场份额出现小幅下降。

图 20：信托产品月度发行数量和发行规模



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 21：信托资产资金投向构成



资料来源：WIND，招商证券研发中心

七、行业月度要闻

表 11：2011 年 8 月行业、国际和公司要闻

日期	行业	主题
2011-8-31	证券	证券金融公司定位于中介+裁判功能，券商无缘入股未来的证券金融公司
2011-8-31	金融	深交所与郑交所签订异地灾备中心建设是协作框架协议
2011-8-30	金融	深交所：不鼓励中小板公司进行风险投资
2011-8-25	金融	备受市场关注的备兑权证推出步伐有可能放缓，正处于研究论证阶段
2011-8-25	证券	新三板扩容相关配套政策框架初定
2011-8-25	信托	定向增发成为信托产品新热点
2011-8-25	金融	备受市场关注的备兑权证推出步伐有可能放缓，正处于研究论证阶段
2011-8-23	信托	阳光基金信托参与股指期货
2011-8-19	证券	证监会发布转融通业务监督管理试行办法草案
2011-8-17	期货	期货业协会公布《2011 年期货公司分类结果》。中国国际期货、浙江永安期货和中粮期货 3 家获 AA 级类期货公司
2011-8-17	证券	证券营业部“饱和名单”出炉，为引导券商有序增设营业部，避免佣金战，饱和地区原则上不再新设营业部
2011-8-16	证券	证监会新接收 13 家期货公司投资咨询资格申请材料
2011-8-14	金融	证监会日前起草《证券投资基金销售结算资金管理暂行规定》，面向社会公开征求意见
2011-8-14	期货	证监会加快讨论开放期货公司外盘经纪业务，将选取 3-4 家期货公司试点，名单或 9 月确定
2011-8-08	证券	证监会提供借壳上市门槛，借壳上市标准语 IPO 趋同
2011-8-05	证券	证监会：客户交易结算资金管理暂行办法修订草案征求意见
2011-8-05	证券	相关部门日前召集部分券商召开研讨会，讨论内容涉及放松部分券商每次申请新设营业部数

敬请阅读末页的重要说明

2011-8-04	证券	量的上限, 以及放开网点饱和度限制两项议题 相关监管部门日前在深圳召开转融通业务推出前的动员会, 鼓励参会的前两批 11 家融资融券业务试点券商做好推出转融通业务的准备, 并下发转融通具体业务方案的征求意见稿
时间	国际	主 题
2011-8-26	国际	RQFII 细则或一个月内出台, 20 家券商争 200 亿配额
2011-8-25	国际	国务院副总理李克强 8 月 17 日访港宣布, 落实人民币合格境外投资者(RQFII), 容许境外人民币回流投资内地资本市场, 首批额度 200 亿元。
2011-8-18	国际	美国保险商 Allstate 就抵押贷款担保证券起诉高盛
时间	公司	主 题
2011-8-30	公司	中信证券境外上市外资股(H 股)获中国证监会批复
2011-8-29	公司	招商证券韩国首尔办事处成立
2011-8-26	公司	财政部同意首都机场向金元证券增资 20 亿元
2011-8-25	公司	广发证券非公开发售新增股份 26 日上市
2011-8-24	公司	中信证券 H 股聆讯推迟
2011-8-23	公司	广发期货(香港)有限公司加入新加坡交易所衍生品市场, 成为包括衍生品和证券在内的星交所第一家来自中国的会员
2011-8-19	公司	国金证券与联通签署战略合作协议, 基于 WCDMA 3G 网络技术在移动证券方面深度合作
2011-8-16	公司	国海证券获得向保险机构投资者提供交易单元资格
2011-8-16	公司	国海证券获得直投业务资格
2011-8-16	公司	经纬纺机拟非公开发行 A 股股票不超过 10167 万股, 拟募集资金总额不超过 12.31 亿元,
2011-8-06	公司	中信证券获批新设 5 家营业部
2011-8-03	公司	中国中期拟出资 2.7 亿元增资中国国际期货有限公司
2011-8-03	公司	证监会核准大通证券保荐机构资格
2011-8-02	公司	华西证券以 4 元每股的价格向原股东发行 4 亿股的增资扩股已完成, 共募资 16 亿元
2011-8-02	公司	广发证券获准在长春设立分公司, 专职管理吉林省和黑龙江省的营业部。该分公司不直接参与经营经纪和投行等业务, 只做费用中心
2011-8-02	公司	西南证券获政府补贴 9800 万元。
2011-8-02	公司	海通证券向直投子公司海通开元增资 10 亿元, 通过设立上海海通证券资产管理公司(暂定名)的议案, 同意在设立上海资产管理子公司, 拟注册资本 10 亿元
2011-8-02	公司	中信证券欲整合旗下子公司中信金通和中信万通, 打造统一服务品牌。将主要在品牌标识、考核系统和技术系统方面进行重点整合
2011-8-01	公司	浙商金汇信托在今年获得中国银监会的开业批准, 中金公司参股 35%, 浙江国际贸易集团有限公司持有该公司 56%的股权, 浙江当地民营企业传化集团持有剩余的 9%股权

资料来源: 招商证券研发中心

表 12: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		10	11E	12E	10	11E	12E	10	11E	12E	(MRQ)	(TTM)	(亿)
中信证券	600030	1.14	0.67	0.80	26%	-41%	19%	10.6	18.0	15.0	1.8	17.2%	1196
海通证券	600837	0.45	0.55	0.62	-19%	22%	13%	17.6	14.4	12.8	1.4	9.0%	652
广发证券	000776	1.36	0.99	1.12	13%	-27%	13%	22.6	31.0	27.4	3.9	19.1%	908
光大证券	601788	0.68	0.65	0.70	-22%	-4%	8%	17.2	18.0	16.7	1.6	11.3%	399
长江证券	000783	0.62	0.52	0.72	-6%	-16%	38%	14.1	16.8	12.1	1.7	10.3%	207
国元证券	000728	0.50	0.56	0.60	-11%	12%	7%	19.8	17.7	16.5	1.6	6.3%	195
西南证券	600369	0.39	0.42	0.50	-20%	8%	19%	29.2	27.1	22.8	2.3	8.5%	265
宏源证券	000562	0.89	1.06	1.29	13%	19%	22%	16.2	13.6	11.2	2.8	16.0%	211
太平洋	601099	0.23	0.24	0.27	-50%	4%	13%	33.7	32.3	28.7	5.7	13.5%	116
东北证券	000686	0.98	0.60	0.98	-42%	-39%	63%	18.7	30.5	18.7	3.5	15.1%	117
国金证券	600109	0.42	0.58	0.62	-15%	38%	7%	31.7	23.0	21.5	3.8	10.8%	133
华泰证券	601688	0.61	0.54	0.73	-10%	-11%	35%	16.8	18.9	14.0	1.7	9.5%	573
兴业证券	601377	0.40	0.42	0.47	-32%	5%	12%	37.1	35.3	31.6	3.8	9.9%	326
山西证券	002500	0.22	0.18	0.22	-29%	-18%	22%	36.5	44.7	36.5	3.1	5.8%	193
国海证券	000750	0.64	0.56	0.73	-35%	-13%	30%	23.4	26.8	20.5	3.8	5.4%	107
方正证券	601901	0.20	0.18	0.21	-10%	-10%	17%	31.1	34.6	29.6	4.1	13.8%	379
合计		0.61	0.55	0.66	-16%	-10%	21%	23.5	25.2	21.0	2.9	11.4%	374

资料来源: 招商证券研发中心

表 13: 国外证券公司估值对比表

公司名称	价格	EPS10	EPS11	PE	PB	市值(亿)
台湾						
KGI 中信证券	12.45	0.98	1.33	12.70	0.83	407
宝来证券	20.30	1.06	1.25	19.15	1.54	434
美国						
高盛	104.56	14.15	16.32	7.99	0.80	549
摩根士丹利	15.33	2.64	2.69	12.46	0.51	296
韩国						
三星证券	59000.00	3685.00	5815.91	16.01	1.36	39433
现代证券	10850.00	1802.00	-	6.02	0.65	18445
大宇证券	13750.00	1282.00	1899.44	10.73	0.91	26139
教保证券	5050.00	353.00	-	14.31	0.32	1818
澳大利亚						
麦格理	23.53	2.83	3.49	8.33	0.72	82
英国						
IAP	472.80	0.29	0.46	16.79	2.54	31
日本						
野村证券	303.00	7.90	32.19	38.18	0.54	11582
DAIWA 证券	301.00	-21.90	17.77	-	0.60	5266
SHINKO 证券	165.00	-18.45	5.09	-	0.49	2626

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

注：市值单位为亿当地货币，价格和EPS 为单位当地货币

图 22: 证券信托行业历史PEBand

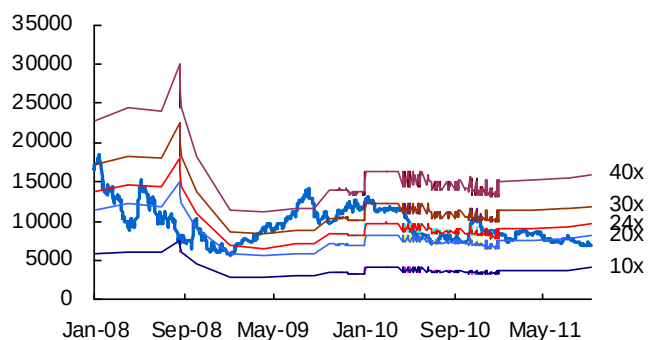
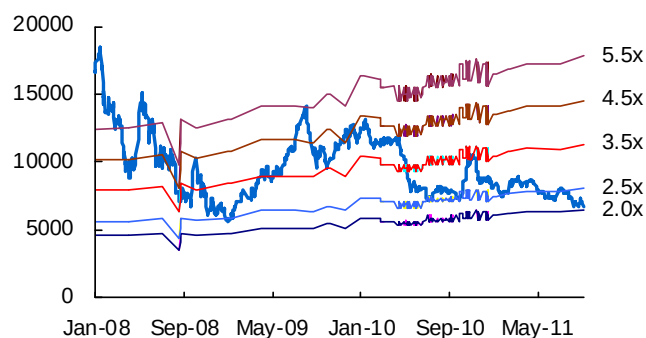


图 23: 证券信托行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯；
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。

参考报告:

- 1、《证券行业2011年4月报-成交额持续提升，新业务逐步推进》2011/4/15
- 2、《证券行业2011年5月报-季度业绩平稳，盈利结构趋优》2011/5/11
- 3、《证券行业2011年6月报-行业接近底部，战略建仓正当时》2011/6/10
- 4、《证券行业2011年7月报-中期业绩改善，政策利好持续》2011/7/12
- 5、《证券行业2011年8月报-估值再次下移，洼地提供买点》2011/8/16

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）。

沈娟：西南财经大学金融学硕士，2011 年 6 月加入招商证券，从事金融行业研究。

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。