

杠杆远在天边，创新近在眼前

投资要点：

- 2009 年前 3 个季度，作为业绩直接与证券市场表现息息相关的（上市）券商来说，股价表现却远非证券市场表现一般亮丽，佣金率下滑、自营偏谨慎导致的业绩不如人意是关键因素，券商在证券承销业务上只能依靠股票再融资业务和债券承销业务，导致证券承销业务出现同比负增长，进一步拖累了业绩的增长。
- 以依靠稳定佣金收入为主，以及自有资金主动投资为辅的券商传统盈利模式，正在悄然转变，服务竞争的强化和逐步丰富的业务链，有望不断弱化券商业绩的强周期性特征。
- 我们仍然坚信适当的杠杆率提升，会显著提升券商的股本盈利水平，将有望成为未来行业业绩提升的最大潜力之一，但对杠杆率水平提升的时机短期不抱希望；虽然杠杆率提升短期可能性不大，但让券商欣慰的是，对资产管理、直投业务等创新业务的监管正在逐步放松，而融资融券、股指期货推出的预期也愈发强烈。
- 维持我们原有对未来券商发展模式的想法，即对券商现有业务和即将推出的创新业务按照消耗自身资本金的轻重区别进行分类，来把握券商的未来发展趋势；并以此为基础，提出了两种不同的发展模式：中金模式和中信模式。
- 考虑到创新业务推出预期的增强和由此带来的业绩提升预期，以及行业权重股中信证券较低的估值水平，我们上调行业评级至“增持”，精选行业内个股将带来显著回报。

研究员：詹炜

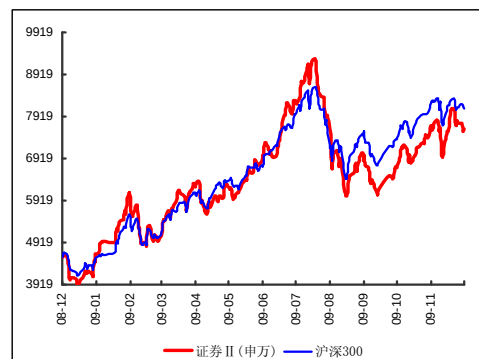
电话：025-84457777-400

E-mail: Jerry_zhanwei@hotmail.com

地址：南京市，中山东路 90 号

行业评级：增持（上调）

市场走势



相关研究

《证券行业 11 月报：券商上市升温，激发参股券商股投资机会》

09/10/22

《2009 年证券行业投资策略报告：最坏时刻已过，创新业务和杠杆率提升将构成行业业绩新动力》

08/12/25

《行业困境中布局“广积粮、高筑墙”且估值合理的优质券商》

08/10/31

重点公司

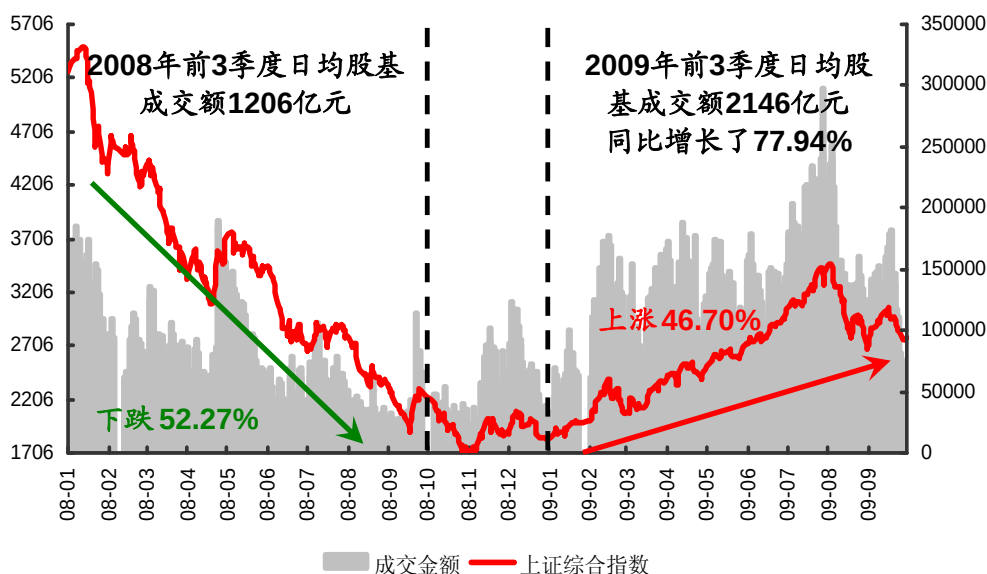
股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS			P/E			P/B		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
中信证券	28.81	买入	1.10	1.41	1.34	26.19	20.42	21.48	3.46	3.20	2.98
海通证券	17.12	观望	0.39	0.57	0.57	44.06	30.01	29.88	3.67	3.48	3.28
西南证券	18.10	推荐	0.07	0.48	0.62	258.57	37.42	29.21	10.39	7.39	3.53

一、2009 年券商股价表现远非证券市场表现一般亮丽

1、2008 年末股指完成 V 型筑底，2009 年市场股基成交额同比激增

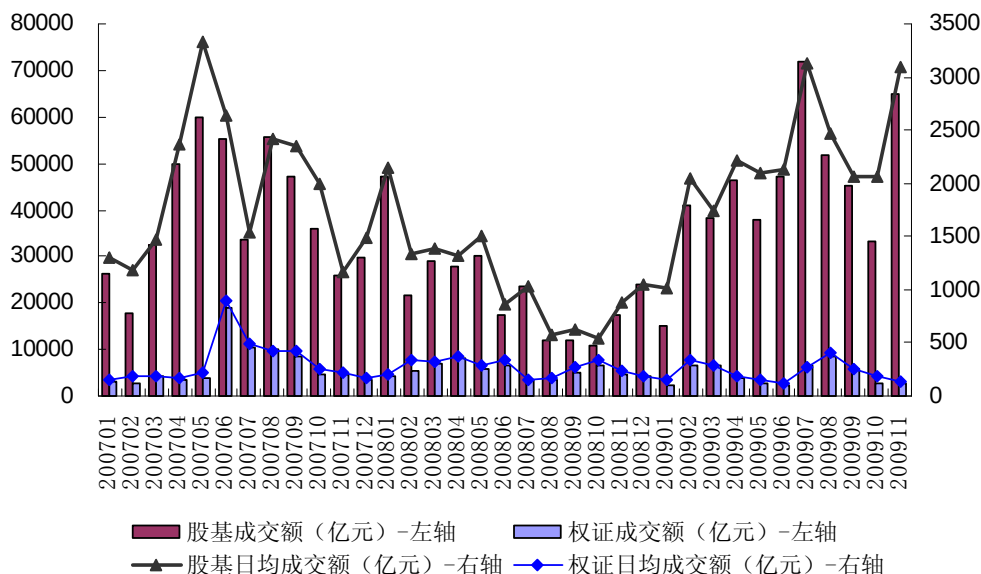
在政府“4 万亿投资”政策和宽松货币政策推动下，证券市场在 2008 年底完成华丽转身：股指在 2008 年 10 月 28 日触及低点 1664.93 点之后，强劲上扬，期间虽有调整，但 2009 年前 7 个月，股指基本呈现单边上扬态势；2008 年 10 月月度日均股基成交额达到 535 亿元低点后，逐月大幅上升，并在 2009 年 7 月达到了 3131 亿元的历史第二月度新高水平。相比 2008 年前 3 季度股指 52.27% 的下跌幅度和 1206 亿元的日均股基成交额水平，2009 年前 3 季度股指 46.70% 的涨幅和 2146 亿元的日均股基成交额水平，用“亮丽”来形容其表现，并不为过。

图表 1 2009 年前 3 季度证券市场表现远好于去年同期水平



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图表 2 2009 年前 7 个月月度日均股基成交额几乎逐月提升

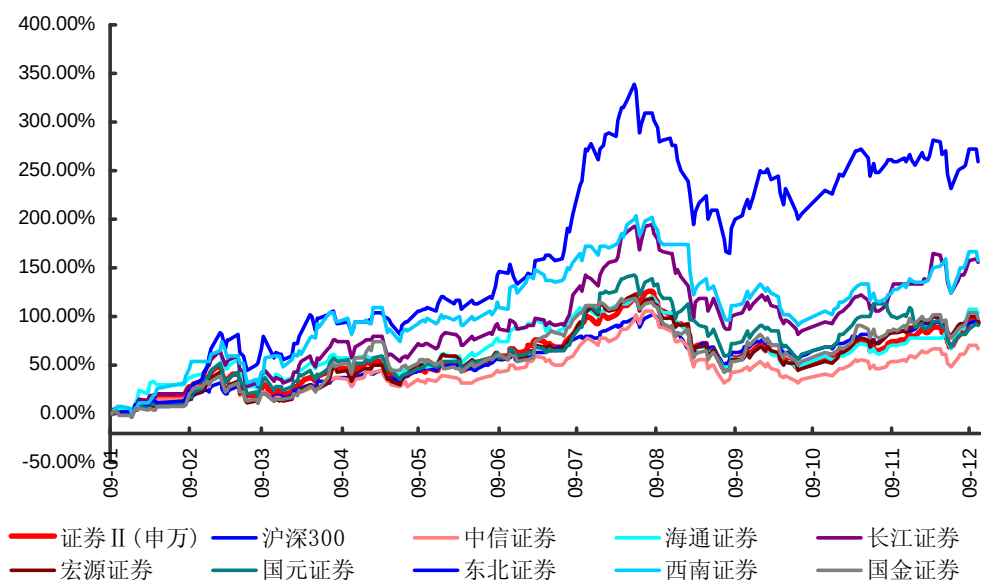


资料来源：WIND

2、2009 年券商股价和业绩表现却并不如证券市场亮丽

作为业绩直接与证券市场表现息息相关的（上市）券商来说，股价表现却远非证券市场表现一般亮丽：截至 2009 年 12 月 8 日，申万证券行业指数上涨 91.76%，涨幅落后于沪深 300 指数 92.46% 的水平，多数个股涨幅与沪深 300 指数相当，显著跑赢沪深 300 指数的个股有东北证券、西南证券和长江证券 3 只（西南证券更多的是借助上半年借壳题材的影响），但行业权重股中信证券显著跑输于沪深 300 指数拖累了申万证券行业指数表现。

图表 3 2009 年前 11 个月证券行业指数跑输于沪深 300 指数



资料来源：WIND

透过上市券商前 3 季度业绩表现，券商股价表现不佳现象不难理解。虽然支撑券商经纪、自营两大业务支柱的相关市场指标——日均股基成交额水平和大盘涨跌幅，均表现抢眼（2009 年前 3 季度，市场日均股基成交额为 2146 亿元，较 2008 年同期 1206 亿元的水平增长了 77.94%；2009 年前 3 季度市场指数（上证综指）涨幅为 46.70%，而 2008 年同期市场指数下跌了 52.27%，差距显著），但上市券商业绩增长幅度相对较小：2009 年前 3 季度实现营业收入 360 亿元，同比增长 27.89%；实现净利润 162 亿元，同比增长了 36.88%，增幅不足同期股基日均成交额同比增幅的一半。

图表 4 2009 年前 3 季度地方性小券商业绩增幅显著大于综合类大中券商

券商名称	09 前三季度营业收入(万元)	收入同比	09 前三季度净利润(万元)	净利润同比
中信证券	1,522,222	9.50%	629,066	6.66%
海通证券	667,883	19.69%	356,246	34.33%
光大证券	417,517	39.58%	185,635	44.59%
长江证券	203,162	23.19%	92,172	35.45%
国元证券	154,949	64.85%	78,227	74.35%
宏源证券	212,446	72.32%	90,761	112.99%
东北证券	137,035	59.26%	63,273	83.62%
西南证券	123,625	3644.40%	60,181	--
总和	3,598,179	27.89%	1,622,531	36.88%

资料来源：WIND

3、佣金率下滑、自营偏谨慎是业绩不如人意的关键因素

从对券商业绩影响最大的两大核心业务——经纪业务和自营业务来看：2009 年前 3 季度，上市券商（不含招商证券）经纪业务净收入 227.24 亿元，同比上升了 49.71%；自营业务（含投资收益和公允价值变动损益）收入为 47.64 亿元，在 2008 年同期有 4 加券商自营收入为负的情况下，同比仅上升了 23.04%。

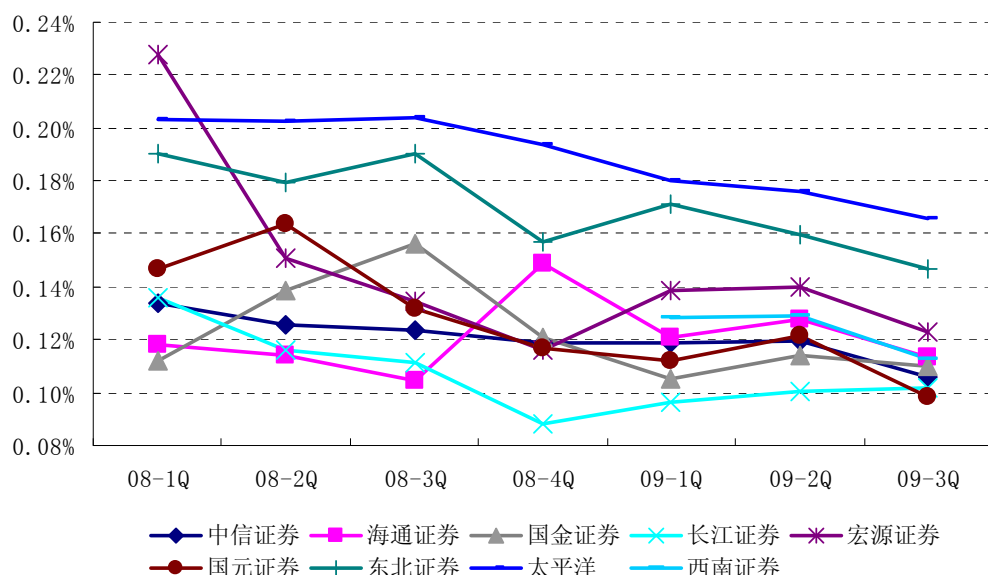
图表 5 2009 年前 3 季度地方性小券商业绩增幅显著大于综合类大中券商

券商名称	09 前三季度 经纪业务收入 (万元)	经纪业务 收入同比	09 年股票交 易市场份额 (%)	08 年股票交 易市场份额 (%)	09 前三季度 自营业务收入 (万元)	自营业务 收入同比
中信证券	829,384	39.89%	8.337	8.494	245,054	-5.74%
海通证券	471,187	56.04%	4.174	4.333	48,312	-43.89%
光大证券	293,079	44.38%	3.100	3.343	33,097	---
长江证券	144,616	63.45%	1.487	1.449	32,243	-34.89%
宏源证券	155,633	64.07%	1.296	1.036	28,355	---
国元证券	111,812	56.54%	1.075	0.952	15,634	585.16%
国金证券	56,856	88.17%	0.757	0.706	12,958	-80.69%
东北证券	101,878	48.66%	0.766	0.752	21,261	---
西南证券	64,806	59.03%	0.628	0.556	31,751	312.59%
太平洋	43,142	67.80%	0.307	0.258	7,761	---
总和	2,272,394	49.71%	21.926	21.879	476,427	23.04%

资料来源：WIND，华泰证券研究所

注：光大证券、宏源证券、东北证券和太平洋 2008 年前 3 季度自营收入为负

图表 6 2008 年以来券商季度综合佣金率水平下滑明显



资料来源：WIND，华泰证券研究所

在股票交易市场份额（经纪业务中最核心的为代理买卖股票业务）基本维持不变的情况下，经纪业务收入同比增幅显著小于市场股基日均成交额同比增幅，**佣金率大幅下滑是关键因素**。2009 年 9 月报中，我们对中报总结中提到的上市券商佣金率启稳态势在 3 季度并没有得到延续：3 季度上市券商除长江证券外，佣金率还出现了普遍下滑，

且下滑幅度比较显著。从下滑幅度来看，地方性券商由于普遍佣金率水平较高，3 季度佣金率下滑幅度显著高于综合类券商。主要券商现有综合佣金率水平基本在 0.11% 附近，后期佣金率水平还有下滑空间，特别是部分佣金率水平偏高的地方性券商。

而券商在 2009 年自营业务配置偏谨慎是业绩不如人意的另一个关键因素：2008 年大熊市中，有 4 家上市券商出现自营收入为负，几近上市券商数量的一半，其他自营盈利的券商主要依靠消化 2007 年浮盈。惨痛的教训和对市场指数反弹幅度的较低预期，使得 2009 年初券商自营配置偏向谨慎，特别是中信、海通等大型券商，导致 2009 年上半年未能充分分享市场大幅上涨利好。虽然中信、海通都在 2 季度后期对自营进行了大幅的加仓，但我们认为由此带来的投资风险和收益孰轻孰重，短期不好确定。

图表 7 上市券商权益类金融资产/净资产占比基本恢复到 07 年底水平

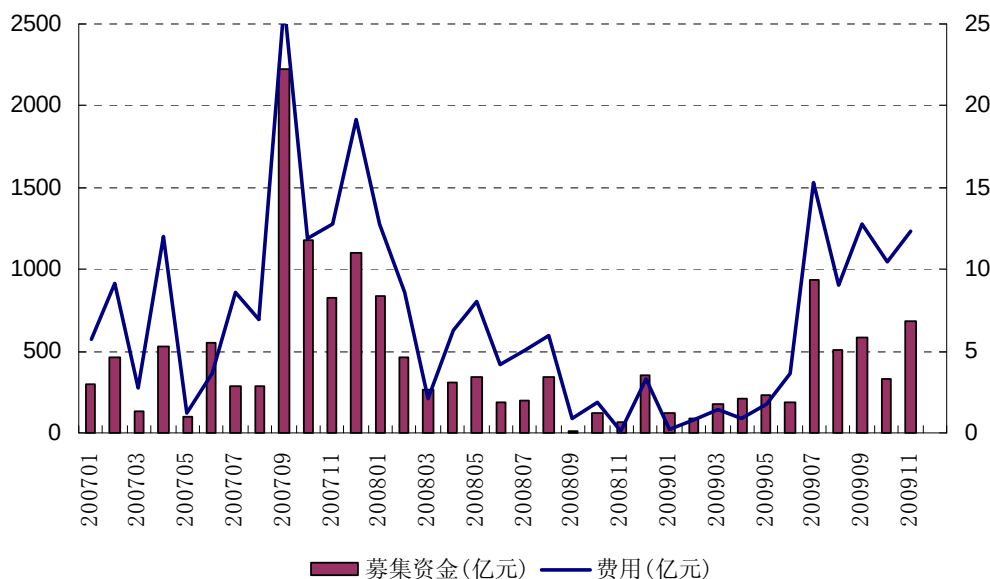
券商名称	2007 年报	2008 年报	2009 中报	09 中报相比 08 年报	09 中报相比 07 年报
中信证券	21.60%	5.19%	18.21%	13.02%	-3.39%
海通证券	16.97%	2.94%	15.77%	12.83%	-1.20%
长江证券	49.33%	9.49%	26.16%	16.67%	-23.17%
宏源证券	21.69%	13.36%	19.71%	6.35%	-1.98%
东北证券	28.06%	6.44%	38.33%	31.89%	10.27%
西南证券	3.29%	13.64%	42.78%	29.14%	39.49%

资料来源：WIND

4、股票 IPO 停滞，导致 2009 年前 3 季度承销业务收入负增长

作为三大传统业务之一投行业务的重要组成部分，证券承销业务 2009 年前 3 季度出现负增长：2008 年前 3 季度上市券商证券承销业务净收入为 19.36 亿元，2009 年同期仅为 15.78 亿元，同比下降了 18.49%。自 2008 年底股票 IPO 停滞以来，券商在证券承销业务上只能依靠股票再融资业务和债券承销业务，是证券承销业务出现同比负增长的原因，也是前 3 季度业绩同比涨幅不如意的原因之一。

图表 8 IPO 重启和创业板推出助力券商承销业务快速回暖



资料来源：WIND

随着创业板的推出和 IPO 重启，券商承销业务迅速回暖，股票融资费用（主要为支付

给券商的保荐费和承销费)自7月以来基本达到了2007年平均水平。从股票IPO发行结构来看,近两年以来大盘股发行业务的数量占比和规模占比均出现了较大的下滑。随着创业板的不断扩容,以及大盘股融资对市场压力的担忧,我们对后期大盘股的发行节奏仍持谨慎态度,仍然维持“在中小盘股票保荐和承销拥有优势的券商将迎来更大的发展机会”的看法。

图表9 大盘股发行业务重要性不断弱化

年份	总发行数量 (单)	总融资规模 (亿元)	大盘股发行数 量(单)	大盘股发行规 模(亿元)	大盘股发行数 量占比	大盘股发行规 模占比
2006	66	1341.70	11	1148.50	16.67%	85.60%
2007	123	4770.83	23	4379.92	18.70%	91.81%
2008	76	1034.38	5	733.54	6.58%	70.92%
2009.11	71	1392.38	5	844.83	7.04%	60.68%

资料来源:WIND,华泰证券研究所

图表10 本次IPO重启前A股市场中小板股票承销市场份额前十券商

券商名称	单数	总募集资金(亿元)	总发行费用(亿元)	费率	市场份额
国信证券	33	129.36	7.17	5.54%	14.81%
广发证券	24	86.74	4.98	5.75%	9.93%
平安证券	27	85.84	5.64	6.57%	9.83%
中信证券	16	73.06	4.00	5.47%	8.37%
海通证券	13	51.96	2.95	5.67%	5.95%
华泰证券	10	37.34	2.19	5.86%	4.28%
招商证券	11	34.61	1.98	5.72%	3.96%
国泰君安	3	32.74	1.24	3.78%	3.75%
兴业证券	8	29.65	1.62	5.46%	3.40%
光大证券	9	26.28	1.88	7.17%	3.01%

其他上市券商表现

宏源证券	7	17.16	1.21	7.06%	1.96%
东北证券	7	17.15	1.22	7.13%	1.96%
国元证券	7	16.05	1.07	6.66%	1.84%
国金证券	3	7.08	0.48	6.75%	0.81%
西南证券	2	4.15	0.29	6.87%	0.48%

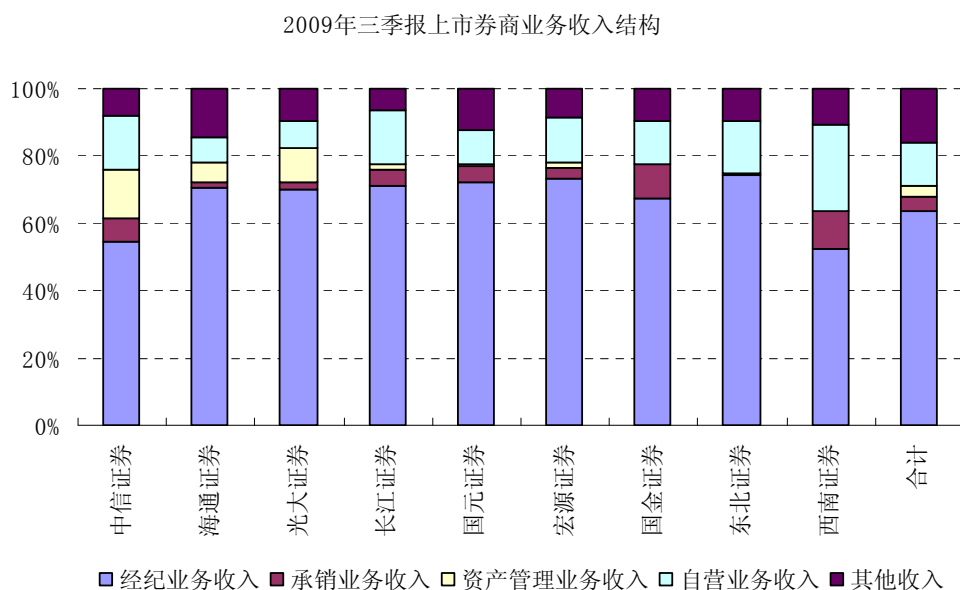
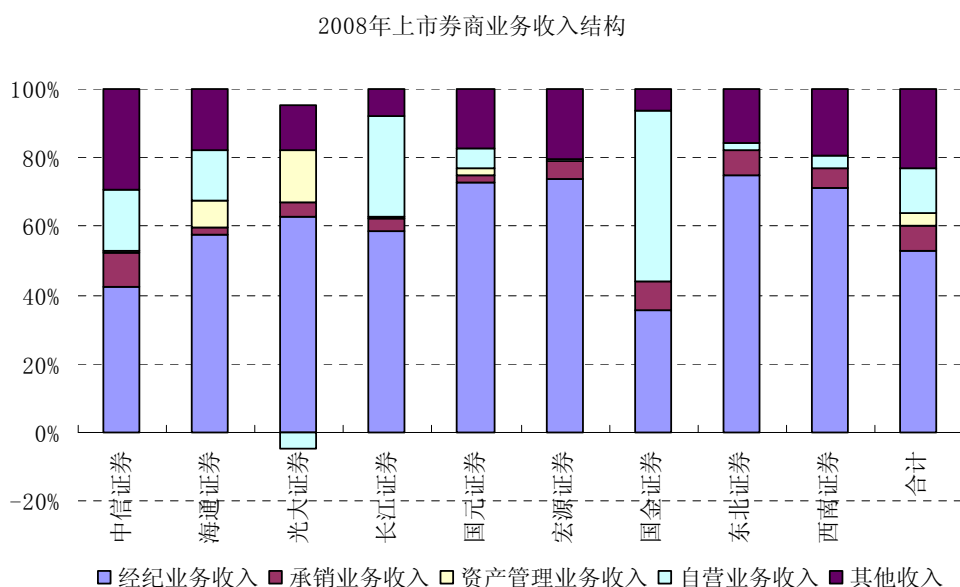
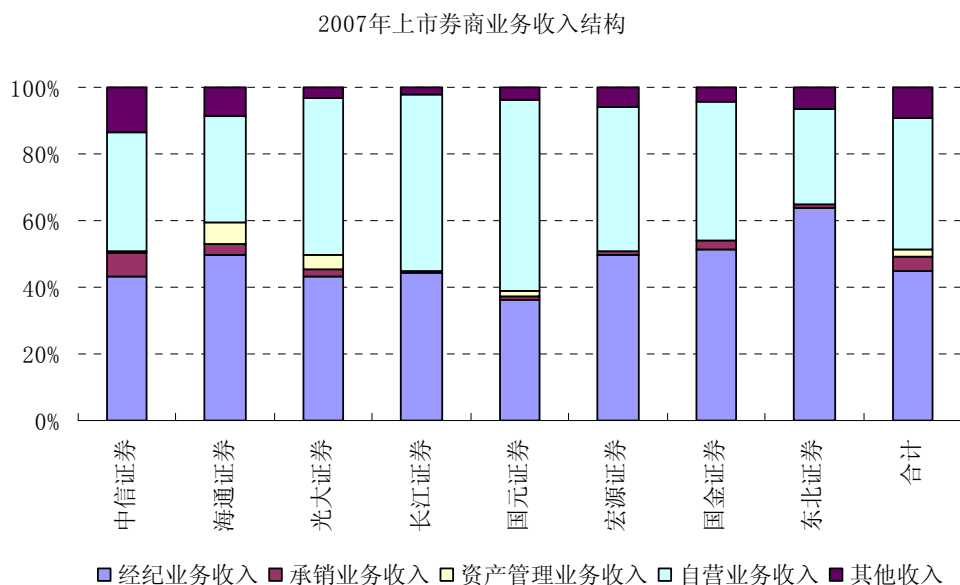
资料来源:WIND、华泰证券研究所

二、盈利结构仍倚重两大传统业务,但盈利模式正悄然生变

1、市场交易额大幅回暖推动盈利结构回归“经纪为王”

虽然佣金率下滑降低了上市券商经纪业务收入的反弹幅度,但由于自营业务偏谨慎的投资风格和IPO业务的停滞,券商对经纪业务的倚重程度逐步上升,券商盈利回归“经纪为王”时代(即使是中信证券这种多元化布局走在行业前例的券商,经纪业务收入占比也接近6成)。2009年3季报,券商经纪业务和自营业务合计贡献了近8成的收入,两大传统业务,特别是经纪业务仍是券商短期不得不倚重的核心业务。

图表 11 经纪业务“王者归来”，自营业务仍较重要



资料来源：WIND

2、业绩大幅波动促使监管层和券商自身谋求盈利模式逐步转变

图表 12 排名前 20 券商财务指标显示券商业绩存在较大波动性

年份	总资产 (亿元)	总资产 同比	营业收入 (亿元)	营业收入 同比	净利润 (亿元)	净利润 同比
2003	2775	---	125	---	21	---
2004	1473	-46.92%	111	-11.20%	14	-33.33%
2005	1665	13.03%	91	-18.02%	16	14.29%
2006	3847	131.05%	402	341.76%	185	1056.25%
2007	11183	190.69%	1757	337.06%	830	348.65%
2008	7501	-32.92%	841	-52.13%	395	-52.41%

资料来源：中国证券业协会

注：其中 2004 年净利润为扣减资产减值损失后的净利润

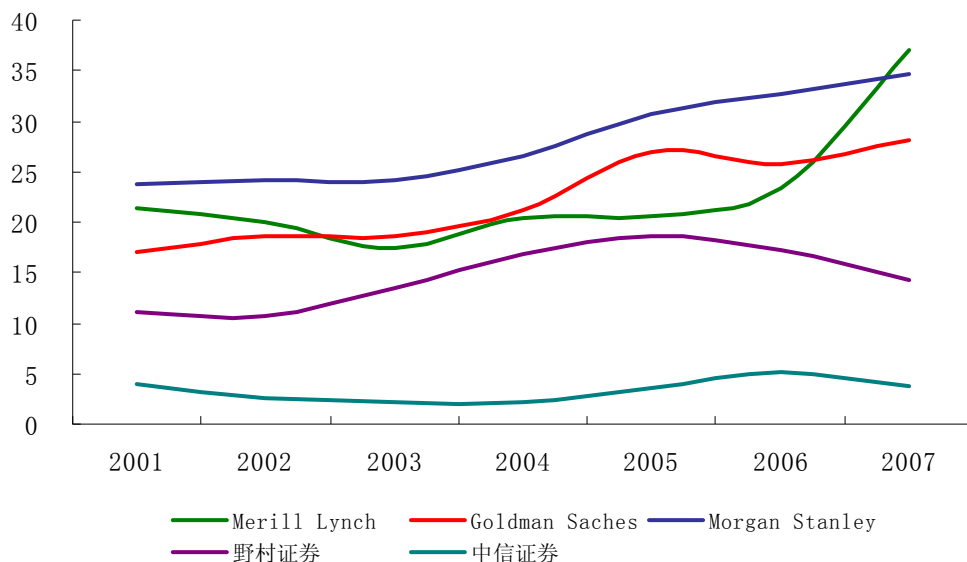
但我们也不能无视券商盈利模式中一些正在悄然生变的变化：由于长期以来的政策及市场条件限制，券商业务范围相当狭窄，业务结构高度雷同，盈利模式趋于一致，规模竞争成为券商之间竞争的关键。其中，经纪业务重视营业部数量扩张以争取更大的客户规模，收入主要依市场成交额而变化；而自营业务重视可供配置的资金规模，收入依市场指数涨跌而正负波动，造成券商收入具有不稳定性和周期性。

以依靠稳定佣金收入为主，以及自有资金主动投资为辅的券商传统盈利模式，正在悄然转变。盈利模式的高度同质化带来了激烈的市场竞争，加上市场资金持有以散户为主向机构主导的转变，使得监管层和券商自身开始思变创新，提供专业性、差异化的服务变得越来越重要；在监管层的积极引导下，以并购顾问业务、资产管理业务、直投业务为代表的创新业务陆续涌现，并快速发展，而融资融券与股指期货业务推出预期不断上升，正在逐步丰富券商原有业务链。服务竞争的强化和逐步丰富的业务链，有望不断弱化券商业绩的强周期性特征。

三、杠杆远在天边，创新近在眼前

1、创新业务预期基本正确，杠杆率提升的时机预期太过乐观

图表 13 本次金融危机前中信证券杠杆率水平大幅低于国外主要投行



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

在 2008 年 12 月推出的《2009 年证券行业投资策略报告：最坏时刻已过，创新业务和杠杆率提升将构成行业业绩新动力》中，我们曾提出“短期内传统业务对行业的贡献潜力在 2007 年基本发挥到了极致，未来业绩增长新动力之一将来源于创新业务”，此外还提到“相比过低的杠杆率是中信证券 ROE 水平相比美、日、台湾主要投行偏低的主要原因，杠杆率的适度提升，将有望成为未来证券行业业绩提升的最大潜力”。现在回头来看，我们对创新业务的预期基本没有问题，但对传统业务核心作用消弱的时机预测得过于激进了，对杠杆率水平提升的时机预期显得过于乐观了。

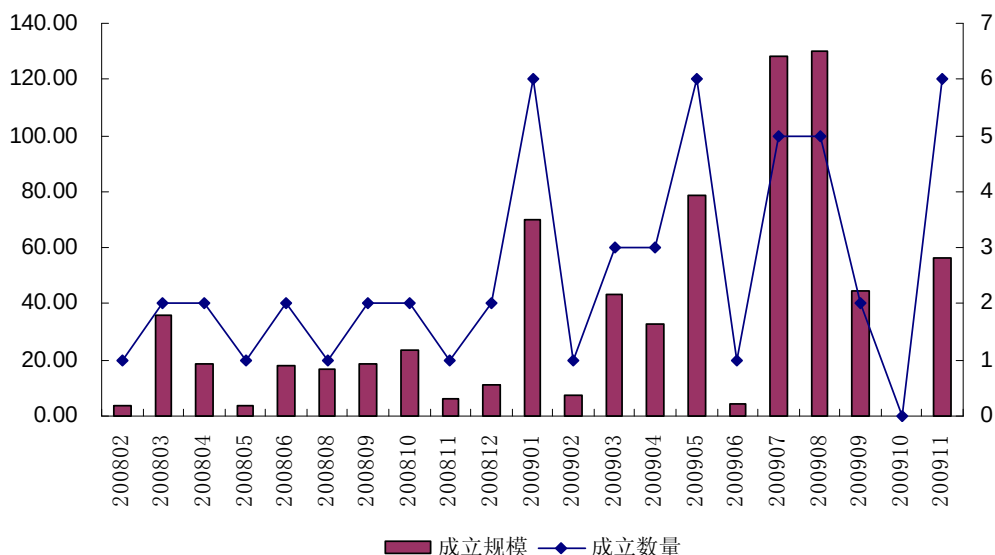
2007 年三年券商综合治理宣告结束，行业进入分类监管阶段；证券行业在上轮牛市中取得了飞速的发展，高风险违规业务得到了清理，业务经营也更加规范。虽然国内资本市场和证券行业在逐步成熟，并趋于规范，但目前来看，管理层对行业杠杆率限制的放开，还需较长时间的积累，特别是本次金融危机中高杠杆经营的华尔街投行损失惨重的情形还历历在目。但和上篇行业策略报告思想一致的是，我们仍然坚信适当的杠杆率提升，会显著提升券商的股本盈利水平，将有望成为未来行业业绩提升的最大潜力之一。

2、对创新业务的监管正在逐步放松

虽然杠杆率提升短期可能性不大，但让券商欣慰的是，对资产管理、直投业务等创新业务的监管正在逐步放松，而融资融券、股指期货推出的预期也愈发强烈。

券商集合理财产品发行数量和规模均大幅增长：截至 11 月，2009 年共发行券商集合理财产品 38 只，募集资金总额 596.88 亿元，单只平均规模 15.71 亿元；而 2008 年全年发行产品数量仅有 16 只，融资总规模仅有 156.30 亿元，单只平均规模不足 10 亿元，2009 年发行数量、募集资金规模、单只产品规模均大幅增长。根据 WIND 统计数据，市场现存券商集合理财产品达到了 76 只，资产净值总规模为 923 亿元（净值规模取 3 季度末数据，而新发产品取成立时数据），净值总规模较 2008 年底 427 亿元净值规模实现翻番。监管层在集合理财产品方面的监管趋于放松，对产品发行上限和存续年限也不再设限，券商集合理财产品有望步入高速发展时期。

图表 14 2009 年券商集合理财产品发行数量和规模同比均大幅增长



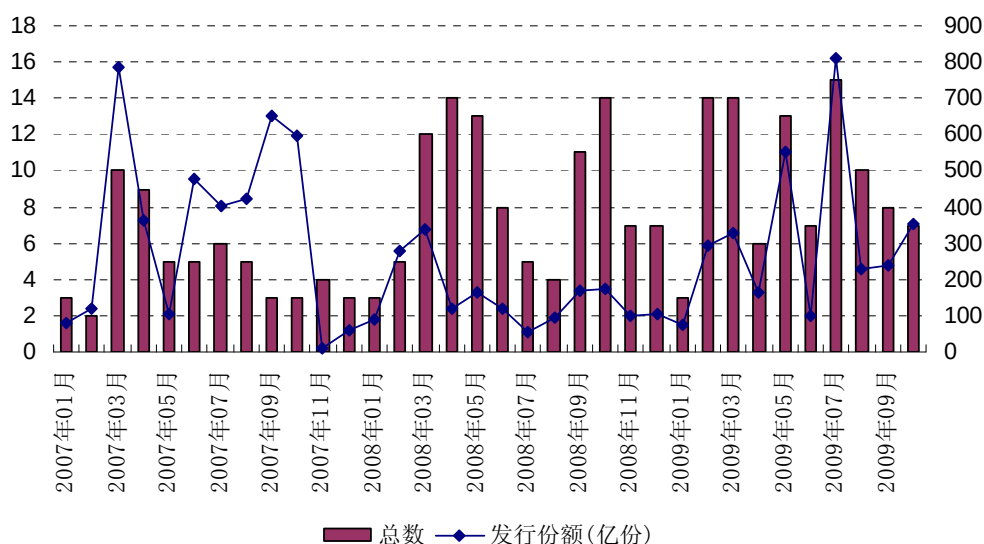
资料来源：WIND

图表 15 综合类大券商基本占据集合理财产品总净值规模前 10 位置

最新排名	券商名称	集合理财产品数量	总净值规模	单位产品净值规模
1	中信证券	6	117.28	19.55
2	华泰证券	8	110.59	13.82
3	光大证券	4	105.10	26.28
4	国泰君安证券	3	88.20	29.40
5	中金公司	7	48.99	7.00
6	国信证券	3	43.85	14.62
7	东方证券	4	41.34	10.34
8	招商证券	3	39.60	13.20
9	东海证券	2	30.72	15.36
10	宏源证券	1	28.50	28.50

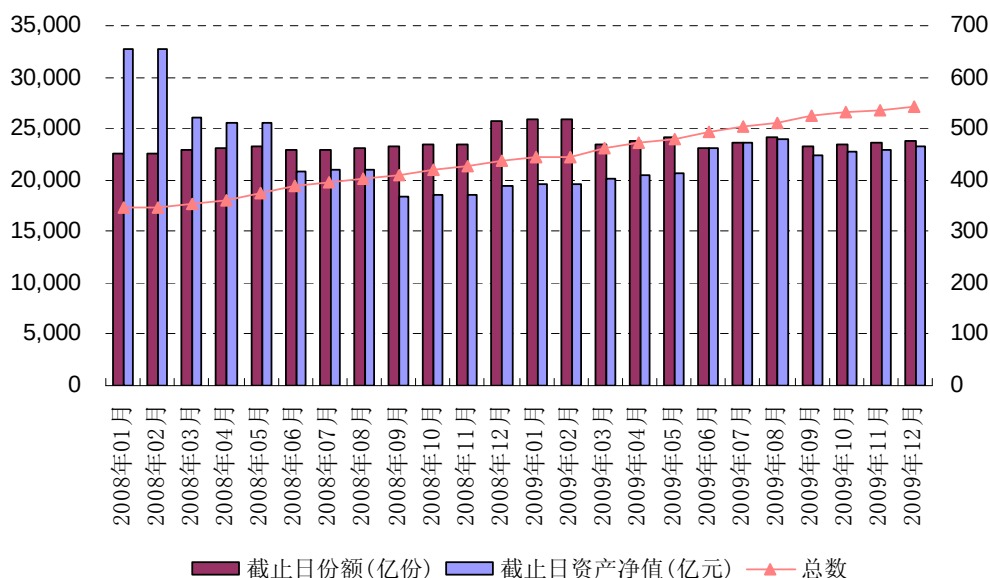
资料来源：WIND（净值规模为 3 季度末数据，新发产品以发行规模为准）

图表 16 2009 年新基金发行单只平均份额同比大幅增长



资料来源：WIND

图表 17 2009 年以来基金数量稳步增长，规模增长却步履维艰



资料来源：WIND

新基金发行数量小幅增长，但单只平均规模大幅提升：2008 年全年新基金发行 103 只，单只平均发行份额 17.47 亿份；2009 年前 10 个月新基金发行 97 只，预计全年在 120 只左右，较上年同期发行数量小幅增长，但单只平均发行份额达到了 32.38 亿份，同比增长了 85.35%。

从基金总规模来看，2008 年基金份额为 23533 亿份，总净值规模为 18633 亿元，单只平均净值规模为 44.17 亿元；2009 年 3 季度末基金份额为 23870 亿份，总净值规模为 23282 亿元，单只平均净值规模为 43.04 亿元，虽然单位份额对应的净值规模同比增长了 25% 左右，但基金总份额并没有因为全年近 4000 亿份的新发基金规模而得到提升，单只平均净值规模较 2008 年底还有小幅下降，基金面临的赎回压力使得短期内基金总净值规模难有显著增长。

直投业务开始贡献业绩，受益券商逐步增多，但短期贡献有限：创业板的推出，使得券商直投业务收获季节早于我们的预期来临，但短期仍然难以对券商业绩形成较大支持，原因在于：首先，从现在获得直投业务资格的券商来看（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 15 家），基本为综合类大中型券商，虽然直投业务盈利能力较强，但短期内投入规模还比较小，相比现有业务的盈利规模显得远为弱小；其次，目前国内直投业务需要借助 IPO 退出，之前有 3-4 年的项目准备期，对于刚刚起步的国内券商直投业务，收获期的高峰来临还要一段时间积累。

值得关注的是，直投业务牌照获取的门槛正在逐步降低，更多的券商有望分享直投业务果实：以往券商申请直投业务必须达到净资产不低于 20 亿元、最近三个会计年度主承销项目在 10 个以上或者主承销金额在 150 亿元以上等几个硬指标；2009 年 5 月证监会下发的《证券公司直接投资业务试点指引》明显降低了准入门槛，要求最近 12 个月净资产不低于 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。

融资融券和股指期货推出预期越发强烈：在直投业务渐入佳境、创业板顺势推出之际，市场对融资融券和股指期货业务等创新业务推出的预期变得越发强烈。对于市场寄予厚望的券商创新业务中的融资融券业务和股指期货业务，我们认为，股指期货业务，特别是融资融券业务值得期待。原因如下：

2007 年牛市行情中，通过盈利的大幅提升和增发募集资金，券商资本金规模得到了大幅的提升，自营规模也大幅增长，可用于融资的资金和融券的证券非常充沛；虽然经历了 2008 年大熊市的洗礼，但得益于监管的有力和券商风控能力的加强，仅一成左右小券商业绩出现亏损，2009 年市场的大幅回暖使得券商发展重新步入正轨。资本实力的大幅提升，使得融资融券业务收入有望成为经纪业务收入、投行业务收入、自营业务和资产管理业务收入之外的另一重要收入来源。

图表 18 2002-2008 年排名前 20 券商资产规模和资本实力高速增长

年度	净资产（亿元）	增长率%	净资本（亿元）	增长率%
2002	614	/	412	/
2003	618	0.65	409	-0.73
2004	408	-33.98	329	-19.56

2005	438	7.35	325	-1.22
2006	675	54.11	543	67.08
2007	2307	241.78	1998	267.96
2008	2294	-0.56	1851	-7.36
年复合增长率		24.57		28.46

资料来源：中国证券业协会

假设 2010 年上半年融资融券和股指期货业务推出，下半年开始贡献收入，按照：股指期货成交金额/股票交易额为 30%和 0.03%的佣金率估计股指期货业务收入；2010 年 11 家净资本实力最强的证券公司、2010 年全部 A 类证券公司获得牌照，各券商投入净资本的 20%，融资利差率 6.5%（融资年利率-金融同业存款利率）估计融资收入，券商使用净资本的 20%投资于股票，并将其中 30%用于融券业务，手续费率 5%估计融券收入。融资融券和股指期货业务新增收入预测结果如下表所示：

图表 19 2010-2011 年融资融券业绩贡献显著

	2010E	2011E
融资融券业务		
股基日均交易额（亿元）	2,131	2,201
增量交易比例	10.00%	10.00%
股基佣金率水平	0.12%	0.11%
增量佣金收入（亿元）	60	119
取得牌照券商净资本（亿元）	1,500	2,000
用于融资的资金比例	20.00%	20.00%
融资规模（亿元）	300	400
融资利差率	6.50%	6.50%
融资利息收入（亿元）	10	26
取得牌照券商自有股票规模（亿元）	300	400
用于融券的证券比例	30.00%	30.00%
融券规模（亿元）	90	120
融券手续费率	5.00%	5.00%
融券手续收入（亿元）	2	6
融资融券业务总收入（亿元）	72	151
股指期货业务		
股基日均交易额（亿元）	2,131	2,201
增量交易比例	5.00%	5.00%
股基佣金率水平	0.12%	0.11%
增量佣金收入（亿元）	30	59
股票日均交易额（亿元）	2,131	2,201
股指期货交易量/股票交易量	30.00%	30.00%
股指期货交易佣金率	0.03%	0.03%
股指期货交易佣金收入（亿元）	23	49
股指期货业务总收入（亿元）	54	108

资料来源：华泰证券研究所

可以看出，相比 2010、2011 年经纪业务收入 1466 亿元、1475 亿元的规模，来自融资融券和股指期货的收入贡献还显得比较微薄，但相比投行业务收入 143 亿元、159 亿元的规模，来自融资融券和股指期货的收入有望在 2011 年实现大幅超越。随着试点进程的推进，券商投入资金的比例还有较大提升空间，未来随着证券金融公司的设立及转融通的引入，融资融券收入还将有更大的提升空间。

三、坚持原有对券商发展模式的看法：中信模式和中金模式

图表 20 券商业务按照自身资本消耗程度分类参考表

业务类型	券商业务名称	业务分类解释
重资本业务	自营业务	券商使用自有资金进行证券投资
	直投业务	券商使用自有资金进行 Pre-IP0 投资
	融资融券 (暂未放开)	券商把自有资金和证券提供给投资者进行证券做多和做空的操作(初期)
轻资本业务	经纪业务	券商提供通道为投资者进行证券交易服务
	投行业务	券商为客户的证券发行提供承销、保荐服务；券商为客户提供财务顾问服务
	资产管理	券商利用自己的专业知识和能力为客户提供资产管理服务
	股指期货 (暂未放开)	券商作为中间介绍商和券商控股的期货公司共同为投资者进行股指期货投资服务

资料来源：华泰证券研究所

在 2008 年 10 月 31 日发布的行业报告《行业困境中布局“广积粮、高筑墙”且估值合理的优质券商》中，我们曾对未来券商的发展模式进行了探讨。我们**仍然维持我们原有的看法，即对券商现有业务和即将推出的创新业务按照消耗自身资本金的轻重区别进行分类，来把握券商的未来发展趋势；并以此为基础，提出了两种不同的发展模式：**中信模式，综合型大券商注重各项业务均衡发展和对业务风险的控制；中金模式，中小券商业务布局主要在轻资本业务，兼顾部分有发展优势的重资本业务，且在轻资本业务的细化布局中强调与自我优势的配合。

值得注意的是，我们对轻资本业务和重资本业务的划分也不是完全绝对的，某些业务有向另一类型转化的可能：以融资融券为例，目前我们把它归类于重资本业务，因为初期对券商融资融券业务的要求是需要使用自有资金和证券，随着转融通的引入，用于融资融券的资金和证券有可能更多来自外部，融资融券对自身资本金的依赖将会降低；而以投行业务为例，目前已经开始出现了个别券商包销增发股票的现象，随着市场的发展，IPO 稳赚不赔的现象也可能出现转变，投行业务对券商的资本实力和业务能力将有更高的要求，这也使得我们对于一些中小券商不计代价地争取保荐人以维持保荐机构资格的做法持保留态度，现实中不少小券商投行部门入不敷出的局面也证实了我们的判断。

四、2009-2010 年行业经纪与投行业务收入预测

根据市场成交近况和各项业务分析，我们预测 2010-2011 两年行业经纪业务佣金收入分别为 1466 亿元和 1475 亿元，同比增幅分别为-9%和 1%。

图表 21 近两年证券行业经纪业务收入难有显著增长

	2008A	2009E	2010E	2011E
GDP (亿元)	300,670	330,557	365,695	407,726
证券化率	40.32%	68.97%	73.64%	80.91%
证券市场市值 (亿元)	121,238	227,986	269,309	329,904
换手率	120.00%	320.00%	210.00%	180.00%
股基成交额 (亿元)	274,862	558,760	522,160	539,291
交易天数	246	245	245	245
股基日均成交额 (亿元)	1,117	2,281	2,131	2,201
权证日均成交额 (亿元)	282	226	113	0
债券现券成交额 (亿元)	124	223	357	536
综合佣金率水平	0.12%	0.12%	0.12%	0.11%
经纪业务收入 (亿元)	899	1,605	1,466	1,475
经纪业务收入增长率	-49%	78%	-9%	1%

资料来源：华泰证券研究所

由于经纪业务收入对市场指数收盘点位和换手率高度敏感，我们对 2010 年经纪业务收入进行相应的敏感性分析。结果表明，在换手率和上证综指收盘点位上下浮动 10%左右的情况下，2010 年行业经纪业务收入基本稳定在 1286-1781 亿元区间，对应全年日均股基成交额 1908-2475 亿元。

图表 22 2010 年证券行业经纪业务收入敏感性分析

换手率	2010 年底上证综指收盘点位				
	4400	4000	3600	3200	2800
270.00%	1,995	1,902	1,809	1,716	1,623
250.00%	1,867	1,781	1,695	1,608	1,522
230.00%	1,738	1,659	1,580	1,501	1,422
210.00%	1,610	1,538	1,466	1,394	1,321
200.00%	1,546	1,477	1,409	1,340	1,271
190.00%	1,482	1,417	1,351	1,286	1,221
180.00%	1,418	1,356	1,294	1,232	1,170

资料来源：华泰证券研究所

基于 IPO 重启和创业板推出，加上中央经济工作会议重申“要积极扩大直接融资，引导和规范资本市场健康发展”的精神，我们对未来几年证券承销业务同比高速增长抱乐观态度。

图表 23 证券行业承销业务收入将步入高速增长期

	2008A	2009E	2010E	2011E
GDP (亿元)	300,670	330,557	365,695	407,726

股票融资/GDP	1.17%	1.45%	1.50%	1.50%
股票融资额（亿元）	3,518	4,793	5,485	6,116
股票融资费用率	1.40%	2.00%	2.00%	2.00%
股票承销收入（亿元）	49	96	110	122
企业债融资/GDP	4.18%	5.00%	7.00%	9.00%
企业债融资额（亿元）	12,568	16,528	25,599	36,695
企业债融资费用率	27.21%	25.00%	25.00%	25.00%
企业债券承销收入（亿元）	41	50	77	110
承销业务收入（亿元）	90	145	187	232
承销业务收入增长率	-23%	61%	28%	25%

资料来源：华泰证券研究所

四、行业估值水平提升有赖于创新进度，个股重在挖掘 “中金模式” 券商

行业估值水平提升将有赖于创新业务的推出进度：基于前面的分析，我们看到虽然证券承销业务在未来将保持高速增长，但较小的业绩贡献度使其近两年内不足以对行业业绩形成显著影响；作为业绩主要来源的经纪业务，我们对未来两年该业务的收入持谨慎态度，预计该项业务基本保持稳定；而创新业务则有可能成为近两年内推动行业估值水平提升的关键因素：直投业务盈利能力最强，已经开始贡献收入，业绩爆发期日益临近；融资融券和股指期货如果 2010 年上半年推出，在 2011 年对券商业绩的影响将显著超过来自证券承销业务的收入。考虑到创新业务推出预期的增强和由此带来的业绩提升预期，以及行业权重股中信证券较低的估值水平，我们上调行业评级至“增持”，精选行业内个股将带来显著回报。

个股选择上除关注行业龙头中信证券外，还需注重挖掘 “中金模式” 个股：短期内，中信证券的行业龙头地位难以撼动，公司各项业务几乎没有短板，传统业务和创新业务均远远走在行业前列；业务均衡化布局最好，虽然降低了公司业绩弹性，但能够有效低于市场向下波动带来的风险；公司估值水平处于行业底部，不仅大幅低于弹性较大的地方性小券商，也大幅低于其他综合类大券商，并不能真实反映出公司的市场地位。受 IPO 停滞等影响，公司投行业务在 2009 年上半年同比萎缩较大，加上中信建投股权归属和处置华夏基金股权存在一定不确定性，使得公司在 2009 年大幅跑输于行业指数和市场指数。但随着 IPO 重启和创业板推出，公司投行业务业绩快速复苏，较早布局的直投业务也开始贡献业绩；即使中信建投股权必须转让，影响面也仅仅在于经纪业务，且由此引起的经纪业务市场份额的下滑更多的是“量”的变化，而非“质”的变化；创新业务未来的巨大潜力和公司在创新业务上的明显优势，使得公司投资价值更为突出。**两项股权问题的明确有望成为公司股价走势拐点的标志，上调中信证券评级至“买入”，建议投资者在拐点逐步明确后予以配置。**

此外，注重挖掘“中金模式”的上市券商，将有可能带来显著的超额收益。上市券商中，国金证券的业绩光环随着所持低成本的招商银行和浦发银行法人股的减持而迅速消散，虽然 2009 年公司证券承销业务表现出色，但相比中金公司在大项目领域的承销优势，公司主要承销业务集中在中小企业融资上，证券承销业务短期难以对公司业绩形成支柱型的支撑。考虑到公司偏高的估值水平，我们维持国金证券“观望”评级。

上市券商中最有“中金模式”轮廓的当属西南证券：公司投行业务在股票再融资和企业债券发行方面传统优势明显，2008 年企业债券承销规模排名行业第 8 位，2009 年前 3 个季度，公司再融资业务数量仅次于中信证券，排名行业第 2，股票 IPO 和财务顾问业务将随着公司业务中心向区域内的调整获得更多机会；不考虑可供出售金融资产浮盈，公司自营业务已显著好于其他多数上市券商，公司在苏宁环球上的浮盈将近 5 亿元（12 月 3 日解禁时价格估计），而 2.4 元成本价持有的 2.92 亿京东方 A 增发股将在 2010 年 6 月 10 日解禁，目前浮盈规模已超过了 8 亿元，丰厚的浮盈对公司近两三年自营业务业绩形成有力支撑；作为重庆市唯一一家本地券商，公司的发展备受地方政府关怀，注册地址向江北城的迁移，将有望受益于未来重庆“陆家嘴”建设带来的税收优惠，带来的业绩增厚有望带来公司估值水平 10%左右的下降；公司目前业务的短板主要在经纪业务，虽然近期经纪业务强化管理带来了市场份额的快速提升，但受制于营业部数量太少，经纪业务市场份额仍相对较小。我们将关注西南证券增发项目的推进进展，特别是在营业部扩张上的运作，维持公司“推荐”评级。

继续关注参资质质较好的拟上市券商的参股券商股：光大证券和招商证券已经顺利完成 IPO 上市，华泰证券上市也步入最后阶段，券商上市潮仍将延续。国海证券、广发证券短期暂时受阻于借壳上市，但终有破茧而出的一天。其中，广发证券是稍次于中信证券的业内优质券商，持有其股权的华茂股份、吉林敖东，是我们最推荐的两只参股券商股；特别是华茂股份，公司还持有徽商银行 0.79%、国泰君安投资管理股份有限公司 2.15%、安庆振风典当有限责任公司 19.97%股权，金融股权投资走在市场前列，未来所持金融股权增值潜力巨大。

图表 24 部分升值空间较大的参股券商股（有上市预期的优质券商）

股票代码	股票名称	参股券商	持有数量 (亿股)	每股券商价值 (元)	每股净资产 (元)	12.17 股价 (元)	隐含市净率 (倍)
600611	华茂股份	广发证券	0.50	7.38	2.42	8.41	0.42
		国泰君安	0.95				
		宏源证券	0.20				
000623	吉林敖东	广发证券	5.16	37.80	9.15	48.35	1.15

资料来源：华泰证券研究所

注 1：每股含券商价值 = 股数*股价（上市券商），或
= 股数*2009 年预测 EPS*20 倍（拟上市券商）

注 2：隐含市净率=（最新股价－每股含券商价值）/每股净资产

图表 25 2009-2011 年证券行业重点上市公司估值水平比较

券商名称	总股本 (亿股)	股价 (元)	分类监管 评级	08 EPS (元)	09 EPS (元)	10 EPS (元)	11 EPS (元)
中信证券	66.30	28.81	A 类 AA 级	1.10	1.41	1.34	1.50
海通证券	82.28	17.12	A 类 AA 级	0.39	0.57	0.57	0.57
西南证券	6.39	18.10	B 类	0.07	0.48	0.62	0.72
券商名称	08 PE (倍)	09 PE (倍)	10 PE (倍)	11 PE (倍)	08 PB (倍)	目标价 (元)	公司 投资评级
中信证券	26.19	20.42	21.48	19.21	3.46	35.25	买入
海通证券	44.06	30.01	29.88	29.87	3.67	17.10	观望

西南证券	258.57	37.42	29.21	25.05	10.39	21.60	推荐
------	--------	-------	-------	-------	-------	-------	----

资料来源：华泰证券研究所（注：股价取自 2009 年 12 月 17 日收盘价）

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。