

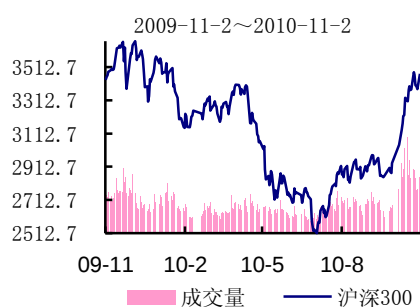
研究员：贾津生 张芸  
执业证书编号：S0570200010050  
电话：025-83290953  
E-mail: jason1884@gmail.com  
地址：南京市中山东路 90 号

## 从弹性和估值角度掘金券商股

行业评级：增持(首次评级)

证券 II

### 市场走势图



### 相关研究

### 投资要点：

- **估值修复是券商 10 月行情的主基调。** 衡量前三季度行业下跌幅度和估值水平，券商下跌幅度远远超越了行业基本面变化。目前券商行业的整体估值仍然低于历史估值中枢，因此判断估值修复是券商 10 月行情的主基调。
- **业绩环比上升改变市场的悲观预期。** 三季度业绩环比出现向上拐点，预示券商正逐步走出业绩下滑的泥潭，市场对券商的悲观预期已经开始改变，而券商板块作为高贝塔值的品种，在市场重心不断提高的背景下，仍然是较好的投资标的。我们认为如果未来 6 个月内市场重心提高 10%-15%，并且日均股票成交额保持在 2400-2800 亿元的区间内，在那么券商股仍会有 15%-30% 的上涨空间。
- **投资策略沿两条主线展开：寻找业绩弹性和掘取价值洼地。**
  - **寻找业绩弹性**
    - ✓ 经纪业务弹性大，显著受益于市场成交量放大：广发证券、东北证券和招商证券
    - ✓ 自营资产占比高，显著受益于市场重心提高的：广发证券、中信证券和招商证券
    - ✓ 浮盈储备高，有利于业绩释放：中信证券、海通证券和广发证券
  - **掘取价值洼地**
    - ✓ 基本面良好，价值处于相对低估的：中信证券、宏源证券和海通证券
    - ✓ 参股券商，目前还没有被市场完全挖掘的：辽宁成大和吉林敖东
- 综合考虑业绩弹性和估值水平，建议首先的投资品种为：**中信证券、辽宁成大和吉林敖东**

### 重点公司

| 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        |      | 09A    | 10E   | 11E   | 12E   | 09A   | 10E   | 11E   | 12E   |
| 中信证券 | 15.93  | 买入   | 1.35   | 0.631 | 0.750 | 0.580 | 11.80 | 25.25 | 21.24 | 27.46 |
| 海通证券 | 12.62  | 推荐   | 0.55   | 0.470 | 0.540 | 0.600 | 22.95 | 26.85 | 23.37 | 21.03 |
| 宏源证券 | 23.34  | 推荐   | 0.79   | 1.038 | 1.129 | 1.291 | 28.28 | 22.49 | 20.67 | 18.08 |
| 东北证券 | 29.12  | 推荐   | 1.43   | 0.907 | 1.238 | 1.347 | 20.36 | 32.11 | 23.52 | 21.62 |
| 辽宁成大 | 37.61  | 买入   | 1.49   | 1.48  | 1.95  | 2.38  | 25.28 | 19.77 | 16.67 | 14.66 |
| 吉林敖东 | 42.50  | 买入   | 2.38   | 2.15  | 2.55  | 2.90  | 17.86 | 19.77 | 16.67 | 14.66 |

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、行业景气度大幅回升 .....          | 3  |
| 1. 估值修复是 10 月行情的主基调 .....  | 3  |
| 2. 业绩环比上升改变市场悲观预期 .....    | 4  |
| 3. 投资策略沿寻找弹性和掘取价值展开 .....  | 5  |
| 二、经纪业务从以量补价逐渐过度到量增价稳 ..... | 6  |
| 三、自营业务收入成为业绩分水岭 .....      | 8  |
| 四、投行业务继续保持高景气度 .....       | 10 |
| 五、受托资产管理业务保持稳定 .....       | 12 |
| 六、重点券商盈利预测及估值 .....        | 13 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1: 中信证券 PB (MRQ) 估值水平 .....           | 3  |
| 图表 2: 海通证券 PB (MRQ) 估值水平 .....           | 3  |
| 图表 3: 宏源证券 PB (MRQ) 估值水平 .....           | 4  |
| 图表 4: 东北证券 PB (MRQ) 估值水平 .....           | 4  |
| 图表 5: 国元证券 PB (MRQ) 估值水平 .....           | 4  |
| 图表 6: 长江证券 PB (MRQ) 估值水平 .....           | 4  |
| 图表 7: 上市券商 2010 年单季度营业收入变化情况 .....       | 5  |
| 图表 8: 上市券商 2010 年单季度净利润变化情况 .....        | 5  |
| 图表 9: 上市券商 2010 年季度经纪业务收入变化 .....        | 6  |
| 图表 10: 上市券商 2010 年季度经纪业务收入占营业收入比例 .....  | 7  |
| 图表 11: 上市券商 2010 年季度综合净佣金率变化 .....       | 7  |
| 图表 12: 两市股、基、权、债日均成交量 .....              | 8  |
| 图表 13: 两市股票日均成交量 .....                   | 8  |
| 图表 14: 自营业务收入对主营业收入的贡献 .....             | 9  |
| 图表 15: 可供出售金融规模及浮盈储备 .....               | 9  |
| 图表 16: 三季度末每股中含有交易性金融资产和可供出售金融资产规模 ..... | 10 |
| 图表 17: 股票市场募集资金额 10 月再创年内新高 .....        | 10 |
| 图表 18: 企业债发行保持高景气度 .....                 | 11 |
| 图表 19: 10 月上市券商承销保荐规模 .....              | 11 |
| 图表 20: 10 月部分上市券商承销保荐费用 .....            | 12 |
| 图表 21: 上市券商理财产品数量及最新资产规模 .....           | 12 |
| 图表 22: 重点上市券商盈利预测及估值 .....               | 13 |

## 一、行业景气度大幅回升

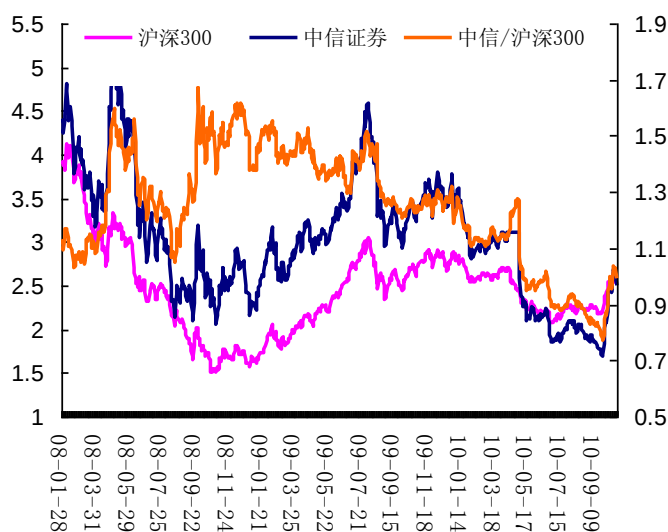
证券行业 10 月份景气度出现大幅回升。10 月券商行业的整体涨幅 36.3%，沪深 300 指数涨幅 11.0%，行业超越同期沪深 300 指数 25.3 个百分点，券商股估值出现了快速修复。我们认为上市券商未来走势仍然决定于市场整体走势和交投活跃程度。如果未来 6 个月内市场重心提高 10%-15%，并且日均股票成交额保持在 2400-2800 亿元的区间内，在那么券商股仍会有 15%-30% 的上涨空间。

### 1. 估值修复是 10 月行情的主基调

证券行业在 2010 年前三季度出现了大幅下挫，行业指数前三季度跌幅高达 43.6%。券商出现深幅调整的根本原因在于：行业整体处于转型过程中，传统业务利润空间不断萎缩，创新业务短期难以挑起业绩大梁；投资者对市场走势和券商转型都持有观望态度，券商半年报整体业绩出现同比下滑也印证了投资者的担心。

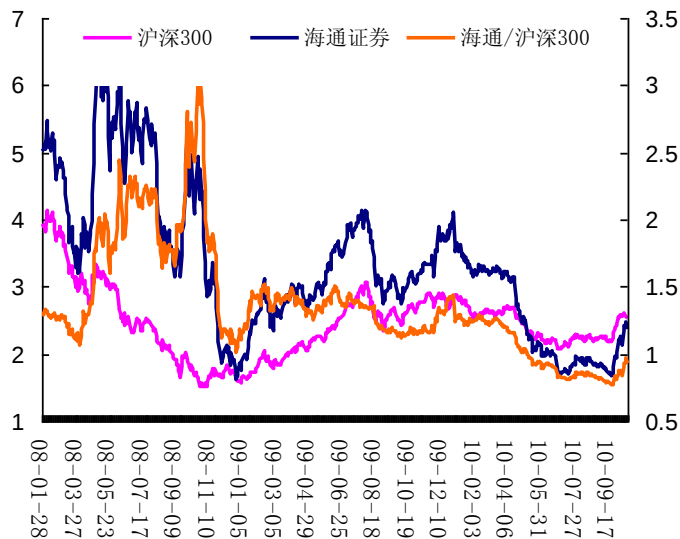
然而如果衡量行业下跌幅度和估值水平，券商的下跌幅度远远超越了行业基本面的变化。即使是在 7 月份大盘见底回升之后，中信、海通和光大依然在 9 月 30 日创下了今年以来的新低。随着券商股在 10 月份的集体走强，券商行业整体的估值水平迅速提高。从历史估值中枢看，大型券商相对于大盘 PB 估值的溢价率在 25%-50% 之间，而中小型券商 PB 估值的波动率较大，平均溢价水平在 1-3 倍之间，目前券商行业的整体估值仍然低于这个水平，因此我们判断估值修复是券商 10 月行情的主基调。

图表 1：中信证券 PB（MRQ）估值水平



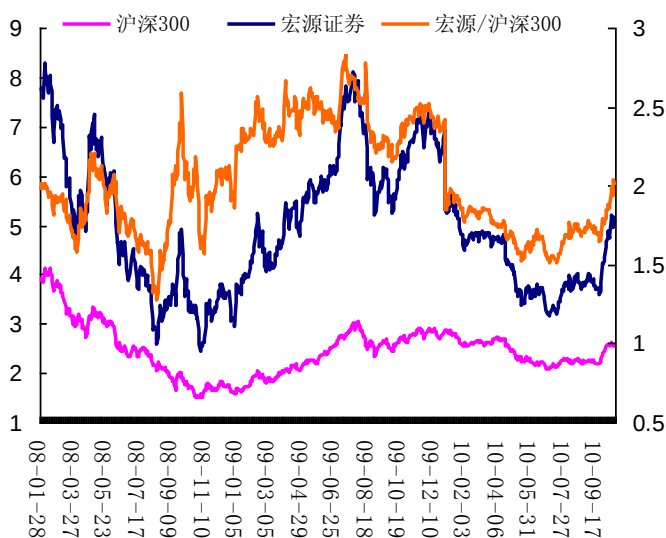
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 2：海通证券 PB（MRQ）估值水平



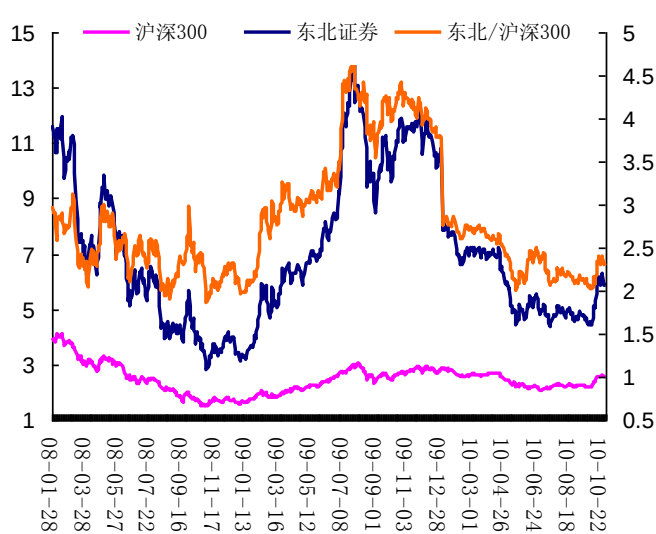
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 3: 宏源证券 PB (MRQ) 估值水平



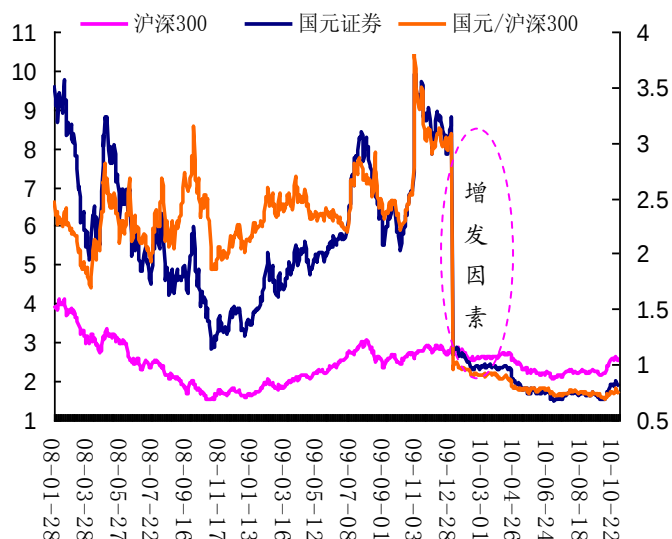
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 4: 东北证券 PB (MRQ) 估值水平



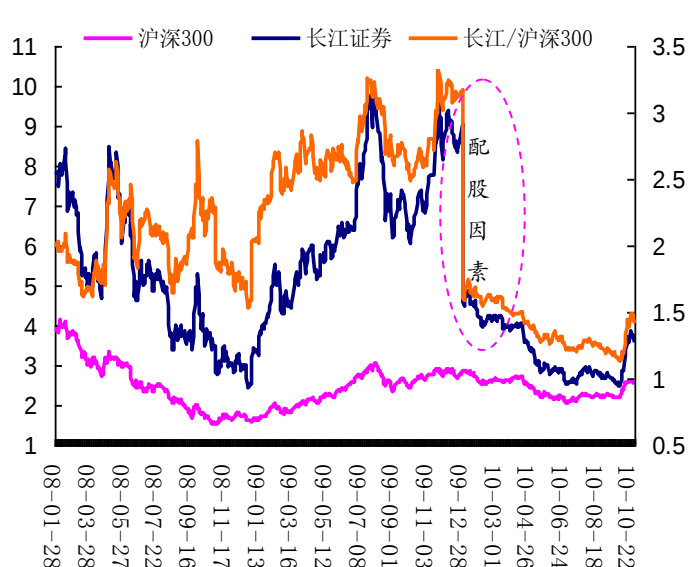
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 5: 国元证券 PB (MRQ) 估值水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 6: 长江证券 PB (MRQ) 估值水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 2. 业绩环比上升改变市场悲观预期

尽管影响券商估计的因素众多,但是归根结底,市场对券商盈利能力的预期决定券商板块的后市走势。伴随指数上涨和市场交投的活跃,券商三季度业绩出现了明显好转。除国金证券之外,三季度上市券商营业收入环比大幅增加,东北证券、长江证券、西南证券和广发证券的增幅超过50%;归属于母公司净利润环比也出现了环比快速增长,东北证券和太平洋证券实现扭亏,西南证券、长江证券、华泰证券和国元证券的增幅超过50%。

业绩环比出现向上拐点,为券商的未来走势创造了有利条件。三季度业绩预示券商板块正在走出业绩下滑的泥潭,我们看到市场对券商的悲观预期已经开始改变,而券商板块作为高贝塔值

的品种，未来如果市场重心进一步提高，仍然是较好的投资标的。

图表 7: 上市券商 2010 年单季度营业收入变化情况

| 营业收入变化 | 2010Q1  |         | 2010Q2  |         | 2010Q3  |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|        | 同比      | 环比      | 同比      | 环比      | 同比      | 环比      |
| 中信证券   | 17.47%  | -40.11% | -30.56% | -5.45%  | -27.52% | 17.54%  |
| 宏源证券   | 52.14%  | 18.60%  | 10.73%  | -18.90% | 9.15%   | 16.04%  |
| 海通证券   | 25.87%  | -31.41% | -8.90%  | -4.07%  | -4.91%  | 12.85%  |
| 华泰证券   | 9.30%   | -23.70% | 117.30% | -15.29% | -52.33% | 29.82%  |
| 广发证券   | -       | -       | -       | -16.36% | -       | 50.60%  |
| 招商证券   | 12.09%  | -44.11% | -37.37% | -27.31% | -44.20% | 20.90%  |
| 光大证券   | -27.23% | -40.85% | -24.53% | 32.13%  | -17.81% | 15.06%  |
| 长江证券   | 74.07%  | -20.26% | -62.31% | -66.52% | 56.79%  | 240.94% |
| 国元证券   | 74.26%  | -17.04% | -28.03% | -22.38% | -11.46% | 46.55%  |
| 东北证券   | 11.98%  | -27.07% | -89.67% | -87.61% | 28.94%  | 862.84% |
| 西南证券   | -18.49% | -56.32% | -50.54% | -40.52% | 45.21%  | 153.00% |
| 国金证券   | -5.39%  | -32.52% | 85.06%  | 110.95% | -3.85%  | -21.76% |
| 兴业证券   | -       | -       | -       | -       | -8.53%  | -       |
| 太平洋    | -9.75%  | -39.51% | -52.91% | -47.81% | 8.13%   | 165.57% |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 8: 上市券商 2010 年单季度净利润变化情况

| 净利润变化 | 2010Q1  |         | 2010Q2   |          | 2010Q3  |         |
|-------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|
|       | 同比      | 环比      | 同比       | 环比       | 同比      | 环比      |
| 中信证券  | -0.37%  | -44.35% | -51.36%  | -24.64%  | -43.40% | 23.47%  |
| 宏源证券  | 33.20%  | 72.04%  | 50.72%   | -25.93%  | 2.29%   | 27.00%  |
| 海通证券  | 1.55%   | 2.60%   | -42.98%  | -17.89%  | -17.86% | 9.77%   |
| 华泰证券  | 16.64%  | -14.74% | 4.54%    | -28.12%  | -36.78% | 64.91%  |
| 广发证券  | -       | -       | -        | -11.47%  | -       | 42.37%  |
| 招商证券  | 47.51%  | -38.90% | -29.29%  | -24.79%  | -37.12% | 16.38%  |
| 光大证券  | -42.55% | -64.66% | -21.82%  | 41.80%   | -11.91% | 15.45%  |
| 长江证券  | 81.77%  | -8.28%  | -80.95%  | -81.15%  | 58.91%  | 483.04% |
| 国元证券  | 101.60% | 3.03%   | -51.88%  | -39.33%  | -21.50% | 58.01%  |
| 东北证券  | -5.67%  | -28.14% | -134.57% | -145.16% | 40.26%  | 扭亏      |
| 西南证券  | -40.68% | -67.79% | -85.46%  | -76.55%  | 41.55%  | 691.44% |
| 国金证券  | -13.70% | -40.00% | 107.15%  | 135.73%  | -77.62% | -82.05% |
| 兴业证券  | -       | -       | -        | -        | -20.46% | -       |
| 太平洋   | -36.50% | -32.01% | -115.92% | -120.89% | -1.98%  | 扭亏      |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 3. 投资策略沿寻找弹性和掘取价值展开

我们对券商的投资策略从两条主线出发，一是寻找业绩弹性，二是掘取估值洼地。

寻找业绩弹性包括四个方面：1. 经纪业务弹性大，显著受益于市场成交量放大：广发证券、

东北证券和招商证券；2.自营资产占比高，显著受益于市场重心提高：广发证券、中信证券和招商证券；3.浮盈储备高，有利于业绩释放：中信证券、海通证券和广发证券。

掘取价值洼地包括两个方面：1.基本面良好，价值处于相对低估的：中信证券、宏源证券和海通证券；2.参股券商，目前还没有完全被市场挖掘的：辽宁成大和吉林敖东。

综合考虑业绩弹性和估值水平，建议首先的投资品种为：中信证券、辽宁成大和吉林敖东。

## 二、经纪业务从以量补价逐渐过度到量增价稳

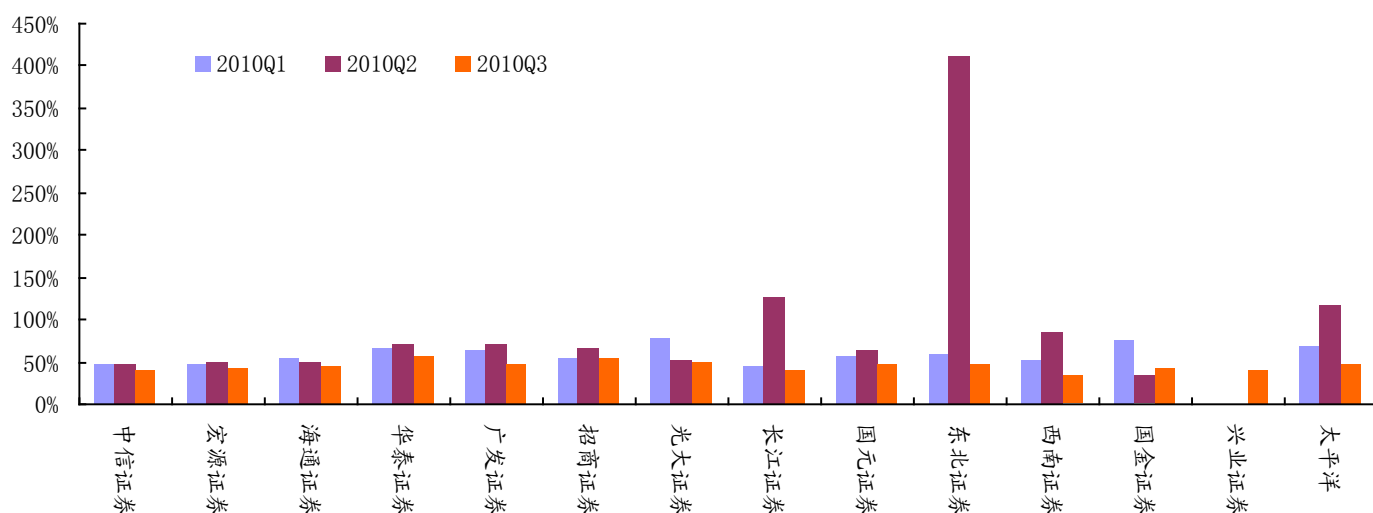
目前国内券商业务仍然是以代理买卖证券收入为主，经纪业务是券商最核心也是最稳定的收入来源。2010 年中期，在市场不景气和佣金率下滑的背景下，二季度国内券商代理证券买卖收入普遍出现了环比下滑，但 14 家上市券商中有 10 家经纪业务收入比例仍占到 50%以上。三季度得益于市场回暖，上市券商经纪业务收入基本保持稳定，所占主营业务收入比例有所下降，但是平均仍有 44.4%的水平。

图表 9：上市券商 2010 年季度经纪业务收入变化

| 万元    | 代理证券买卖<br>收入 2010Q1 | 代理证券买卖<br>收入 2010Q2 | 环比变化    | 代理证券买卖<br>收入 2010Q3 | 环比变化   |
|-------|---------------------|---------------------|---------|---------------------|--------|
| 中信证券系 | 190,992             | 182,999             | -4.19%  | 183,670             | 0.37%  |
| 宏源证券  | 44,421              | 37,093              | -16.50% | 36,815              | -0.75% |
| 海通证券  | 120,670             | 106,664             | -11.61% | 107,524             | 0.81%  |
| 华泰证券系 | 125,472             | 116,281             | -7.33%  | 121,984             | 4.90%  |
| 广发证券系 | 124,745             | 117,572             | -5.75%  | 118,510             | 0.80%  |
| 招商证券  | 85,932              | 76,315              | -11.19% | 76,064              | -0.33% |
| 光大证券  | 65,400              | 57,543              | -12.01% | 61,159              | 6.28%  |
| 长江证券  | 40,858              | 39,137              | -4.21%  | 40,745              | 4.11%  |
| 国元证券  | 29,869              | 25,858              | -13.43% | 27,285              | 5.52%  |
| 东北证券  | 26,333              | 23,102              | -12.27% | 25,164              | 8.92%  |
| 西南证券  | 18,246              | 17,612              | -3.48%  | 17,387              | -1.28% |
| 国金证券  | 19,430              | 17,949              | -7.62%  | 17,670              | -1.55% |
| 兴业证券  | -                   | -                   | -       | 30,611              | -      |
| 太平洋   | 10,867              | 9,801               | -9.81%  | 10,358              | 5.69%  |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 10: 上市券商 2010 年季度经纪业务收入占营业收入比例



资料来源: Wind、华泰证券研究所

经纪业务景气与否是券商的生存之本,然而近年来行业佣金率的不断下滑一直困扰着券商经纪业务的发展。一方面,在经历 2007 年的开户高潮后,沪深两市股票账户已经接近 1.5 亿户,证券化率短期内已经接近瓶颈;另一方面,2008 年 5 月证监会发布《关于进一步规范证券营业网点的规范》后,开设营业部条件放宽使得短短两年多的时间新增营业部数量超过 1200 家,增量在 40%以上。需求萎缩和供给增加的结果是行业佣金率的迅速下滑,佣金战成为市场上各家券商维护市场份额的主要手段。

10 月 7 日,证券业协会发布《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》,直指目前行业内普遍存在的恶性佣金竞争的现象。虽然市场普遍认为《通知》的执行力度和期望效果都有待进一步观察,但是我们认为《通知》释放了积极的政策信号,强调证券经纪业务要从通道向服务的本质回归,这对缓解行业佣金率下滑有着积极的意义。从成熟资本市场走过的路径看,通道收入和服务收入将成为经纪业务收入的两大来源。

从三季度上市券商股、基、权、债综合佣金率看,14 家券商的综合佣金率均处于下滑趋势之中,东北、长江和华泰证券系环比下滑幅度小于 5%。

图表 11: 上市券商 2010 年季度综合净佣金率变化

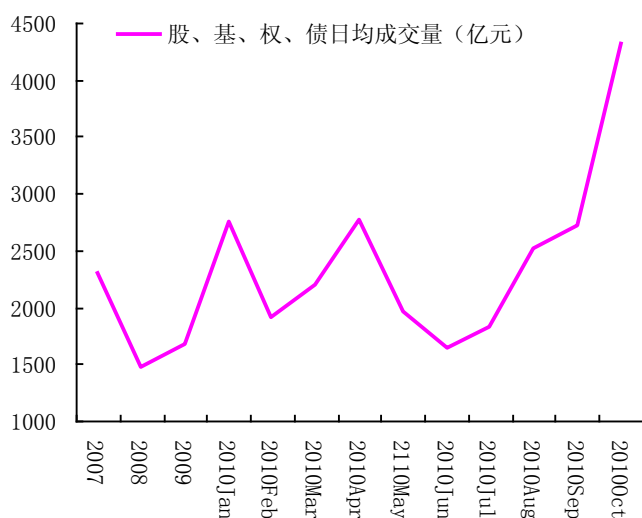
|       | 综合净佣金率<br>2010Q1 | 综合净佣金率<br>2010Q2 | 环比变化    | 综合净佣金率<br>2010Q3 | 环比变化     |
|-------|------------------|------------------|---------|------------------|----------|
| 中信证券系 | 0.087%           | 0.083%           | -4.268% | 0.072%           | -13.116% |
| 宏源证券  | 0.124%           | 0.121%           | -2.521% | 0.105%           | -13.450% |
| 海通证券  | 0.101%           | 0.097%           | -4.743% | 0.085%           | -11.786% |
| 华泰证券系 | 0.082%           | 0.081%           | -0.762% | 0.077%           | -4.773%  |
| 广发证券系 | 0.104%           | 0.100%           | -3.909% | 0.087%           | -13.779% |
| 招商证券  | 0.080%           | 0.075%           | -6.527% | 0.068%           | -8.711%  |

|      |        |        |         |        |          |
|------|--------|--------|---------|--------|----------|
| 光大证券 | 0.080% | 0.075% | -5.900% | 0.067% | -11.078% |
| 长江证券 | 0.087% | 0.084% | -3.120% | 0.081% | -3.357%  |
| 国元证券 | 0.093% | 0.084% | -8.988% | 0.077% | -8.678%  |
| 东北证券 | 0.134% | 0.132% | -1.121% | 0.131% | -0.733%  |
| 西南证券 | 0.100% | 0.098% | -1.456% | 0.085% | -13.669% |
| 国金证券 | 0.092% | 0.089% | -3.810% | 0.078% | -12.626% |
| 兴业证券 | -      | -      | -       | 0.066% | -        |
| 太平洋  | 0.155% | 0.148% | -4.751% | 0.143% | -3.275%  |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

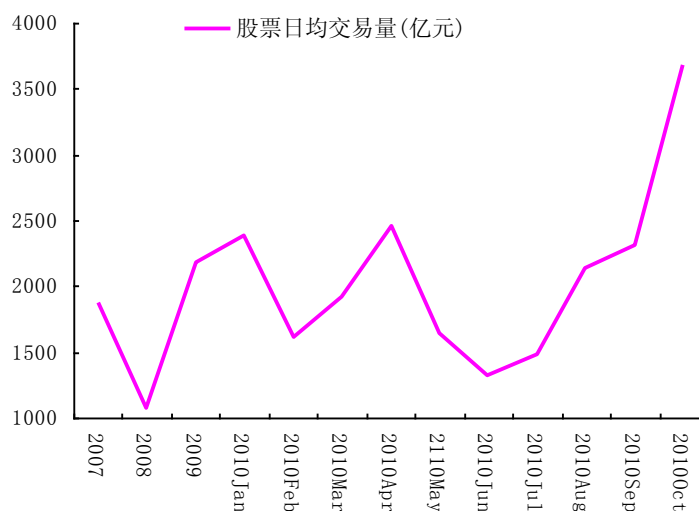
从市场交投角度考虑，在指数上涨过程中，成交量也在迅速放大。我们看到8月份以来市场交投情况不断活跃，8月两市日均股票交易额2142亿元，环比增长44.9%；9月两市日均股票交易额2313亿元，环比增长8.0%；10月两市日均股票交易额3679亿元，环比激增59.1%，活跃的交易气氛弥补了佣金率下滑风险，给经纪业务收入回升提供了良好的契机。

图表 12：两市股、基、权、债日均成交量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 13：两市股票日均成交量

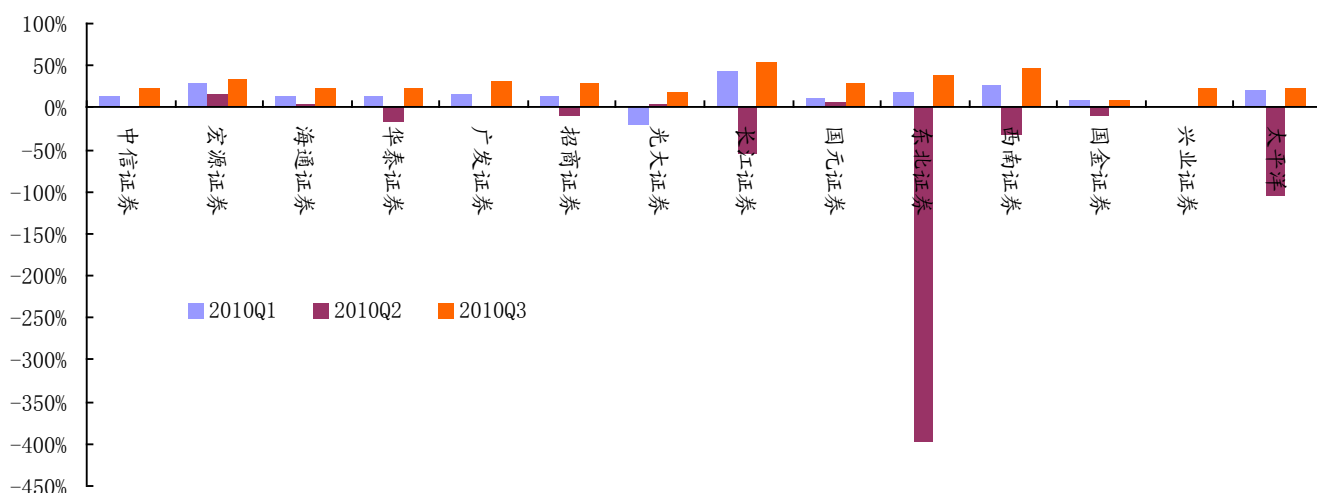


资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 三、自营业务收入成为业绩分水岭

自营业务业绩具有高波动性的特点，与市场走势息息相关，从前三季度情况看，自营业务已经成为券商业绩分水岭。上半年大部分券商折戟于自营业务，对业绩造成拖累，上市券商中如中信证券、华泰证券、招商证券、长江证券、西南证券、国金证券和太平洋等，东北证券和太平洋证券二季度还因为自营巨亏导致业绩整体亏损。然而，随着市场不断向好，风格激进的券商有望获得自营业务大丰收。从三季报看，自营业务收入增加成为券商三季度业绩环比上升的主要动力。我们看到二季度自营业务亏损较多的公司，在三季度自营业务都有良好的表现。例如长江证券、东北证券和西南证券等。

图表 14: 自营业务收入对主营业务收入的贡献



资料来源: Wind、华泰证券研究所

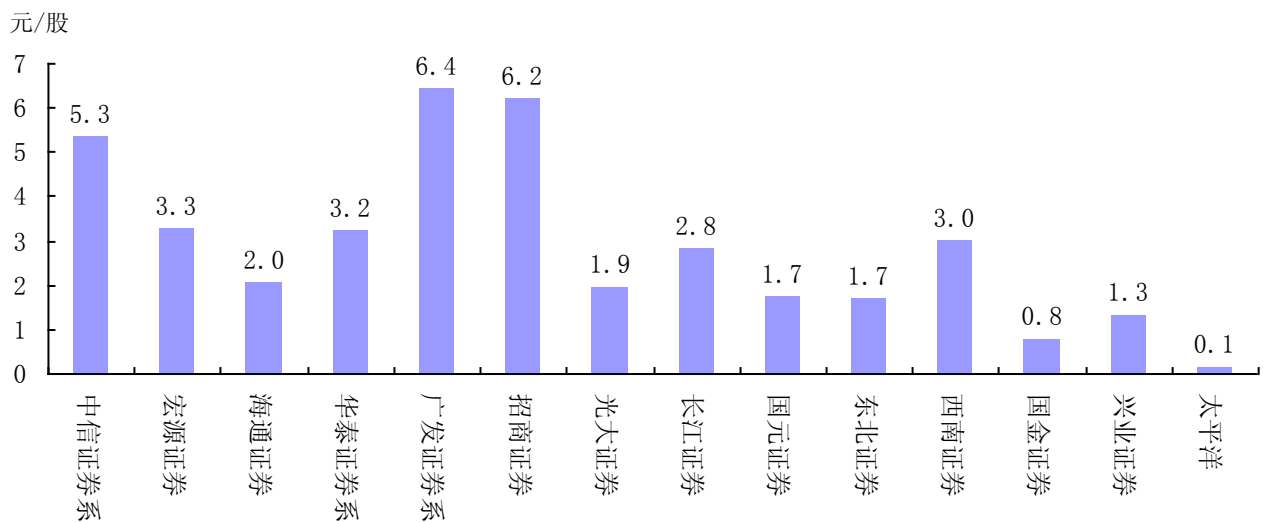
可供出售金融资产在持有期间的公允价值变动不计入当期损益(除减值外),但在处置时取得的收益与初始投资成本的差额计入当期损益。因此,较高的可供出售金融资产有望在市场行情向好的情况下产生较多的浮盈储备,较多的浮盈储备意味着未来释放利润的空间较大。结合上半年末浮盈储备和三季度末其它综合收益来看,我们判断中信证券、海通证券、广发证券等具有较多的浮盈储备。另外,从三季度末每股含有的交易性金融资产和可供出售金融资产规模看,广发证券、中信证券和招商证券规模较大。

图表 15: 可供出售金融规模及浮盈储备

| 万元    | 2010H1 可供出售金融资产 | 2010Q3 可供出售金融资产 | 环比变化    | 2010H1 浮盈储备 | 2010Q3 其它综合收益 |
|-------|-----------------|-----------------|---------|-------------|---------------|
| 中信证券系 | 3,701,468       | 3,576,949       | -3.36%  | 26,878      | 203,841       |
| 宏源证券  | 134,393         | 167,267         | 24.46%  | -6,496      | 15,513        |
| 海通证券  | 18,610          | 596,433         | -2.30%  | 80,951      | -5,161        |
| 华泰证券系 | 313,727         | 320,595         | 2.19%   | -           | 19,532        |
| 广发证券系 | 580,234         | 624,567         | 7.64%   | 61,060      | 35,745        |
| 招商证券  | 331,706         | 367,661         | 10.84%  | -7,694      | -             |
| 光大证券  | 86,848          | 217,021         | 149.89% | -9,294      | 1,786         |
| 长江证券  | 414,255         | 24,639          | -94.05% | 10,194      | 5,816         |
| 国元证券  | 208,816         | 245,594         | 17.61%  | -4,420      | 4,046         |
| 东北证券  | 26,074          | 25,248          | -3.17%  | -1,662      | 2,295         |
| 西南证券  | 111,892         | 100,022         | -10.61% | 12,222      | 1,909         |
| 国金证券  | 7,869           | 19,090          | 142.60% | -           | 3,282         |
| 兴业证券  | 43,500          | 61,819          | 42.11%  | -           | 5,901         |
| 太平洋   | 187             | 202             | 8.02%   | -13         | 15            |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 16: 三季度末每股中含有交易性金融资产和可供出售金融资产规模



资料来源: Wind、华泰证券研究所

#### 四、投行业务继续保持高景气度

在加息周期的背景下,间接融资成本提高,融资渠道收窄,直接融资仍然是较好的融资方式。

前三季度特别是上半年券商的投行业务出现了快速增长,由于去年年底的基数效应,四季度投行业务收入增速会有所减慢,但仍将保持高景气度。

图表 17: 股票市场募集资金额 10 月再创年内新高

|         | 募集资金<br>(亿元) | 实际募集资金<br>(亿元) | 首发家<br>数 | 首发募集资金<br>(亿元) | 增发家<br>数 | 增发募集<br>资金(亿元) | 配股家<br>数 | 配股募集资<br>金(亿元) |
|---------|--------------|----------------|----------|----------------|----------|----------------|----------|----------------|
| 2009-01 | 116.94       | 116.70         | 0        | 0.00           | 6        | 116.94         | 0        | 0.00           |
| 2009-02 | 90.39        | 89.67          | 0        | 0.00           | 6        | 90.39          | 0        | 0.00           |
| 2009-03 | 174.35       | 172.91         | 0        | 0.00           | 8        | 174.35         | 0        | 0.00           |
| 2009-04 | 235.83       | 234.95         | 0        | 0.00           | 9        | 235.83         | 0        | 0.00           |
| 2009-05 | 228.76       | 227.02         | 0        | 0.00           | 12       | 228.76         | 0        | 0.00           |
| 2009-06 | 186.56       | 182.93         | 1        | 9.11           | 10       | 177.45         | 0        | 0.00           |
| 2009-07 | 814.70       | 799.19         | 6        | 546.61         | 12       | 268.09         | 0        | 0.00           |
| 2009-08 | 530.95       | 519.43         | 14       | 182.75         | 16       | 337.02         | 2        | 11.17          |
| 2009-09 | 581.23       | 564.63         | 18       | 318.01         | 11       | 258.84         | 1        | 4.38           |
| 2009-10 | 332.68       | 322.18         | 25       | 158.91         | 11       | 166.22         | 2        | 7.54           |
| 2009-11 | 685.36       | 673.05         | 12       | 217.84         | 9        | 414.72         | 2        | 52.81          |
| 2009-12 | 1137.73      | 1109.42        | 35       | 588.73         | 24       | 518.94         | 3        | 30.07          |
| 2010-01 | 684.35       | 664.34         | 35       | 424.71         | 8        | 259.64         | 0        | 0.00           |
| 2010-02 | 755.61       | 742.02         | 20       | 394.79         | 8        | 341.18         | 2        | 19.64          |
| 2010-03 | 836.06       | 814.47         | 36       | 313.61         | 13       | 341.96         | 2        | 180.49         |
| 2010-04 | 445.88       | 425.50         | 28       | 349.41         | 10       | 96.47          | 0        | 0.00           |
| 2010-05 | 548.44       | 523.40         | 36       | 439.60         | 14       | 108.83         | 0        | 0.00           |
| 2010-06 | 795.17       | 777.55         | 23       | 210.15         | 18       | 235.13         | 2        | 349.89         |

|         |         |        |    |        |    |        |   |       |
|---------|---------|--------|----|--------|----|--------|---|-------|
| 2010-07 | 985.99  | 963.25 | 23 | 859.61 | 12 | 97.44  | 3 | 28.93 |
| 2010-08 | 672.48  | 650.86 | 32 | 497.60 | 7  | 174.88 | 0 | 0.00  |
| 2010-09 | 542.97  | 525.05 | 27 | 359.83 | 13 | 166.70 | 2 | 16.44 |
| 2010-10 | 1007.11 | 990.45 | 24 | 290.20 | 14 | 710.77 | 1 | 6.14  |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 18: 企业债发行保持高景气度

|         | 地方政府债(亿元) | 企业债(亿元) | 公司债(亿元) | 可转债(亿元) |
|---------|-----------|---------|---------|---------|
| 2009-01 |           | 54      |         |         |
| 2009-02 |           | 239     |         |         |
| 2009-03 | 70        | 369.3   |         |         |
| 2009-04 | 594       | 387.15  |         |         |
| 2009-05 | 454       | 388.8   |         |         |
| 2009-06 | 541       | 398.58  |         |         |
| 2009-07 | 119       | 150     | 65      |         |
| 2009-08 | 112       | 126     | 140     | 6       |
| 2009-09 | 110       | 583     | 156     | 32.4    |
| 2009-10 |           | 413.5   | 152     | 8.21    |
| 2009-11 |           | 691     | 117.9   |         |
| 2009-12 |           | 452     | 104     |         |
| 2010-01 |           | 264     | 74.2    |         |
| 2010-02 |           | 446     | 51.8    |         |
| 2010-03 |           | 197     | 18      |         |
| 2010-04 |           | 207.5   |         |         |
| 2010-05 |           | 215     | 200     | 7.2     |
| 2010-06 | 438       | 76      |         | 406.5   |
| 2010-07 | 232       | 132.5   |         | 20      |
| 2010-08 | 665       | 392.13  |         | 256.3   |
| 2010-09 | 358       | 595     | 5       |         |
| 2010-10 |           | 549.5   | 80      | 11.3    |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 19: 10 月上市券商承销保荐规模

| 万元   | 总计 | 首发 | 增发 | 可转债 | 债券发行 | 总计        | 首发      | 增发      | 配股 | 可转债     | 债券发行    |
|------|----|----|----|-----|------|-----------|---------|---------|----|---------|---------|
| 招商证券 | 7  | 2  | 0  | 1   | 4    | 917,000   | 354,000 | 0       | 0  | 113,000 | 450,000 |
| 中信证券 | 7  | 1  | 3  | 0   | 3    | 744,501   | 69,328  | 350,173 | 0  | 0       | 325,000 |
| 光大证券 | 5  | 0  | 1  | 0   | 4    | 1,040,000 | 0       | 550,000 | 0  | 0       | 490,000 |
| 中信建投 | 3  | 0  | 0  | 0   | 3    | 245,000   | 0       | 0       | 0  | 0       | 245,000 |
| 华泰联合 | 3  | 3  | 0  | 0   | 0    | 285,540   | 285,540 | 0       | 0  | 0       | 0       |
| 海通证券 | 3  | 1  | 1  | 0   | 1    | 777,889   | 66,000  | 591,889 | 0  | 0       | 120,000 |
| 西南证券 | 3  | 1  | 0  | 0   | 2    | 448,000   | 198,000 | 0       | 0  | 0       | 250,000 |
| 太平洋  | 2  | 0  | 1  | 0   | 1    | 302,640   | 0       | 152,640 | 0  | 0       | 150,000 |
| 兴业证券 | 2  | 1  | 0  | 0   | 1    | 146,000   | 66,000  | 0       | 0  | 0       | 80,000  |
| 国金证券 | 2  | 1  | 1  | 0   | 0    | 342,100   | 39,100  | 303,000 | 0  | 0       | 0       |
| 宏源证券 | 1  | 0  | 0  | 0   | 1    | 100,000   | 0       | 0       | 0  | 0       | 100,000 |

|        |   |   |   |   |   |        |        |   |   |   |        |
|--------|---|---|---|---|---|--------|--------|---|---|---|--------|
| 华泰证券   | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 97,150 | 97,150 | 0 | 0 | 0 | 0      |
| 广发证券   | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 72,920 | 72,920 | 0 | 0 | 0 | 0      |
| 长江承销保荐 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 52,927 | 52,927 | 0 | 0 | 0 | 0      |
| 长江证券   | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 70,000 | 0      | 0 | 0 | 0 | 70,000 |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 20：10 月部分上市券商承销保荐费用

| 万元   | 总计     | 首发     | 增发    | 可转债   |
|------|--------|--------|-------|-------|
| 招商证券 | 16,894 | 15,894 | 0     | 1,000 |
| 中信证券 | 4,000  | 4,000  | 0     | 0     |
| 华泰联合 | 3,270  | 3,270  | 0     | 0     |
| 海通证券 | 4,790  | 4,790  | 0     | 0     |
| 西南证券 | 10,432 | 10,432 | 0     | 0     |
| 太平洋  | 1,821  | 0      | 1,821 | 0     |
| 国金证券 | 2,072  | 2,072  | 0     | 0     |
| 华泰证券 | 7,215  | 7,215  | 0     | 0     |
| 广发证券 | 3,146  | 3,146  | 0     | 0     |

资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：不包含债券费用

## 五、受托资产管理业务保持稳定

在市场回暖的背景下，上市券商的资产管理净值有一定增加，中信、华泰、招商、长江等券商近期都有新的理财产品开始推广。我们预期受托资产管理业务收入将呈现平稳上升的状态。

图表 21：上市券商理财产品数量及最新资产规模

| 亿元    | 理财产品数量 | 理财产品净值 |
|-------|--------|--------|
| 中信证券系 | 10     | 129.85 |
| 宏源证券  | 2      | 30.70  |
| 海通证券  | 4      | 13.04  |
| 华泰证券系 | 12     | 58.18  |
| 广发证券系 | 2      | 46.45  |
| 招商证券  | 8      | 66.35  |
| 光大证券  | 9      | 97.96  |
| 长江证券  | 9      | 38.17  |
| 国元证券  | 3      | 10.34  |
| 东北证券  | 3      | 13.67  |
| 西南证券  | 1      | -      |
| 国金证券  | -      | -      |
| 兴业证券  | 3      | 37.63  |
| 太平洋   | -      | -      |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 六、重点券商盈利预测及估值

假设 10 年市场日均股票交易量为 2175 亿元、11 年和 12 年日均股票交易量为 2500 亿元和 2700 亿元的条件，我们对重点的盈利预测及估值如下：

图表 22：重点上市券商盈利预测及估值

| 简称   | 11.1 价格（元） | 每股收益(元) |       |       | 市盈率 PE |       |       | 市净率 PB（MRQ） |
|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------------|
|      |            | 10E     | 11E   | 12E   | 10E    | 11E   | 12E   |             |
| 中信证券 | 15.93      | 0.631   | 0.700 | 0.800 | 25.25  | 22.76 | 19.91 | 2.49        |
| 广发证券 | 54.95      | 1.547   | 1.810 | 2.050 | 35.52  | 30.36 | 26.80 | 7.67        |
| 海通证券 | 12.62      | 0.470   | 0.540 | 0.600 | 26.85  | 23.37 | 21.03 | 2.38        |
| 招商证券 | 24.19      | 0.832   | 0.930 | 1.080 | 29.07  | 26.01 | 22.40 | 3.78        |
| 光大证券 | 18.19      | 0.603   | 0.682 | 0.764 | 30.17  | 26.67 | 23.81 | 2.82        |
| 宏源证券 | 23.34      | 1.038   | 1.129 | 1.291 | 22.49  | 20.67 | 18.08 | 4.79        |
| 长江证券 | 15.50      | 0.552   | 0.610 | 0.693 | 28.08  | 25.41 | 22.37 | 3.63        |
| 国元证券 | 14.93      | 0.492   | 0.532 | 0.579 | 30.35  | 28.06 | 25.79 | 1.98        |
| 东北证券 | 29.12      | 0.907   | 1.238 | 1.347 | 32.11  | 23.52 | 21.62 | 5.77        |

资料来源：华泰证券研究所 注：中信证券 EPS 未考虑中信建投和华夏基金的股权出售

按照之前的投资逻辑，一是寻找高业绩弹性，市场重心不断提高和交投活跃的情况下，经纪业务占比高，自营业务较为激进的高弹性品种受益最大；二是挖掘板块中的估值洼地，估值优势往往是个股长期能跑赢行业的最根本因素。综合考虑业绩弹性和估值水平，建议优先的投资品种为：**中信证券、辽宁成大和吉林敖东**。

### 中信证券（600030）

公司作为行业龙头企业，经纪业务和投行业务市场份额始终位于行业前列。不仅在传统业务领域，在新型业务领域公司也具备了先发优势，直投业务、融资融券、股指期货和海外市场业务有望成为公司新的增长点。除去市场和行业性因素之外，公司前三季度股价受制于“一参一控”的合规要求，表现低迷。在整个市场转暖和行业基本面改善的情况下，行业龙头性公司将率先受益。另外，公司已经相继公告转让中信建投 53% 的股权（待证监会批复）和华夏基金 51% 的股权，随着这两大难题的相继解决，公司将轻装上阵，估值有望得到进一步修复。我们预计公司 10 年 11 年和 12 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.70 和 0.80 元，给予公司“买入”评级，目标价格 18.5 元。

### 辽宁成大（600739）

公司拥有广发证券 24.93% 的股份，每股含广发 0.69 股，是目前广发第一大股东。按照三季报计算，广发的投资收益占其利润来源的 77%。除了控股广发证券之外，公司本身的业务在 2010 年有快速发展，油页岩项目——桦甸油页岩已经于 8 月 27 日点火出油，从调试到连续稳定出油，大概需要 3-5 个月的时间，虽然短期内不会对公司利润产生影响，但为公司未来业务发展带来了

很好的想象空间；公司持有成大生物 62.51% 股权，成大生物作为国内狂犬病疫苗龙头企业，占有国内市场 70% 的份额，分拆上市明确，将成为公司价值重估的催化剂。

按照广发证券 11.1 日收盘价计算，每股辽宁成大含有广发证券的价值是 37.92 元；给予其他部分估值为 15.5 元，合计 53.42 元，考虑到广发目前的估值高于行业平均，我们给予广发证券一定的折让，公司目标价 47.73 元，给予“买入”评级。

#### 吉林敖东（000623）

公司持有广发证券 24.82% 股权，每股含广发 1.09 股，是目前广发第二大股东，按照三季报计算，广发的投资收益占其利润来源的 79%，对广发业绩的依赖性更强。其他的业务包括生物医药（中药，已达成成熟期）和铁矿石（参股敦化塔东矿业 30% 的股权，可采 1.32 亿吨，30 年采矿权，达产后 500 万吨/年）业务。

按照广发证券现有市价计算，每股吉林敖东含有广发证券的价值是 59.9 元；其他部分业务价值 10.5 元，合计 68.74 元，考虑到广发目前的估值高于行业平均，我们给予广发证券一定的折让，公司目标价 61.42 元，给予“买入”评级。

## 华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的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；

一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

一报告发布日后的 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；

一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。