

金融业/证券行业

2009 年 12 月 23 日



行业研究

证券行业

跟踪评级：维持 推荐 - A

证券行业：“传统+创新”双重驱动有望带来投资机会
—2010 年证券行业投资策略报告

核心观点：**传统业务有望稳定增长**

经纪业务方面，按照中性的假设，受益于流通市值的持续扩容，2010 年日均股票交易额有望达到 2379 亿元，较 09 年增长约 7%；自营业务方面，从经济基本面、流动性及估值来看，2010 年股票投资仍存在较好投资机会，预计券商投资策略会从 09 年的保守谨慎转向适度积极，投资收益会较 09 年有所改善；投行业务方面，由于监管层大力支持直接融资发展，包括主板、中小板、创业板及未来可能推出的国际板等多层次融资渠道的发展将为券商投行业务的发展提供非常有利的环境；资管业务方面，今年以来券商集合理财产品发行提速，未来行业管理资产规模和收入有望持续增长。

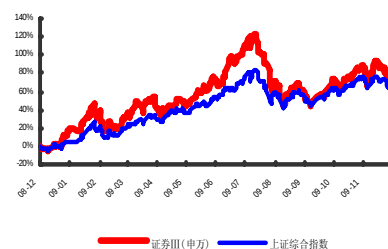
创新业务承载行业盈利模式升级之希望

随着创业板的推出，中信、海通的直投业务已经挖到第一桶金，其“承销+直投”的双赢模式将改变券商对传统自营业务过于依赖的局面，直投业务有望成为券商拓展自有资金运用渠道、提高资金效益的重要手段。而融资融券的推出将是 2010 年证券行业最为期待的事件。融资融券的推出不仅将拓展券商的利息收入来源，同时还能通过刺激交易的活跃带来增量佣金收入。我们的测算显示上市券商中国元、光大、中信、海通、招商对融资融券业务比较敏感。不过考虑到首批试点券商资格有限，应该还是中信、海通最先受益，随后是光大、招商。我们对明年推出股指期货的预期比较谨慎，如果真的推出则是惊喜。

“传统+创新”双重驱动有望带来上升空间

从市场的角度来看，虽然明年未必能复制 09 年的大幅上涨，但是持续复苏的经济、盈利能力逐步恢复的微观主体、较为充裕的流动性仍将为市场估值中枢的上移提供支持，市场整体环境向好，包括经纪、投行和自营在内的券商传统业务有望稳定增长。而直投业务的发展、融资融券的推出则为券商业绩锦上添花。考虑到“传统+创新”这两大支持因素，我们维持行业推荐 - A 的评级，建议优先关注大券商的投资机会，这主要是因为大券商依托雄厚的资本实力在传统业务上继续占据规模优势、在创新业务上则拥有先发优势，明年业绩具有更多的看点，同时估值也比较合理，我们重点推荐海通证券、中信证券、广发系的吉林敖东及光大证券。

图：行业指数表现



研究员：邓婷

电话：010—84183228

E-mail: dengting@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 经纪业务景气繁荣.....	3
1.1 成交额创历史新高 但竞争日趋激烈.....	3
1.2 交易额将维持高位 并有一定增长.....	5
1.3 盈利仍高度依赖经纪业务.....	6
2. 自营决定业绩弹性.....	7
2.1 09 年自营以稳健为主.....	7
2.2 2010 年资产配置可能转向适度积极.....	9
3. 投行业务重新焕发活力.....	9
3.1 新股发行后来居上 再融资活跃.....	9
3.2 2010 年直接融资面临有利环境.....	11
4. 资管业务进入快速发展阶段.....	12
4.1 09 年券商资管业务发展情况.....	12
4.2 资管业务拓展空间广阔.....	13
5. 创新业务将为行业带来深刻变化.....	13
5.1 直投业务开始掘金.....	13
5.2 融资融券与股指期货渐行渐近.....	14
5.3 创新业务时代资本为王.....	16
6. 上市券商投资机会分析.....	16
6.1 09 年业绩恢复性反弹 2010 年稳定增长可期.....	16
6.2 传统+创新 ” 双重驱动带来上升空间.....	17
6.3 投资建议.....	18
6.4 重点公司评述.....	18

1. 经纪业务景气繁荣

1.1 成交额创历史新高 但竞争日趋激烈

在经济复苏的乐观预期及充裕的流动性推动下，A 股市场走出了一波大幅上涨的行情，截至 2009 年 11 月末上证综合和深证成份指数累计涨幅分别达到 69.9% 和 103%。伴随着市场的景气上行和赚钱效应的日益显现，市场交易持续活跃，1-11 月两市日均股票成交额为 2185 亿元，较 2008 年同期同比增幅达 101%，这一成交额已经超过 2007 年同期的 1925 亿元，从成交额来看，券商的经纪业务已经处于享受牛市的状态。

从 1-10 月的情况来看，除了西南证券、东北证券和广发证券外，其余上市券商的股票交易额都超过了 07 年同期，并伴随市场份额的上升，其中交易额和市场份额增长比较显著的大券商有光大、海通和招商，中小券商中有宏源和国金。

图 1：各年日均股票成交额比较（单位：亿元）



来源：国都证券研究所、WIND

表 1：2007 年与 2009 年券商股票交易额及市场占比比较

	2007 年 1-10 月		2009 年 1-10 月	
	股票交易额 (亿元)	占比	股票交易 额 (亿元)	占比
中信证券	65,003.54	8.02	69843.61	8.37
海通证券	28,499.15	3.52	34925.23	4.19
光大证券	17,947.61	2.21	25919.60	3.11
招商证券	28,359.36	3.50	33615.94	4.03
广发证券	40,744.81	5.03	39526.41	4.74
长江证券	11,737.86	1.45	12282.74	1.47
宏源证券	9,007.22	1.11	10767.99	1.29
国元证券	8,220.77	1.01	8894.10	1.07
国金证券	4,391.83	0.54	6365.92	0.76
东北证券	6,649.16	0.82	6380.47	0.76

西南证券	5,133.50	0.63	5123.17	0.61
太平洋证券	1,724.11	0.21	2533.98	0.30

来源：国都证券研究所、WIND

不过在交易额持续攀升的同时，行业的佣金费率却在经历持续下滑的压力。08年，由于行情单边下跌、市场交投低迷，交易额大幅下降带来的经营压力令券商纷纷采取以降低佣金的形式争抢客户，08年行业平均佣金率由07年的0.161%降至0.143%。今年一季度价格战继续上演，上市券商佣金普遍明显下滑。二季度随着市场行情回暖佣金下滑趋势有所缓和，不过从全年来看仍将呈整体下滑态势。

表2：上市券商佣金费率变化

	2007H	2007	2008H	2008	2009q1	2009H	2009Q1-Q3
中信证券	0.158%	0.157%	0.137%	0.139%	0.123%	0.123%	0.118%
海通证券	0.138%	0.109%	0.126%	0.121%	0.133%	0.137%	0.133%
光大证券	-	0.139%	0.123%	0.122%	-	0.113%	0.106%
长江证券	0.146%	0.142%	0.117%	0.126%	0.116%	0.123%	0.121%
宏源证券	-	0.185%	0.188%	0.144%	0.140%	0.143%	0.137%
国元证券	0.163%	0.168%	0.159%	0.152%	0.114%	0.119%	0.117%
东北证券	0.204%	0.198%	0.188%	0.185%	0.173%	0.167%	0.161%
国金证券	0.256%	0.121%	0.137%	0.096%	0.096%	0.096%	0.093%

来源：国都证券研究所、WIND

新设网点推动行业竞争格局重新洗牌。今年以来，随着市场环境的转暖，越来越多的券商都提出了新设营业部的需求，2009年10月证监会对之前的《关于进一步规范证券营业网点的规定》进行了修改，放宽了券商新设营业部的资格条件，并考虑将设点审批权下放给地方证监局，以鼓励券商发展营业网点。最新数据显示，从2008年5月券商新设营业部重新开闸至今，已经新批设证券营业部118家，已规范为营业部的证券服务部达516家，合计新增634家。新设营业部的增加将使得业已非常激烈的竞争将进一步升级，可能导致行业的佣金率进一步下滑。以新设营业部和服务部升级为契机，目前许多大中型券商都在加紧优化网点布局，这将使得行业未来的竞争格局发生更深刻的变化，强者更强，新的强者也会脱颖而出。

表3：部分上市券商拟新设营业部情况

公司名称	营业部新设情况
中信证券	拟全国新设20家营业部
光大证券	拟全国新设10家营业部
招商证券	拟全国新设5家营业部
长江证券	已在湖北省内新设4家，拟在9省市新设立12-16家
国元证券	拟新设4家营业部
宏源证券	获准在新疆新设11家营业部
西南证券	在重庆新设两家营业部
东北证券	在吉林省内新设2家

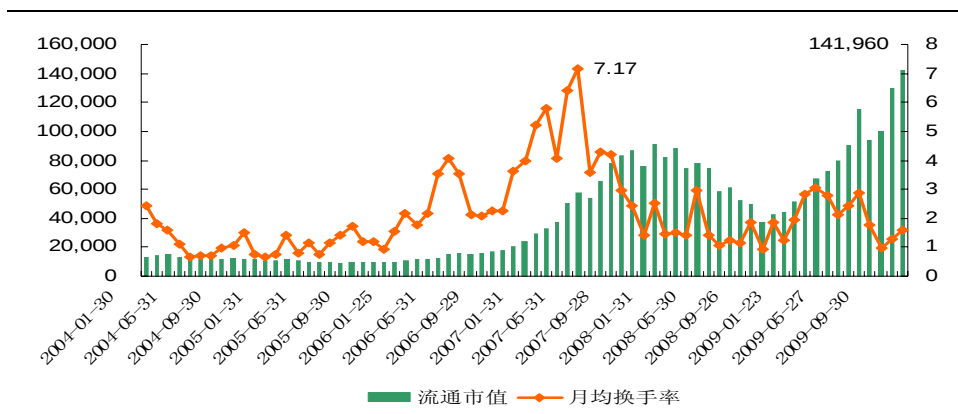
来

来源：公司公告

1.2 交易额将维持高位 并有一定增长

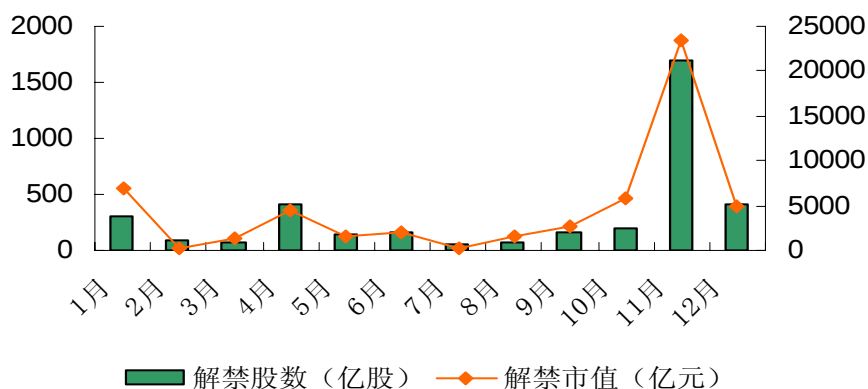
2009 年日均股票成交额已经创出了新高，那么 2010 年市场交易额是否还有上升空间呢？交易额的增长一方面取决于流通市值的增长，一方面取决于换手率，而这两个因素都与市场行情走向高度正相关。流通市值的增长是 09 年交易额创新高的主要决定因素，流通市值的增长一方面受益于价格的上涨，一方面受益于流通股数量的增加。截至 09 年 11 月末，沪深两市分别上涨，而流通股数也由年初的 6783 亿股翻番至 13681 亿股，流通市值由年初的 5.1 万亿增长至 11 月末的 14.2 万亿，日均流通市值为 89558 亿元，日均换手 2.53%。2010 年，在市场保持较高景气度的前提下，流通市值仍然会因为价格的上涨、存量限售股的解禁(2010 年有 3792 亿股解禁，以 12 月 21 日价格计算，流通市值超过 5.5 万亿，)以及新股的发行上市而扩张。考虑到以上因素，预计 2010 年日均流通市值将会在 09 年的基础上增长 50%-60%，达到 13.43 到 14.33 万亿元。考虑到流通市场扩容将导致换手率下降，在假定日均换手率较 09 年下降 30%-40%的情况下，日均股票成交额将处于 2039 亿元-2537 亿元的区间（见下表阴影部分），在中性的情况下我们认为日均交易额可以按 2379 亿元计算，则 2010 年交易额较 2009 年仍有 7%左右的增长，乐观的话可以达到 10%-15%，因此我们认为经纪业务在 2010 年总体仍将面临较好的经营环境。不过券商现有营业部及大规模新设营业部的加入会使得行业竞争更为激烈，市场份额的争夺会更白热化，佣金费率的进一步下降可能会抵消部分交易额的增长。

图 2：月度流通市值和月均换手率（亿元，%）



来源：国都证券

图 3：2010 年各月限售股解禁情况



来源：证券时报

表 4：日均成交额预测

	2006	2007	2008	2009	2010E
换手率 (%)	2.65	4.19	1.79	2.53	1.77
日均流通市值 (亿元)	14942.37	58850	63518	89558	134337
日均成交额 (亿元)	366	1885	1080	2265.81	2379

来源：国都证券

表 5：日均成交额情景分析表 (单位：亿元)

流通市 值 换 手 率		-10%	基准	30%	40%	50%	60%	70%
-50%		1020	1133	1473	1586	1699	1813	1926
-40%		1224	1359	1767	1903	2039	2175	2311
-30%		1427	1586	2062	2221	2379	2537	2696
-20%		1631	1813	2356	2537	2719	2900	3081
-10%		1835	2039	2651	2855	3059	3263	3467
基准		2039	2266	2946	3172	3399	3625	3852
10%		2243	2492	3240	3489	3739	3988	4237

来源：国都证券 注释：流通市值和换手率基准为 2009 年的数据

1.3 盈利仍高度依赖经纪业务

随着 A 股市场流通市值的持续扩大及投资群体的不断增加，经纪业务的稳定性不断增强，从券商盈利结构来看，经纪业务仍然是券商盈利的最主要支柱。从公布中报的券商来看，2009 年中期手续费佣金收入在营业收入中的占比达到 65.8%，这一占比

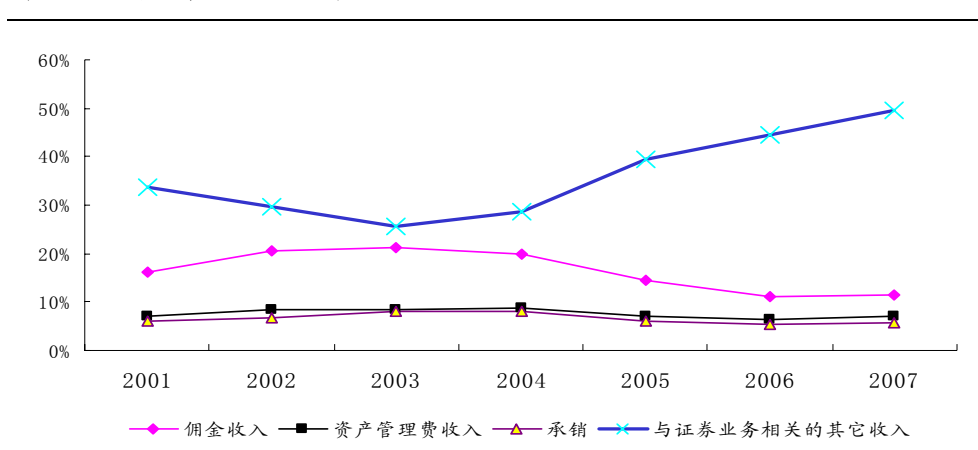
较 07 年提高了约 10 个百分点。考虑到由于政策和制度的原因，短期内券商盈利模式难以有根本的改变，经纪业务的意义非常重要，因此做大做强经纪业务并形成自身的核心竞争力仍然是券商的重要战略。但是从长期来看，行业竞争的日益激烈、佣金费率的下降、机构投资群体的发展以及新的盈利模式的逐步拓展必然使得经纪业务收入占比呈逐步下降趋势，这一点我们可以从美国证券行业收入结构中看到这一点。

表 6：证券行业营业收入结构

	2006	2007	2008	2009H
经纪业务	53.29%	55.48%	66.57%	65.76%
自营业务	18.92%	29.70%	4.95%	12.20%
投行业务	9.08%	3.22%	5.31%	3.02%
资管业务	1.49%	1.44%	1.57%	1.12%
利息收入	—	3.43%	10.70%	6.63%
其他	17%	6.73%	11.90%	11.26%

来源：wind 资讯

图 4：美国证券业收入结构



来源：国都证券研究所

2. 自营决定业绩弹性

2.1 09 年自营以稳健为主

自营投资收益与经纪业务共同构成券商业绩的两大支柱。目前券商自营在盈利模式上很大程度还是依赖股票投资收益，“靠天吃饭”的特征突出，在这种单一的盈利模式下，券商自营收益难以避免地要随市场行情的波动而波动。07 年自营投资收益对全行业营业收入的贡献为 30%，而 08 年则降至只有 5%，投资收益的差别导致券商业绩出现了巨大的分化。

09 年初由于对市场走势持谨慎态度，券商普遍减少了股票投资额度。从 08 年的年报数据我们可以看出，年初上市券商的权益投资规模和占比普遍处于较低的水平，

固定收益证券的配置则占据了绝大比重。正是这样谨慎的资产配置导致上市券商在今年一季度未能充分分享市场上涨带来的投资收益。低仓位使得券商业绩与市场走势的关联度减弱，从而也降低了其业绩弹性的空间。二季度，随着市场行情的持续向好，包括中信、海通、光大、东北、西南等在内的券商都进行了积极加仓，权益投资规模及其占净资本的比例都有明显提高。而招商、国元、国金则继续保持比较谨慎的操作风格，权益资产规模和占比只较年初略有上升。由于自营投资仓位控制和市场上涨超预期，除了东北证券、西南证券有较好的投资收益外，上市券商整体的投资业绩缺乏亮点。

表 7：上市券商自营资产配置

	2008					2009H				
	净资本 (亿元)	权益证券 规模/净 资本	固定收 益/净 资本	权益 投资 规模	固定收 益规模	净资本 (亿元)	权益证券 规模/净 资本	固定收 益/净 资本	权益 投资 规模	固定收 益规模
中信证券	387.79	8.1%	86.9%	31.41	336.87	358.43	24.3%	44.6%	87.17	159.68
海通证券	341.45	3.2%	31.5%	10.93	107.52	360.3	13.5%	19.5%	48.46	70.15
光大证券	82.23	16.8%	1.5%	13.84	1.19	93.96	34.9%	19.3%	32.75	18.14
招商证券	37.97	11.0%	132.0%	4.17	50.12	48.5	10.4%	82.1%	5.04	39.82
长江证券	35.29	12.7%	103.7%	4.47	36.60	39.11	29.1%	83.7%	11.40	32.73
宏源证券	37.70	26.8%	43.1%	10.08	16.24	43.99	37.8%	39.3%	16.64	17.30
国元证券	33.35	0.8%	39.5%	0.28	13.16	35.35	3.8%	8.9%	1.33	3.13
国金证券	19.33	6.1%	72.4%	1.17	13.99	20.75	0.5%	11.2%	0.11	2.32
东北证券	12.98	13.7%	0.0%	1.77	0.00	12.98	69.2%	0.0%	8.98	0.00
西南证券	25.34	19.1%	13.3%	4.85	3.36	29.88	47.7%	30.9%	14.27	9.24

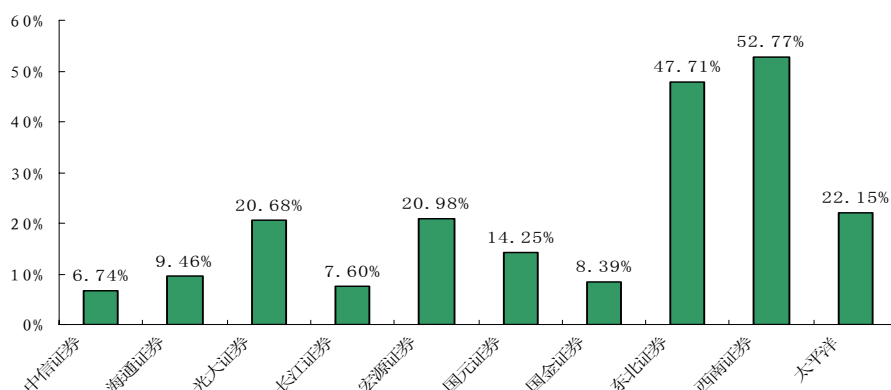
来源：国都证券研究所、WIND

表 8：上市券商 09 年前三季度自营投资收益情况（单位：百万元）

	资本公积金变动 (较年初)	净投资收益 (2009Q1-Q3)	净投资收益 同比变动
中信证券	-210.31	2450.54	-149.09
海通证券	799.74	483.11	-377.89
光大证券	340.55	330.96	470.067
长江证券	65.03	322.42	-172.74
宏源证券	358.66	283.55	337.60
国元证券	14.38	156.34	133.52
国金证券	-40.44	129.58	-541.58
东北证券	31.14	212.61	241.58
西南证券	432.39	317.51	320.66
太平洋	0	77.61	710.25

来源：国都证券研究所；注：净投资收益为公允价值变动损益与已实现投资收益之和、资本公积金变动反映可供出售浮盈变动。

图 5：上市券商全投资收益率比较（2009 年前三季度）



来源：国都证券研究所 注：全投资收益率=（净投资收益+资本公积金变动）/平均投资资产余额

2.2 2010 年资产配置可能转向适度积极

明年随着经济逐步复苏，股票市场的投资机会仍值得期待。这主要是因为随着经济的逐步企稳回升，部分行业与企业的经营状况有望出现明显改善，盈利增速会大幅回升，超预期的业绩增长将带来较好的投资机会；从资金面来看，国内外宽松的流动性仍然是市场信心的重要保障，通胀预期、人民币升值预期的存在也会使得股票资产的吸引力上升；从估值的角度来看，目前沪深 300 的动态 PE 为 18 倍左右，估值合理，在 2010 年业绩增长 26% 的预期下，估值还存在一定的提升空间。由于市场整体仍会比较活跃，一级市场和二级市场自营都面临较多的投资机会，我们认为上市券商在权益投资上的策略会较 09 年要积极，权益投资占比会有所提高，预计投资收益会有所改善，收益率有望达到 10%-20% 左右。

在经历了市场大起大落的锤炼后，上市券商对业绩稳定性的重视度明显提高。这使得他们在自营上越来越倾向于从以往的追求高额收益向追求稳定的绝对收益转变。我们认为这是一种好的转变，风险偏好的整体下降虽然会带来收益水平的下降，但是却能降低业绩的波动，更有利于长远发展。未来随着直接投资、融资融券、股指期货、备兑权证等创新业务的推出以及政策面的进一步开放，券商资金运用渠道将逐步拓宽至低风险套利业务、大宗商品交易、做市商业务、衍生品交易等领域，盈利模式的多元化将为自营提供更稳定的收入来源。

3. 投行业务重新焕发活力

3.1 新股发行后来居上 再融资活跃

2009 年，虽然新股发行直到 6 月份才重新启动，但是随后新股发行上市的速度和创业板的推出却让券商的投行业务劫后重生。从证监会发布《关于进一步改革和

完善新股发行体制的指导意见》以及桂林三金启动上市起，截止目前，主板、中小板、创业板新发行上市的企业已经达到 99 家，已经募集到资金 1896 亿元，实现承销业务收入近 56 亿元。除已经发行的，今年已过会未进入发行程序的公司达 68 家，预计未来融资将超过 500 亿元。市场的活跃也为上市公司的增发融资提供了有利条件。截止 12 月 21 日，两市增发、配股筹集额分别达到 2867 亿元和 93.4 亿元。

表 9：09 年新股发行情况

	发行家数（家）	已募集资金（亿元）
创业板	36	154.78
主板	9	1112.25
中小板	54	401.3

来源：国都证券研究所、WIND

表 10：券商新股承销情况（单位：亿元）

	承销家数	承销金额	已实现承销收入
中金公司	2	648.83	13.23
中信证券	5	233.59	8.87
东方证券	3	119.85	3.21
国信证券	13	107.62	3.58
平安证券	12	72.90	3.40
招商证券	7	62.69	3.58
中信建投	3	46.40	1.95
广发证券	4	39.24	1.54
海通证券	4	25.45	1.50
光大证券	4	22.87	0.97
国金证券	3	10.92	0.85
国元证券	3	9.73	0.89
宏源证券	1	3.98	0.17

来源：国都证券研究所、WIND

表 11: A 股市场融资情况

日期	IPO				增发		配股	
	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	首发市盈率	增发家数(家)	增发募集资金(亿元)	配股家数(家)	配股募集资金(亿元)
2001	1,218.94	68	563.18	32.26	24	225.13	126	430.64
2002	736.22	71	516.96	19.22	27	162.64	22	56.61
2003	646.16	66	453.51	18.30	17	116.13	25	76.52
2004	617.96	98	353.46	17.40	11	159.73	23	104.77
2005	339.03	15	57.63	20.43	5	278.78	2	2.62
2006	2,677.15	71	1,642.56	24.45	57	1,030.26	2	4.32
2007	7,985.82	121	4,469.96	29.67	170	3,288.18	7	227.68
2008	3,516.68	78	1,040.05	26.75	142	2,325.06	9	151.57
2009	4857.6	111	1896	48.4	128	2867.7	8	93.4

来源：国都证券研究所、WIND

3.2 2010 年直接融资面临有利环境

2010 年直接融资将面临有利的发展环境。从政策面来看，中央经济工作会议提出要积极扩大直接融资，监管层对于直接融资发展的支持不言而喻，这既是发挥金融对经济的支持作用、满足各类企业发展融资的需要，也是不断注入新鲜血液、保持资本市场活力以及促进社会资源优化配置的需要。从资金供给面来看，在及时推出应对金融危机的一揽子经济刺激计划后，我国经济已经率先企稳回升，基于经济持续复苏的预期投资者对资本市场的信心逐步增强，而适度宽松的货币政策环境也将为市场带来充足的流动性保障，市场有望保持持续活跃，在这些因素的支持下企业融资有望得到投资者的积极响应；从需求面来看，随着包括股票市场、债券市场在内多种直接融资渠道的发展以及包括主板、中小板、创业板以及国际板在内的多层次股票市场的建立，越来越多的企业可以通过资本市场来获取发展所需资金，随着我国经济的逐步复苏，企业的生产经营、投资活动日益活跃也必然会激发旺盛的融资需求。

具体而言，考虑到明年主板市场将迎来券商、银行等大盘股的发行以及红筹股回归，中小板、创业板的融资仍然会比较活跃，国际板也可能启动，预计明年新股发行的规模将可能超过 3500 亿元。再融资的规模也会比较庞大，据统计目前 A 股市场董事会提出增发预案、增发预案经股东大会或证监会审核通过的公司有 273 家，计划融资额达 5183.5 亿元，此外还有 18 家公司要配股，预计融资额达 530 亿以上，而明年还将有包括银行在内的大盘股要进行增发或配股，综合估计明年再融资的规模也将达到 3000-3500 亿元。基于以上分析，我们认为券商投行业务在 2010 年将面临难得的好机遇。我们预计明年新股发行及增发承销将为券商带来超过 150 亿元的收入。

4. 资管业务进入快速发展阶段

4.1 09 年券商资管业务发展情况

资产管理业务是一项低风险的买方业务，相对于经纪、自营等传统业务而言，其周期性相对要弱，大力发展资产管理业务有利于增强券商收益的稳定性。不过与基金、保险等机构相比，券商资产管理业务的发展还是很缓慢，市场份额还明显偏低。以集合资产管理计划为例，2005-2007年，券商仅发行了30只集合理财产品，募集资金规模仅为503亿元。2008年5月，证监会颁布了《证券公司定向资产管理业务实施细则(试行)》和《证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)》办法，由于这两个实施细则在业务规则、风险控制等方面对券商资产管理业务进行了具体规范，使业务的开展有法可依，这对券商资产管理业务将发展起到了较好的推动作用。在此背景下，监管层审批集合资产管理产品发行的速度才有所加快，2008年共计批准发行了22只集合理财产品，筹集资金规模为226.5亿元。

今年以来，随着监管层审批速度的加快和市场环境的好转，券商集合理财计划发行数量明显增加，规模扩张迅速。根据统计，今年1-11月，券商已经发行集合理财产品34个，合计募集资金规模达539亿元，此外还有7个集合理财产品尚在发行期，目标发行规模为320亿元。不过截至目前，存续的76个券商集合理财产品的总资产净值也只有 972亿元，与基金2.3万亿的管理规模差距甚远。

表 12: 2009 年集合资产管理计划发行情况

	已发行数量 (个)	发行规模 (亿元)	在发行数量 (个)
FOF	3	92.11	2
股票型	6	75.89	1
货币市场型	11	144.94	3
混合型	1	52.55	-
债券型	13	173.58	1

来源: wind 资讯

表 13: 券商集合资产管理产品管理资产净值排名 (2009 年 11 月末)

	集合理财 产品个数	管理资产净值 (亿元)	排名 (按净值)
中信证券	6	127.88	1
华泰证券	8	117.59	2
光大证券	4	113.95	3
国泰君安	3	89.69	4
国信证券	3	47.16	5
中金公司	6	46.89	6

东方证券	4	46.23	7
招商证券	3	41	8
宏源证券	1	32.23	9
广发证券	2	28.78	11
长江证券	4	25.75	14
海通证券	3	16.66	17
国元证券	2	9	23
东北证券	1	6	26

来源：wind 资讯 国都证券研究所

4.2 资管业务拓展空间广阔

由于经济的持续发展和居民财富的积累，中国资产管理市场的需求及规模增长潜力巨大，储蓄分流是大势所趋，券商凭借其投资研究的实力和长期以来对市场的关注在资产管理领域中应具有很大发展潜力。开展资产管理业务是券商实现盈利模式转变的一项重要内容，要把资产管理业务培育成新的盈利增长点，需要不断扩大资产管理业务规模。资产管理业务收入在国际券商的收入结构中占比非常可观，以高盛、美林为例，这两家公司06年的收入结构中，来自资产管理和财富管理业务的收入比重分别达到11.4%和33.4%，而从07、08年的年报来看，资产管理业务收入在国内券商收入结构中的占比不到2%，这说明券商资产管理业务还存在很大的拓展空间。

5. 创新业务将为行业带来深刻变化

5.1 直投业务开始掘金

今年5月证监会下发《证券公司直接投资业务试点指引》，要求申请直投业务的券商需具备以下资格：最近12个月净资本不低于15亿元；最近3个会计年度担任股票、可转债主承销的项目在5个以上，或者股票、可转债主承销金额在100亿元以上。这一要求较07年9月提出的直投业务试点资格条件大幅放宽，符合条件的券商明显增加。目前获得直投业务资格的券商已经扩容至16家，他们分别为中信证券、中金公司、国信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、平安证券、光大证券、中银国际、广发证券、申银万国、国元证券、长江证券、银河证券和招商证券、东方证券。按照规定，证券公司应以自有资金对直投子公司投资，金额不超过证券公司净资本的15%。目前获得直投业务资格的券商大都已经成立了相应的直投子公司，部分券商已经开始积极布局。

随着创业板的成功推出，中信证券、海通证券直投业务已经挖到第一桶金，其“承销+直投”的双赢效应必然刺激券商开展直投业务的积极性。由于目前券商直投对象主要限定为PRE-IPO项目，风险小而收益高，发展直投业务有利于拓展券商收入来源，改变对传统业务过于依赖的局面，因此直投业务应该成为公司拓展自有资金运用渠道、提高资金效益的一个重要手段。

表 14: 上市券商直投业务开展情况

直投业务子公司		注册资本	投资动向
中信证券	金石投资	30 亿	中信房地产、神州泰岳、新松机器人、北京昊华能源、贵州开磷集团、中油金鸿天然气输送、广西丰林木业等合计 19.91 亿元
海通证券	海通开元投资	10 亿元	银江股份
光大证券	光大资本投资	20 亿	以 11.88 亿元参与发起设立上海新能源产业基金
招商证券	招商资本投资	1 亿	-
国元证券	国元股权投资	拟出资 5-10 亿	-
长江证券	长江成长资本	2 亿	-
广发证券	广发信德投资	5 亿元	-
宏源证券	-	正在申报、拟出资 2 亿	-

来源: wind 资讯 国都证券研究所

表 15: 券商直投业务盈利情况

投资主体		投资项目	投资数(万股)	投资成本(元)	锁定期	投资收益(亿)
中信证券	金石投资	神州泰岳	210	13	3 年	1.93
中信证券	金石投资	新松机器人	320	8	2 年	1.88
海通证券	海通开元	银江股份	150	5	1 年	0.48

来源: wind 资讯 国都证券研究所、收益以 12 月 22 日收盘价计算

5.2 融资融券与股指期货渐行渐近

融资融券的推出将是明年证券行业最为期待的事件。自去年 10 月证监会宣布启动融资融券业务试点以来,经过一年的时间相关试点券商以及交易所在融资融券业务上的各项准备工作都已经完成,随着创业板的成功推出,融资融券、股指期货等创新业务推出的预期也越来越明朗。按照监管层的意图,融资融券业务的推出将按照“试点先行,逐步推开”的原则,择优批准首批试点券商,之后逐步扩大试点范围。虽然在试点阶段,主要是少数券商受益,但是未来一旦融资融券业务进入常规发展阶段,其对券商盈利模式的改善意义将非常显著。

融资融券的推出不仅将拓展券商的利息收入来源，同时还能通过刺激交易的活跃带来增量佣金收入。融资融券对券商业绩的影响主要取决于实施进程。在试点阶段，试点券商只能用自有资金和自有证券开展业务，券商最多用不超过净资本的资金开展融资业务，按规定融资业务期限不得超过6个月、利率不得低于同期贷款利率4.86%，预计执行利率上浮比例将达到50%-100%，即7.3%-9.7%。在证券金融公司设立后，证券公司将可以获得资金、证券的转融通，届时具有融资融券资格的券商将可以运用杠杆进一步提高资金收益水平。假设在试点阶段，上市券商以净资本的25%来开展融资融券业务，利率为8%，年换手4次，新增交易额相当于融资额的8倍，手续费率为0.13%，在此基础上我们可以大致测算融资融券的收入贡献，我们发现上市券商中国元、光大、中信、海通、招商对融资融券业务比较敏感。不过考虑首批试点券商资格有限，应该还是中信、海通最先受益。

表 16：融资融券收入贡献测算（单位：亿元）

	净资本	融资资金	利息收入	增量手续费 收入	每股贡献 (元)
中信证券	358.43	89.61	7.17	0.93	0.12
海通证券	360.3	90.08	7.21	0.94	0.10
光大证券	201.06	50.27	4.02	0.52	0.13
招商证券	157.33	39.33	3.15	0.41	0.10
长江证券	75.4	18.85	1.51	0.20	0.08
宏源证券	43.99	11.00	0.88	0.11	0.07
国元证券	134.35	33.59	2.69	0.35	0.15
国金证券	20.75	5.19	0.42	0.05	0.05
东北证券	12.98	3.25	0.26	0.03	0.05
西南证券	29.88	7.47	0.60	0.08	0.04

来源：wind 资讯 国都证券研究所

股指期货的推出同样值得期待，但预计推出时机会在融资融券推出之后。股指期货推出后，券商首先能通过开展IB业务从股指期货交易中获得手续费收入。从国际经验看，股指期货推出初期股指期货交易额至少将达到股票交易额规模的一倍以上。股指期货将刺激现货交易额的大幅增长，为券商带来增量佣金收入。股指期货的推出还将改变券商自营、资管业务的盈利模式，使得套利、避险成为可能，从而降低自营业务的风险。

表 17：融资融券和股指期货业务对券商的影响

业务	直接影响	间接影响
融资融券	1. 融资利息收入 2. 增量佣金收入	刺激市场交易活跃、获得业务资格的券商有望借此提高市场份额、增强经纪业务竞争力
股指期货	1. 通过IB业务获取股指期货交易佣金手续费； 2. 为自营、资管业务提供套利、避险手段，降低风险	在市场行情向好时，对现货交易具有很大的推动作用

来源：国都证券研究所

5.3 创新业务时代资本为王

包括股指期货、直接投资、融资融券、备兑权证等在内的创新业务的发展将是券商盈利模式升级的关键，也是决定未来竞争力低的关键。创新业务的发展将改善券商的收入结构，增强盈利的稳定性。资本实力决定出路。创新型业务大都需要充足的净资本作支撑，资本实力雄厚的券商将在这些业务的发展中享有更多机遇，目前越来越多的券商已经通过上市或增发大幅提高了资本实力，积极备战创新业务带来的发展机遇。考虑到由于创新业务在一定程度上也要依附券商在经纪、投行等传统业务上的实力，因此资本实力雄厚的大券商从创新业务中会受益更多。创新业务将更多地是强者的游戏，它将大幅拉开竞争的差距。

6. 上市券商投资机会分析

6.1 09 年业绩恢复性反弹 2010 年稳定增长可期

09 年受益于市场从低位大幅反弹带来的成交额大幅攀升，券商业绩同比增长显著，不过我们也看到，今年券商业绩的增长更多是来自经纪业务的增长，对业绩弹性有重要影响的自营投资收益并没有出现显著的增长。由于经纪业务占比高、自营投资相对资金规模大的大券商更为灵活，中小券商的业绩表现出更大的弹性，包括西南、宏源、东北、国元的业绩增幅明显高于大券商。

表 18：上市券商前三季度业绩同比变动（单位：百万元）

	代理买卖 证券收入 变动	承销收入 变动	资产管理 收入变动	净投资收 益变动	净利息收 入变动	营业收入 变动
中信证券	2364.92	-209.70	35.27	-149.09	-356.56	1321.00
海通证券	1692.25	-76.74	-38.71	-377.90	105.47	1098.50
光大证券	900.85	-80.52	-128.30	470.07	5.26	1183.83
长江证券	561.39	34.45	33.16	-172.75	8.34	382.48
宏源证券	607.74	-0.12	24.99	337.60	-1.92	891.62
国元证券	403.87	47.87	-12.12	133.52	3.33	609.58
国金证券	266.41	13.05	0.00	-541.58	14.72	-242.33
东北证券	333.45	-74.96	3.73	241.58	1.02	509.92
西南证券	648.06	136.20	0.00	320.67	79.79	1203.24
太平洋	174.31	-11.34	0.00	710.25	18.92	888.53

来源：国都证券研究所

2010 年，我们认为证券行业仍将面临有利的经营环境。从市场的角度来看，虽然明年未必能复制 09 年的大幅上涨，但是持续复苏的经济、盈利能力逐步恢复的微观主体、较为充裕的流动性仍将为市场估值中枢的上移提供支持，市场整体环境向

好，包括经纪、投行和自营在内的券商传统业务有望稳定增长。而直投业务的发展、融资融券的推出则为券商业绩锦上添花。

表 19: 2010 年券商业务发展判断

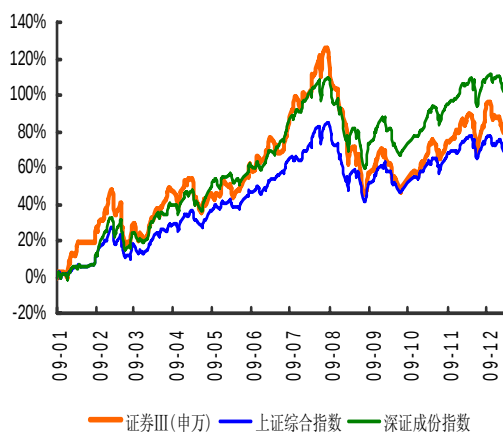
	支持依据
传统业务稳定增长	(1) 流通市值的不断扩容将保障交易额维持高位并小幅增长; (2) 自营业务以获取稳健的绝对投资收益为目标 (3) 监管层大力支持直接融资发展、主板、中小板及创业板等多层次融资渠道的发展将带来投行业务的繁荣 (4) 资管业务发展提速、管理资产规模和收入有望持续增长
创新业务星火燎原	(1) 直投业务试点迅速铺开并相继进入收获期; (2) 融资融券推出预期强烈, 券商盈利渠道进一步开拓; (3) 股指期货若推出则是更大惊喜

来源: 国都证券研究所

6.2 “传统+创新”双重驱动带来上升空间

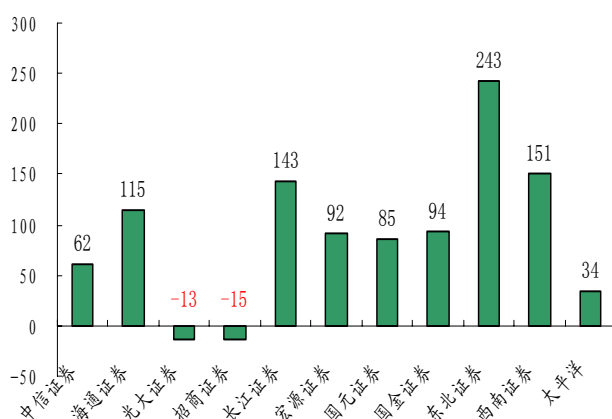
今年以来，伴随着指数和成交额的持续上升，券商告别了 08 年的低迷很快进入了景气阶段。受益于业绩高增长，东北证券、西南证券等中小券商大幅跑赢指数，但是整体来看，证券行业指数仅小幅跑赢上证指数，跑输深成指数，板块整体表现并不突出。

图 6: 证券行业指数表现



来源: 国都证券研究所 WIND 资讯

图 7: 今年以来上市券商涨幅排名



对于 2010 年，我们认为券商板块上涨的动力一方面来自行业景气带来的传统业务稳定增长，一方面则来自创新业务的推动。由于经纪业务的基数比较高，传统业务能否超预期主要看自营投资能力。融资融券等创新业务推出初期对业绩的贡献

较小，但是由于其对券商盈利模式的升级及市场机制的完善意义重大，其对券商股价的推动作用仍值得期待。

从估值的角度来看，由于 10 年业绩稳中有增，上市券商 2009 年、2010 年的平均 PE 估值为 32.7 倍和 28 倍，估值在所有细分行业板块中居于中低水平；同时由于部分中小券商完成增发融资，券商板块基于 2009 年末净资产的 PB 估值降至 5.2 倍，估值水平趋向合理，这也为未来上涨提供了空间。

6.3 投资建议

考虑到明年证券行业经营环境稳定向好，而创新业务的推出将成为行业有利的催化剂，我们给予行业推荐-A 的评级。我们建议优先关注大券商的投资机会，这主要是因为大券商依托雄厚的资本实力在传统业务上继续占据规模优势、在创新业务上则拥有先发优势，明年业绩具有更多的看点，同时估值也比较合理，我们重点推荐海通证券、中信证券、光大证券及广发系的吉林敖东。

6.4 重点公司评述

6.4.1 海通证券

(1) 传统业务稳健发展。经纪业务方面，受益于市场交易额增长，今年公司股基成交额较 07 年同期增长 22.5%，尽管行业竞争激烈，但 1-10 月公司经纪业务市场份额较 08 年提高了 0.67 个百分点。自营业务方面，公司采取稳健投资策略，三季度末公司尚有可供出售金融资产账面浮盈近 8 个亿。投行业务方面，今年公司已完成 5 个新股承销项目，此外还有 10 多个 IPO 项目已上会或在等待上会，这包括华泰证券、中原特钢等。公司还积极与地方政府合作实施和推动包括股票及债券融资、并购、直接投资等在内的大投行战略，投行业务实力有望得到提升。

(2) 直投业务取得积极进展。直投子公司海通开元的资本金规模达 30 亿元，目前已经投了四、五个 Pre-IPO 项目，其中银江股份已经成功上市并为公司带来高额回报。公司控股的海富产业投资基金管理公司管理的中比基金（其中海通投资额为 9498 万元，占比 10%）成功投资了金风科技、辰州矿业、云海金属及浙江海利得等上市公司，随着这些股份相继度过锁定期，公司有望从中获取可观投资收益。目前公司还在积极组建第二只产业基金——“海富金汇”基金，该基金规模将达 30 亿元，海通证券将动用 10 亿元的自有资金参与投资。

(3) 国际化迈开重要步伐。国际化是公司的重要战略，收购大福证券是公司国际化的关键一步，有利于推动公司香港业务的发展，积累成熟市场经验为内地开展各项创新业务提供有利支持。目前海通（香港）金融控股公司在香港拥有全业务牌照，今年已经实现盈利，它将与大福证券一起成为公司国际化的桥头堡。

(4) 公司将最先受益融资融券。公司作为首批融资融券试点券商已经比较确定，目前公司关于融资融券的各项业务都已经准备就绪。按照公司董事会决议，公司可用于融资融券的资金规模为 40 亿元，未来一旦试点正式开展，公司将具备先发优势。

(5) 预计公司 09、10 年净利润分别为 46.5 亿元和 54.2 亿元，同比增长 40.8%和 16.6%，对应基本每股收益为 0.56 元和 0.66 元。当前股价对应 09、10 年的 PE 分别

为 30.7 倍和 26.3 倍，对应 09 年和 10 年 PB 分别为 3.4 和 3.07 倍，估值合理，给予公司短期强烈推荐，长期 A 的评级。

6.4.2 中信证券

(1) 传统业务优势进一步巩固。经纪业务方面，受益于市场交易额增长，今年公司股票交易额较 07 年同期增长 7.5%，1-10 月公司经纪业务市场份额较 08 年提高了 0.35 个百分点。自营业务方面，公司稳健操作并积极把握市场机会，前三季度实现净投资收益 24.5 亿元；投行业务方面，公司完成 8 个新股发行项目（其中中信建投 3 个），承销金额为 280 亿元（中信建投 47 亿），行业排名第二位，公司主承销的定向增发及公开增发项目达 12 个，承销金额达 497 亿元，行业排名第一；资管业务方面，截至 11 月底公司集合理财产品管理资产规模达 128 亿元，行业排名第一，凭借优秀的专业管理能力公司的资产管理规模有望持续增长。

(2) 创新业务将占据显著优势。直投业务领域，公司凭借“承销+直投”的模式已经成功掘金创业板，神州泰岳和机器人账面盈利达 3.8 亿元，公司未上市的直投项目有 5 个，未来潜在投资收益非常可观。作为首批融资融券试点券商，凭借强大的资本实力和在经纪业务上的已有优势，公司有望从中最大受益。

(3) 华夏基金股权处置负面影响有限。公司持有华夏基金 100%的股权，但是按照证监会规定证券公司持有基金公司股权不得超过 49%，中外合资基金公司除外（不得超过 75%）。公司在 7 月 7 日华夏基金吸收合并中信基金获批复的公告中公告公司应于批复之日起 6 个月内，将所持华夏基金的股权比例符合相关法律法规和监管要求，目前这一期限已临近，比较理想的情况是公司最多可以保留 75%的股权，我们认为这种可能很大，属于退而求次优的方案，对公司的负面影响有限。

(4) 中信建投股权处置仍存在不确定性。中信建投的股权若全部转让，将对公司经纪业务和业绩产生较大的负面影响，中信建投在公司经纪业务和净利润中的占比分别达到 44%和 27%，不过我们认为这一事件的悲观预期已经在前期的股价调整中得到反映，未来处置方案好于悲观预期则会公司股价带来刺激。

(5) 预计公司 09、10 年净利润分别为 84.35 亿元和 93.6 亿元，同比增长 15.5%和 28%，对应基本每股收益为 1.27 元和 1.41 元。当前股价对应 09、10 年的 PE 分别为 22 倍和 20 倍，对应 09 年和 10 年 PB 分别为 3.23 和 2.85 倍，估值较低，给予公司短期强烈推荐，长期 A 的评级。

6.4.3 光大证券

(1) 传统业务发展较快。经纪业务方面，今年公司股票交易额较 07 年同期增长 44%，1-10 月经纪业务市场份额较 07 年同期提高了 0.9 个百分点，未来公司计划通过增设和收购方式使公司营业部数量增至 120 家以上，公司市场份额有望进一步提高。投行业务方面，今年公司已完成 5 个新股承销项目，承销金额为 25 亿元，公司在投行业务上将遵循“无论大中小，只要项目好”的发展策略，资本实力的提高将增强公司投行业务的承销能力。

(2) 资产管理业务是公司的新增长点。公司是最早开展集合资产管理业务试点的证券公司，公司在资管业务领域已经树立了起了自身优势，截至 11 月末公司集合资产管理规模达到 114 亿元，行业排名第三位；公司控股的光大保德信基金管理公司管理资产规模为 344 亿元，在 60 家基金公司中排名第 26 位。

(3) 上市使得公司资本实力进一步增强，未来在创新业务的发展上将处于更加主

动的地位。2008年8月,公司获得直接投资业务试点资格,目前公司从事直投业务的全资子公司光大资本的注册资本已经增至20亿元,目前正积极进行项目储备。公司作为沪、深交易所首批试点测试券商,全程参加了融资融券业务两次全网测试,融资融券各项准备工作也已经到位,有望作为第一或第二批试点公司较早从融资融券业务中受益,公司每股收益对融资融券业务的敏感度较高。

(4) 预计公司09、10年净利润分别为26.78亿元和31.11亿元,同比增长95.8%和16%,对应基本每股收益为0.78元和0.91元。当前股价对应09、10年的PE分别为29倍和24.8倍,对应09年和10年PB分别为3.6倍和3.18倍,估值合理,给予公司短期推荐,长期A的评级。

6.4.4 吉林敖东

公司拥有广发证券25.87%的股权,来自广发的投资收益对公司净利润的贡献占比高达80%以上。广发证券拥有很强的盈利能力,其经纪业务市场份额居行业第四位,投资风格积极灵活,具有较强的专业投资水平。广发在中小企业投行项目上已经树立起了很强核心竞争力。作为一家拥有强大资本实力的全国性券商(09年中期公司净资产88亿元),它也将是创新业务推出的主要受益者。目前广发已经组建直投公司,凭借公司在中小企业投行领域的优势,公司直投业务发展潜力可观。公司旗下的广发期货已获得金融期货全面结算业务资格,公司的IB业务资格也已获批,未来将充分受益股指期货的推出。

吉林敖东的另一大亮点是08年5月公司投资3.09亿元收购了通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司30%股权,进军铁矿采选业。按照公开信息显示,塔东矿业铁矿总矿石量为1.32亿吨,整个矿山的的服务年限为34年,预计塔东铁矿正常生产年生产规模为500万吨,可年产Fe65%铁精矿粉120万吨,据我们钢铁行业研究员预计该项目投产后,未来每年有望为公司带来0.5元每股收益的收益。

我们预测吉林敖东09、10年基本每股收益为2.18元和2.32元。当前股价对应09、10年的PE分别为29倍和24.8倍,对应09年和10年PB分别为3.6倍,估值较低,给予公司短期强烈推荐,长期A的评级。

表 20: 券商估值比较

	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	09BPS	10BPS	09PB	10PB	评级
中信证券	1.1	1.27	1.41	22.18	19.99	8.75	9.90	3.23	2.85	强烈推荐-A
海通证券	0.4	0.56	0.66	30.66	26.29	5.09	5.64	3.40	3.07	强烈推荐-A
光大证券	0.4	0.78	0.91	28.96	24.82	6.28	7.10	3.60	3.18	推荐-A
招商证券	0.56	0.80	0.93	34.79	29.92	5.68	6.38	4.90	4.36	中性-A
长江证券	0.42	0.55	0.63	31.87	28.03	4.17	4.69	4.23	3.77	中性-A
宏源证券	0.3	0.84	0.97	25.53	21.97	4.17	4.98	5.12	4.29	推荐-A
国元证券	0.36	0.53	0.64	35.74	29.49	7.72	8.25	2.45	2.29	中性-A
国金证券	0.75	0.46	0.55	47.68	39.74	2.43	2.90	9.05	7.60	中性-A
东北证券	0.71	1.32	1.55	27.06	22.97	4.30	5.58	8.28	6.38	推荐-A
西南证券	0.07	0.39	0.45	44.94	38.99	2.23	2.60	7.93	6.79	中性-A
吉林敖东	1.5	2.18	2.32	21.5	20	10.6	12.7	4.4	3.7	强烈推荐

来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。