

2010-06-19

行业研究 / 深度研究

证券、期货业

中性 / 维持评级

蛰伏 待机

— 证券行业 2010 中期策略报告

分析师

李聪

SAC 执业证书编号: S1000210020007

021-68498610 licong@lhqz.com

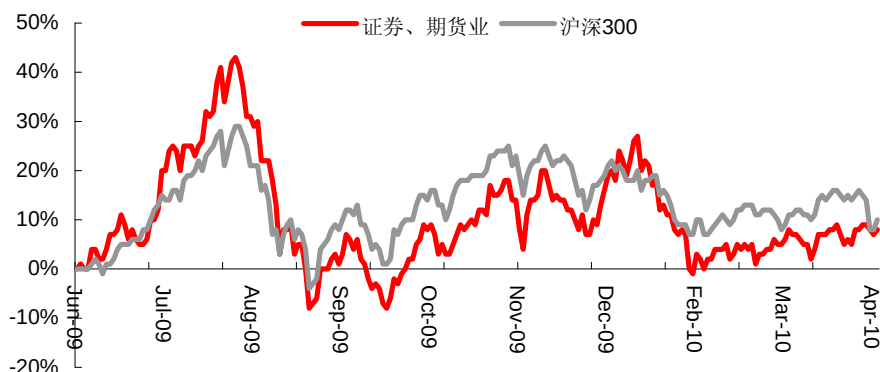
联系人

张黎

+755-82366995 zhanglisz@lhqz.com

- **证券行业告别高增长阶段。**我们将证券行业净利润拆解成 5 个指标的乘积: GDP、证券化率、流通比例、营业收入/流通市值、收入净利率。前三个指标可归类为市场容量,最后两个指标可归类为盈利能力。1、市场容量: 红利至 2010 年末基本结束; 2、盈利能力: 目前已处于高位, 中长期趋势向下。综合以上两点判断, 国内证券行业将告别高增长阶段。
- **市场容量: 红利至 2010 年末基本结束。**1、GDP 增速中枢下降; 2、证券化率已处于间接融资体系为主国家的高位; 3、流通比例将于年末达到 90% 的高点。
- **盈利能力: 未来中长期趋势向下。**1、营业收入/流通市值已处于国际水平高位; 2、收入净利润远高于国际水平, 未来将因经纪业务暴利时代结束而面临下滑压力。
- **择时: 牛市是唯一机会。**周期性行业业绩表现取决于中长期基本面和行业周期的两重影响, 从短期看, 后者影响为甚。因此, 尽管如前所言, 证券行业中长期基本面走弱, 但是在行业周期性变化中仍然不乏投资机会。我们认为, 证券行业唯一的投资机会只有牛市周期, 熊市和震荡市周期均没有机会。目前, 资金面和宏观基本面暂不支持牛市。
- **选股: 经营杠杆最大者。**对比证券行业 and 传统行业的成本结构, 我们可以近似将证券行业的业务及管理费 (人力成本为主, 较刚性) 当成固定成本, 其他成本当成变动成本。当牛市来临, 可选取经营杠杆最大者即最近一期熊市中 “业务及管理费/营业收入” 的最高者。08 年该指标最高者 Top4 与 09 年净利润增速最高者 Top4 完全吻合。
- **投资建议: 蛰伏, 待机。**维持 “中性” 评级。

最近 52 周股价表现



目 录

证券行业告别高增长阶段	4
市场容量：2010 年末红利基本结束	5
GDP：增速中枢下降	6
证券化率：已处于间接融资为主国家的高位.....	6
流通比例：也将于 2010 年末达到高点.....	7
盈利能力：未来中长期趋势向下	7
营业收入/流通市值：已处于国际水平高位	7
收入净利率：将因高利润率经纪业务缩水而面临下滑压力	8
专题一 佣金率底限：不取决于绝对额，而取决于盈亏点.....	8
专题二 创新业务：利在长远，年内贡献有限.....	10
融资融券：标的券过窄，压制需求	10
股指期货：收之桑榆，失之东隅	11
投资建议：顺周期+弹性	12
择时：资金面、基本面不支持牛市	13
择股：经营杠杆最大者	15
 图表 1 直接融资体系发达国家证券化率	
图表 2 间接融资体系发达国家证券化率.....	6
图表 3 中国证券化率与新增开户数	
图表 4 中国个人证券账户占城镇就业人口比例.....	7
图表 5 国内 A 股流通比例.....	7
图表 6 证券行业营业部数量变化	
图表 7 获得经纪人资格的券商的经纪业务人数.....	8
图表 8 美国证券行业经纪业务佣金率	
图表 9 日本证券行业经纪业务佣金率.....	9
图表 10 美国证券行业经纪业务收入与成本	
图表 11 日本证券行业经纪业务收入与成本.....	9
图表 12 美国证券行业经纪业务佣金率与 RoE	
图表 13 日本证券行业经纪业务佣金率与 RoE	9
图表 14 国内证券行业经纪业务实际佣金率与佣金率底限	
图表 15 国内证券行业与 A 股 RoE	10
图表 16 日本融资融券客户周转率与普通客户的比值	
图表 17 台湾融资融券客户周转率与普通客户的比值.....	11
图表 18 高周转率国家在股指期货推出后的股市周转率.....	11
图表 19 美国机构投资者运用衍生品工具的目的	
图表 20 台湾证券投资信托基金运用衍生品工具的目的.....	12
图表 21 上市券商营业收入与股指走势	
图表 22 上市券商营业成本主要构成	13
图表 23 上市券商业务及管理费相对刚性（剔除 4 季度）	
图表 24 上市券商净利润与股指走势	13
图表 25 实际流通 A 股市值对应的当前资金面支撑.....	14

图表 26 实际流通 A 股市值对应的潜在资金面支撑.....	14
图表 27 上市券商股价表现	15
表格 1 中国证券行业净利润影响因素拆解（单位：10 亿人民币）	4
表格 2 美国证券行业净利润影响因素拆解（单位：10 亿美元）	5
表格 3 日本证券行业净利润影响因素拆解（单位：10 亿日元）	5
表格 4 国内证券行业净利润各影响因素对净利润增长的贡献度.....	6
表格 5 印度塔塔股票基金所采用的风险对冲策略.....	12
表格 6 牛市“净利润增速”与熊市“业务及管理费/营业收入”高度正相关	16

证券行业告别高增长阶段

我们将证券行业净利润按照如下公式进行拆解：

$$\text{净利润} = \text{GDP} * \text{证券化率} * \text{流通比例} * (\text{营业收入} / \text{流通市值}) * \text{收入净利润}$$

等式右边的 5 个指标可归为以下两大类：

- 1、市场容量：GDP、证券化率、流通比例
- 2、盈利能力：营业收入/流通市值、收入净利润

通过中、美、日证券市场的横向比较，我们得到的结论是：

1、市场容量：红利至 2010 年末基本结束；

- 1) GDP：增速高于美、日。未来面临增速中枢下降；
- 2) 证券化率：低于美国，高于日本。已处于间接融资体系为主国家的高位；
- 3) 流通比例：低于美、日。2010 年末基本接近全流通。

2、盈利能力：目前已处于高位，中长期趋势向下。

- 1) 营业收入/流通市值：与美国持平，高于日本。主要源于中国高佣金率、高周转率。高佣金率终结于 08 年 10 月之后的网点新设放开和行商模式盛行，而高周转率终结于 09 年 4 月的股指期货启动。另外，参考创新业务已发展得淋漓尽致的美国证券行业，其营业收入/流通市值的均值水平甚至低于中国，可想而知，国内因监管层打压经纪业务暴利而生的创新业务未来仍难以弥补前者损失。
- 2) 收入净利润：远高于美、日。随着经纪业务的暴利时代结束，收入净利润面临较大的下滑压力。

综合以上两点判断，我们认为，国内证券行业将告别高增长阶段。

表格 1 中国证券行业净利润影响因素拆解（单位：10 亿人民币）

净利润		盈利能力		市场容量		
指标		收入净利率	营业收入/流通市值	流通比例	证券化率	GDP
公式	$Y=A*B*C*D*E$	E	D	C	B	A
2002	-3	-12%	2.0%	33%	32%	12,033
2003	-1	-6%	1.8%	31%	31%	13,582
2004	-15	-88%	1.4%	31%	23%	15,988
2005	-11	-98%	1.1%	33%	18%	18,322
2006	25	41%	2.5%	28%	42%	21,192
2007	131	46%	3.0%	28%	127%	25,731
2008	48	39%	2.8%	37%	39%	31,405
2009	93	46%	1.4%	62%	73%	33,535
02~09 均值	33	35%	2.1%	38%	52%	21,473

资料来源：证券行业协会，Wind，华泰联合证券

表格 2 美国证券行业净利润影响因素拆解（单位：10 亿美元）

净利润		盈利能力		市场容量		
指标		收入净利率	营业收入/流通市值	流通比例	证券化率	GDP
公式	$Y=A*B*C*D*E$	E	D	C	B	A
2001	13	5%	2.0%	100%	137%	10,128
2002	9	4%	1.9%	100%	106%	10,470
2003	19	9%	1.5%	100%	130%	10,961
2004	13	5%	1.5%	100%	140%	11,686
2005	15	5%	1.9%	100%	134%	12,638
2006	27	6%	2.2%	100%	145%	13,399
2007	6	1%	2.4%	100%	140%	14,078
2008	-25	-9%	2.5%	100%	79%	14,441
01~08 均值	10	3%	2.0%	100%	130%	12,225

资料来源：SIFMA，CEIC，华泰联合证券

表格 3 日本证券行业净利润影响因素拆解（单位：10 亿日元）

净利润		盈利能力		市场容量		
指标		收入净利率	营业收入/流通市值	流通比例	证券化率	GDP
公式	$Y=A*B*C*D*E$	E	D	C	B	A
1999	3,795	10%	0.8%	100%	93%	489,022
2000	3,213	9%	0.9%	100%	72%	501,339
2001	2,505	-14%	0.8%	100%	60%	498,677
2002	2,386	-7%	1.0%	100%	51%	482,361
2003	3,294	15%	1.0%	100%	67%	474,767
2004	3,388	14%	0.9%	100%	76%	481,841
2005	4,911	23%	0.9%	100%	111%	484,603
2006	4,686	13%	0.9%	100%	111%	495,660
2007	4,582	-3%	0.9%	100%	94%	515,174
2008	3,156	-11%	1.1%	100%	56%	506,139
99~08 均值	3,592	7%	0.9%	100.0%	79%	492,958

资料来源：JSDA，CEIC，华泰联合证券

市场容量：2010 年末红利基本结束

回顾国内证券行业净利润高增长的 07、09 年，主要驱动均在于市场容量扩张，07 年依靠证券化率提升，09 年依靠证券化率和流通比例的共同提升。

表格 4 国内证券行业净利润各影响因素对净利润增长的贡献度

指标	净利润增速	各影响因素对净利润增长贡献度				
		盈利能力		市场容量		
		收入净利率	营业收入/流通市值	流通比例	证券化率	GDP
2006	-324%	44%	-40%	5%	-43%	-5%
2007	413%	3%	5%	0%	49%	5%
2008	-63%	26%	15%	-49%	110%	-35%
2009	94%	19%	-55%	71%	94%	7%

注：各影响因素对净利润增长贡献度=指标增速/净利润增速

资料来源：证券行业协会，Wind，华泰联合证券

展望未来，市场容量下的各个指标均已面临增长瓶颈。

GDP：增速中枢下降

在国内推动经济结构转型的背景下，净出口、投资对 GDP 的贡献将会有所减少，而消费贡献仍需观察。总体上，GDP 增速中枢将会有所下降。

1、净出口方面，随着刘易斯拐点到来、人口红利结束、以及政府促消费导致的人力成本提升，中国依靠于低劳动力成本的竞争优势将逐渐衰减，净出口高速增长难以持续；

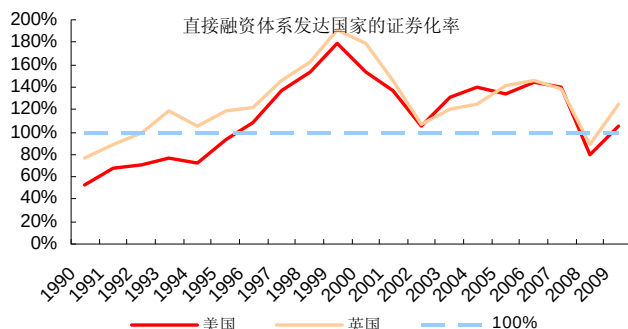
2、投资方面，产能过剩、资产泡沫、信贷约束以及金融系统风险隐患使得类似“四万亿”的产出低效率的财政政策难以再现；

3、消费方面，符合国内经济转型方向，但是提振居民收入的同时面临的是劳动力成本上升导致的企业利润萎缩进而威胁就业，转型能否成功仍需观察。

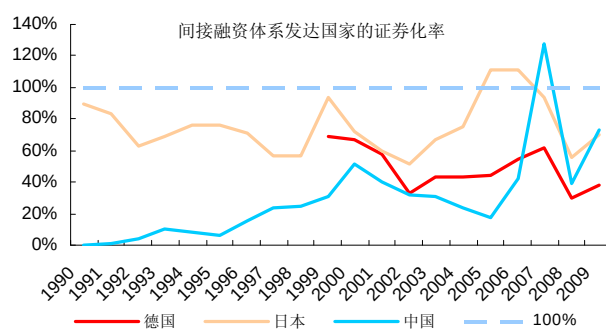
证券化率：已处于间接融资为主国家的高位

参考海外市场，在以直接融资体系为主的国家如美国、英国，其长期证券化率水平高于 100%；而以间接融资体系为主的国家如日本、德国，其长期证券化率水平低于 100%。依靠 06、07 年大牛市吸引的庞大新增投资群体进场，中国证券化率获得了快速的提升，截止 09 年末达到 73%，已处于以间接融资体系为主的国家较高水平。

图表 1 直接融资体系发达国家证券化率



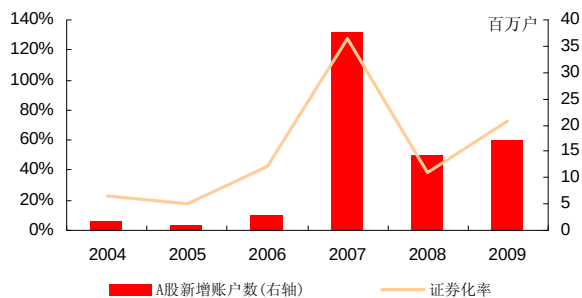
图表 2 间接融资体系发达国家证券化率



资料来源：CEIC，华泰联合证券

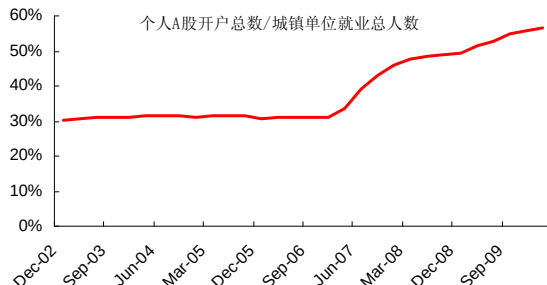
资料来源：CEIC，华泰联合证券

图表 3 中国证券化率与新增开户数



资料来源：Wind，华泰联合证券

图表 4 中国个人证券账户占城镇就业人口比例

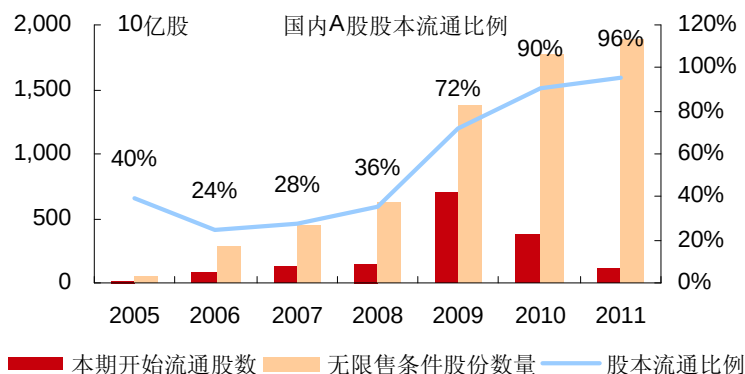


资料来源：Wind，华泰联合证券

流通比例：也将于 2010 年末达到高点

随着股权分置改革中限售股逐渐进入解禁期，国内证券行业流通比例将于 2010 年底达到 90% 的高位。

图表 5 国内 A 股流通比例



资料来源：Wind，华泰联合证券

盈利能力：未来中长期趋势向下

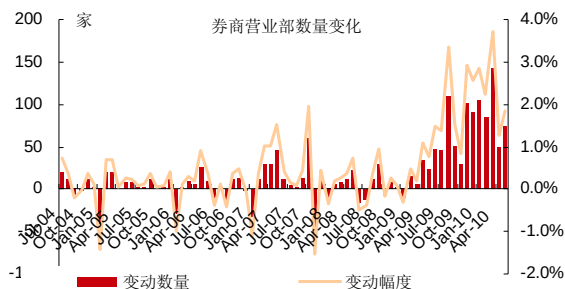
营业收入/流通市值：已处于国际水平高位

从表格 1、2、3 的中美日比较中，我们看到，中国证券行业的营业收入/流通市值均值为 2.1%，超过了美国的 2.0% 和日本的 0.9%，主要原因就在于国内的高佣金率和高周转率。而这两项均面临下滑压力。

国内证券行业经纪业务佣金率已呈现出快速下滑趋势，主要源于竞争环境的恶化。一直以来，我们都认为国内证券行业真正的市场化始于 08 年 10 月，原因在于：

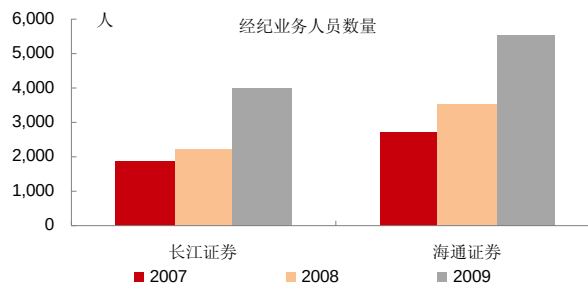
- 1、08 年 10 月，营业网点新设放开；
- 2、09 年 4 月，首家券商经纪人资格获批，启动了“行商模式”。

图表 6 证券行业营业部数量变化



资料来源: Wind, 华泰联合证券

图表 7 获得经纪人资格的券商的经纪业务人数



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券

根据我们判断, 未来 3~5 年内, 国内证券行业经纪业务佣金率年均下滑幅度都将达到 -20% 左右, 具体请参见下文的专题一。

国内证券行业股市周转率未来同样面临下降的风险, 主要原因在于股指期货推出后, 其套保功能将会降低股票投资者的交易频率。具体请参见下文的专题二。

另外, 参考创新业务已发展得淋漓尽致的美国, 其营业收入/流通市值均值甚至低于中国, 可想而知, 国内因监管层打压经纪业务暴利而生的创新业务也难寄厚望。

收入净利率: 将因高利润率经纪业务缩水而面临下滑压力

从表格 1、2、3 的中美日比较中, 我们看到, 中国证券行业的收入净利率均值为 35%, 远远超过了美国的 3% 和日本的 7%, 主要原因就在于国内证券行业的经纪业务享有过高的利润率, 未来整体收入净利率水平将因经纪业务暴利时代结束而面临下滑压力。

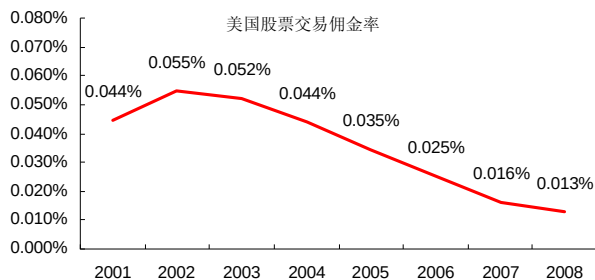
专题一 佣金率底限: 不取决于绝对额, 而取决于盈亏点

对于经纪业务佣金率, 我们认为: 未来 3~5 年内年均下滑将在 -20% 左右。不同于市场上将国内经纪业务佣金率与国外水平进行简单比较后, 就因为国内佣金率已低于国外而做出佣金率接近底部的判断, 我们认为, 佣金率底限与其绝对数值的高低没有任何关系, 而与其经纪业务盈亏平衡密切相关。

逻辑很简单, 举个简单例子: 国家 A 和 B, 股市成交金额均为 1000 元, A 国有 10 家券商营业部, B 国有 5 家券商营业部, 两个国家的单个营业部固定成本均为 4 元, 变动成本为佣金收入的 20%, 由此推算国家 A 和 B 的佣金率底限分别为 5% ($=4/[1000/10*(1-20\%)]$)、2.5% ($=4/[1000/5*(1-20\%)]$), 相差了一倍。

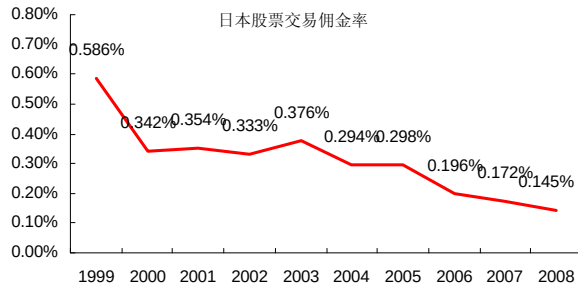
现实中, 各个国家证券行业的部均成交金额等因素均千差万别, 由此决定了各国的佣金率没有任何直接可比性。我们以现实中的美国和日本为例, 都是发展多年的成熟市场, 但是两个国家的佣金率水平相差了 10 倍左右。

图表 8 美国证券行业经纪业务佣金率



资料来源: CEIC, SIFMA, 华泰联合证券

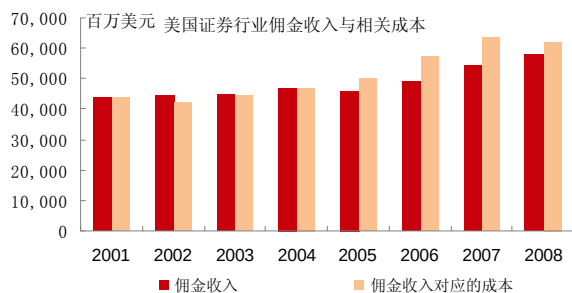
图表 9 日本证券行业经纪业务佣金率



资料来源: 日本券商协会, 华泰联合证券

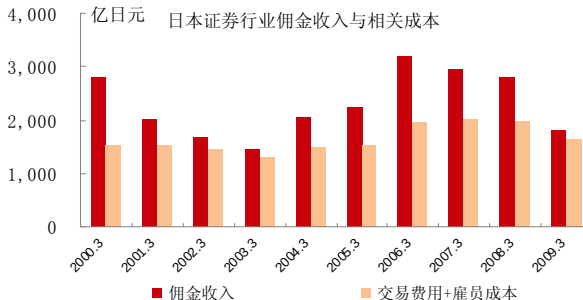
两个成熟市场佣金率水平相差如此之大的核心原因就在于, 佣金率底限与绝对数值没有任何关系, 而与其经纪业务盈亏平衡点密切相关。

图表 10 美国证券行业经纪业务收入与成本



资料来源: SIFMA, 华泰联合证券

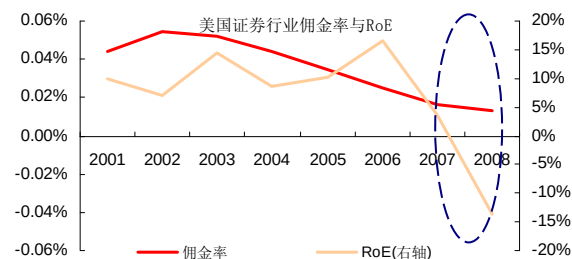
图表 11 日本证券行业经纪业务收入与成本



资料来源: 日本券商协会, 华泰联合证券

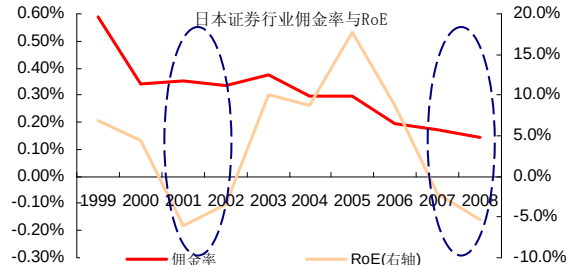
美国和日本证券行业的共同点在于, 均在行业 RoE 触及盈亏点以下时出现经纪业务佣金率下滑趋缓的现象, 也就是说, 只有到了证券行业盈利困难的时候, 佣金率底限才会出现。

图表 12 美国证券行业经纪业务佣金率与 RoE



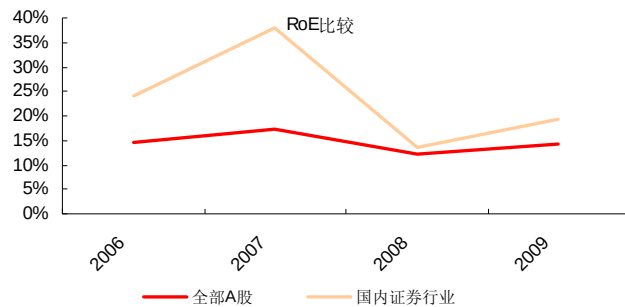
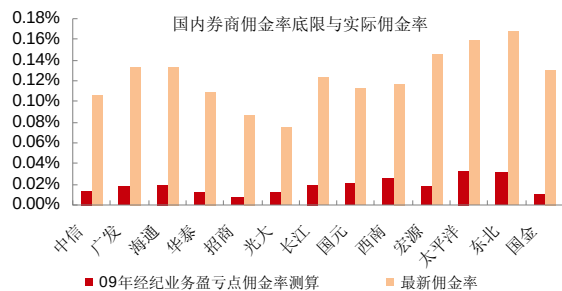
资料来源: 各国证券业协会, 华泰联合证券

图表 13 日本证券行业经纪业务佣金率与 RoE



反观国内, 证券行业实际佣金率水平仍远远高于佣金率底限, 且国内证券行业 RoE 近年来持续高企, 我们由此可以判断, 佣金率下滑趋势远未到底。

图表 14 国内证券行业经纪业务实际佣金率与佣金率底线 图表 15 国内证券行业与 A 股 RoE



资料来源：公司数据，证券业协会，华泰联合证券

资料来源：Wind，华泰联合证券

专题二 创新业务：利在长远，年内贡献有限

融资融券：标的券过窄，压制需求

融资融券推出已有时日，然而其规模仍远远低于预期，也正印证了我们在 2010.4.5 《融资融券的超预期与低预期》中核心观点：融资融券低于预期因素——规模；超预期因素——佣金率、周转率。

1、规模：标的股限定为大盘股抑制 2010 年客户现实需求。

标的股被限定为上证 50 和深圳成指共计 90 只成分股，占有 A 股的比例仅为 5%，而在日本，融资、融券标的股占全部股票的比例分别高达 66 和 87%。尽管国内融资融券业务理论需求将达到 2000 亿以上，但是由于试点初期标的股限定范围较小，且均为大盘股，而在 2010 年流动性趋紧的背景下，对于融资业务而言，投资者做多大盘股的动力明显不足；对于融券业务而言，大盘股的相对低估值以及券商对融券的谨慎态度决定了做空动力同样不足。除非出现两种情况：板块轮动到大盘股；或者标的券范围进一步扩大到包含部分中小型股票，潜在需求才会得到真正的释放。

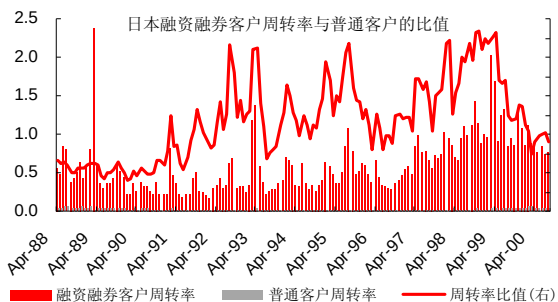
2、佣金率：短期处于高位，中长期由业务需求所决定。

根据我们从多家试点券商营业部了解到的情况，融资融券信用账户的股票交易佣金率初期设定为 0.25%~0.3%，是目前普通客户交易佣金率的 2 倍多。未来佣金率水平将主要由业务需求情况所决定，如果需求持续不振，佣金率同样会出现下滑。

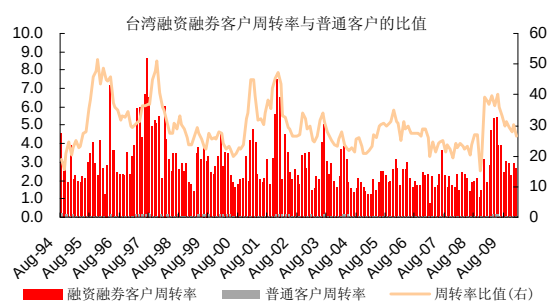
3、周转率：和普通客户周转率的比值有望达到两位数。

参考同样采取集中授信模式的日本（单轨制）和台湾（双轨制），其融资融券客户周转率分别是普通客户的 24、30 倍，这也正是以较低的“资产占比”贡献较高“交易占比”的神奇所在。从目前数据来看，国内融资融券信用账户高周转迹象同样非常明显。

图表 16 日本融资融券客户周转率与普通客户的比值



图表 17 台湾融资融券客户周转率与普通客户的比值



资料来源: CEIC, 华泰联合证券

资料来源: CEIC, 华泰联合证券

基于第 2、3 点, 融资融券未来几年对券商业绩贡献超出预期; 基于第 1 点, 融资融券 2010 年内贡献的利润将非常有限。

对于市场上关注的转融通进展情况, 我们提请投资者注意: 目前国内融资融券业务的核心问题在于需求, 而非供给。目前获批试点资格的 11 家券商计划投入的资金就达到 500 亿以上, 而截止 2010.06.17, 融资融券需求仅达到 12.6 亿元的规模, 所谓的转融通只是着力于供给, 无济于事。正如前文所言, 适度放宽标的券范围才是根治需求问题的核心之所在。

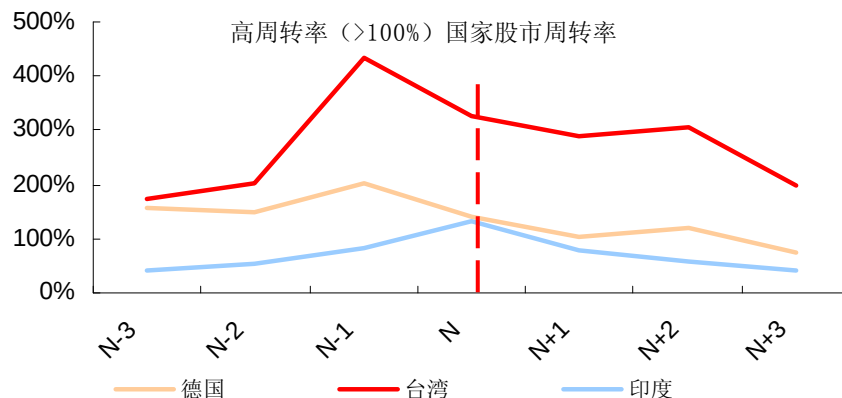
股指期货: 收之桑榆, 失之东隅

对于股指期货推出, 不同于市场观点, 我们认为其对证券公司净利润影响负面。主要理由有两点:

1、股指期货的套保机制利空于券商的股票经纪业务。

在高周转率(>100%)国家, 股指期货推出之后, 股票现货市场周转率中长期趋势均出现了大幅的下降, 利空于券商的股票现货经纪业务。主要原因在于股指期货的套保机制降低了股票现货的交易频率。

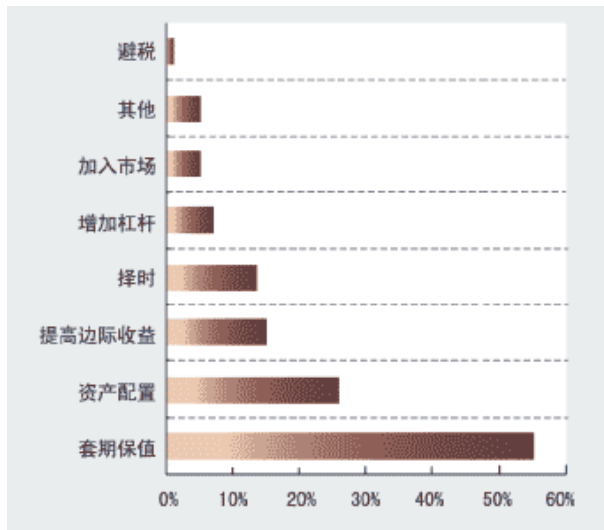
图表 18 高周转率国家在股指期货推出后的股市周转率



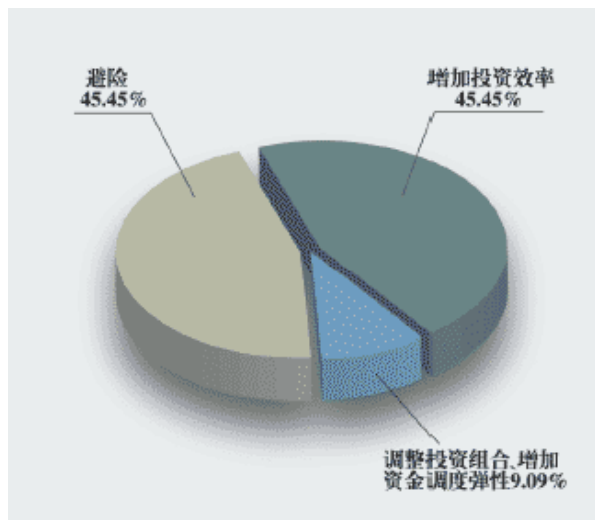
注：N 为股指期货推出年份

资料来源：Wind，华泰联合证券

图表 19 美国机构投资者运用衍生品工具的目的



图表 20 台湾证券投资信托基金运用衍生品工具的目的



资料来源：纽约大学 Stern 商学院等联合调研报告，华泰联合证券

注：图中避险需求即对应着套期保值功能

资料来源：台湾证券投资信托顾问工会，华泰联合证券

表格 5 印度塔塔股票基金所采用的风险对冲策略

股票组合 PE 区间	股票组合保值比例
0 ~ 14	10 ~ 20 %
14 ~ 18	20 ~ 25 %
18 ~ 22	25 ~ 50 %
22 ~ 26	50 ~ 70 %
26 ~ 30	70 ~ 90 %
30 ~ ∞	90 ~ 100 %

资料来源：《从印度股指期货看股市稳定性》

2、股指期货启动初期，IB 收入以牺牲券商存量客户传统券种经纪业务为主。

监管层之所以给予券商 IB 资格，是希望券商协助做大股指期货业务，券商 IB 收入主要是通过券商存量客户资产的转移来实现(从传统的股票、权证等交易账户中转出)，并非增量收入的概念。

投资建议：顺周期+弹性

周期性行业业绩表现取决于中长期基本面和行业周期的两重影响，从短期看，后者影

响为甚。因此，尽管证券行业中长期基本面向下，但是在行业周期性变化中仍然不乏投资机会，09 年我们依然可以发现上涨 4 倍以上的券商股，如西南、东北证券。

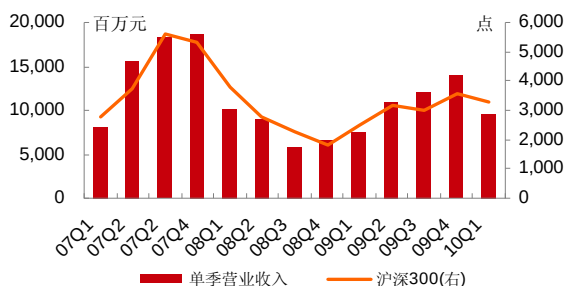
我们认为，中长期基本面向下决定了券商股没有长期持有价值，而周期性机会决定了择时尤其重要，其次是选股，

择时：资金面、基本面不支持牛市

首先，我们来看证券公司在股市周期中的业绩特征。

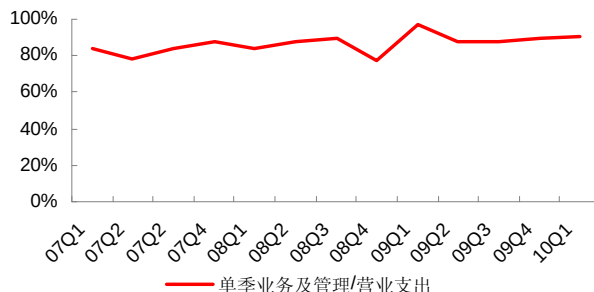
- 1、营业收入同步于股市周期；
- 2、营业支出以人力成本为主，相对刚性；
- 3、净利润较收入呈现出更剧烈的与股指同向波动。

图表 21 上市券商营业收入与股指走势



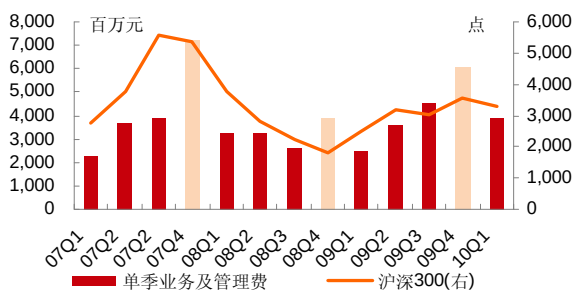
资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 22 上市券商营业成本主要构成



资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 23 上市券商业务及管理费相对刚性（剔除 4 季度）



资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 24 上市券商净利润与股指走势



资料来源：公司资料，华泰联合证券

以上的证券公司业绩特征决定了熊市没有机会，而佣金率下滑决定了震荡市同样没有机会，牛市周期是券商股投资的唯一机会！

然后，我们来观察影响股市周期的两个主要因素：基本面、资金面。

基本面决定股市的长期走势，资金面决定股市的短期走势。

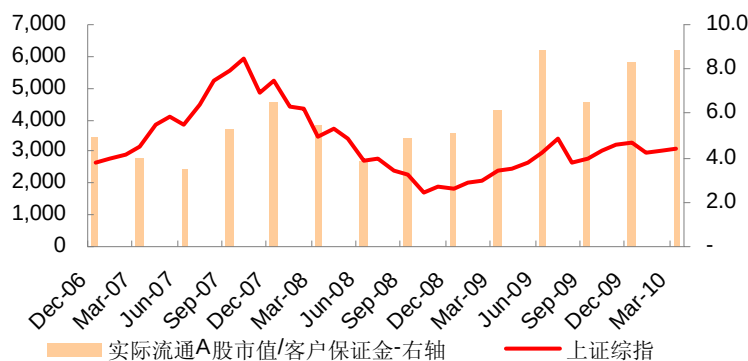
1、资金面紧张难以支撑当前市值

宏观层面，大部分投资者都已观察到的是 M2 增速下行、信贷收缩、存款准备金率上调等；除此之外，我们更加关注的是微观层面下的资金面变化对股市的影响。

首先，我们要弄清资金和股市之间在微观层面的流动路径。根据中登公司披露，08年末 A 股流通市值 4.49 万亿元，机构投资者持有占比 54.62%，自然人投资者占比 45.39%。其中，机构投资者中证券投资基金、保险公司分别持有 0.9208 亿元，0.2444 万亿元市值，合计占比 25.95%。基金和保险公司的直接资金来源均可以理解为自然人主动的储蓄搬家（社保属于“被动搬家”范畴），因此从根本上来讲，A 股流通市值中的 7 成（含自然人、基金、保险持有市值）直接由居民的主动资产配置所决定，即下面第 2）点我们将会提到的潜在的资金面影响。

1) 从当前的资金面来看，10Q1 末实际流通 A 股市值与客户保证金的比值已高达 8.8 倍，甚至超过了 07Q4 高点的 6.5 倍。考虑未来限售股解禁导致的流通股本进一步扩容以及市场融资加速对客户保证金的吸纳，未来该指标还将面临更大压力。

图表 25 实际流通 A 股市值对应的当前资金面支撑



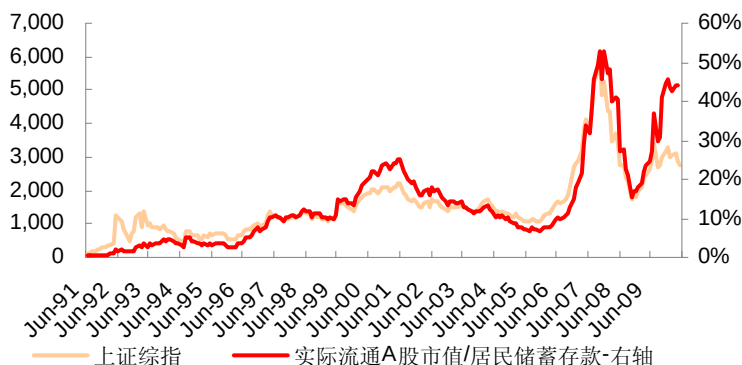
资料来源：Wind，华泰联合证券

注：1、实际流通 A 股市值=流通 A 股市值-解禁但未减持 A 股市值，下同。

2、客户保证金是根据上市公司数据进行测算。

2) 从潜在的资金面来看，4 月末实际流通 A 股市值与居民储蓄存款的比值已达到 44%，逐渐接近 07 年高点水平。即在目前水平，支持流通 A 股市值向上需要动用更大体量的储蓄搬家才能实现。

图表 26 实际流通 A 股市值对应的潜在资金面支撑



资料来源：Wind，华泰联合证券

综合来看，我们认为，无论从当前还是潜在的资金面来看，都难以支持如此庞大的流通市值继续向上。

2、基本面表现难负厚望

1) 投资、出口双引擎降温

欧洲诸国危机导致的国内出口形势堪忧，地产严厉政策导致的投资难寄厚望。

2) 2010H2 难见政策好牌

货币政策：利率方面最理想也就是不加息，汇率方面最理想也就是不升值而已。

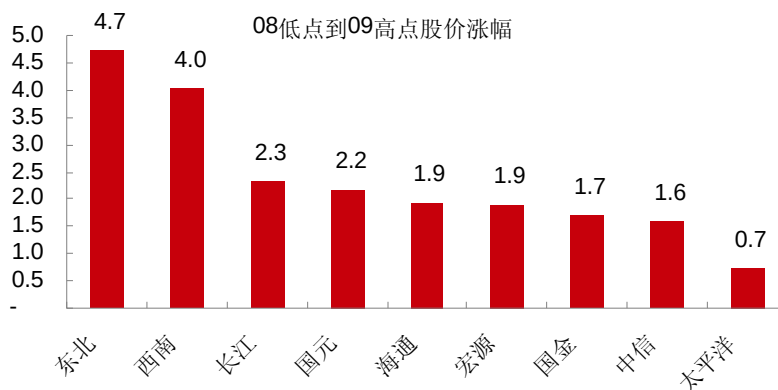
财政政策：在国内发展模式转型、产能过剩的大背景下，“X 万亿”计划难现。

总体来看，基本面表现低于市场预期。

择股：经营杠杆最大者

股市从 08 年谷底到 09 年顶部，各家券商股价表现不一，最高涨幅达到 4.7 倍，而最低涨幅仅为 0.7 倍。被市场最为看好的中信、海通，其股价的投资回报仅仅排在中下游水平，而资质平平的东北、西南证券却涨幅靠前。

图表 27 上市券商股价表现



资料来源：Wind，华泰联合证券

为何好公司和好股票完全背道而驰呢？其实逻辑很简单，首先，券商是周期性行业，而综合实力越强的公司平滑外部周期影响的能力也越强，那么其业绩波动一定是最小的；相反，越是抵御周期影响能力差的公司，其业绩波动越大，其股价亦然。既然牛市周期是进行券商股投资的唯一推荐阶段，那么一定是挑选牛市中业绩增长最快的，因此，好股票和好公司完全背道而驰。

对于下一轮牛市周期来临券商牛股的选股标准，我们选取了一个最简单同时也是最实用的指标：最近一次熊市周期下“业务及管理费/营业收入”指标最高者。主要逻辑在于：熊市对于券商而言相当于一次压力测试，该指标越高，表明公司越接近于盈亏平衡点，该类公司通常会被重点打压；相反，一旦进入牛市，收入增长，而成本较刚性，远离盈亏平衡点后业绩轻松实现暴增。

如果使用传统的财务概念来表述，实际相当于经营杠杆的概念。我们可以将券商的营业支出近似分为固定成本和变动成本：

固定成本=业务及管理费

变动成本=营业税金及附加+其他业务成本

由于业务及管理费作为固定成本的存在，导致券商的营业利润变动率高于营业收入变动率，而固定成本在营业收入中占比越高，其经营杠杆也越大。

我们筛出 08 年熊市下“业务及管理/营业收入”指标最高的前四位：西南、华泰、东北、宏源，与 09 年牛市下业绩增速前四位完全吻合，连排序都分毫不差（剔除太平洋）。

表格 6 牛市“净利润增速”与熊市“业务及管理费/营业收入”高度正相关

	08 年业务及管理费/营业收入	09 年净利润增速
西南	67%	609%
华泰	53%	203%
东北	48%	123%
宏源	47%	113%
国元	43%	99%
海通	42%	38%
长江	42%	96%
招商	42%	84%
光大	40%	107%
中信	38%	23%
广发	36%	49%
国金	31%	-32%
太平洋	-67%	-163%

资料来源：公司数据，华泰联合证券

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们从研究过程中产生的所有报告形式,均通过合法途径印刷或电子版形式,我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhqz.com