



分析师

黄立军 邢波

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

2010 年行业投资策略报告 评级（增持）

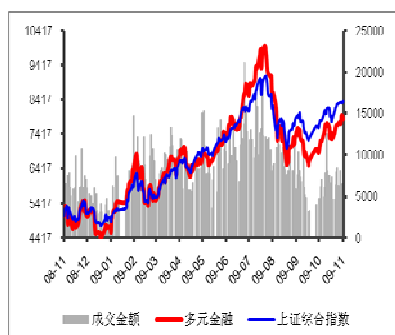
证券行业/行业研究

证券业：寻找结构性机会

行业数据

股票家数（家）	14
总市值（亿元）	16422
流通市值（亿元）	6547
重点公司（家）	10
重点公司占行业市 场比重	92%

市场表现



相关研究：

银信与集合信托走势判若云泥**非银行金融
* 黄立军 邢波》

2009.11.15

《招商证券：强周期行业中的低贝塔标的
*600999*非银行金融*黄立军 邢波》

2009.11.6

《中信证券：非经纪业务发力*600030*非银
行金融*黄立军 邢波》

2009.11.2

投资要点：

- **经纪业务量将现接力式增长。**未来非流通股的解禁和创业板的推进将此起彼伏，加上融资融券与国际板的拓展，我国股票市场流通盘的容量将现接力棒式的增长，我们预计未来三到五年券商经纪业务量的复合增长率将维持在 20% 以上。
- **承销业务结构持续优化。**09 年债券发行含有较多的政府性，预计 2010 年将有所下降，而权益相关发行将呈恢复性增长，但我们认为承销结构优化的成果将得以保持。同时随着经济转型及国家对经济结构调整的持续推动，未来并购顾问业务将成为其投行业务新的增长点。
- **直投业务将有效改善自营风险受益曲线。**根据创业板数据，券商直投平均收益率为达 5.76 倍，投资周期为 3 年，复合收益率将达 79%，同时其投资风险相对二级市场要小很多，此项业务将有效改善券商自营的受益风险结构。部分行动迅速的上市券商将率先从中获益
- **券商集合理财短期将保持一定增速。**由于监管机构审批的放松和券商对资管业务重视度提高，近期集合理财发行提速，预计未来将保持一段时间热度。资产管理的基金板块则将进入稳定发展期。
- **营业部扩张带来的竞争风险是行业面临的重大威胁。**一方面，至 2010 年底存量服务部必须全部升级为营业部。另一方面，新营业部自 08 年 5 月份重新开批，我们预计明年及未来一段时间国内营业部将有迅猛的增加。而新设营业部强烈的业务拓展冲动将对区域佣金率构成重大威胁，我们预计未来三年行业佣金率将以 10% 的速度下降。
- **行业存在结构性机会。**考虑到经纪业务增长由于受到佣金率下降而大打折扣，而承销业务的增速属恢复性，直投与资管业务由于占比较低而对整体增长贡献有限，因此未来行业投资机会将是结构性的。我们认为中信证券和海通证券将因新业务获得的竞争优势而产生投资价值。

目 录

1 经纪业务量将现接力式增长.....	4
1.1 非流通股解禁仍是大盘交易额提升的强劲动力	4
1.2 创业板发展将成为大盘扩容的新动力	5
2 承销业务结构持续优化	8
2.1 承销业务结构优化的成果将得以保持	8
2.2 并购顾问将是投行业务新的增长点	9
3 直投业务将有效改善自营风险受益曲线.....	10
1.1 直投业务将改善券商自营收益率曲线	10
1.2 部分上市券商将率先从 PE 中获益	11
4 券商集合理财短期将保持一定增速	12
4.1 集合理财业务短期将保持一定增速	12
4.2 券商基金管理业务将进入稳定增长阶段	12
5 新业务将成为未来券商竞争的制高点.....	13
5.1 融资融券将对券商构成多重利好	13
5.2 国际业务是未来券商争夺的制高点	13
6 营业部扩张带来的竞争风险是行业面临的最大威胁.....	14
6.1 市场经纪佣金率与市场竞争程度高度关联.....	14
6.2 明年营业部将有迅猛增加	16
6.3 部分券商佣金将面临较大压力	16
7.公司估值与投资建议	18

表目录

表 1: 有效非流通股解禁支持大盘增长测算.....	5
表 2: 截至 11 月 18 日, 有 6 家创业板公司通过证监会审核暂未发行.....	6
表 3: 33 家 VC/PE 投资 20 家创业板上市企业分行业投资回报倍数一览.....	10
表 4: 券商对创业板企业投资周期较短.....	10
表 5: 券商已获批及成立 PE 子公司情况.....	11
表 6: 内地获批设立香港子公司的券商及其情况一览.....	14
表 7: 部分券商经纪业务人员及增长情况.....	16
表 8: 上市券商估值比较表.....	18

图目录

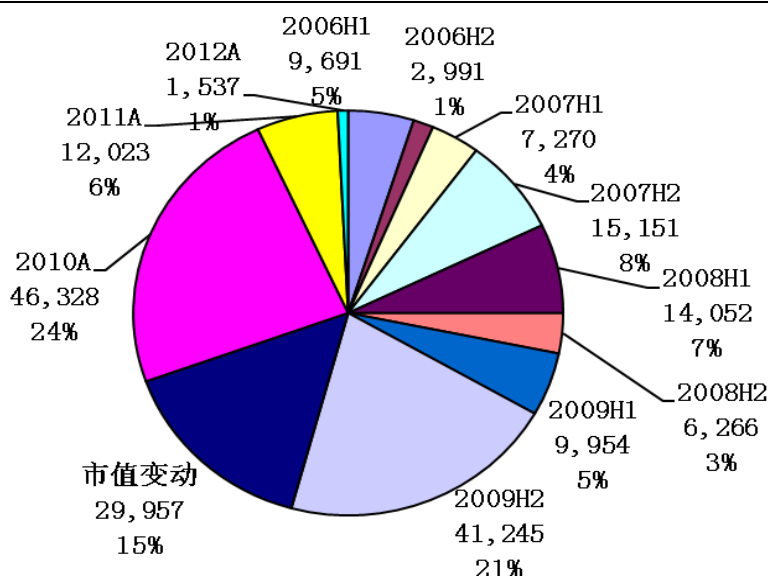
图 1: 不考虑新上市股票未来两年流通盘仍有 33% 的扩容 (亿元)	4
图 2: 未来非流通股解禁规模大时间分布不均匀 (亿元)	4
图 3: NASDAQ 成交量占纽交所比例在 60% 左右.....	5
图 4: KOSDAQ 股票成交量占 KOSPI 比例在 30% 左右.....	5
图 5: 目前 KOSDAQ 市值仅占主板的 8%-12%.....	6
图 6: NASDAQ 市值占 NYSE 的 25%.....	6
图 7: KOSDAQ 换手率是主板的 3 倍以上.....	7
图 8: NASDAQ 换手率是纽交所的 2 倍以上.....	7
图 9: 中小板市场换手率是主板市场 1.5~3 倍, 流通市值为 5% 左右.....	7
图 10: 承销业务结构优化将的以保持 (亿元)	8
图 11: 2010 年承销金额或回到 2007 年度水平 (亿元)	8
图 12: 并购重组交易额呈现爆发式增长态势.....	9
图 13: 券商集合理财近期发行节奏加速.....	12
图 14: 基金管理公司将进入稳定增长阶段 (亿元)	12
图 15: 台湾地区信用交易占总交易额的比例 (%)	13
图 16: 中国对外直接投资迅速增长.....	13
图 17: 佣金率成交额同向变动 (中信证券)	14
图 18: 佣金率成交额同向变动 (长江证券)	15
图 19: 证券营业部增加情况一览.....	16
图 20: 相对增加 10% 以上或绝对增加 6 家以上的省份.....	17
图 21: 上市公司佣金压力指数.....	17

1 经纪业务量将现接力式增长

1.1 非流通股解禁仍是大盘交易额提升的强劲动力

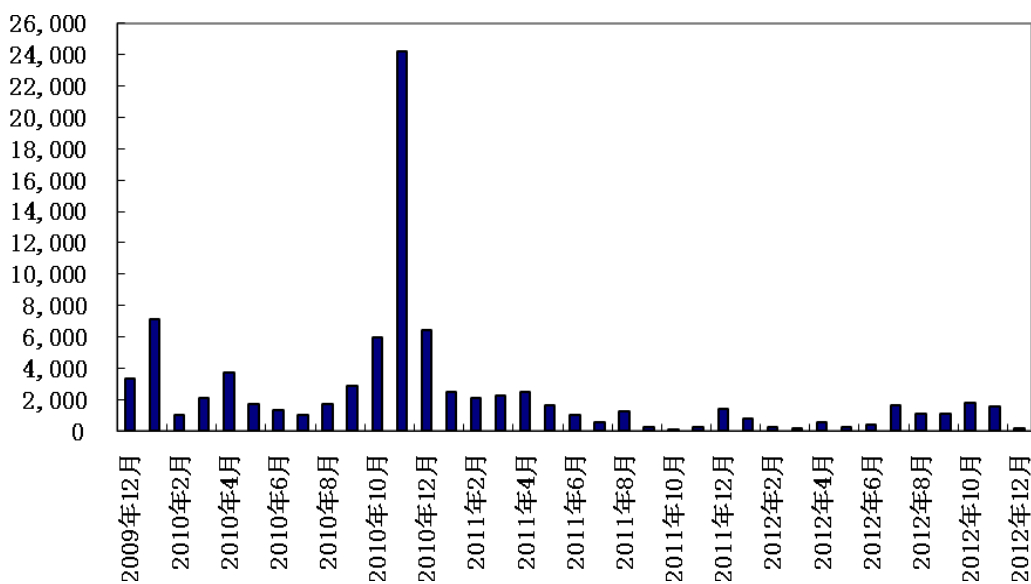
未来两年看解禁带来的流通盘扩容仍是相当可观的（包括股权分置改革、IPO、增发产生）。以 06 年中期为参照，到 09 年 11 月底大盘扩容近 13 倍，其中 71% 是新增流通股贡献。以 11 月底流通市值为参照，未来看，09 年 12 月至 11 年底大盘解禁还要扩容 33%（图 1），以市值计则扩容在 140% 以上（表 1），而且扩容的速度也很不均匀（图 2），我们在 6 月份曾从解禁冲击角度进行过交易增长测算，预测效果良好。

图 1：不考虑新上市股票未来两年流通盘仍有 33% 的扩容（亿元）



资料来源：wind 资讯，宏源证券

图 2：未来非流通股解禁规模大时间分布不均匀（亿元）



资料来源：wind 资讯，宏源证券

根据万德 12 月 4 日的数据，仅考虑存量限售股解禁，2010 年流通市值将达 20.8 万亿，2012 年将达 23.4 万亿。根据中登公司的数据，截至 10 月份，股权分置改革限售股的综合减持比例为 15.72%，其中大非减持比例为 7.05%，小非减持比例为 39.51%。考虑到 IPO 和定向增发的小股东占比更高，我们预计未来非流通股减持的比例在 18% 左右。这里我们按 18% 的减持比例和算术平均进行简单的测算（表 1），2010 年有效平均流通市值为 15.2 万亿，同比将增长 55%，2012 年有效平均市值 16.1 万亿，流通盘三年复合增长约为 18%。

表 1：有效非流通股解禁支持大盘增长测算（亿元）

	流通市值	增长	复合增长
2009 年平均	97,564	—	—
2010 年底	207,806	113%	113%
2012 年底时点	234,474	140%	34%
2010 年有效平均	151,653	55%	55%
2012 年有效平均	161,097	65%	18%

注：平均为区间始末的算术平均，有效平均含义为新增流通市值乘以 20% 的减持假设再做算术平均。

数据来源：wind 资讯

1.2 创业板发展将成为大盘扩容的新动力

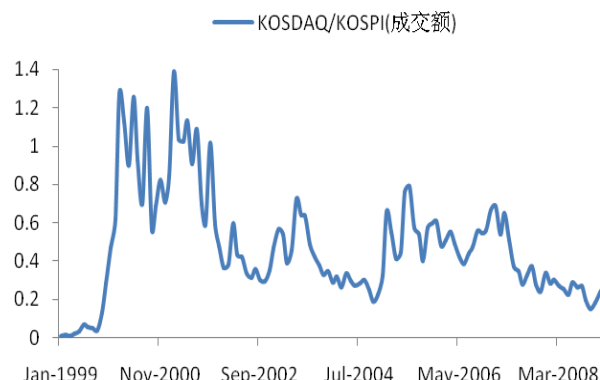
数据显示，海外运行中的创业板共有 47 家，分布于 30 余个国家，上市公司总数约 9000 家，总市值约 2 万亿美元。其中运行较为成功的为 NASDAQ 和 KOSDAQ。其中 NASDAQ 1971 年在原有的柜台市场基础之上设立，截至 2008 年底 NASDAQ 总市值已达 2.59 万亿美元，上市公司约 3000 家，年股票交易额达 15.24 万亿美元。近年来 NASDAQ 成交量占纽交所比例在 60% 左右，KOSDAQ 股票成交量占 KOSPI 比例在 30% 以上。

图 3：NASDAQ 成交量占纽交所比例在 60% 左右



资料来源：bloomberg，宏源证券

图 4：KOSDAQ 股票成交量占 KOSPI 比例在 30% 左右



资料来源：CEIC，宏源证券

创业板市场主要定位于中小型企业，因此在市值方面与主板市场有相当大的差距；同时创业板市场也是经济与资本市场发展到一定阶段之后的产物，不同经济体也存在差距，08 年底 KOSDAQ 市价总值为 KOSPI 的 8%（图 5），而 NASDAQ 市值占 NYSE 比重达 25% 左右（图 6）。

图 5：目前 KOSDAQ 市值仅占主板的 8%-12%



资料来源：KRX，宏源证券

图 6：NASDAQ 市值占 NYSE 的 25%



资料来源：CEIC，宏源证券

中国具有庞大的经济基础，创业板储备项目众多，这是韩国等国家地区所不具备的，据中关村海淀园区管委会 2008 年底统计，基本符合创业板上市条件的企业达 1200 多家，已经改制和完成辅导期的企业达 500 多家。证监会目前已经正式受理了 191 家企业的发行申请，截至 11 月 18 日，有 28 家上市交易，有 6 家公司通过证监会审核暂未发行（表 2），创业板上市公司日均流通市值 225.39 亿元。

中国经济正面临结构调整和产业升级，对创新有较强的需求和紧迫感，国家已明确表示将大力支持“三高六新”企业的发展（成长性高、科技含量高、附加值高以及新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式），参考韩国创业板的发展历程综合中国经济状况，未来五年**创业板市值达到主板的 10%将是大概率事件。**

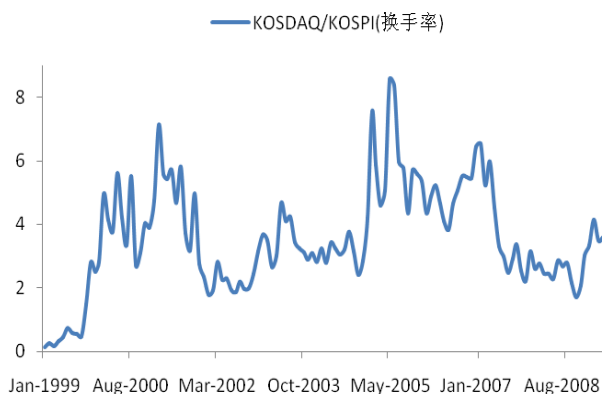
表 2：截至 11 月 18 日，有 6 家创业板公司通过证监会审核暂未发行

公司名称	审核通过会议日期	主承销商	预计发行股数(百万股)	预计募集金额(百万元)
江苏华盛天龙光电设备股份有限公司	2009-11-17	光大证券	50	277
北京钢研高纳科技股份有限公司	2009-11-10	国信证券	30	230
金龙机电股份有限公司	2009-11-10	国信证券	36	250
浙江核新同花顺网络信息股份有限公司	2009-11-02	申银万国	17	252
无锡宝通带业股份有限公司	2009-11-02	齐鲁证券	13	206
北京华谊嘉信整合营销顾问股份有限公司	2009-09-22	西南证券	13	120

资料来源：wind 资讯，宏源证券

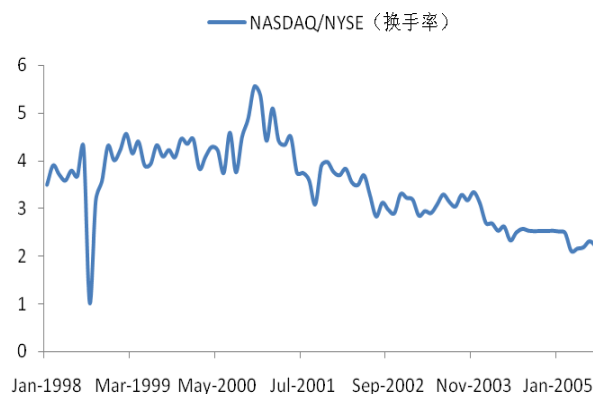
在成交活跃度方面，由于创业板市场主要定位于中小型企业，而中小型企业相对于优质企业存在规模较小、信誉支撑度低、盈利波动等特点，创业板市场相对于主板带有更高的投机性，因此创业板市场交易活跃程度往往高于主板市场。近年来 NASDAQ、KOSDAQ 换手率都是主板换手率的 2 倍以上（图 7，图 8）。

图 7: KOSDAQ 换手率是主板的 3 倍以上



资料来源: KRX, 宏源证券

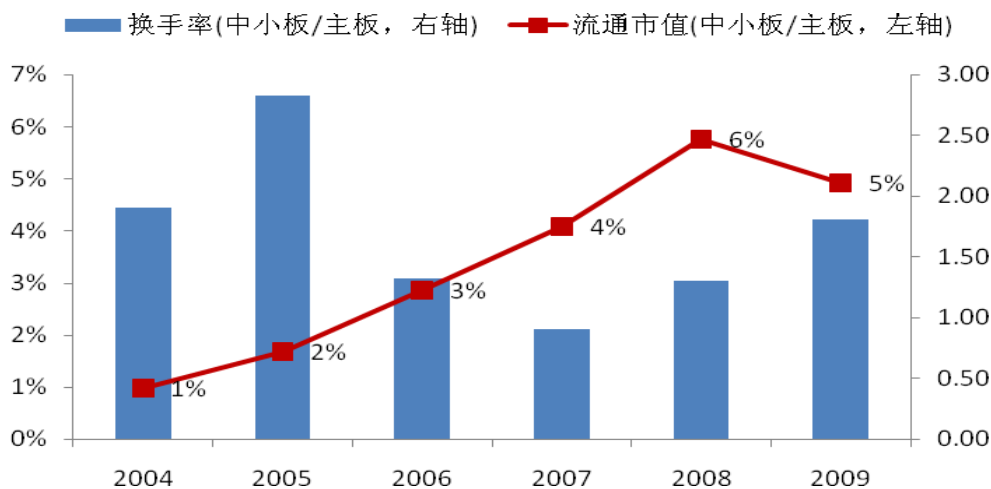
图 8: NASDAQ 换手率是纽交所的 2 倍以上



资料来源: CEIC, 宏源证券

我国中小板市场换手率目前是主板市场换手率的 1.5~3 倍之间(图 9), 参考前面
对海外创业板市场换手率的分析, 我们认为未来我国创业板换手率维持在主板的 2-3
倍甚至以上是大概率事件。目前我国中小板流通市值已占主板市值 5%, 结合前面创业
板流通市值达到主板流通市值 10%的判断, 我们认为未来五年创业板的成交量将达到
主板的 20%-30%左右, 最终将达到介于韩国和美国市场之间的水平。

图 9: 中小板市场换手率是主板市场 1.5~3 倍, 流通市值为 5%左右



资料来源: wind, 宏源证券

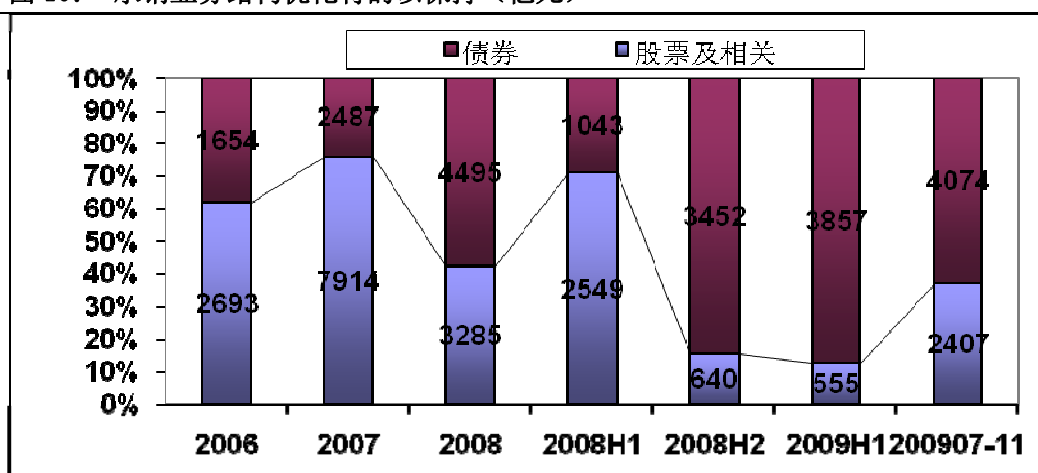
综合前面的分析, 非流通股的解禁和创业板的推进将此起彼伏, 加上未来国际板的
拓展, 我国股票市场流通盘的容量将现接力棒式的增长, 我们预计未来三到五年券商经
纪业务量的复合增长率将维持在 20%以上。

2 承销业务结构持续优化

2.1 承销业务结构优化的成果将得以保持

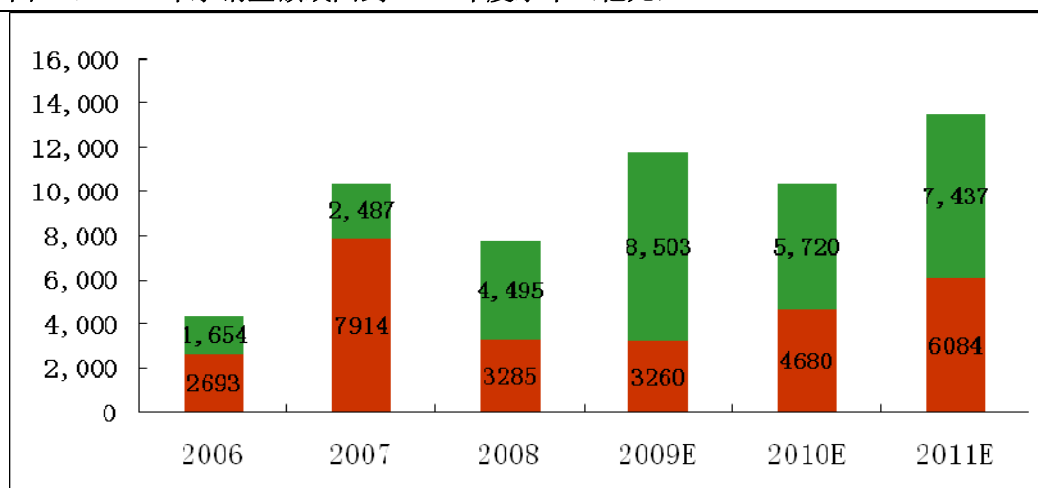
如图 10，与资本市场波动相适应国内券商承销结构从 2006 年至目前经历了一轮变换。06 年的承销比例结构相对正常，07 年股票权益相关融资比例达到高峰，08 年上半年 IPO 发行比例开始下降，08 年下半年包括增发、配股、可转债发行比例全面下降，09 年上半年股票及相关发行比例创了新低，09 年下半年至今开始恢复。与此同时债券发行蓬勃开展，比例迅速提升，我们认为这一方面是资本市场低迷造成的，另一方面也是经济发展对于融资比例趋于合理化要求的外在反映；同时比较国际资本市场发行结构和券商承销收入比例也可以发现其合理性；另外国内固定收益类产品发行呈现的发改委、央行和证监会监管竞争的局面也有利于债券发行需求的释放。结合经济发展、监管竞争及国际比较，我们认为承销业务结构优化的成果将得以保持，即债券承销仍将保持一定规模，而股票承销比例将有所反弹，

图 10： 承销业务结构优化将得以保持（亿元）



资料来源：wind，宏源证券

图 11： 2010 年承销金额或回到 2007 年度水平（亿元）



资料来源：wind，宏源证券

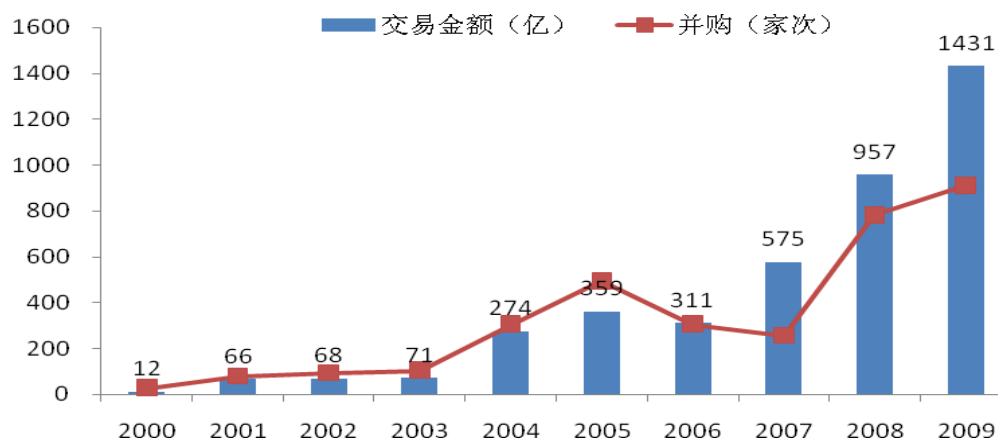
考虑到 2009 年债券承销含有较多的地方债的成份,我们预测 2010 年债券发行将有所下降(图 11),从而使其总直接融资额的占比回落至 55%的合理水平,而权益相关发行将呈恢复性增长,其占直接融资额的比例回复至 45%的水平。综合考虑国家扩张政策总体淡出基调和具体项目的延续性,我们预计总直接融资额下降约 12%左右,基本回落至 07 年的水平,2011 年我们假设比例结构合理不变,随着经济总量的扩张和民间资本的扩张,总直接融资额比 2010 年增长 30%,比 2009 年增长 15%。

2.2 并购顾问将是投行业务新的增长点

随着全流通时代的临近,并购重组对于提高上市公司质量、促进行业整合、推动产业结构调整升级具有重要意义。近三年来,我国上市公司并购重组交易额呈现爆发式增长态势,交易额复合增长率达到 114.6%,仅 09 年前 11 月交易额就达 1431 亿,比 08 年增长 49%(图 12)。

券商目前参与并购业务主要有增发承销和财务顾问两种形式。增发我们已经纳入承销进行分析,目前监管机构发布《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》进行规范。关于并购业务证监会于 2008 年 7 月发布《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》,银监会后续也发布了银行发放并购贷款的相关规定,对于证券公司发挥并购重组的业务专长具有较强的支持。随着经济转型及国家对经济结构调整的持续推动,我们认为未来一段时间券商并购顾问业务将获得强力支撑,从而成为其投行业务新的增长点。

图 12: 并购重组交易额呈现爆发式增长态势



资料来源: wind, 宏源证券

3 直投业务将有效改善自营风险收益曲线

1.1 直投业务将改善券商自营收益率曲线

随着 10 月 30 日创业板首批 28 家企业集体上市，券商 PE 业务也浮出水面，28 家上市企业中有 3 家券商直投公司参与投资。根据清科研究中心统计整理，至 28 家企业上市之日，20 家创业板上市企业涉及 33 家 VC/PE 机构。对 33 家机构经过分类统计，平均回报倍数最高的为生物技术和健康行业，整体平均回报率为 5.76 倍，平均投资金额 1913 万元（表 3）。

表 3：33 家 VC/PE 投资 20 家创业板上市企业分行业投资回报倍数一览

行业	获投企业数量	平均投资金额（万元）	平均回报倍数
传统行业	8	1,442	6.19
服务业	1	2,016	5.49
广义 IT	5	1,364	4.63
生技/健康	6	750	8.25
清洁技术	1	4,109	5.11
合计	20	1,913	5.76

资料来源：清科研究中心

目前监管部门将国内证券公司直投业务范围限定为 Pre-IP0，即对拟上市公司的投资，并初步设定了“投资期限不超过 3 年”等相关规则。根据清科研究中心的统计数据显示，机构对 10 月份上市的 28 家企业平均投资周期为 2-4 年，而券商投资周期更短（表 4），按照交易所的规定，申报上市前三年增资的非实际控制人企业股东锁定期为上市后 12 个月，综合起来很多创业板企业可以满足券商直投的要求。国内创投周期短（通常 VC/PE 退出的平均周期为 6-8 年）的原因在于我国经济容量、国家创新发展战略和门槛较低，我们认为未来三至五年这些因素不会改变。

表 4：券商对创业板企业投资周期较短

简称	行业	发行价	投资机构	投资时间	上市时间
神州泰岳	广义 IT	58	金石投资	2009 年 5 月	2009 年 10 月
中元华电	传统行业	32.18	中比基金	2009 年 1 月	2009 年 10 月
银江股份	广义 IT	20	海通开元	2009 年 3 月	2009 年 10 月
机器人	传统行业	39.8	金石投资	2008 年 5 月	2009 年 10 月
金龙机电	传统行业	—	国信弘盛	2009 年 3 月	2009 年 11 月过会
北京钢研高纳	传统行业	—	国信弘盛	2009 年 5 月	2009 年 11 月过会

资料来源：交易所，证监会网站

综合上述分析，我们假设券商直投平均收益率为 5.76 倍，投资周期为 3 年，则券商直投的复合收益率将达 79%，远超二级市场收益率，同时其投资风险相对二级市场要小很多，因此此项业务将有效改善券商自营的收益风险结构。

1.2 部分上市券商将率先从 PE 中获益

目前获得中国证监会批准拥有直投资格的证券公司已达 16 家（表 5），中信证券和中金公司于 2007 年首批获准；国信证券、华泰证券、海通证券、平安证券、国泰君安、光大证券、中银国际、广发证券、申银万国于 2008 年获得该资格；直投业务试点资格门槛下调后，国元证券、长江证券、招商证券、银河证券于今年先后获得直投业务试点资格，东方证券也于 09 年 11 月获批直投资格。16 家获得资管券商有 14 家已设立投资公司，并且均为全资子公司，另外长江证券和东方证券的直投子公司也在筹备中。

表 5：券商已获批及成立 PE 子公司情况

券商	直投公司	资本规模	性质	成立时间
中信证券	金石投资有限公司	30 亿	全资	200710
中金公司	中金佳成投资管理有限公司	5 亿	全资	200710
国信证券	国信弘盛投资有限公司	10 亿	全资	200808
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	2 亿	全资	200808
中银国际	中银国际投资有限责任公司	3 亿	全资	200809
平安证券	平安财智投资管理有限公司	3 亿	全资	200809
海通证券	海通开元投资有限公司	10 亿	全资	200810
光大证券	光大资本投资有限公司	20 亿	全资	200811
广发证券	广发信德投资管理有限公司	5 亿	全资	200812
国泰君安	国泰君安创新投资有限公司	5 亿	全资	200905
国元证券	国元股权投资有限公司	5 亿	全资	200908
招商证券	招商资本投资有限公司	1 亿	全资	200909
银河证券	银河创新资本管理有限公司	10 亿	全资	200910
东方证券	东方证券资本投资有限公司	—	筹建	—
长江证券	长江成长资本投资有限公司	—	筹建	—

资料来源：公司网站、公司年报

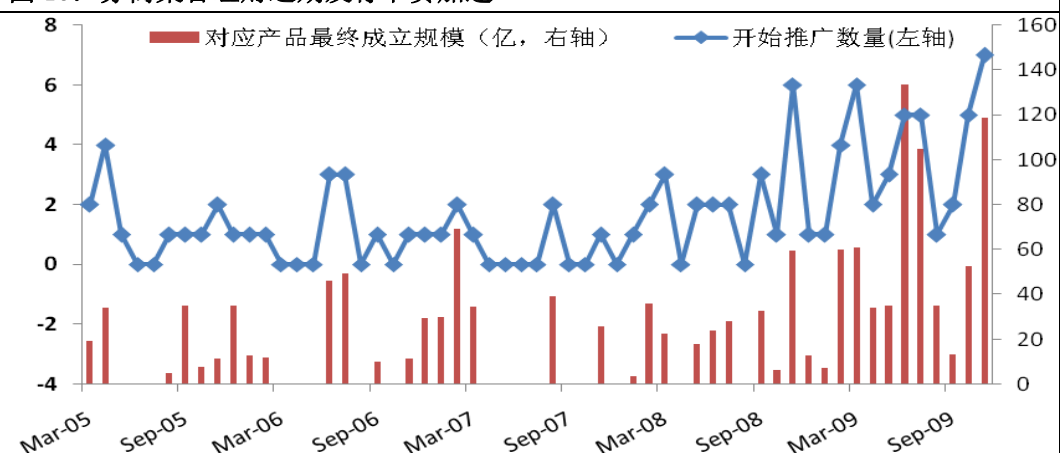
按照《证券经营机构股票承销业务管理办法》规定，只要投资比例低于 7% 且不是上市企业前五大股东，券商可以同时扮演投资人和承销人角色，券商进行 PE 投资具有天然优势，因此我们认为券商可以很快达到 15% 净资本的投资额度上限，并且先发券商将获得优势。上市券商中中信证券直投子公司，先后两次获得增资，其投入的神州泰岳和沈阳新松机器人 5332 万元已带来账面利润逾 3 亿元，根据披露的信息其还对昊华能源、中信房地产、中海金鸿天然气输送有限公司、广西丰林木业集团、贵州开磷有限责任公司、内蒙古北方重工业集团、Visiongain 等项目进行了投资，投资金额超过 13 亿元，同时金石投资旗下的中信联合创投也已投资了锦铁、广发银行、安联大众、中信铂业等多个项目。

4 券商集合理财短期将保持一定增速

4.1 集合理财业务短期将保持一定增速

数据显示，券商集合理财近期发行节奏有所加速（图 13），我们认为主要两方面原因。从监管层面看，风险处置工作收关，客户资金第三方存管工作完成排除了资金挪用风险，同时券商在上一轮市场下跌中整体自营风险控制表现较好，证监会推动的以净资本为中心的风险控制奏效，监管层开始提升产品审批节奏；从券商层面看，很多券商其他业务受到挤压，开始把资产管理业务作为发展的重点，尤其是没有基金公司的券商；我们认为未来这两个因素还会起作用，预计集合理财业务短期将保持一定增速。

图 13：券商集合理财近期发行节奏加速

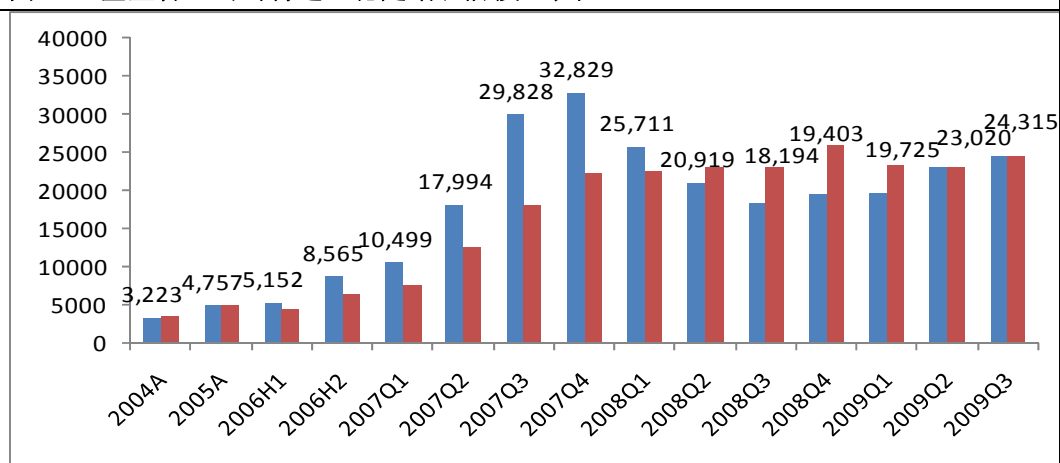


资料来源：wind 资讯

4.2 券商基金管理业务将进入稳定增长阶段

基金管理规模在 06、07 年有一轮爆发性增长，08 年市场下跌后有一定回调，09 年进入恢复阶段。我们认为一方面国内理财业务潜力依旧，因此基金管理公司业务规模底部不断抬高仍会保持一段时间，但另一方面，经历一轮牛熊周期后投资者将更加理性，并且对基金公司的运行规律也有所体验，我认为未来基金将进入稳定发展期。

图 14：基金管理公司将进入稳定增长阶段（亿元）



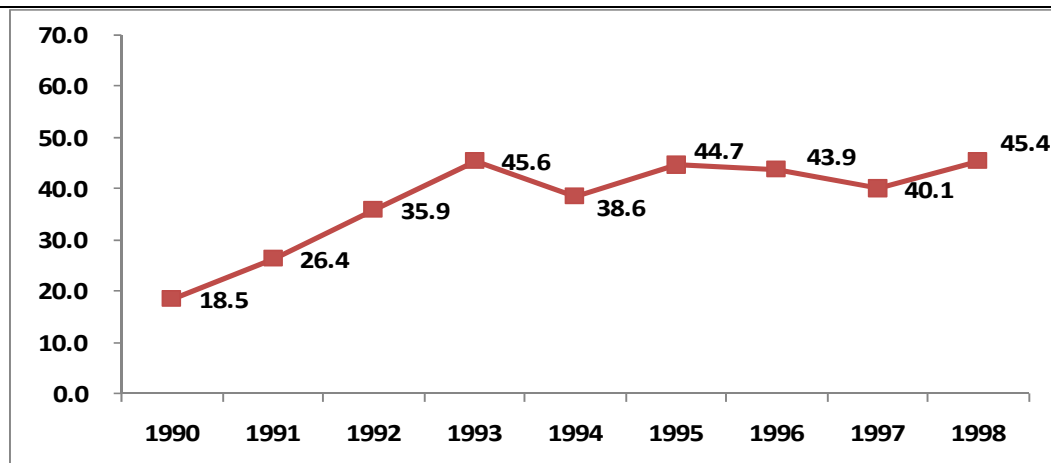
资料来源：wind 资讯

5 新业务将成为未来券商竞争的制高点

5.1 融资融券将对券商构成多重利好

融资融券将对券商构成多重利好。首先融券融资将促进整个市场的交易，以与我们具有相似文化习惯的台湾地区为例，台湾地区的信用交易制度稳定后，信用交易占比基本在 45% 左右（图 15）。其次，开展融资融券将为券商带来利差。另外，我们认为更为重要的是在中国特殊的制度安排下试点券商将获得竞争优势，从而带来价值重估，具体详见海通证券深度报告。

图 15：台湾地区信用交易占总交易额的比例（%）

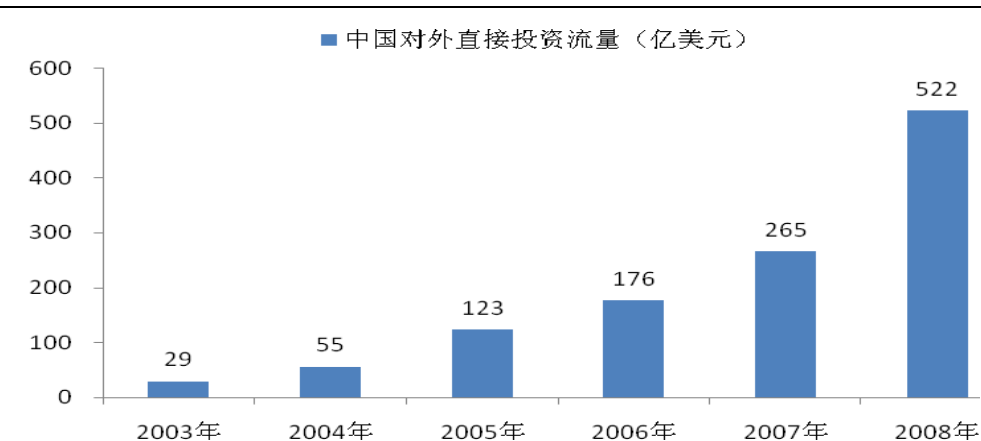


资料来源：根据台湾证券与期货管理委员会《证券统计要览》相关数据计算（上交所交易制度研究）

5.2 国际业务是未来券商争夺的制高点

随着中国经济的日益国际化，国内公司走出去投资并购的需求日盛。2008 年中国对外直接投资流量达到 521.5 亿美元，其中非金融投资 406.5 亿美元，金融类投资 115 亿美元（图 16）。其中有成功的案例，如中国工商银行入股澳门银行、印度尼西亚银行、南非标准银行，但国内券商并未主导。其中也有不少失败的案例，最近就有中铝并购力拓搁浅国内投行业务跟进不力是重要原因。

图 16：中国对外直接投资迅速增长



资料来源：商务部，宏源证券

目前看国内券商已经意识到国际业务拓展的重要性,并把香港市场作为试水国际资本市场的“桥头堡”。截至 2009 年 11 月,中国证监会共批复 13 家内地券商在香港设立子公司。除去今年 11 月获批的东方证券,已经在香港设立子公司并营业的有 10 家,新获批的平安、国信 2 家香港子公司正在筹备中。今年 9 月,安信证券则通过收购南方证券(香港)公司,获取在港经营牌照;11 月,海通证券收购香港大福证券加强国际业务。未来看国际业务将成为一流券商争夺的制高点。

表 6: 内地获批设立香港子公司的券商及其情况一览表

母公司	香港子公司	成立时间	注册资本
申银万国	申银万国(香港)有限公司	1993 年 6 月	2.82 亿港元
国泰君安	国泰君安证券(香港)有限公司	1995 年 6 月	410 万美元
中金公司	中国国际金融(香港)有限公司	1997 年 9 月	3900 万港币
招商证券	招商证券(香港)有限公司	2005 年 9 月	08 年末实际投资 2.7 亿元
中信证券	中信证券国际	2005 年 11 月	19.155 亿港元
国元证券	国元证券(香港)有限公司	2006 年 7 月	6 亿港元(实际投资 3.5 亿港元)
广发证券	广发控股(香港)有限公司	2006 年 7 月	2.3 亿港元
华泰证券	华泰金融控股(香港)有限公司	2006 年 8 月	5000 万港币
海通证券	海通(香港)金融控股有限公司, 下设海通证券(香港)经纪有限公司	2007 年 7 月	10 亿港元
国都证券	国都证券(香港)有限公司	2009 年 5 月	1 亿港元

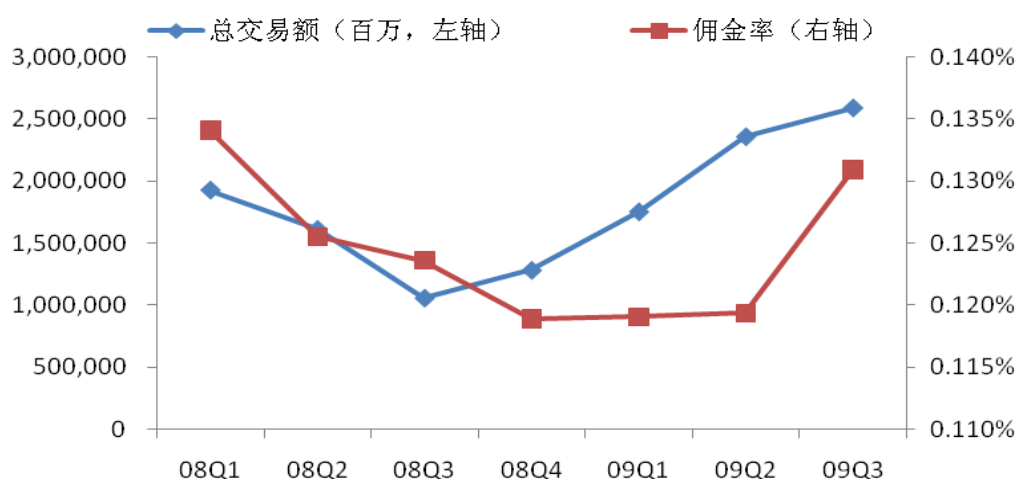
资料来源: 2008 年各公司年报、中国证券报

6 营业部扩张带来的竞争风险是行业面临的最大威胁

6.1 市场经纪佣金率与市场竞争程度高度关联

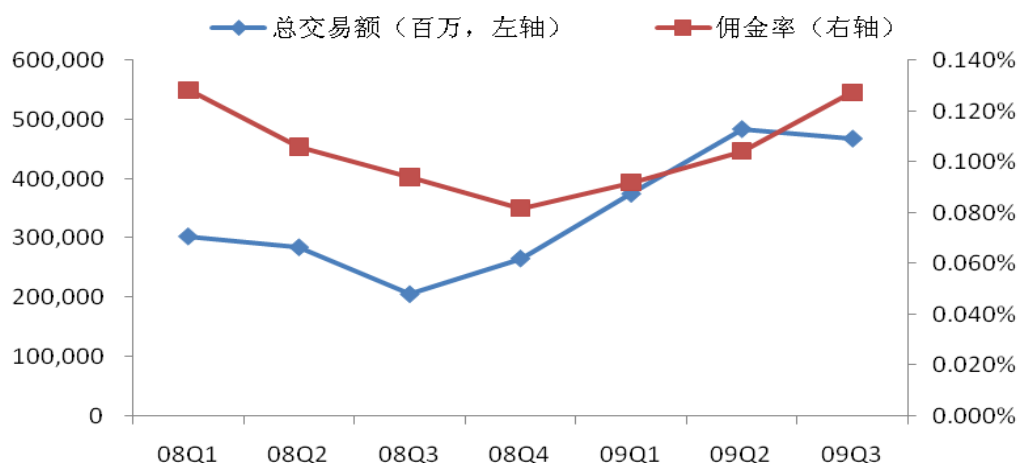
对于作为券商收入主要来源的经纪业务,佣金率是进行经纪业务市场竞争最主要和直接的竞争手段,佣金率基本和市场竞争程度高度关联。市场成交量与佣金率同向变动即反映了这一点(图 17, 图 18)。一般市场向下时,成交量较为惨淡,对于券商来说,业绩压力较大,往往通过降佣争取市场份额,而当市场好转、成交量活跃时,投资者更关注投资收益,券商有成交量支撑,对新开户客户及部分存量客户敢于维持较高佣金率。另外,在市场繁荣时的人员扩张也为下一年度的竞争推波助澜,如表 7,许多券商在 07 年对经纪人员进行了扩张,也加剧了后续佣金竞争,佣金率下降的幅度一定程度反映了这一点。

图 17: 佣金率成交额同向变动(中信证券)



资料来源：公司数据，宏源证券

图 18：佣金率成交额同向变动（长江证券）



资料来源：公司数据，宏源证券

表 7：部分券商经纪业务人员及增长情况

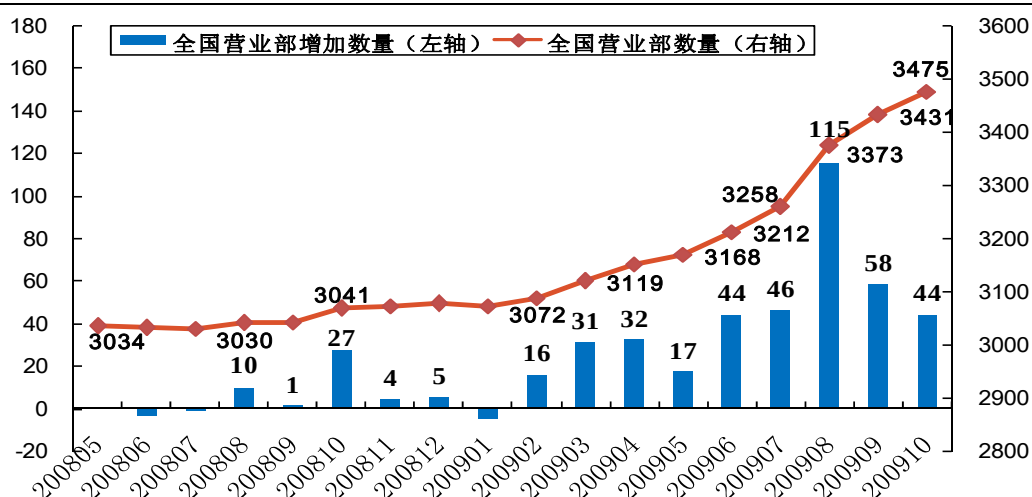
	海通	国元	长江	东北
2008	3551	873	2218	912
2007	2740	753	1875	883
同比增长	30%	16%	18%	3%

资料来源：公司数据，宏源证券

6.2 明年营业部将有迅猛增加

明年及未来一段时间国内营业部将有迅猛的增加。一方面，至 2010 年底存量服务部必须全部升级为营业部，其总量为升级前营业部的三分之一左右，目前各家券商正在开展如火如荼的升级运动。另一方面，行业完成客户资金第三方存管后，新营业部自 08 年 5 月份重新开批，其设立条件近期有所放宽，相比双刃剑式的自营和份额高度集中的承销业务，经纪业务由于进入门槛较低仍将使券商保持新设营业部的热情。如图 19，截至 10 月份营业部数量达 3475 家，比 08 年 5 月份增加 14.5%，其中 09 年 5 月份后增长速度有明显提高，我们预计明年增长在 20% 以上。

图 19：证券营业部增加情况一览

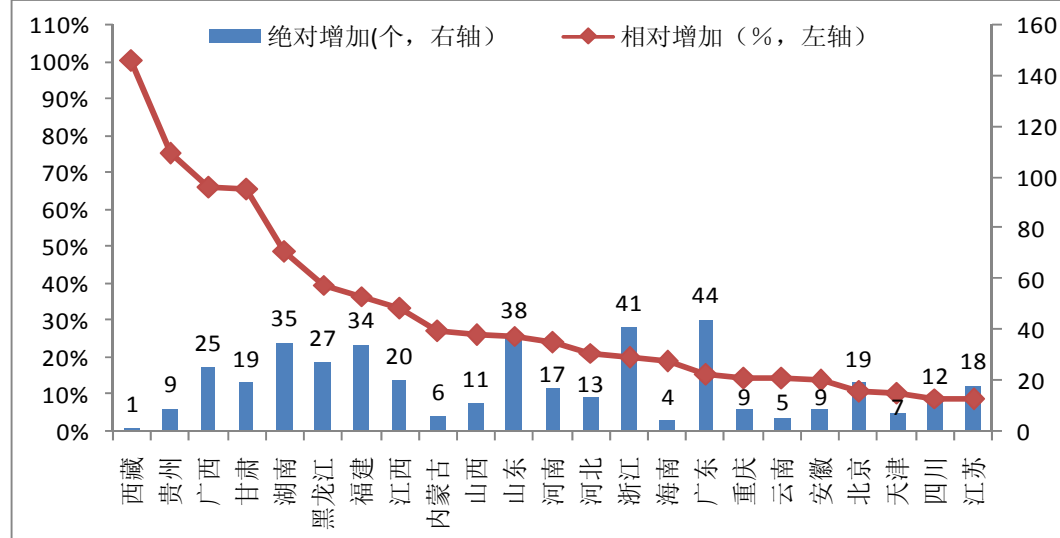


资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所

6.3 部分券商佣金将面临较大压力

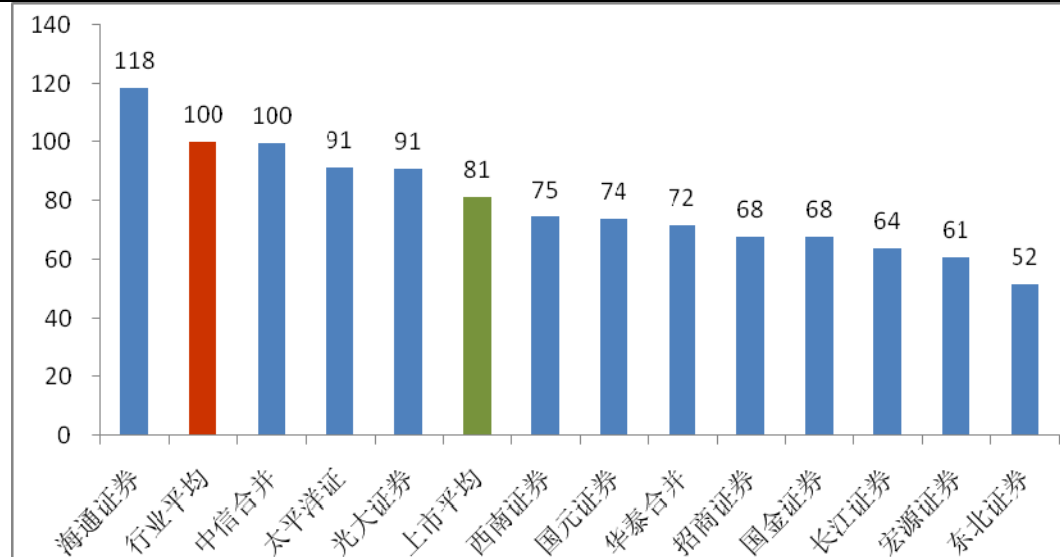
新设营业部强烈的业务拓展冲动将对该区域佣金率构成重大威胁，我们预计未来三年行业佣金率将以 10% 的速度下降。同时我们根据目前数据对营业部增加情况进行了详细的分析，我们发现其存在区域的不均衡性（图 20）。基于此，我们认为不同地区面临的佣金压力也不相同，我们结合截至 10 月份的各省营业部增长，根据券商的 10 月份营业部分布情况及交易分布进行加权计算编制了压力指数，以行业为基数 100，我们可以看到上市券商整体佣金压力小于行业，上市公司中压力最大的是海通和中信，最小的是东北证券（图 21）。

图 20：相对增加 10% 以上或绝对增加 6 家以上的省份



资料来源：交易所，宏源证券

图 21：上市公司佣金压力指数



资料来源：交易所，宏源证券

7.公司估值与投资建议

考虑到经纪业务占行业收入的 60% 以上，其增速由于受到佣金率下降而大打折扣，而承销业务的增速属恢复性增长，直投与资管业务由于占比较低而对整体增长贡献有限，因此未来行业投资机会将是结构性的。我们认为中信证券和海通证券将因新业务获得的竞争优势而产生投资价值（表 8）。

表 8：上市券商估值比较表

公司	EPS			PE			PB		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
中信	1.25	1.70	2.45	23.5	17.3	12.0	3.1	2.7	2.2
光大	0.81	1.04	1.36	29.6	23.0	17.6	3.6	3.2	2.8
长江	0.60	0.81	1.04	31.0	23.2	18.0	6.8	3.9	3.3
海通	0.54	1.00	1.50	31.5	17.1	11.4	3.3	2.9	2.4
招商	0.88	1.16	1.52	35.0	26.5	20.2	5.2	4.5	3.8
东北	1.03	1.35	1.66	37.7	28.8	23.4	4.7	4.1	3.6
国元	0.47	0.89	1.11	43.1	22.9	18.4	2.6	2.4	2.2
西南	0.40	0.45	0.46	45.6	40.6	39.3	8.7	7.4	6.4
国金	0.51	0.77	0.96	46.6	30.7	24.9	9.2	7.3	5.8

资料来源：宏源证券

销售经理：万玮
联系电话：010-62294617
电子信箱：wanwei@hysec.com

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上