

短期看业务弹性 长期视竞争优势

—— 证券行业首次报告



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **我国证券行业长期前景光明，券商核心竞争力培育是关键：**我国证券行业发展已有 20 年历史，无论从股票市值、交易量还是业务种类来看，都已有了巨大的发展。展望未来，无论从宏观还是微观角度来看，我国证券行业前景依旧光明。与此形成对比的是，市场对证券公司的前景前景并不乐观。与海外同业比较，内地券商弱势的主要原因在于核心竞争力的缺失。在竞争力没有形成之前，券商难以分享证券市场繁荣。
- **行业佣金率中期下降趋势难改，下滑速度有望减缓：**考虑收入中占比最高的经纪业务是目前证券公司各项业务中同质性最强的业务之一，我们预计中期内行业佣金率持续下降的趋势难以改观，目前行业千分之一左右的佣金率并不是行业底部。不过预计伴随着市场反弹、行业协会发文关注行业佣金率以及券商服务部翻牌完成，短期内证券公司佣金率下滑速度有望减缓。同时结合换手率及证券化率等指标，预计未来证券市场成交量仍有望保持略高于 GDP 增速的增长。
- **投行和资管业务仍有发展空间，自营业务波动性将逐步收敛：**我们看好券商投行和资管业务的长期前景。随着经济转型深入，未来中小企业的股权融资仍将维持高位，同时根据美国情况，证券公司企业债承销也将有较快发展。券商资管业务有望受益于居民理财需求提升，未来仍将有较快增长。随着市场的反弹，券商自营业务有望不同程度受益，不过随着套期保值工具的推出，长期看券商自营业务的波动性将逐步收敛。
- **创新业务有望带来增量收益，长期竞争力仍需关注：**近年来开展的融资融券、股指期货及直投等创新业务有望为证券公司带来增量收益。根据我们的测算，在转融通以后，融资融券有望贡献行业 15% 的营业收入；股指期货由于设立之初就遭遇巨大竞争，未来为行业贡献的收入可能在 3% 左右；直投业务由于周期较长，目前还未产生收益，不过从目前上市项目看，收益相当可观。不过券商创新业务长期竞争力仍需关注，一旦陷入同质化竞争，创新业务的毛利也会迅速下降，股指期货就是一个很好的例子。
- **中期来看，券商将持续受制于核心竞争力缺失的困扰，况且收入占比最大的经纪业务是目前证券公司最缺乏竞争力的业务之一，佣金率下滑趋势仍在，而其他业务又很难在短期内弥补佣金下滑的缺口。不过我们看好证券公司最终通过转型建立核心竞争力，分享证券市场长期繁荣。短期来看，之前大幅调整使估值远低于历史平均、未来佣金率下滑的速度可能减缓以及近期市场持续走强、成交量持续放大共同促成券商股的大幅上涨。我们预计未来证券股走势将出现分化，对券商股的投资我们坚持两条主线——寻找估值较低的行业龙头及经营有望改善的高 Beta 品种。基于此，当前我们推荐华泰证券（首次给予买入）及东北证券（首次给予买入）。**

王鸣飞

银行与证券行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

金麟

银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

行业评级

看好 中性 看淡 (首次)

国家/地区

中国/A 股

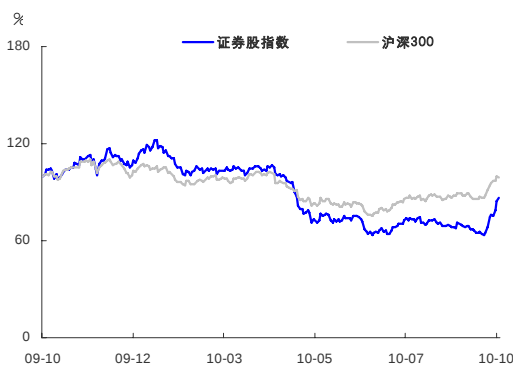
行业

证券

报告日期

2010 年 10 月 20 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
华泰证券	0.79	0.61	0.73	17.15	买入
东北证券	1.43	0.93	1.06	28.75	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

我国证券行业前景光明，公司核心竞争力培育是关键	3
我国证券市场前景光明，业务拓展空间巨大	3
核心竞争力缺失阻碍证券公司分享证券市场繁荣	7
佣金率承压 拖累券商中短期业绩	12
经纪业务：佣金率下降趋势难改，下滑速度有望减缓	12
2010 年股基成交额下滑几成定局，未来成交额仍将保持适度增长	12
金融市场化改革先驱，佣金率下滑趋势将逐步减缓	14
投行业务：长期前景良好	16
资管业务：潜在需求巨大	20
自营业务：下半年收入显著提升 长期波动性有望下降	23
创新业务：短期业绩贡献十分有限	25
融资融券业务：爆发需待转融通	25
股指期货业务：低佣金率限制收入贡献	29
直投业务：Pre-IPO 模式下的无风险回报	32
投资策略	34
长期关注券商核心竞争力建设，中短期关注自营和经纪业务弹性	34
选股策略：估值便宜的行业龙头+基本面持续改善的高 Beta 品种	35
第一条主线：估值便宜的行业龙头	35
第二条主线：基本面持续改善的高 Beta 品种	35

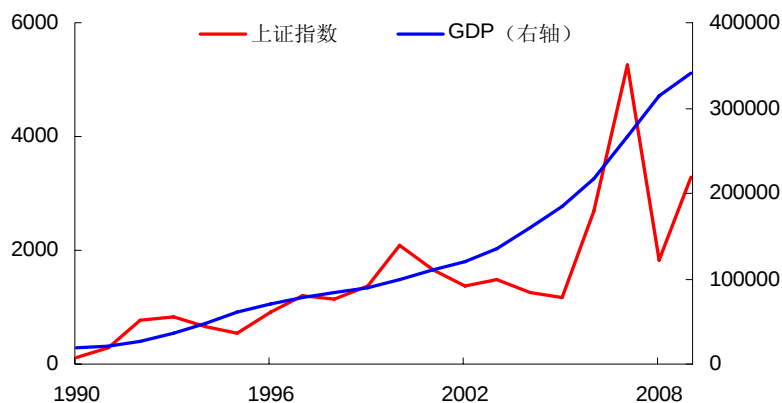
我国证券行业前景光明，公司核心竞争力培育是关键

我国证券市场前景光明，业务拓展空间巨大

如果从 1990 年 12 月上海证券交易所开业算起，中国证券市场已走过整整 20 年的岁月。在这 20 年的时间里，我国证券市场经历了从无到有，由小变大的蜕变。

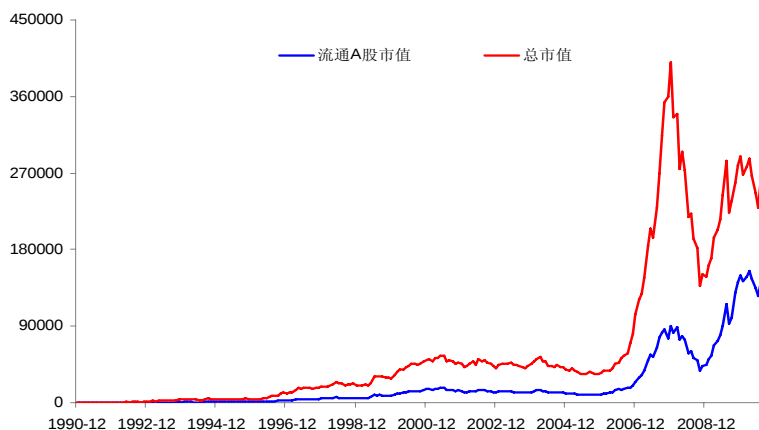
伴随着经济高速增长，我国股票市场快速发展，参考总市值和流通市值数据，A 股流通市值由 90 年代初不足 10 亿元到目前的 15 万亿元左右，累计增长 1.5 万倍。A 股上市公司数量也由 0 发展至近 2000 家。截止 2009 年，以总市值计算的 A 股证券化率达到 85%。

图 1 上证指数与中国 GDP 比较



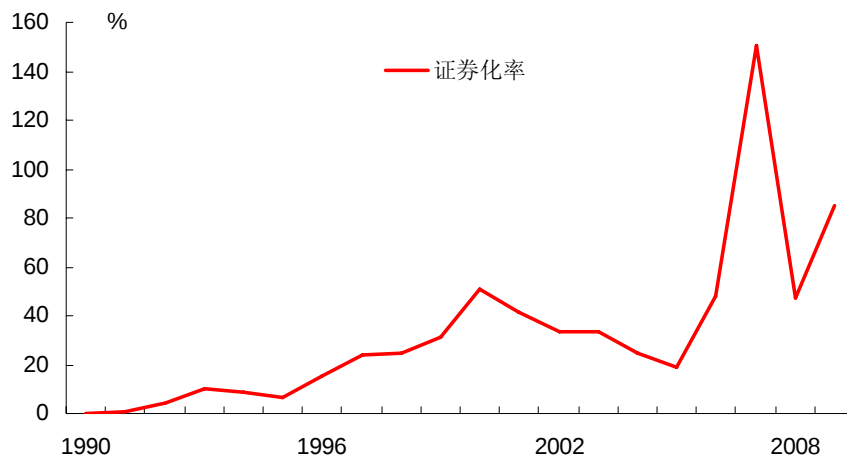
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2 A 股总市值与流通市值飞速增长



资料来源：Wind，东方证券研究所

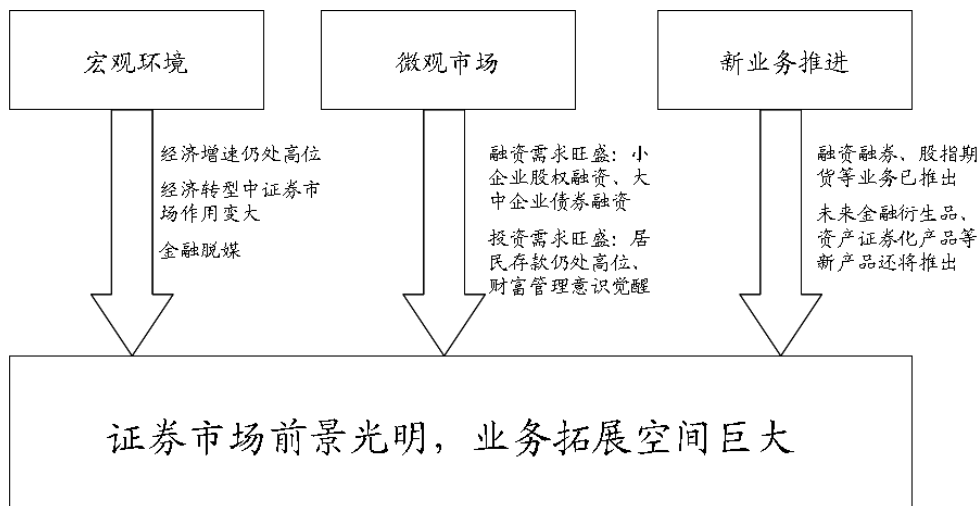
图3 按总市值计算的证券化率



资料来源：Wind，东方证券研究所

展望未来，我们认为，无论从宏观还是微观角度，证券行业前景依旧光明，未来业务发展空间巨大。

图4 无论从宏观还是微观来看，我国证券市场前景光明



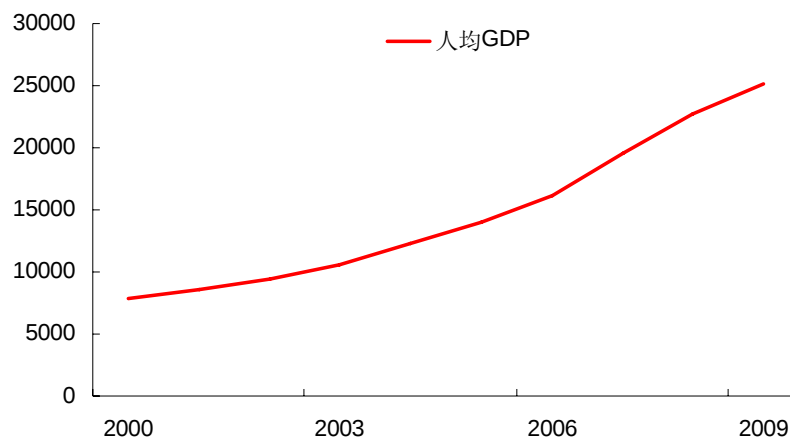
资料来源：东方证券研究所

宏观来看，当前中国的经济环境支持证券行业向好发展。首先，尽管我国经济发展遭遇海外经济不振和国内结构转型的双重压力，但8%左右的GDP增速预期仍将对未来证券市场形成支撑。其次，

我国经济转型过程中，证券市场也将发挥更为重要的作用。在培育新兴产业方面，相比风险偏好程度极低的商业银行，证券市场注重公司的成长性，更愿意为新兴产业中优质中小企业提供必要融资。最后，伴随金融监管逐步放松、企业寻求更低的资金成本，金融脱媒效应也将使证券市场在经济中的作用更为显现。

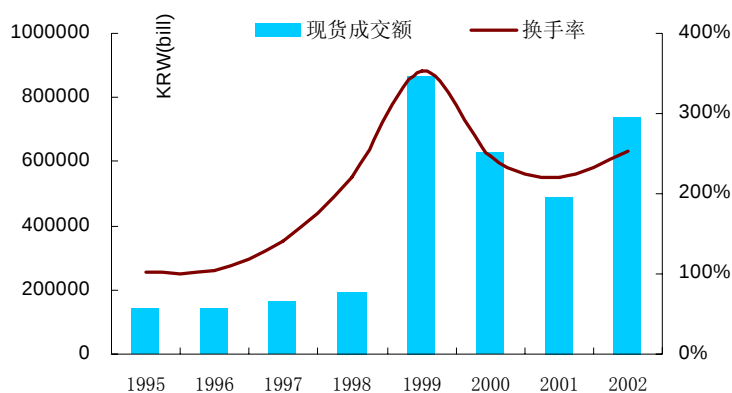
微观来看，证券市场的融资需求和投资需求依旧旺盛。首先看融资需求：今年以来股票发行，尤其是中小企业融资增长明显，这与国家鼓励中小企业发展，支持经济结构转型密不可分。我们相信，伴随着未来经济转型的不断深入，中小企业股权融资需求将持续旺盛。另外债券融资未来也将成为大中型企业融资的重要方式之一。成熟市场中，企业主体债市场规模已远远超过股票市场规模。伴随着金融脱媒的不断演进，债券融资将逐步成为我国金融市场中直接融资的另一种主要方式（关于债券融资，我们将在第三部分进行详细阐述）。再看投资需求，与以间接融资为主的融资体系相适应，我国居民的金融资产构成也以银行存款为主，与美国等发达地区情况形成鲜明反差。根据国际经验，人均 GDP 在 1000-4000 美元时对财富管理需求增长速度最快。而目前我国人均 GDP 则正处于这一区间附近，居民投资理财需求异常大。旺盛的投融资需求无疑利好整个证券市场，并为证券公司的各项业务带来机会。

图 5 中国人均 GDP 数据

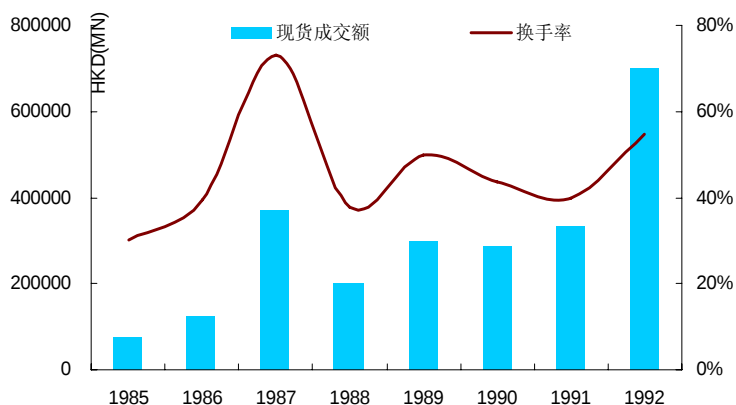


资料来源：CEIC，东方证券研究所

创新业务的开设也为证券行业带来新的利润增长空间。去年年底以来，伴随着国内外经济走出低谷，证券市场逐步趋稳，新业务和新市场的推出渐入佳境。先是去年 10 月创业板推出，今年 4 月股指期货和融资融券又同时推出，加之之前已试点的券商 PE 业务等，证券公司能够从事的业务越来越丰富。根据海外市场的实际情况（第四部分将详细阐述），包括融资融券、股指期货等在内的新业务未来发展空间巨大，不仅能够为证券公司形成新的利润增长点，并且对传统业务也有促进作用。比如，根据香港地区和韩国的经验，两地在推出股指期货后，由于套期保值资金和投机资金的涌入，随后几年现货交易量也出现了明显放大。

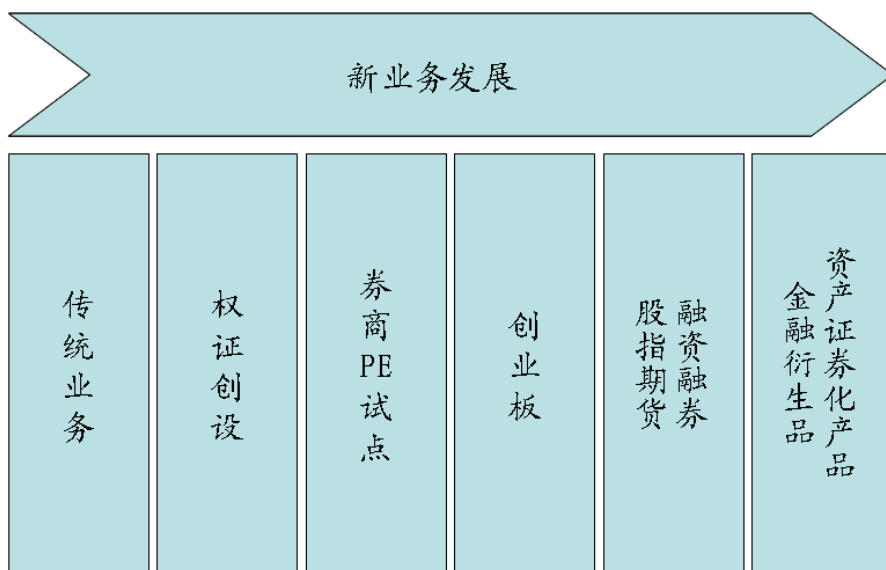
图 6 韩国股指期货推出后现货成交额放大（注：韩国于 1996 年推出股指期货）


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 7 香港股指期货推出后现货成交额明显放大（注：香港于 1986 年推出股指期货）


资料来源：CEIC，东方证券研究所

我们预计，伴随着股指期货和融资融券等基础金融工具的推出，未来将会有更多的金融衍生产品登陆内地市场，如股指期权、期权期货、期货期权等产品。此外，目前资产证券化产品在我国几乎是一片空白，未来随着市场成熟度的提高，资产证券化产品也必将占有一席之地。无论是设计、发行还是交易环节，新业务的推出必然将为证券公司带来新的发展空间。

图 8 券商业务发展发展进程


资料来源：东方证券研究所

核心竞争力缺失阻碍证券公司分享证券市场繁荣

证券行业既经历了认购证、科技股泡沫、2007 年牛市的火爆，也经历了 2001-2005 年熊市引发的行业极端不景气的煎熬。尽管发展历程跌宕起伏，不过时至今日，无论从资产规模还是利润水平而言，证券行业都成长为我国国民经济的重要金融服务业之一。截止至 2009 年，证券行业总资产规模达到 2 万亿元，净资产 4839 亿元，实现净利润 933 亿元。

尽管有了长足进步，但细数过去 20 多年，证券行业发展模式仍显粗放、同质化竞争严重。从表面上看，证券公司普遍呈现两个重要特点：一是券商营业收入严重依赖传统的交易通道收入，我们以上市券商为样本，2009 年上市券商交易佣金手续费收入占营业收入比重平均为 64.4%，而 2010 年中期情况基本一致。而反观美国证券业，其交易佣金占营业收入比重平均仅为 20% 左右；二是经营业绩与证券市场关联度极高，即所谓“靠天吃饭”，上市券商净利润增速与股票市场之间有极强的相关性。

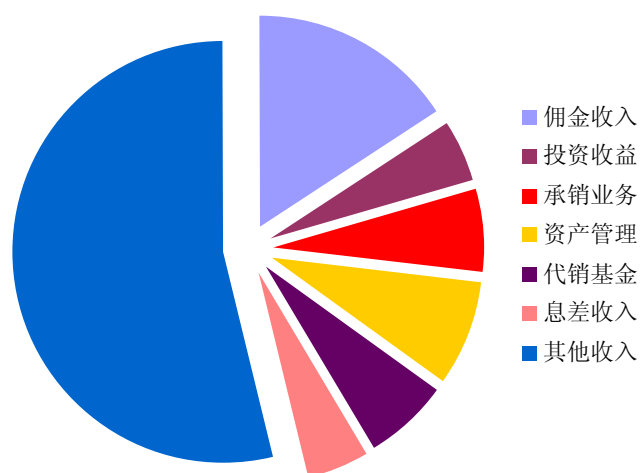
表 1 上市券商交易佣金手续费收入占营业收入比重

	2009	2010Q1	2010Q2
中信证券	44.3%	61.9%	62.4%
海通证券	63.1%	53.9%	51.9%
华泰证券	77.8%	64.6%	67.4%
广发证券	71.2%	63.1%	66.7%
招商证券	55.2%	53.6%	58.6%
光大证券	65.1%	77.9%	63.1%
西南证券	43.6%	51.2%	63.0%

宏源证券	73.2%	47.1%	47.7%
长江证券	64.1%	44.1%	64.6%
国元证券	70.4%	56.6%	59.5%
太平洋	70.3%	67.0%	83.7%
国金证券	69.1%	74.1%	45.8%
东北证券	70.3%	58.0%	96.9%
平均	64.4%	59.5%	63.9%

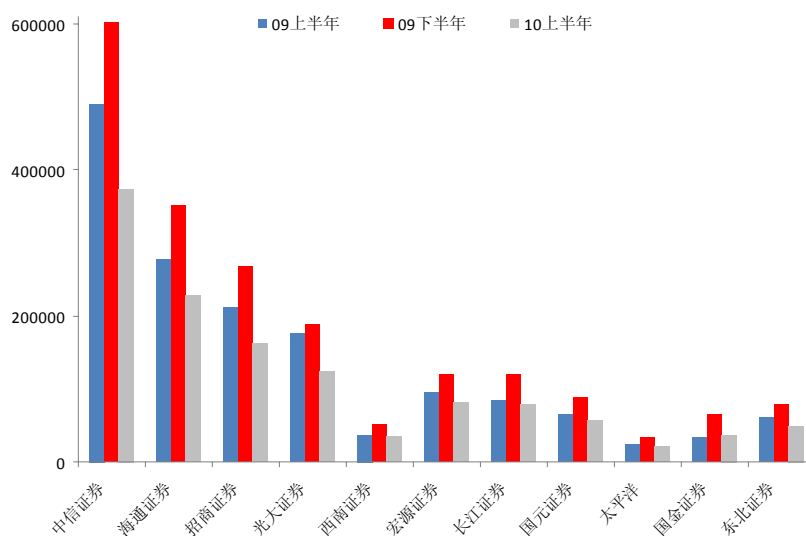
资料来源：公司定期报告

图 9 美国证券业各项收入比重



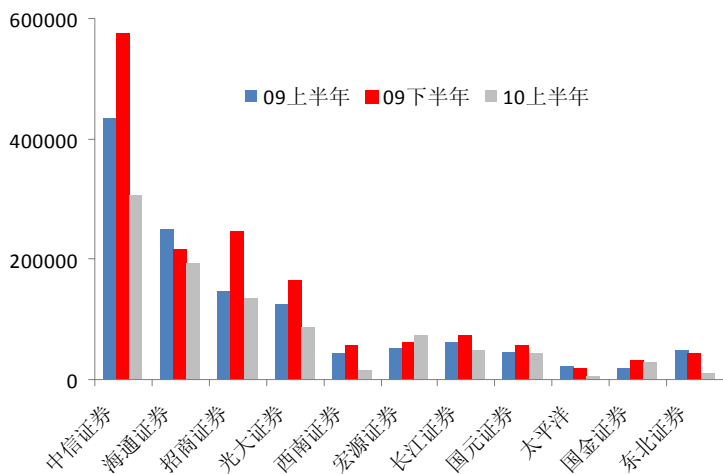
资料来源：SIFMA，东方证券研究所

证券公司粗放的发展模式近年来遇到越来越多的问题，首当其冲的是行业佣金率的快速下滑。由于监管政策放松，证券公司近两年来在通道收入上的竞争达到了白热化的程度。今年佣金率和交易量的下滑使得上市券商上半年交易佣金收入出现下滑。

图 10 2009 年以来上市券商买卖佣金净收入一览


资料来源：公司定期报告，东方证券研究所

由于佣金收入占证券公司的营业收入比重较高，佣金收入下滑加上上半年较低的投资收益直接导致上市券商净利润整体出现下降。

图 11 2009 年以来上市券商净利润一览


资料来源：公司定期报告，东方证券研究所

伴随着证券公司经营压力加大，包括证券公司内部、市场投资者以及学术专家等多方人士，对券商转型之声多了起来，多数期望证券公司近年来开展的创新业务能接棒传统佣金手续费收入，以创新业务收入的增长来弥补佣金手续费的下降上。

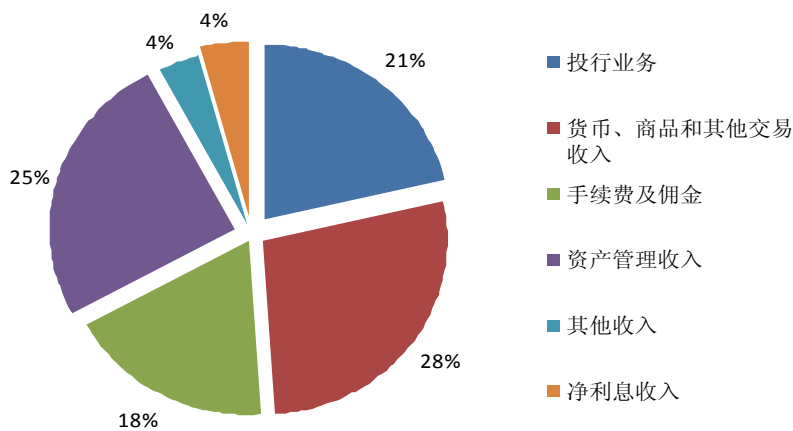
然而，通过开展新业务就真的能完成证券公司的涅槃重生？我们承认，业务范围的增加确实能给证券公司更多施展自身能力的机会，并相应带来增量收入。然而新业务的开展却不一定能够使证券行业下滑趋势得到真正遏制，我们从今年 4 月推出的股指期货业务就可以看出端倪。从上市伊始，针对股指期货的价格战就已打响，原本市场预计的万分之一点五的佣金最后被压到万分之零点五，因此尽管股指期货成交量远超预期，但今年此项业务对券商的收入贡献不足 1.5%，未来在收入中的占比也很难有大幅提高（具体测算见以后章节）。可以想见，在一个有上百个竞争对手（如果考虑到营业部通常有较大的定价权限，或许是 4000 多个竞争对手）能提供相同服务的行业里，任何业务或产品的推出必然招致激烈的价格竞争，最终结局就是教科书上完全竞争情况下的企业盈利情景。

从深层次角度看，尽管发展时间已超过 20 年，证券公司普遍缺乏有别于其他同业、能产生盈利壁垒的长期竞争力。传统证券公司的商业模式就是向客户提供一种标准化的通用交易通道，每家证券公司扮演的是经纪人的角色。过去 20 多年这一商业模式之所以未被挑战，主要是因为监管部门考虑到这一行业尚不成熟，因此在机构设置和收费方面给予券商保护，加之过去网络不发达，投资者更多依赖现场交易。券商凭借着这些垄断保护得以发展。然而近几年监管机构逐步取消佣金率限制，放宽机构设置，证券公司原本依靠牌照垄断所拥有的竞争力完全丧失。证券行业成为名副其实的完全竞争行业，以经纪业务为首的价格战因此愈演愈烈。

因此我们认为，证券行业当前转型的真正目的并非是简单拓展新业务、获取增量收入，而是要重新建立长期竞争力。我们认为，与过去的牌照垄断不同，未来证券行业的核心竞争力将来自于其专业的业务和服务能力上，在某些业务层面上形成差异化、专业化的产品、服务和盈利模式。

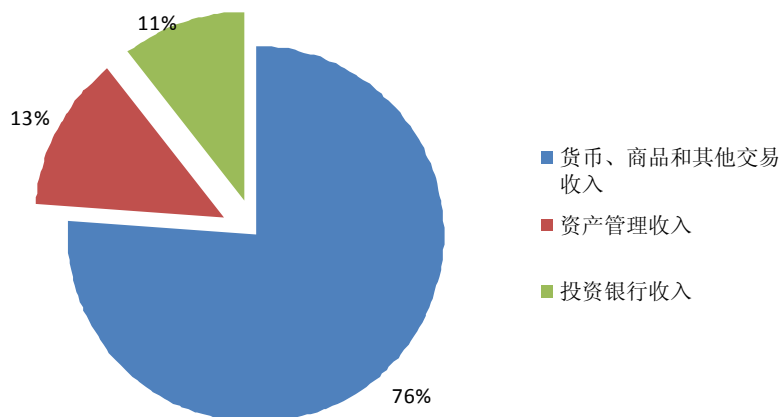
从海外同业的情况来看，几乎每家成功的证券公司（投行）都有其独特的竞争优势。举例来说，高盛公司强项在于固定收益产品设计和交易。尽管在金融危机前后屡受诟病，但凭借优秀的产品创新能力、品牌吸引力以及强大的政府和社会关系网，高盛近年来固定收益产品交易收入占营业收入的比重持续高于 50% 以上。摩根士丹利的强项则在于投行业务及资产管理业务，2009 年两项业务收入占比分别为 21% 和 25%。我们再比较两家公司的业务收入结构，两者差别极大，且与美国证券业整体的业务结构也有巨大的差别。

图 12 摩根士丹利 2009 年收入结构



资料来源：公司定期报告，东方证券研究所

图 13 高盛 2009 年业务收入结构



资料来源：公司定期报告，东方证券研究所

归纳来看，未来证券公司核心竞争力主要表现在以下三个方面：第一，为客户赚钱的能力。这是指证券公司为经纪和咨询客户提供有质量的投资建议、帮助客户盈利的能力。目前某些证券公司在这方面已做出一些尝试，效果良好；第二，定价、销售和资源配置的能力，这是指证券公司以最低廉的成本、最合适的价格为投行客户募集资金，同时也为一、二级投资者提供有价值的公司的能力。第三，根据客户不同的风险偏好和需求进行创新的能力，这是指证券公司在符合法规的基础上，根据客户的需求和风险容忍程度，创造出新的产品和服务的能力。

我们认为，证券行业整体下滑趋势的真正扭转不在于未来两年创新业务能贡献多少利润，而在于长期竞争力的建立。目前看来，证券公司核心竞争力的建立不仅有赖于自身转型的动力，更依赖于监管的放松，因而转型完成所需时间可能要长于创新业务开始为券商贡献利润的时间点。从这个意义上讲，证券行业转型花费的时间可能将长于预期。

以下我们将逐业务剖析证券公司的发展前景。

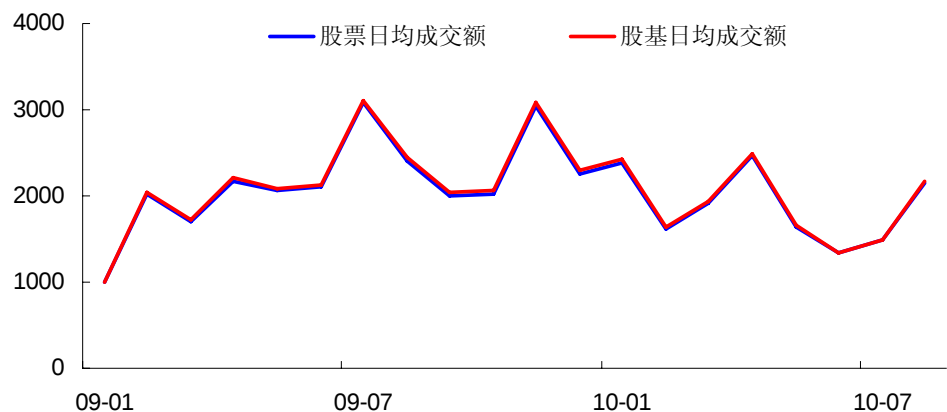
佣金率承压 拖累券商中短期业绩

经纪业务：佣金率下降趋势难改，下滑速度有望减缓

2010 年股基成交额下滑几成定局，未来成交额仍将保持适度增长

今年以来，股票基金日均成交量呈现 W 型走势。截止 9 月，今年股基成交额总计 38.29 万亿元，日均成交额为 2115 亿元，较去年同期下降 11%。随着 7 月市场反弹，成交量提升明显，然而考虑到之前欠账太多，今年余下的 3 月日均成交额需维持在 3800 亿元以上，才能保证全年交易量与去年持平。尽管 10 月以来内地市场成交量骤增，但预计这样高的成交量很难长期保持，今年全市场股基成交额下滑已几成定局。目前我们预测 2010 年全年股基日均成交额为 2150 亿元左右（对应 10-12 月日均 2500 亿日均成交额），与去年相比下降 9% 左右。

图 14 2009 年以来股权基成交额走势



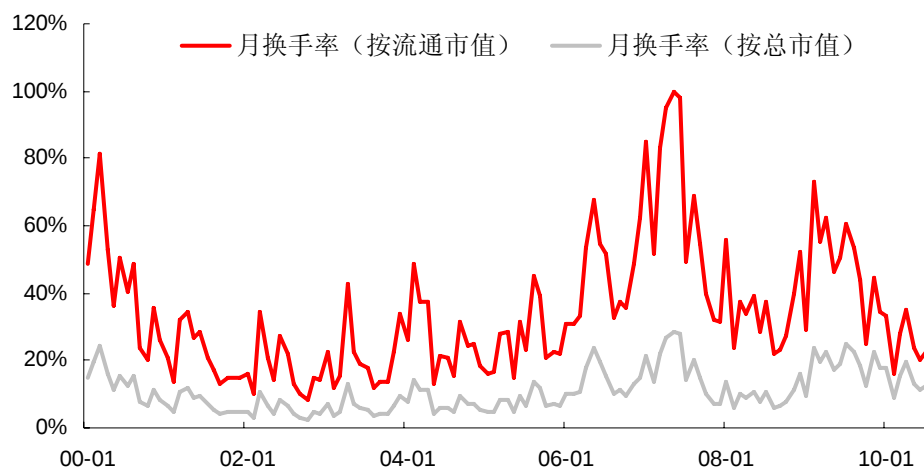
资料来源：WIND，东方证券研究所

尽管波动较大，但从中期来看，我们预计内地股票市场成交量将以略高于 GDP 增速的速度适度增长。我们将证券市场成交量做以下拆分：

证券市场成交量 = 股票换手率 * 流通市值 = 股票换手率 * GDP * 以流通市值计量的证券化率

其中今年股票换手率大约在略低于历史均值以下的位置运行，尽管远高于欧美国家的股票换手率，不过考虑到我国市场仍属于新兴市场，加之经济转型过程中大量中小企业上市，我们预计中期内换手率向下风险不大。

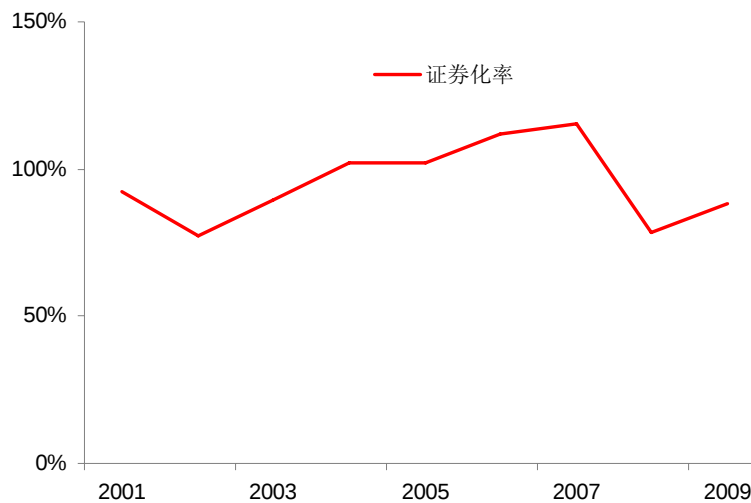
图 15 2000 年以来我国股票市场换手率



资料来源：WIND，东方证券研究所

前文所述，截止至 09 年末，我国以流通市值计量的证券化率处于 85% 的水平，相比海外成熟市场（如美国证券化率为 100% 左右），仍有小幅向上空间。

结合以上两点，我们判断从中期角度来看，我国证券市场成交量仍将保持略高于 GDP 增速的速度增长。

图 16 美国历年证券化率


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

金融市场化改革先驱，佣金率下滑趋势将逐步减缓

证券行业称得上金融市场化改革的先行者。在当前银行存贷利率放开遥遥无期、保险利率刚刚松动的环境下，证券业最主要的壁垒——经纪业务佣金率早在 2002 年 5 月就开始实行佣金最高上限向下浮动制，证券公司向客户收取的佣金率（包括代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等）不得高于证券交易金额的 3‰。由于当时证券公司规模尚小，发展仍不规范，为保护当地证券公司，避免恶性竞争，很多地方的证券业协会都会组织佣金价格“同盟”，以自律的形式要求各证券经营机构的佣金不低于某个水平（比如 1‰）。去年 12 月，中国证监会相关部门会同中国证券业协会在北京召开了一次有关证券公司交易佣金的会议，其间协会的官员表示，在现有规定下，券商通道佣金可以根据市场情况自行确定，而协会也不再会要求经营机构制定价格保护。这从监管制度上彻底打破了券商的佣金率保护。

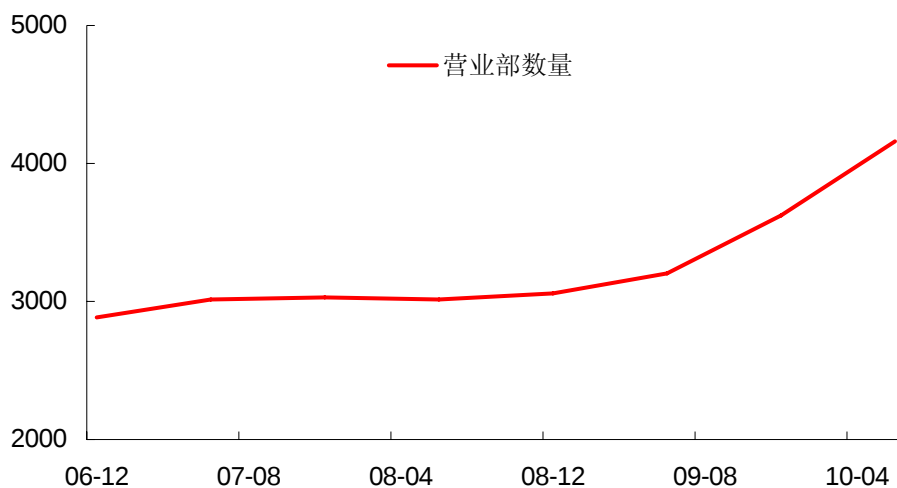
从实际情况看，在经纪业务竞争中，各家证券公司下属的营业部有极强的佣金定价权，因此尽管截至今年 9 月，我国共有 106 家证券公司，但事实上却是 4300 家左右的证券营业部在相互竞争。证券业本身早已是一个完全竞争的行业。

2008 年 6 月份证监会发布《关于进一步规范证券营业网点的规定》，宣布因券商综合治理而暂停了多年的新设营业部以及服务部升级工作双双开闸。同年 10 月，西藏证券、齐鲁证券成为首批获得省内新设营业网点资格的券商。不过由于《规定》对营业部新设条件相对严格且当年市场单边向下、成交量萎缩，2008 年全行业营业部几无增长。2009 年 10 月末，证监会对《规定》进行修订，放宽了券商设立营业部的资格条件，同时还规定，证券公司应在 2010 年 8 月底前完成证券服务部规范工作。由于政策的放松以及受经纪业务盈利的吸引，2009 年全年证券行业新设及搬迁营业部放量增长超过 500 家。同时对于历史遗留的证券服务部规范问题，该《规定》也要求在 2010 年 8

月底前将符合条件的证券服务部规范为证券营业部。因此仅今年上半年，证券公司新设营业部数量就超过 500 家，到 6 月底证券公司营业部已达到 4160 家，较 08 年底增长超过 36%。

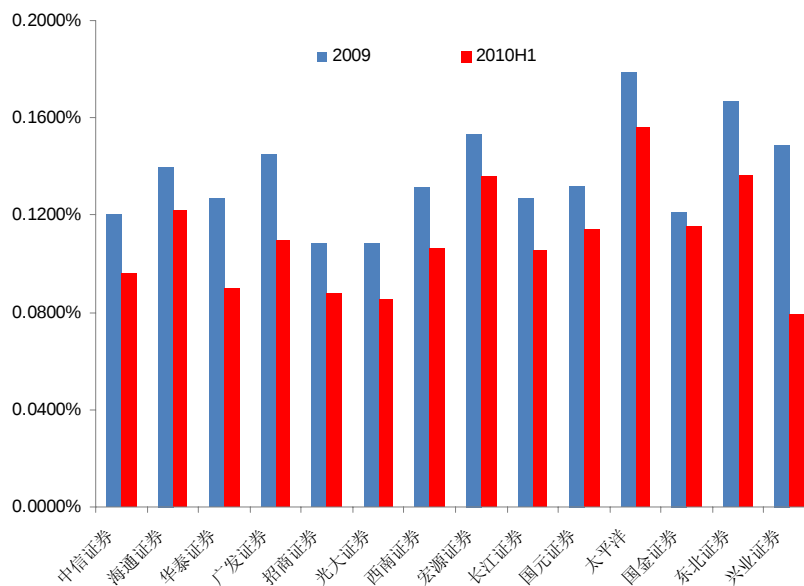
在此期间，新设营业部抢占市场份额，而原有营业部留住客户，相互间的竞争近乎白热化。从今年上半年情况来看，这种激烈竞争仍停留在低端的价格战上，上半年行业整体佣金率降幅巨大。

图 17 证券营业部数量



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 18 上市券商 2009 年与 2010 年中期佣金率比较



资料来源：WIND，东方证券研究所

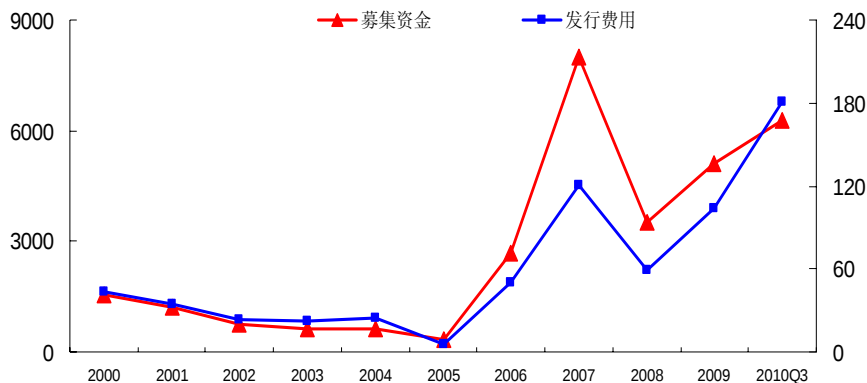
如前文所述，证券公司在提供经纪业务服务时，赚的仍是通道手续费，同质化竞争现象严重，因此我们判断佣金价格战未来仍会延续，佣金率将持续承压。在经纪业务层面真正建立起核心竞争力之前（可以是成本优势也可以是服务优势），我们很难判断佣金下降的持续时间。

不过我们预计从今年 4 季度至明年年初开始，证券公司佣金率的下滑速度将明显减缓。一方面，证券公司服务部升级工作已于 8 月结束，考虑时滞影响，预计佣金率的快速下降趋势仍将持续一段时间，随后佣金战的激烈程度就会缓解。另一方面，近阶段某些仅仅为了提高市占率而恶意拉低佣金率的不正当竞争行为已引起了监管部门及行业协会的重视，为此证券业协会下发了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，明确叫停“零佣金”等不正当竞争行为。

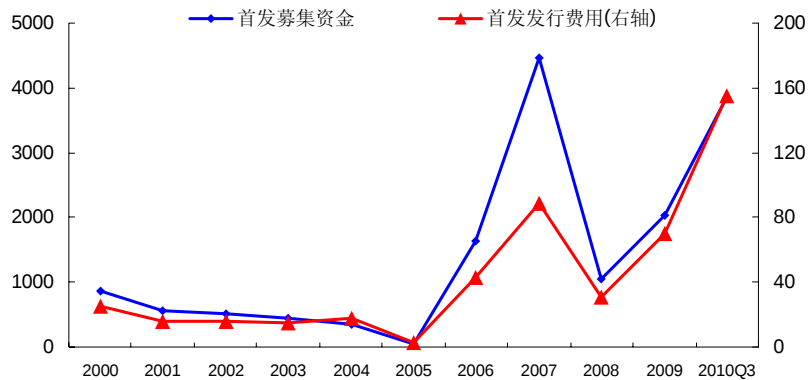
投行业务：长期前景良好

今年以来，证券公司投行业务出现爆发式增长，截止至前三季度，行业合计募集资金已达到 6200 亿，超过去年全年水平 20%以上，而发行费用更是已创出历史新高，达到 180 亿元。投行业务大放光彩的主要原因在于中国经济结构转型背景下，以新兴产业为代表的众多中小企业融资需求旺盛，同时监管机构和市场投资者对于这类企业也持欢迎态度。因此截止至今年 3 季度末，共有 86 家创业板企业上市，154 家中小企业板新股上市。同时由于小企业的承销费率远高于大中型企业，因此在发行额还未创出新高时，发行费用已超过历史最高水平。

图 19 历年证券公司募集资金及发行费用

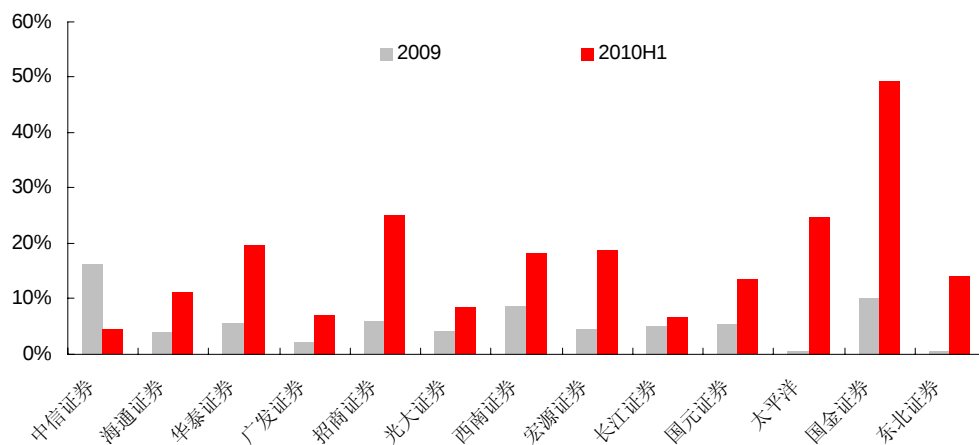


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 20 历年证券公司首发募集资金及首发发行费用


资料来源: WIND, 东方证券研究所

靓丽的投行业务收入成为今年上半年弱市背景下证券公司相当倚重的一块收入。从上市券商的经营数据来看, 承销业务收入占总收入的比重由 09 年的 6% 升至今年中期的 17%。

图 21 上市券商承销收入占营业收入比重


资料来源: WIND, 东方证券研究所

表 2 主承销收入前 20 名券商一览

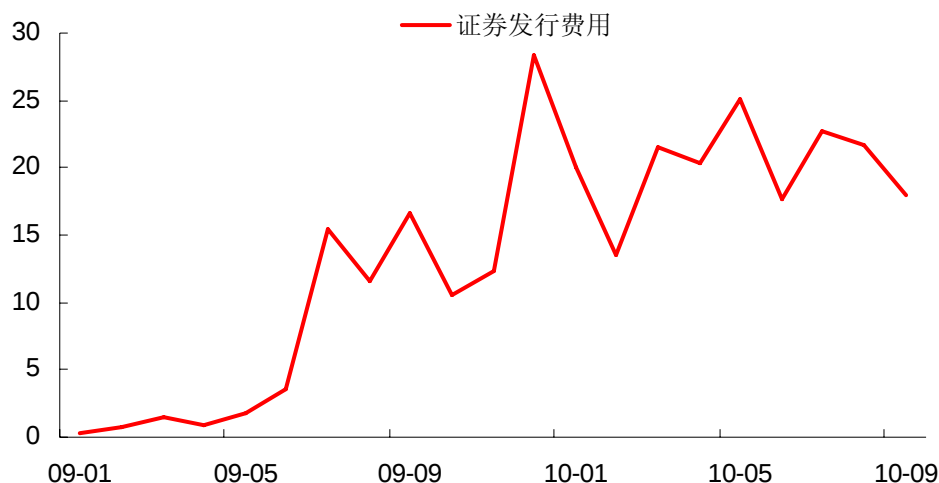
机构名称	截止 2010 年 9 月 31 日主承销收入	市场份额 (%)	机构名称	2009 年主承销收入	市场份额 (%)	机构名称	2008 年主承销收入	市场份额 (%)
平安证券	14.38	11.09	中金	10.97	19.56	中信证券	6.13	20.01
国信证券	9.07	6.99	中信证券	6.82	12.16	中金	2.97	9.69
招商证券	7.46	5.75	平安证券	4.23	7.54	银河证券	2.43	7.95

中金	7.41	5.71	国信证券	3.66	6.53	国信证券	2.32	7.56
中信证券	6.63	5.11	中信建投	3.17	5.66	安信证券	1.93	6.31
华泰联合	6.45	4.97	招商证券	3.14	5.60	平安证券	1.43	4.65
海通证券	6.13	4.73	东方证券	2.66	4.73	海通证券	1.41	4.59
国金证券	5.17	3.99	华泰证券	1.81	3.23	广发证券	1.39	4.53
建银投资	5.16	3.97	海通证券	1.52	2.71	宏源证券	1.08	3.53
广发证券	5.09	3.92	华泰联合	1.43	2.55	国泰君安	0.91	2.97
银河证券	4.36	3.36	瑞银证券	1.24	2.21	中银国际	0.85	2.76
中银国际	3.76	2.90	光大证券	1.17	2.08	兴业证券	0.82	2.67
安信证券	3.64	2.81	广发证券	1.05	1.87	华泰证券	0.77	2.50
中信建投	3.48	2.68	高盛高华	1.00	1.78	东方证券	0.54	1.77
国泰君安	3.17	2.44	东吴证券	0.98	1.75	招商证券	0.51	1.65
宏源证券	2.89	2.23	齐鲁证券	0.89	1.58	华泰联合	0.50	1.64
第一创业	2.63	2.03	国元证券	0.88	1.57	申银万国	0.38	1.23
国元证券	2.10	1.62	华融证券	0.86	1.54	光大证券	0.37	1.21
华泰证券	1.95	1.50	申银万国	0.83	1.47	东北证券	0.34	1.11
申银万国	1.90	1.46	国金证券	0.61	1.08	国元证券	0.31	1.00
合计	102.82	79.26	合计	48.92	87.21	合计	27.38	89.36

资料来源：WIND 资讯

从公布的证券发行费用来看，三季度券商投行业务仍然保持了今年以来的景气度。近期内地资本市场的反弹以及企业旺盛的融资需求将使券商四季度的投行业务收入仍维持高位运行。

图 22 券商今年 3 季度发行费用维持高位



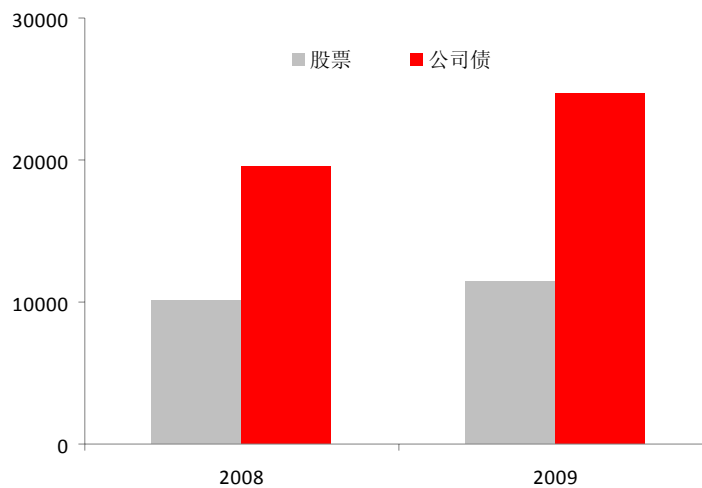
资料来源：WIND，东方证券研究所

我们预计，随着我国金融改革逐步深入，证券公司投行业务仍有广阔空间。

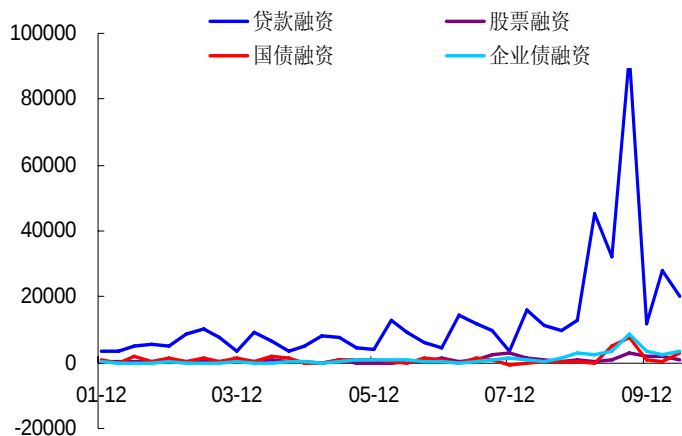
第一，中小企业融资需求将持续旺盛。今年以来经济转型呼声不断，即将制定完成的十二五规划也定调经济转型。因此可以预期，新兴产业中大量中小企业未来将持续表现出旺盛的融资需求，与过分注重风险的银行不同，证券监管部门和市场投资者欢迎这类具有一定风险，但同时也具有高成长性的企业。因此未来中小企业的股权融资仍将维持高位。

第二，大中型企业未来将更多以发债方式融资，券商的债券承销业务仍有广阔空间。目前我国大中型企业融资仍以间接融资为主。未来随着我国多层次资本市场体系的完善，企业有动力也有能力在融资成本更低的债券市场进行融资。从美国市场来看，企业债规模和股票市值的比重大约为 2:1，而目前内地资本市场企业债券与股票的比重大约为 1:12。我国贷款融资额占比超过 80%，未来金融脱媒导致的贷款融资向债券融资的转变空间巨大。

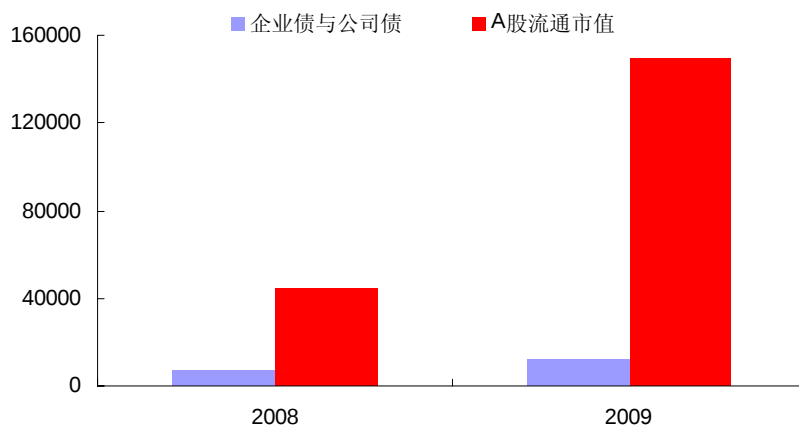
图 23 美国企业债券与股票市值比较



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 24 中国资本市场融资数据


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 25 中国企业债券与股票市值比较


资料来源：WIND，东方证券研究所

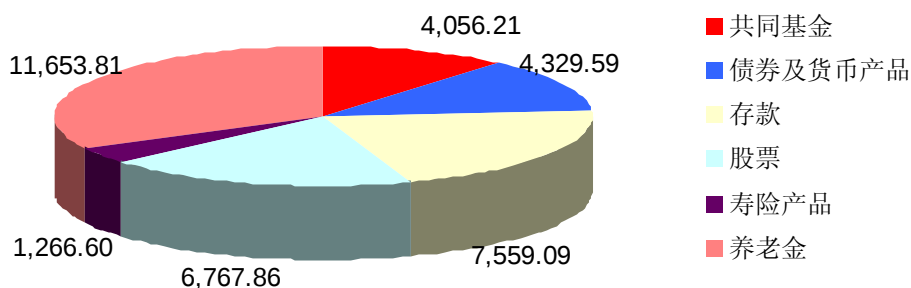
简单测算，如果我国企业债和公司债在未来 5 年由目前占股票比重由 8% 达到 50%，按 1% 的承销费率，将为证券行业贡献超过 600 亿元的收入，每年平均的收入占券商目前营业收入的 6%，这还不考虑股票市场发展及存量债券的续期发行。

资管业务：潜在需求巨大

目前证券公司主要通过参股或控股公募基金及利用自身的资产管理部门发行券商理财产品的方式参与资管业务。

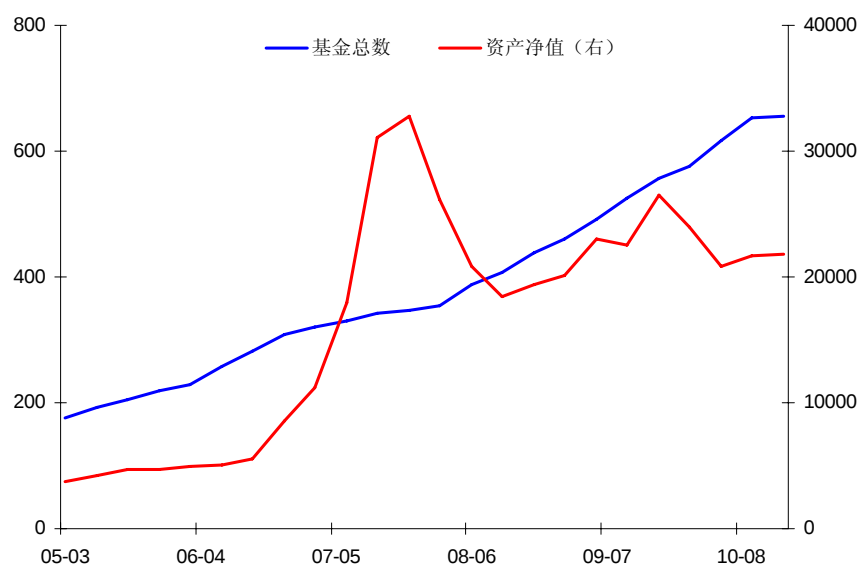
从美国居民的财富构成来看，居民持有的共同基金占财富比重达到 11%，而持有 33% 的养老金中，多数也是投资于共同基金，银行存款及债券比重仅为 21%。而目前我国的公募基金规模仅占我国储蓄存款的 7% 左右，与美国的情况形成鲜明反差。未来随着普通民众理财意识的进一步觉醒以及可支配收入的提升，我们预计投资者对资产管理的需求潜力巨大。

图 26 美国居民财富构成



资料来源：CEIC，东方证券研究所

截止至今年第三季度，我国公募基金总数为规模达到 2.17 万亿元，上市券商权益基金规模达 5500 亿左右，占比近四分之一，去年全年共为上市券商带来 30 亿元的投资收益。我们预计随着基金市场的发展，证券公司通过参股基金公司获取的投资收益仍将取得较快的增长。

图 27 公募基金总数及资产净值


资料来源：WIND，东方证券研究所

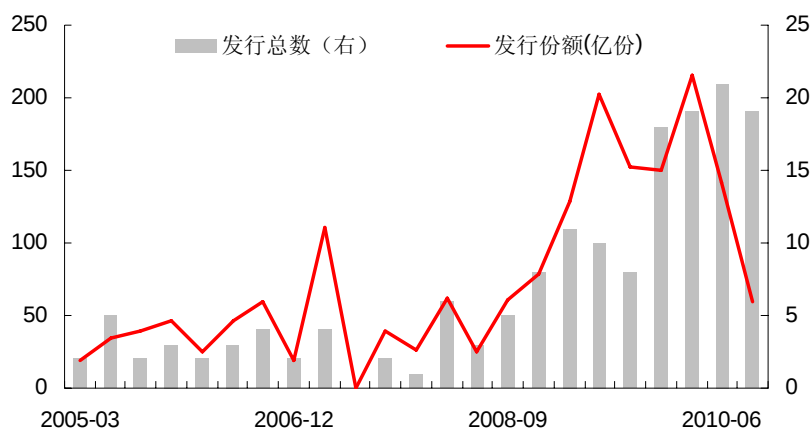
表 3 上市券商所持基金股权

	基金公司	持股比例	基金净值	09 年净利润
东北证券	东方基金	46%	822690	2885
	银华基金	21%	6872710	28871
国元证券	长盛基金	41%	3705490	2297
长江证券	长信基金	49%	1929120	6222
	诺德基金	30%	361050	3522
西南证券	银华基金	29%	6872710	28871
海通证券	海富通基金	51%	3932490	17300
	富国基金	28%	5376840	24900
招商证券	招商基金	33%	3124400	14054
	博时基金	49%	11459510	85889
华泰证券	南方基金	45%	10348560	78495
	华泰百瑞	49%	1686370	5026
光大证券	光大保德信	67%	2734960	23306
	大成基金	25%	7876180	44597
广发证券	广发基金	48%	8602660	56412
	易方达基金	25%	14213550	73555
中信证券	华夏	100%	21713350	110833
权益基金净值			55251513	

资料来源：WIND 资讯

相比于基金，券商自身的资管业务规模要小的多，截至目前也仅有 1000 亿元左右的规模，不过无论从产品发行量还是为证券公司带来的增量收益等角度，近年来券商资管业务发展速度相对较快。尽管仍然面临规模较小，渠道受限的不利因素影响，不过考虑到相比于基金投资更为灵活，预计券商自身的资管业务未来也将维持较快增长。

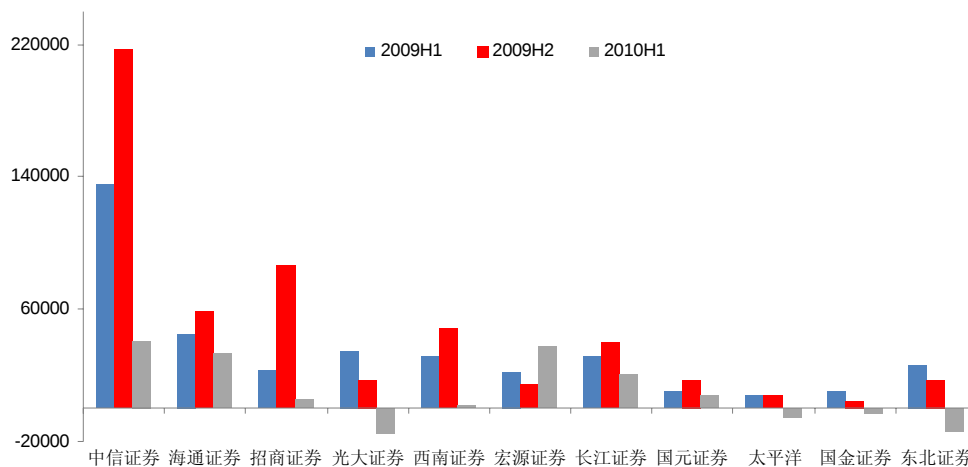
图 28 券商集合理财产品发行数据



资料来源：WIND，东方证券研究所

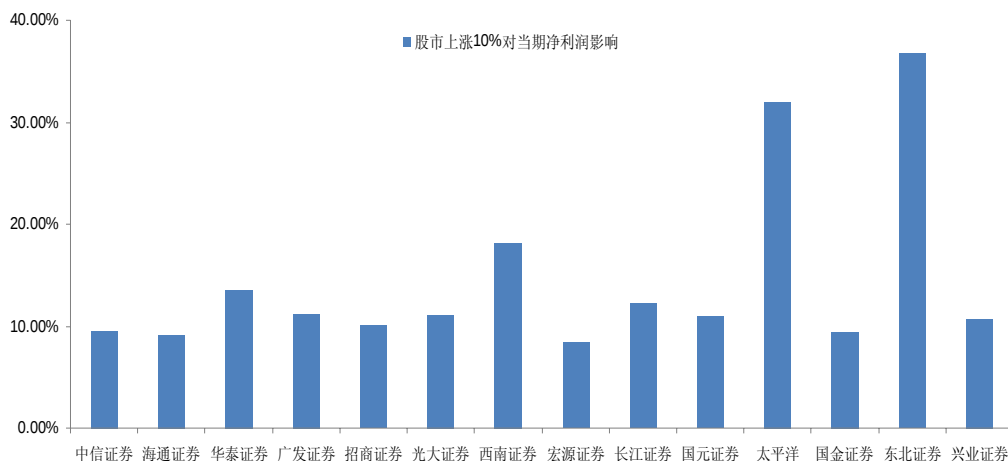
自营业务：下半年收入显著提升 长期波动性有望下降

今年上半年由于股票市场连续下跌，上市券商自营业务收入较 09 年出现大幅下降，不少公司的自营收入甚至为负，这在很大程度上拖累上半年券商净利润出现下滑。

图 29 09 年以来上市券商投资收益一览


资料来源：WIND，东方证券研究所

不过下半年以来，随着股票市场的企稳回升，证券公司自营业务收入出现明显回升。如果以上半年权益仓位、截止至 10 月 19 日沪深 300 较 6 月末上涨 32% 计算，上市券商下半年的自营业务收入中权益收入贡献已经达到 110 亿元以上，加之证券公司自营仓位灵活，自营收入的贡献可能更大。正是证券公司表现出的对股市走势的高 Beta 特性是近期券商股大涨的重要原因之一。

图 30 股市上涨 10% 对上市券商当期净利润影响


资料来源：东方证券研究所

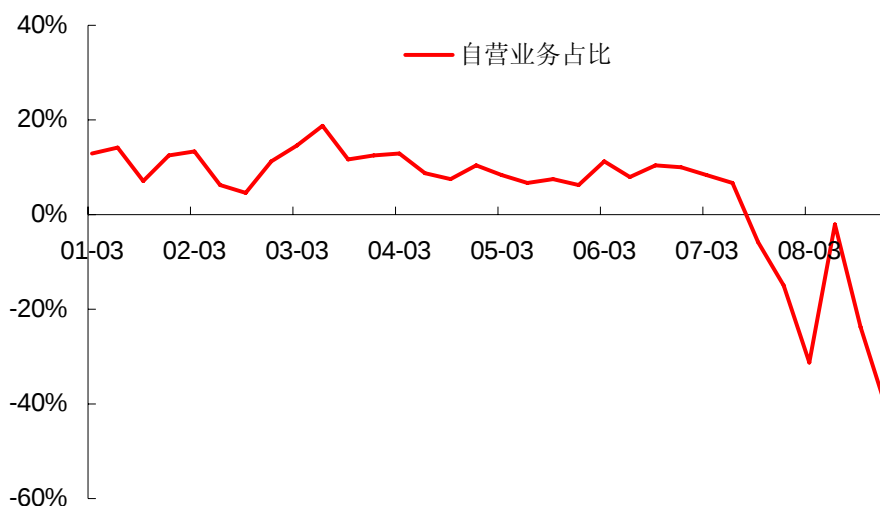
从中长期来看，证券公司自营业务收入波动性和占比有望逐步下滑，证券公司高 Beta 特征也将收敛。自营业务是证券公司所有业务中收入波动最大、风险最高的一项业务。在 2006-2007 年的大

牛市中，不少证券公司凭借出色的自营业绩实现了巨盈，但 2001-2005 年间，包括南方证券等为数不少的证券公司由于自营业务的巨亏导致资不抵债，最后被兼并、托管甚至破产。

从美国证券业情况来看，除了 2008 年金融危机期间美国证券行业整体的自营业务收入出现明显波动以外，其余年份自营业务占营业收入的比重始终维持在 10% 左右，且波动也很小。

无论是从海外同业还是证券公司稳健发展的角度考虑，证券公司自营业务的波动性都有下降的需要。而近年来随着卖空工具的推出及证券公司转型，可以预见未来券商自营业务中将有更多利用套期保值获利的空间，主动参与市场涨跌的资金敞口占比将逐步降低，自营业务收入的波动性将相应下降。

图 31 美国证券业自营业务收入占比



资料来源：SIFMA，东方证券研究所

创新业务：短期业绩贡献十分有限

融资融券业务：爆发需待转融通

今年 3 月 31 日，上海、深圳证券交易所正式向 6 家试点券商发出通知，接受券商的融资融券交易申报，这也标志着融资融券交易正式进入市场操作阶段。

开展初期，监管机构为控制可能的风险，对券商开展融资融券业务限制较多。主要有：融资融券试点券商的准入门槛为 A 类、50 亿元净资本（目前已降低为 B 类以上、30 亿元净资本）；融资融券试点初期标的证券严格限定；券商仅能用自有资金和自有券（股票需在证券公司的可供出售类资产中）作为融资融券标的。由于监管限制较多，截止至今年 8 月 31 日，沪深两市融资余额仅为 46.9 亿元，融券余额更是只有 1608 万元。

我们对今年融资融券对券商净利润进行简单测算。融资融券业务为券商带来的利润有两块，一块是融资或融券的利率（费率），目前各家证券公司公布的融资利率定为 7.86%，融券费率定为 9.86%；另一块则是融资融券过程中产生的交易佣金，目前融资融券的佣金率普遍在千分之二以上，远高于券商目前千分之一上下的佣金率水平。按照我们的测算，2010 年融资融券业务收入将达到 6 亿元左右，而 2011 年有望迅速达到 27 亿元。静态来看，2009 年和 2010 年融资融券收入仅占 2009 年证券公司营业收入的 0.3%和 1.3%。

表 4 在不考虑转融通情况下融资融券业务带来的收入（单位：亿元）

	2010E	2011E
手续费收入		
全年融资平均余额	413,278	1,438,478
融资利率	7.86%	7.86%
融资手续费收入	24,363	113,064
全年融券余额	2,159	7,516
融券手续费收入	9.86%	9.86%
融券手续费收入	160	556
融资融券手续费收入	24,522	113,620
佣金收入		
融资双向成交量	5,710,882	23,015,652
佣金率	0.2%	0.2%
融资业务佣金	11,422	46,031
融券双向成交量	29,151	101,466
佣金率	0.002	0.002
融券业务佣金	58	203
融资融券业务佣金	11,480	46,234
融资融券总收入	60,365	272,919

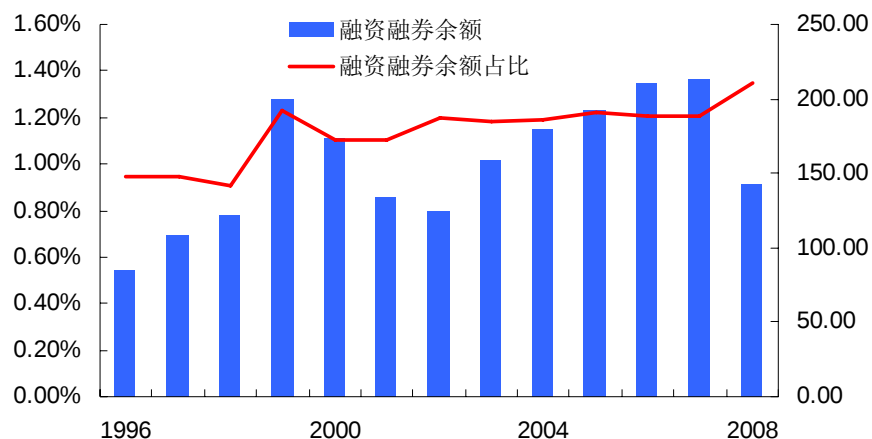
资料来源：Wind，东方证券研究所

待转融通开闸之后，融资融券业务有望对证券公司带来显著的增量收入。转融通的开展有望解决目前困扰融资融券长期健康发展的三个瓶颈：第一，券商用自有券作为融券标的存在明显的利益冲突。目前融券交易就是券商与客户之间的对赌协议，从利益角度出发，券商必然不希望客户在融券交易中获利，之间的利益冲突不言而喻。第二，券商能提供的融券标的相对较少，且自营盘中愿意持有的券种一般都是质地相对较好的品种，很难满足不同投资者需求。第三，券商用自有资金提供融资业务有相应的机会成本。在市况较好阶段，券商自有资金的投资回报率可能会远高于融资利率，因此证券公司存在减少融资额、提高自营资金比重的需要，但此时恰恰也是融资需求最旺盛的时候。总而言之，转融通业务的推出将使融资融券业务由一项风险业务转为代理手续费业务。

以下我们结合海外市场实际情况就融资融券业务成熟后能为全行业带来的收入进行测算。

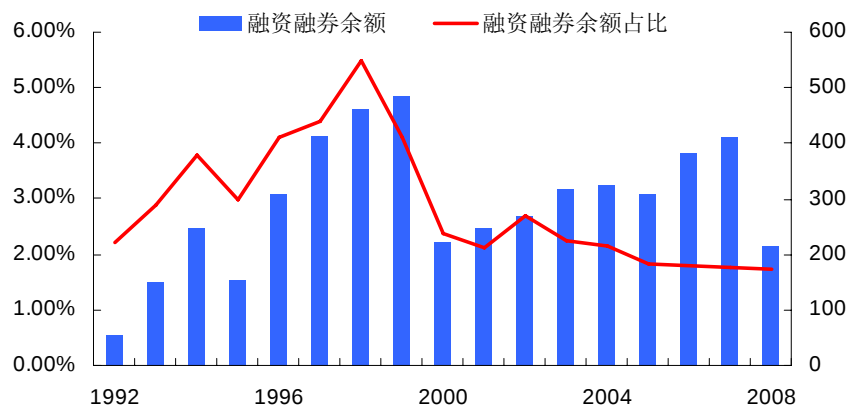
根据美国和台湾的情况，我们预计融资融券余额占总市值比重有望达到 1.2%。美国过去 10 多年融资融券余额占比均在 1.2% 附近，而台湾地区融资融券余额占总市值比重波动较大，不过近年来也持续高于 1.5%。

图 32 美国融资融券余额占总市值比例



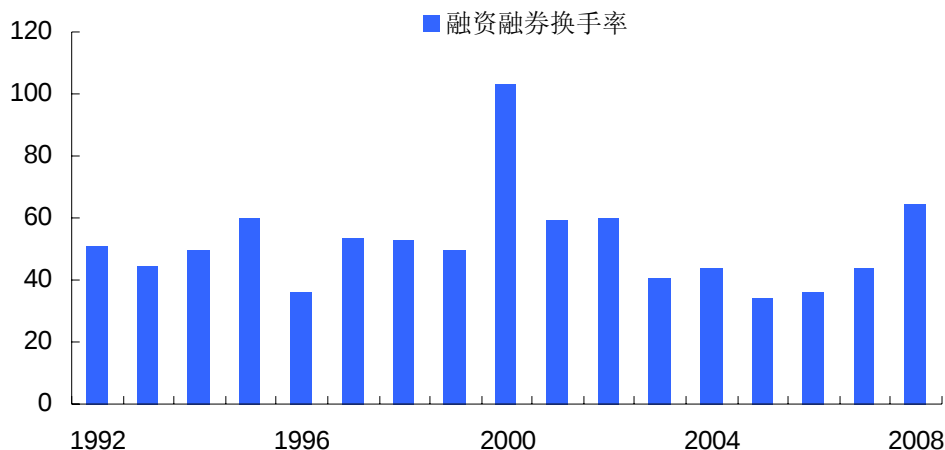
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 33 台湾融资融券余额占总市值比例



资料来源：CEIC，东方证券研究所

融资融券换手率预计达到 2500%。目前融资交易换手率大概在 1800% 左右，我们预计随着投资者对融资融券业务的熟悉，换手率有望继续提升。根据台湾实际情况，我们对融资融券的换手率预测并不激进，过去 10 多年台湾融资融券的换手率基本都超过 4000%。

图 34 台湾融资融券换手率


资料来源：CEIC，东方证券研究所

由于当前试点券商仍偏少，因此该业务交易佣金率仍有望维持在 0.2% 以上。我们预计随着融资融券的全面铺开，佣金率可能会降到略高于一般交易佣金的水平，因此假设为 0.1%。

融资利率和融券利率均设为 8%，而证券公司未来的融资或融券的成本假设为 4.5%。

根据以上假设测算，我们预计待融资融券业务成熟之后，有望为行业贡献 300 亿元以上的收入，占 2009 年行业收入的 15% 左右。

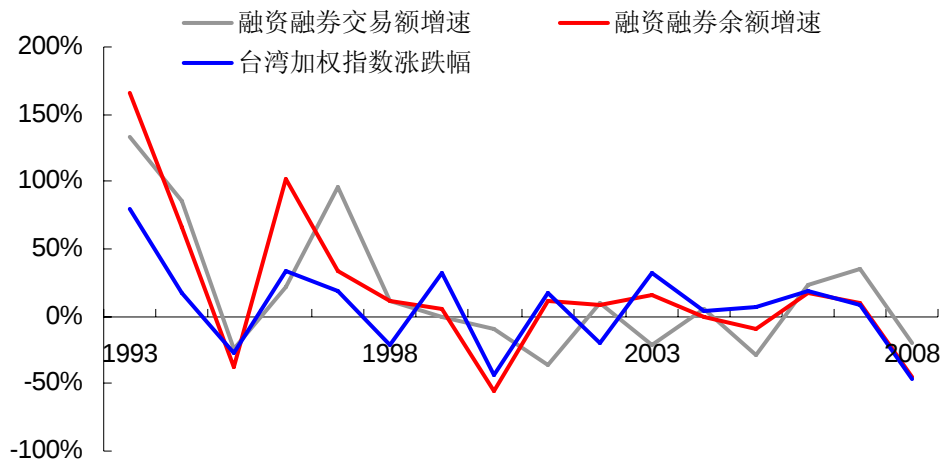
表 5 融资融券业务贡献的收入测算

A 股总市值	融资融券余额占比	融资融券余额	融资融券换手率	融资融券交易量	融资融券佣金率	融资融券业务佣金	融资融券净利率（费率）	融资融券净利息（手续费）收入	融资融券业务总收入
300000	1.20%	3600	2500%	90000	0.10%	180	3.50%	126	306

资料来源：东方证券研究所

尽管融资融券业务有望对证券公司的收入形成新的增长点，不过无论从理论还是实证角度，融资融券业务的开展可能会进一步推高证券业的 Beta。一方面熊市期间投资者参与证券市场热情降低，对融资融券的需求自然下降；另一方面，成熟市场中，融资额与融券额比例通常为 80%:20%，由于牛市时融资需求更强，而熊市过程中融券需求更强，融资额和融券额的不对等关系同样将使券商融资融券的交易量和余额受损。因此证券公司整体收入受证券市场的波动可能进一步加大。

从台湾的情况来看，1993 年和 1996 年台湾股市大涨，同期台湾融资融券交易额和余额增速也相应较快，而 2008 年金金融危机期间，融资融券交易额（余额）与股市也是同步下跌。台湾加权指数的涨跌幅与融资融券余额增速的相关性达到 0.85，与融资融券交易额增速的相关性也达到了 0.56。

图 35 台湾融资融券余额及交易额增速与台湾加权指数涨跌幅比较


资料来源：CEIC，东方证券研究所

股指期货业务：低佣金率限制收入贡献

今年 4 月 16 日，首批四个沪深 300 股票指数期货合约在中国金融期货交易所正式挂牌交易，标志着经过 4 年左右的筹划，中国股指期货终于腾空出世。

股指期货对证券行业的影响主要集中在证券公司控股（参股）期货公司间接获取佣金收入及为自营业务提供套期保值渠道。关于股指期货佣金收入，我们会在下文中详述。而关于自营业务的套期保值功能，我们认为券商自营参与股指期货进行相应对冲能真正使证券公司的自营业务摆脱“靠天吃饭”的窘境，当然未来券商的自营业务分化也会更明显。目前已有 13 家券商获准其自营业务可参与期指套保，包括招商证券、中信证券等参与了股指期货套期保值交易，而光大证券等也表示将视情况参与股指期货的套期保值交易。下面我们详细阐述股指期货业务对券商收入的影响。

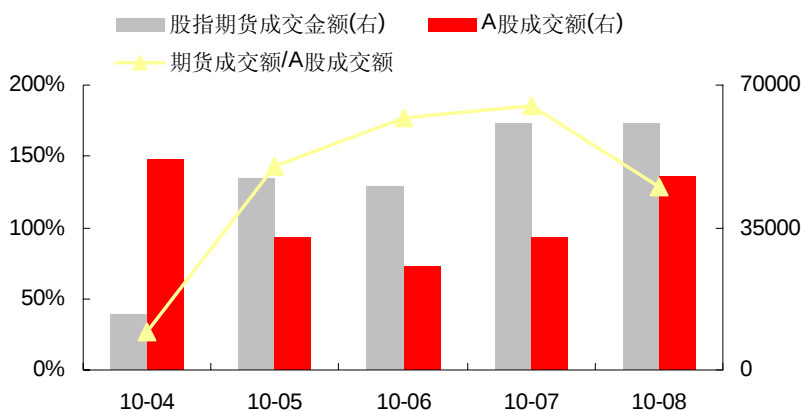
目前绝大多数上市证券都已参股或控股了期货公司，且从股指期货主要的会员排名看，券商系期货公司占据了股指期货交易量的绝对控制地位。如国泰君安期货公司无论在持仓量还是交易量上都处在绝对控制地位。而长城伟业、海通期货、广发期货、银河期货等券商系期货公司在股指期货成交额及持仓量上也始终占据前 10 的位置。

表 6 上市券商控股（参股）期货公司一览

证券公司	控股（参股）期货公司	持股比例
中信证券	中证期货	100%
华泰证券	长城伟业	60%
广发证券	广发期货	100%
光大证券	光大期货	100%
国元证券	国元期货	55%
招商证券	招商期货	100%
海通证券	海通期货	93%
长江证券	长江期货	100%
东北证券	渤海期货	96%
宏源证券	宏源期货	100%
国金证券	国金期货	96%
西南证券	-	-
太平洋	-	-

资料来源：公司定期报告

股指期货的运行呈现两个重要特点。其一，股指期货推出之前，市场原预期今年股指期货成交额约是现货成交额的 20%-40% 区间，不过在运行之初，股指期货成交额就远超市场预期。除了推出当月期货成交额较现货成交量低，其余四个月股指期货成交额都高于现货成交额，其中近期的高点在今年 7 月，当月股指期货成交 6.05 万亿元，达到现货成交额的 186%。其二，股指期货的佣金率远低于市场预期。原本市场预期估值期货推出之初，佣金率有望达到 0.01% 以上，但实际情况却是，在中金所对排名靠前的期货公司做出不得恶性竞争的要求后，股指期货的佣金率仍仅达到 0.005%，且未来还存在继续降低的可能。

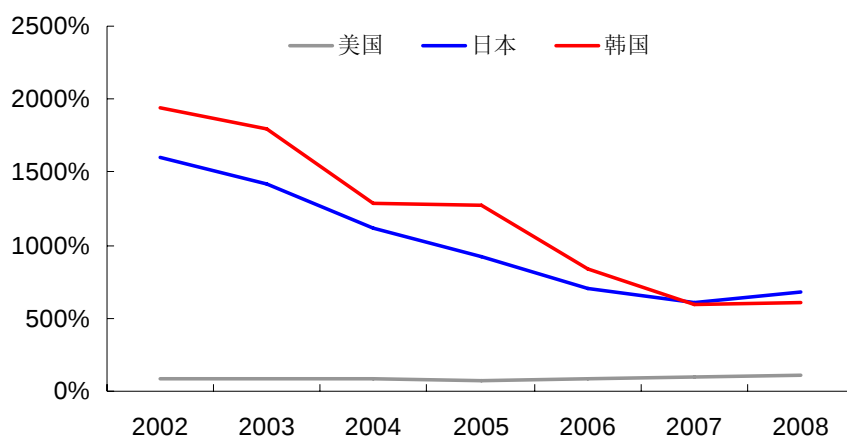
图 36 股指期货推出以来成交量情况


资料来源：Wind，东方证券研究所

我们根据目前股指期货交易情况及海外市场股指期货运行情况对今明两年股指期货对证券的影响进行测算。

我们预计今年 9-12 月股指期货成交额/现货成交量的比重为 150%，全年占现货成交额的 97%，而 2011 年随着投资者对股指期货交易更为熟悉以及机构投资者的加入，我们预计股指期货成交额/现货成交量比例将升至 200%。从海外市场情况看，美国过去几年股指期货成交额略高于现货成交额，而亚洲国家中日本和韩国股指期货的交易量远远高于现货，能够达到现货成交额的 600% 以上。按照亚洲投资者相对趋近的交易风格，内地股指期货的成交额未来仍有大幅上升的可能。

图 37 海外市场股指期货成交额/现货成交量比例



数据来源：CEIC，东方证券研究所

我们判断今明两年股指期货佣金率仍将维持在万分之 0.5 水平。尽管随着竞争加剧，股指期货佣金率仍存在下降可能，但由于本身已处于比较低的水平，预计下降幅度有限。

关于证券公司在股指期货业务佣金收入中的占比，我们可以参考目前股指期货结算会员的成交量排名，以今年 9 月 8 日为例，排名靠前的仅有天琪、南华、永安等少数几家为非券商系期货公司，简单测算券商系期货公司占前 30 家交易量最大的期货公司成交额的 84% 左右，再假设券商系期货公司的持股比例在 70%-80%，则证券公司大致能分享 60% 左右的股指期货交易佣金。

9 月 8 日期货结算会员成交量前二十名（标红为非券商系期货公司）

排名	期货公司	成交额	排名	期货公司	成交额
1	国泰君安	41979	11	中证期货	9914
2	海通期货	26997	12	浙商期货	9322
3	长城伟业	26669	13	浙江永安	8771
4	广发期货	20563	14	中信建投	8771
5	银河期货	17796	15	申银万国	8322
6	天琪期货	14713	16	江苏弘业	7593

7	光大期货	13826	17	中国国际	7173
8	鲁证期货	13579	18	东吴期货	7125
9	南华期货	13101	19	信达期货	7076
10	上海东证	11021	20	招商期货	7054
合计		281365			

数据来源：中金所

根据以上假设,我们测算得出 2010 年及 2011 年股指期货业务贡献券商的收入大概在 1.4%和 3.1%左右,股指期货业务对券商收入的贡献度相对较低,主要原因仍在于较低的佣金率。从长期来看,股指期货业务对券商收入贡献提升还必须仰仗佣金率的提升及交易量的超预期增长。

2010-2011 年股指期货业务为证券业带来的收入测算

	2010E	2011E
现货成交量	482,000	530,200
股指期货成交额/现货成交量	97%	200%
股指期货成交额	466,762	1,060,400
佣金率	0.005%	0.005%
股指期货佣金收入	47	106
证券公司分享比例	60%	60%
证券公司股指期货业务收入	28	64
证券业 2009 年营业收入	2,050	2,050
股指期货业务收入/营业收入	1.37%	3.10%

数据来源：东方证券研究所

直投业务：Pre-IPO 模式下的无风险回报

2007 年 9 月,中国证监会允许中信证券股份有限公司、中国国际金融有限公司开展直接投资业务试点。2009 年 5 月,中国证监会再度下发《证券公司直接投资业务试点指引》,降低了券商的净资本、投行业务规模的门槛,进一步扩大了券商直投业务试点范围。截至目前已有 30 家左右的券商获得了直投资格。

表 7 上市券商直投公司一览

券商名称	直投公司名称	注册资本(亿元)	注册资本/总资本
中信证券	金石投资有限公司	30	8.60%
海通证券	海通开元投资有限公司	30	8.72%
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	2	2.34%
广发证券	广发信德投资管理有限公司	5	
招商证券	招商资本投资有限公司	1	0.57%

光大证券	光大资本投资有限公司	20	10.96%
西南证券	西证股权投资有限公司	2	5.67%
宏源证券	宏远创新投资有限公司	2	4.24%
长江证券	长江成本资本投资有限公司	5	6.77%
国元证券	国元股权投资有限公司	5	3.91%
太平洋		无	
国金证券		无	
东北证券		无	

数据来源：上市公司定期报告

从海外直投业务发展看，一般直投企业投资处在以下四个阶段的企业：1、种子期，这一时期企业初创，处于技术酝酿和发明阶段，所需资金较少，但投资的风险最高且投资时间最长，但回报最高；2、导入期，这一阶段技术已经成型，产品进入试销阶段，所需资金较大，风险依然较高；3、成长期，为了扩大生产和开拓市场，所需的资金进一步增加，这一阶段企业已达到一定规模，且亦能产生一定的利润，风险较之前两个阶段下降明显；4、成熟期，该阶段需要更多的资金，但风险较小，不过收益率也相应较低。

表 8 风险投资四阶段及特征

风险投资阶段	特征
种子期	技术的酝酿与发明阶段，这一时期的资金需要量很少
导入期	技术创新和产品试销阶段。这一阶段，完成企业规划与市场分析，产品原型在测试中，进一步解决技术问题，排除技术风险，所需资金投入显著增加。
成长期	技术发展和生产扩大阶段。这一阶段的资本需求相对前两阶段又有增加，一方面是为扩大生产，另一方面是开拓市场、增加营销投入
成熟期	技术成熟和产品进入大工业生产阶段，这一阶段的资金称作成熟资本（Mature Capital）。该阶段资金需要量很大，但风险投资已很少再增加投资了。

数据来源：东方证券研究所

我国券商系直投公司运作模式以 Pre-IPO 为主，主要依托自身的投行部门，从投行客户或潜在客户入手，从中选择质地优良、有融资或股改需求的公司先期入股，随后在公司上市之后择机减持所持股份。今年创业板的推出为券商系直投公司项目退出提供了一条重要渠道。从目前试点情况看，Pre-IPO 模式具有投资期限短、收益率高的特点。

我们考察了 8 家券商系直投公司运作的直投项目，直投公司入股标的公司到标的公司上市所花费的时间平均仅为 13.6 个月，而截至 8 月 31 日的平均收益率则高达 788%，按照 13 个月入股至上市周期及 2 年左右的锁定期，投资资金的年化回报率高达 200%以上。

表 9 券商系直投公司投资的部分公司回报

公司名称	入股至上市 时间（月）	初始投 资金额	摊薄后券商直投 公司持股比例	截至 2010 年 8 月末的总市值	券商系直投公 司持有市值	收益率
神州泰岳	16	2,772	1.70%	1,851,760	31,480	1036%
机器人	16	2,560	5.20%	509,946	26,517	936%
昊华能源	27	15,120	5.29%	1,465,966	77,550	413%
东方财富	7	5,500	3.57%	725,060	25,885	371%
银江股份	21	375	1.88%	390,240	7,337	1856%
钢研高纳	7	1,400	2.89%	308,678	8,921	537%
阳普医疗	6	1,064	4.72%	219,040	10,339	872%
金龙机电	9	1,876	2.40%	299,670	7,192	283%

数据来源：Wind 资讯

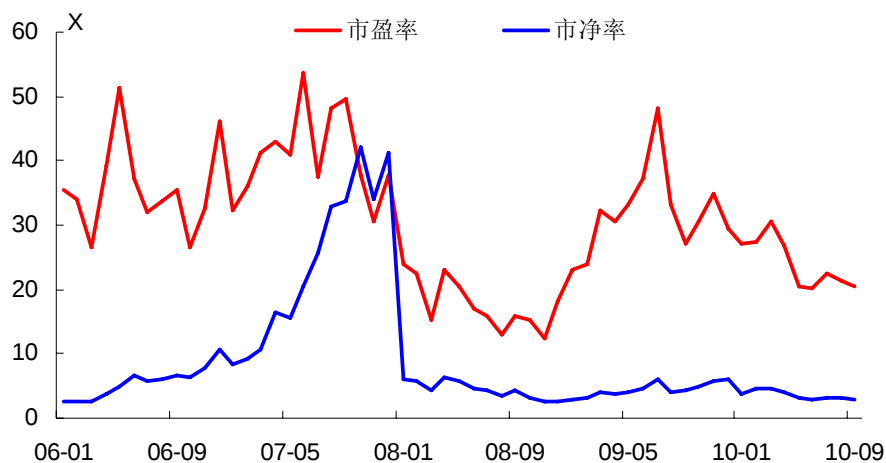
尽管目前投资回报率高，不过我们对 Pre-IPO 突击入股的直投模式略有疑虑。证券公司既是直投标的公司股东，又是这类公司的投行，并且项目又能在短期内获取高回报率，证券公司和企业之间是否存在道德风险？未来随着监管的严格以及直投公司及各券商投行部门之间竞争更为激烈，从长期看，简单依仗 Pre-IPO 模式发展的直投业务收益率可能存在下降空间，券商直投业务可能也存在一定转型要求。不过中短期来看，Pre-IPO 模式下的直投业务仍有望为证券公司贡献一块几乎无风险的投资收益。由于 Pre-IPO 模式对投行部门依赖较大，且占用资本，因此我们认为，中期内直投业务最受益公司将主要是那些资本充足、投行业务能力强的券商。

投资策略

长期关注券商核心竞争力建设，中短期关注自营和经纪业务弹性

中期来看，券商公司仍将持续受制于缺乏核心竞争力的困扰，况且收入占比最大的经纪业务是目前证券公司最缺乏竞争力的业务之一，佣金率下滑趋势仍在，而其他业务又很难在短期内弥补佣金下滑的缺口。不过我们看好证券公司未来能够通过转型逐步建立核心竞争力，分享证券市场长期繁荣。

短期来看，之前大幅调整使估值已远低于历史平均、未来佣金率下滑的速度可能减缓以及近期市场持续走强、成交量持续放大共同促成券商近期的大幅上涨。目前上市券商整体 PE (TTM) 处在 28X，PB（根据 2009 年的净资产计算）处在 4X，较 9 月底上升了 30% 左右。我们预计未来证券股走势将会分化。

图 38 上市券商历史 PE 和 PB


数据来源: Wind, 东方证券研究所

综上, 我们首次给予证券行业“看好”的投资评级。同时考虑行业本身的高 Beta 特征, 建议投资者在当前市场上涨中可关注自营和经纪业务弹性大的券商, 在平衡市和弱市中关注有望率先转型成功的行业龙头。

选股策略: 估值便宜的行业龙头+基本面持续改善的高 Beta 品种

第一条主线: 估值便宜的行业龙头

证券公司未来的出路仍在于自身核心竞争力的培育, 我们相对更看好行业龙头的成功转型。券商的转型不仅取决于主观意愿及监管部门的引导, 自身的综合实力也是一项重要因素。转型一方面需要券商建立起丰富的产品和业务线, 同时也要能承受行业下滑带来的冲击。在这种背景下, 目前几家手握巨额资本金、有能力又有动力转型的行业龙头更有可能立于不败之地。因此在证券行业中期趋势向下的背景下, 我们推荐能抵御行业不利影响, 有望尽早完成转型的低估值行业龙头。

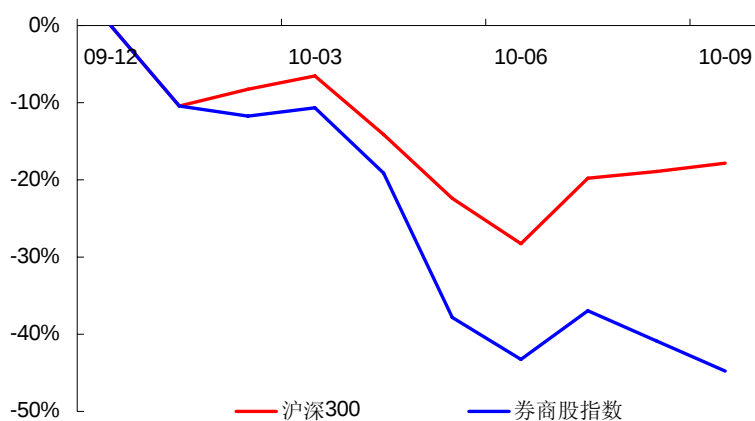
第二条主线: 基本面持续改善的高 Beta 品种

在行业整体处于转型过程中, 券商仍将以传统的经纪业务和自营业务为主, 这就注定券商的业绩(预期)与股票市场走势呈现出密切的相关性, 中短期的行业机会更多来自其自身的高 Beta 性

从历史走势看, 自 2005 年以来, 券商股指数与沪深 300 指数的 Beta 值可以达到 1.44, 因此如果股票市场形成一轮趋势性的上涨, 券商的高周期性特征将在股价上表露无疑, 因此可以考虑选择一些基本面持续改善的高 Beta 券商。

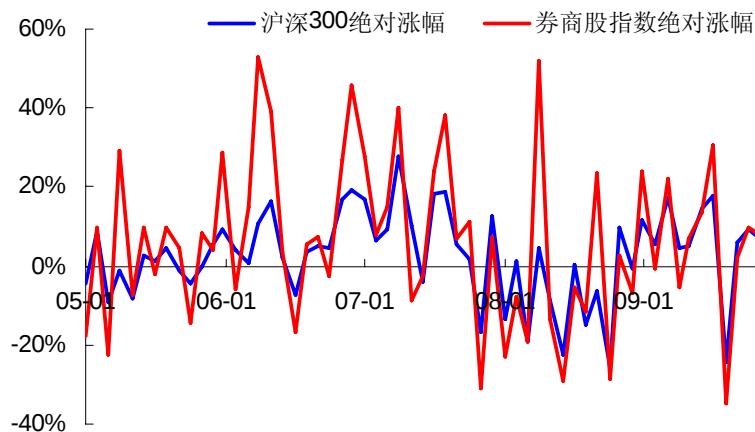
对于券商的 Beta，可以关注两点：第一，自营业务高 Beta 的券商，股市上涨直接反应到券商的自营业务收入中，这也是市场对券商股最普遍的逻辑。2009 年股市大幅反弹过程中，自营业务占比大且操作激进的东北证券即属于这一类公司，事实证明东北证券 2009 年的年涨幅排名券商的第一位；第二，处在投入期或扩张期、费用率较高的券商。这类券商由于处在投入期或扩张期，费用持续处于高位，同时股票市场启动前，收入又有压力，往往导致公司的费用率高企。一旦股市开始上涨，这类券商的收入将随行业一起增长（由于前期投入产生效益，其增速甚至可能快于行业平均增速），但费用存在刚性，因此这一阶段利润增长可能远高于收入增长。

图 39 前三季度券商股与大盘指数表现对比



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 40 沪深 300 指数涨幅与券商股涨幅比较



资料来源：WIND，东方证券研究所

结合以上两条主线，我们推荐华泰证券（首次给予买入评级）和东北证券（首次给予买入评级）。其中华泰证券既是行业龙头，经纪业务弹性也比较大；而东北证券则同时符合第二条主线的两点，可谓上市券商中最佳的进攻型品种之一。

自营经纪弹性大 强势市场之首选

研究结论

- **立足东北，尝试扩张：**东北证券前身是吉林省证券公司。作为东北地区唯一的综合类券商，东北证券具有明显的区域优势和相对竞争优势。近年来通过新增网点及服务部翻牌，公司巩固了在东北地区、尤其是吉林省的优势，同时尝试向沿海发达地区扩张。公司目前所辖的 61 家营业部中，有 32 家营业部位于吉林省，20 家位于沿海发达城市。按股基交易排名，2009 年公司在吉林地区的市场占有率达 43%，具有绝对优势。
- **自营及经纪业务收入弹性巨大：**公司自营尽管相对激进，但运作能力较好。公司在 2008 年熊市期间权益资产迅速下降、自营未受明显损失便是很好的例子。2007 年以来公司的自营投资收益绝对值占营业收入比重持续高于 20%，并远超行业平均。同时我们的测算也显示，公司净利润对股市表现的敏感性近年来持续提升。根据今年中报数据，市场每上涨 10% 对公司净利润的影响幅度达到 37% 左右。同时东北证券的经纪业务收入占比持续超过 70%，高于行业平均。根据 2010 年中报测算，东北证券经纪业务收入每增长 10% 对当期净利润影响幅度达到 37%，过去几年亦持续高于行业平均。
- **公司资管业务收入增长预计将快于行业平均：**公司资管业务收入主要来源于旗下的银华和东方两家基金公司，上半年已合计贡献 4100 万元的收入。受益于居民财富增加及理财需求的提升，我们预计这两家基金公司未来仍将有稳定增长。同时公司近年来受托资产管理业务取得突破性发展，继 09 年发行第一只集合产品后，今年再发 2 号产品，目前两只产品累计净值已达到 17 亿元左右，排名也迅速进入证券公司前 20 名。相信凭借较强的自营管理能力，公司的资管业务也将取得较快发展。未来资管业务将成为公司一块重要利润增长点。
- **配股融资可能成为另一股价催化剂：**由于再融资计划屡屡受到市场环境无法实行，东北证券净资产在所有证券公司中目前处于 40 名以外。在以净资产为核心的监管体系下，公司各项业务、尤其是创新业务（如融资融券业务等）开展遭遇瓶颈。公司已公告配股不超过 40 亿元，倘若发行成功将对公司各项业务发展带来重要影响。同时为配合再融资，公司未来也存在释放业绩的动力。因此配股融资的成行可能成为除股市出现趋势性上涨以外公司股价的另一大催化剂。
- 总体来看，东北证券自营和经纪业务弹性突出，加之今年上半年业绩受到市场弱势影响下滑明显，公司业绩弹性远超同业。在 2010 年沪深 300 指数 3300 点及全市场股基日均成交额 2150 亿元的假设下，目前公司股价对应 2010 年动态 PE 为 31X，首次给予东北证券“买入”的投资评级，目标价 35.4 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

银行与证券行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

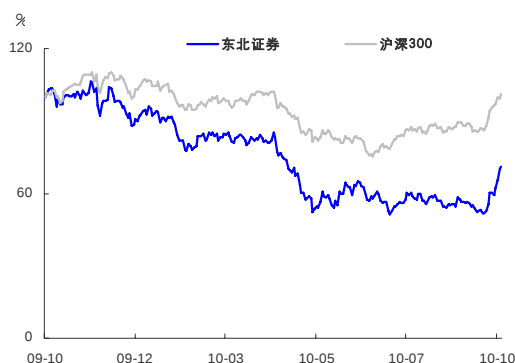
金麟

银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 10 月 19 日)	28.75
目标价格	35.40
总股本/A 股 (万股)	63930/63930
国家/地区	中国
行业	证券
报告日期	2010 年 10 月 20 日

股价表现



财务预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万)	1993	1590	1948
营业利润 (百万)	1190	763	877
净利润 (百万)	913	592	679
每股收益 (元)	1.43	0.93	1.06
净资产收益率 (%)	34.30	17.86	18.23
市盈率(X)	20.13	31.06	27.06
市净率(X)	6.00	5.16	4.35

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万 元, 人民币)	2009A	2010E	2011E	资产负债表主要科目(百万 元, 人民币)	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,993	1,590	1,948	货币资金	13,342	15,027	19,018
手续费及佣金净收入	1,446	1,324	1,581	结算备付金	1,239	1,812	2,304
代理买卖证券业务净 收入	1,402	1,106	1,322	交易性金融资产	1,083	983	1,156
证券承销业务净收入	13	137	143	可供出售金融资产	1,239	411	470
委托客户资产管理业 务净收入	2	25	30	持有至到期金融资产	0	0	0
利息净收入	102	115	150	存出保证金	550	510	643
投资收益	292	92	157	买入返售资产	0	0	0
公允价值变动	140	46	46	长期股权投资	284	313	344
营业支出	803	827	1,071	固定资产	855	940	1,034
业务及管理费用	695	745	971	资产总计	18,781	20,204	25,197
营业利润	1,190	763	877	短期借款及拆入资金	0	0	0
利润总额	1,190	772	885	交易性金融负债	0	0	0
所得税	277	180	206	代买卖证券款	14,491	15,399	19,403
归属于母公司股东的净 利润	913	592	679	卖出返售	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	应付职工薪酬	110	121	160
重要比率 (%)	2009A	2010E	2011E	长期负债	1	1	1
代理买卖证券业务净收 入/营业收入	70.33	69.56	67.89	负债总计	15,720	16,639	20,972
利息净收入/营业收入	5.10	7.24	7.73	股本	639	639	639
投资收益及公允价值变 动收益/营业收入	21.67	8.68	10.40	资本公积	243	302	370
资产负债率	83.70	82.35	83.23	一般风险准备	243	302	370
净佣金费率	0.167	0.137	0.136	交易风险准备	243	302	370
管理费用率	34.86	46.82	49.84	盈余公积	243	302	370
有效所得税率	23.30	23.30	23.30	未分配利润	1,538	1,856	2,154
ROAE	34.30	17.86	18.23	少数股东权益	4	4	5
ROAA	6.56	3.04	3.10	股东权益合计	3,061	3,565	4,225
每股指标(人民币)	2009A	2010E	2011E	相对估值指标	2009A	2010E	2011E
每股净资产	4.79	5.58	6.61	市盈率(PE)	20.13	31.06	27.06
每股收益	1.43	0.93	1.06	市净率(PB)	6.00	5.16	4.35
每股分红	0.15	0.47	0.56	分红收益率	0.52	1.63	1.96

资料来源：东方证券研究所

稳健经营 谋求突破

研究结论

- **历经多次整合，证券控股集团雏形已现：**华泰证券前身为江苏省证券公司。在历经包括收购托管联合证券、信泰证券等多次并购整合动作以后，目前一家位于江苏南京的控股（参股）证券、期货、基金、PE 公司乃至银行的证券控股集团雏形已初步显现。无论是传统的经纪、资管和投行业务，还是股指期货、融资融券等创新业务，公司在业内均名列前茅。
- **双力推动，经纪业务市占率有望继续提升：**公司过去几年通过外延扩张和市场化的佣金水平实现了经纪业务收入的快速提升。通过收购整合华泰、信泰、亚洲证券等同业，公司的经纪业务市占率由 2006 年的 3.6% 迅速提升至 2009 年的 5.4%。同时公司市场化程度较高，今年上半年按股基权测算的净佣金率已降至千分之 0.85，低于行业平均的千分之一，更是远低于大券商的平均水平。由于价格有明显优势，公司未来有望继续扩大市占率，而且由于佣金率已降至行业较低水平，预计华泰证券未来佣金率下滑的幅度和速度都将慢于市场平均。同时由于公司经纪业务占比较高，经纪业务对业绩弹性也比同业高。
- **投行业务有特色，母公司和控股公司互补性较强：**仅从业务收入构成看，过去几年公司的投行业务收入占营业收入的比重始终高于行业平均。而从经营模式看，母公司华泰证券以大项目为主，而控股子公司华泰联合则以承销小公司为主，其中华泰联合在中小企业承销方面有较强竞争力。在中小企业承销火爆的背景下，公司今年以来投行业务收入出现爆发式增长，上半年收入已超去年全年 130% 以上。未来华泰和华泰联合互补的投行经营模式将使公司能够应对各类市场环境，同时自身较强的资源背景也保障了公司的投行业务未来能有较快的增长。
- **稳健经营，自营波动对业绩影响较小：**过去几年，公司投资性资产、尤其是权益类资产在资产中的比重始终处于行业低位。即使上市以后，公司在加大自营投资过程中仍以投资债券为主，权益类投资占资产的比重仍低于 3%，这使得公司的自营收益波动对公司业绩的影响程度远小于同业水平。尽管这会影响到公司在牛市中的爆发力，但稳定经营、摆脱过分依赖投资收益的经营模式对公司长远健康发展有着重要作用。
- 华泰证券在历经多次整合后各项业务均已跃居行业前列。在做大之后，公司将更注重未来如何做强。凭借明显的资源和资本优势（截至 2010 年中期仍有 160 亿元资金），我们看好公司未来在投行、资管和创新业务上能有新的拓展，同时由于市场化程度较为充足，我们预计公司的经纪业务的状况也将好于行业平均。在 2010 年沪深 300 指数 3300 点及全市场股基日均成交额 2150 亿元的假设下，目前公司股价对应 2010 年动态 PE 为 28.2X，PB 为 2.99X，首次给予华泰证券“买入”的投资评级，目标价 21 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

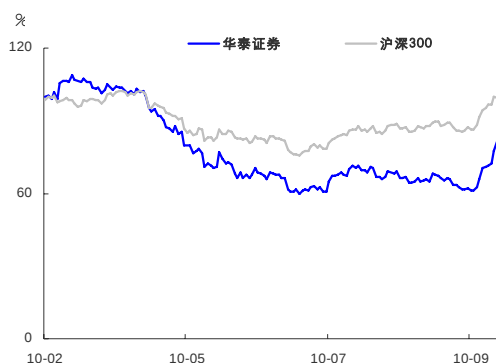
银行与证券行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

金麟

银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

投资评级	买入	增持	中性	减持	（首次）
股价（2010 年 10 月 19 日）	17.15				
目标价格	21.00				
总股本/A 股（万股）	560000/78456				
国家/地区	中国				
行业	证券				
报告日期	2010 年 10 月 20 日				

股价表现



财务预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入（百万）	9563	8382	10083
营业利润（百万）	5335	4488	5394
净利润（百万）	3795	3407	4095
每股收益（元）	0.79	0.61	0.73
净资产收益率（%）	17.52	11.21	8.67
市盈率(X)	21.76	28.19	23.45
市净率(X)	5.84	2.99	2.72

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万元, 人民币)	2009A	2010E	2011E	资产负债表主要科目(百万元, 人民币)	2009A	2010E	2011E
营业收入	9,563	8,382	10,083	货币资金	70,744	98,329	120,539
手续费及佣金净收入	8,123	7,014	7,839	结算备付金	14,414	9,988	12,386
代理买卖证券业务净收入	7,440	5,358	6,126	交易性金融资产	6,160	9,482	11,094
证券承销业务净收入	535	1,554	1,625	可供出售金融资产	1,259	1,329	1,581
委托客户资产管理业务净收入	149	102	87	持有至到期金融资产	5	5	5
利息净收入	679	1,030	1,460	存出保证金	2,075	2,570	3,239
投资收益	619	174	552	买入返售资产	0	0	0
公允价值变动	123	146	213	长期股权投资	1,692	1,861	2,047
营业支出	4,228	3,894	4,689	固定资产	1,065	1,171	1,288
业务及管理费用	3,755	3,470	4,180	资产总计	98,802	126,262	153,857
营业利润	5,335	4,488	5,394	短期借款及拆入资金	18	20	25
利润总额	5,321	4,482	5,387	交易性金融负债	0	0	0
所得税	1,234	1,040	1,250	代买卖证券款	73,549	82,867	104,413
归属于母公司股东的净利润	3,795	3,407	4,095	卖出返售	2,143	4,558	5,744
少数股东损益	291	35	42	应付职工薪酬	579	637	771
重要比率(%)	2009A	2010E	2011E	长期负债	2,000	0	0
代理买卖证券业务净收入/营业收入	77.79	63.92	60.76	负债总计	84,668	94,085	118,515
利息净收入/营业收入	7.10	12.29	14.47	股本	4,815	5,600	5,600
投资收益及公允价值变动收益/营业收入	7.76	3.82	7.59	资本公积	736	1,077	1,486
资产负债率	85.69	74.52	77.03	一般风险准备	736	1,077	1,486
净佣金费率	0.127	0.089	0.085	交易风险准备	646	987	1,396
管理费用率	39.26	41.40	41.46	盈余公积	585	926	1,335
有效所得税率	23.20	23.20	23.20	未分配利润	4,483	6,000	7,844
ROAE	33.95	14.87	12.57	少数股东权益	213	233	256
ROAA	5.42	3.06	3.03	股东权益合计	14,134	32,173	35,338
每股指标(人民币)	2009A	2010E	2011E	相对估值指标	2009A	2010E	2011E
每股净资产	2.94	5.75	6.31	市盈率(PE)	21.76	28.19	23.45
每股收益	0.79	0.61	0.73	市净率(PB)	5.84	2.99	2.72
每股分红	0.18	0.28	0.33	分红收益率	1.05	1.65	1.94

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn