

[2010.11.22]

证券行业

行情主导今天 转型决定未来

——证券行业 2011 年投资策略

子行业评级

证券行业

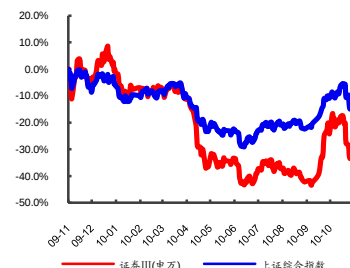
买入

推荐公司

 宏源证券
广发证券
长江证券
中信证券
海通证券
华泰证券

 买入
买入
买入
买入
买入
买入

最近一年股价走势



	陈慧	陈韶秀
☎	86-22-2845 1135	86-10-6878 4251
SAC 执业证书编号	S1150207120104	S1150110070013
✉	chenhui@bhq.com	chensx@bhq.com

核心观点:

- 2011年投行和直投业务是一大亮点
- 行情仍是现阶段决定投资券商股的关键因素
- 创新&转型是未来考量的重点
- 投资策略及公司推荐

投资要点:

● 2011 年投行和直投业务是一大亮点

较低的证券化率和直接融资比重这一现状凸显了我国证券行业存在广阔的发展空间，预期未来证券行业将保持高速发展。我们预计 2011 年投行业务将维持较高水平，投行和直投业务是券商股业绩的一大亮点。

● 行情仍是现阶段决定投资券商股的关键因素

目前由于我国证券行业过多地依赖于经纪业务，同时受到对行情变动较为敏感的自营业务的影响，其盈利情况以及市场表现与行情有较强的相关性。预计 2011 年在紧缩货币政策的背景下，流动性将逐步收紧，但维持基本平衡的宏观经济目标将给予股市一定的支撑；此外，抑制通胀的手段可能使得房地产市场面临的压力更大，存在部分流动性向股市转移的可能，我们预计 2011 年日均股基交易额在 1800-2700 亿元之间，关注行情主导的阶段性投资机会将是现阶段投资券商股的关键。

● 创新&转型是未来考量的重点

我们预测 2011 年佣金率降幅将趋缓，但仍有 15%左右的下降空间。长期而言由简单的通道服务向提供专业化的增值服务转型将成为证券公司经纪业务最显著的盈利增长点。此外，预期转融通的推出将揭开融资融券业务发展的新篇章，长远来看将大幅放大市场交易量，对证券行业和资本市场的影响十分巨大，但考虑到目前在试点阶段受到高准入门槛、有限的投资标的以及缺乏完善的风险对冲工具等的限制，短期内对券商盈利的提升空间仍有限。此外，资产管理业务规模将持续扩张，股指期货业务发展潜力较大。总体而言，随着创新业务的发展，其对业绩的贡献也将逐步增大。

● 证券行业投资策略

短期来看，我们认为股指运行将呈现区间波动特征，关注行情主导的阶段性投资机会将是现阶段投资券商股的关键。长期来看，证券公司将逐步优化其盈利结构，转向以创新为导向、多元化发展的盈利模式。我们维持对证券行业的买入评级。投资策略：（1）选择估值较低的公司：如中信、海通等；（2）选择传统业务实力雄厚且创新业务成长性较强，对盈利模式转型关注度较高的公司。

我们重点推荐：广发、中信、华泰、宏源、海通、长江

目 录

1.	我国证券市场存在巨大的发展空间，2011 年投行和直投业务是一大亮点	4
1.1	目前我国证券化率较低，直接融资的比重远低于间接融资	4
1.2	证券行业未来发展空间巨大，2011 年投行和直投业务是一大亮点	6
2.	行情仍是现阶段决定券商传统业务业绩表现的要素，长期来看向提供专业 增值服务转型将成为经纪业务最显著的盈利增长点	9
2.1	证券公司目前占比较高的经纪和自营等传统业务的盈利情况以及公司的市场表现与 行情有较强的相关性	9
2.2	预期流动性将逐步收紧，但维持基本平衡的宏观经济目标将给予股市一定的支撑	10
2.3	佣金率降幅将趋缓，长期而言由简单的通道服务向提供专业化的增值服务转型将成为 证券公司经纪业务最显著的盈利增长点	14
3.	创新业务的发展是未来考量的重点	16
3.1	资产管理业务规模持续扩张	16
3.2	预期转融通的推出将揭开融资融券业务发展的新篇章，但短期内对券商盈利的提升空 间仍有限	17
3.3	股指期货业务发展潜力较大	19
4.	证券行业 2011 年投资策略	20
4.1	证券行业的市场表现	20
4.2	证券行业的投资策略	21

图 表

图 1:	我国上市公司总数及市值变动情况	4
图 2:	我国证券化率的变动情况	5
图 3:	境内股票筹资与银行贷款增加额的比率	5
图 4:	金融资产结构国际对照表	6
图 5:	股票融资和核心债券融资额变动情况	6
图 6:	新股发行分板块比较	7
图 7:	2009 年以来中国私募股权投资基金投资总量变动	8
图 8:	VC/PE 支持中国企业境内上市数量比较 (2009.10.30-2010.10.22)	8
图 9:	09Q4-10Q3VC/PE 支持中国企业 IPO 退出平均投资回报对比	8
图 10:	证券行业收入结构变动 (近 3 年)	9
图 11:	上市券商收入结构(2010.01-09)	9
图 12:	证券行业净利润、ROE 和平均上证指数的变动	10
图 13:	证券行业相对市场表现 (近 10 年)	10
图 14:	M1 和 M2 增速	11
图 15:	近 10 年 GDP 同比增长率的变动	11

图 16: 近 5 年 CPI 与 PPI 同比变动率	12
图 17: 近 5 年储蓄存款变动率与上证综合指数	13
图 18: 股票与基金新增开户数与上证综指的变动	13
图 19: 上市券商自营规模的变动	14
图 20: 2009 年以来营业部变动情况	15
图 21: 基金规模变动	15
图 21: 测算的行业平均佣金率	15
图 22: 券商集合理财新成立产品统计 (2005-2010.10)	17
图 23: 台湾地区融资融券业务发展情况 (1990-1999)	18
图 24: 我国融资融券业务交易额的变动	18
图 25: 我国融资融券业务余额的变动	19
图 26: 我国股指期货业务发展情况	19
图 27: 证券行业市净率变动情况	20
图 28: 上市券商市净率以及 ROE 比较	21

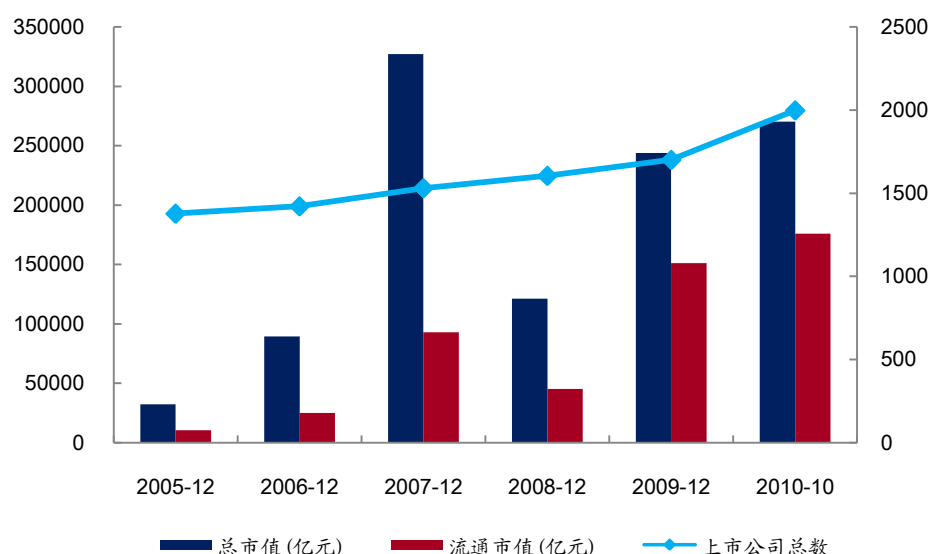
表 1: 发达国家证券化率水平	4
表 2: 上市券商佣金率水平	16
表 3: 最新上市券商理财产品合计	17
表 4: 部分上市券商控股期货公司情况	20
表 5: 公司估值	22

1. 我国证券市场存在巨大的发展空间，2011 年投行和直投业务是一大亮点

1.1 目前我国证券化率较低，直接融资的比重远低于间接融资

近几年来，我国证券行业发展迅速。截至 2010 年 10 月我国上市公司总数达到了 1997 家，较 2005 年底增加了 45%，总市值和流通市值总体均呈现上升趋势，总市值达到 27.01 万亿元，流通市值达到 17.6 万亿元，年均复合增长率分别为 52.8% 和 75.3%。

图 1：我国上市公司总数及市值变动情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

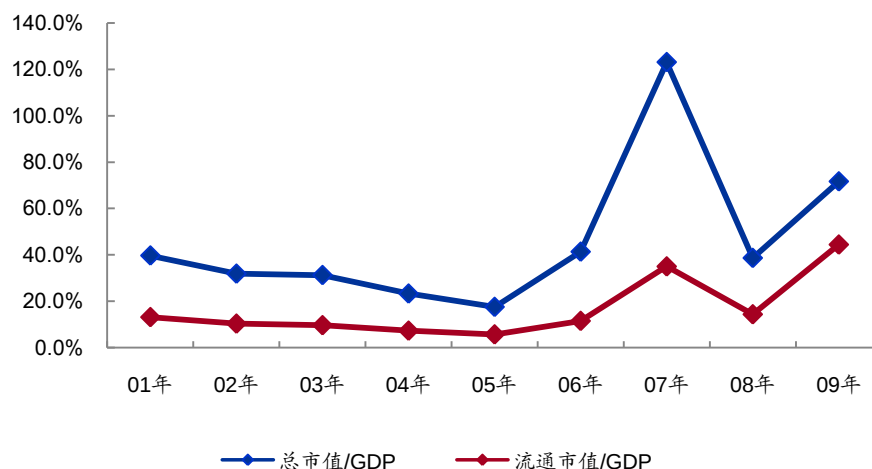
从我国近 10 年证券化率的变动来看，除了 2007 年的股票市场总市值与 GDP 的比例达到 123.1% 外，其余年份均小于 1。2009 年，我国股票市场总市值占 GDP 的比例为 71.6%，其中，流通市值占 GDP 的比例为 44.4%。这与发达国家的证券化率相比还有较大差距。

表 1：发达国家证券化率水平

%	中国香港	新加坡	日本	韩国	美国	英国
2002	289.5	115.4	53.5	45.5	106	119.2
2003	456.1	158.9	70.7	54	130.3	134.4
2004	519.5	159.6	79.6	63.1	139.4	132.6
2005	566.2	178.5	105.1	91.2	136.5	139.5
2006	471.2	202.3	108.2	94	147.6	159.6
2007	562.4	219.1	101.8	115.9	144.4	141.5

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

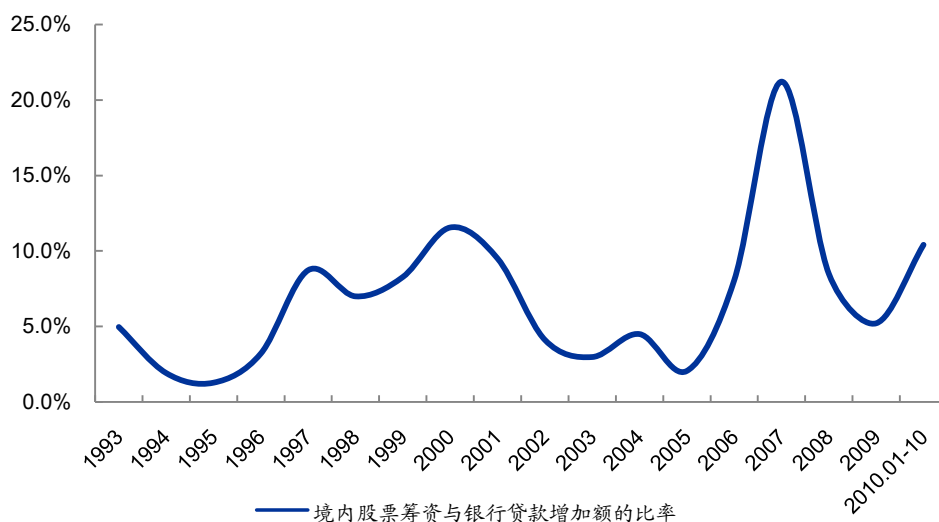
图 2：我国证券化率的变动情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

我国直接融资的比例近 10 年来一直处于较低水平。我国境内股票筹资额与银行贷款增加额的比例除了在 2007 年和 2000 年达到 21.2%和 11.6%外，其余年份均低于 10%。今年以来，这一比例较 08 年底略有回升，达到 10.4%。但在大部分成熟市场和一些新兴市场上，公司外部融资主要通过发行股票和公司债券等直接融资方式，而不是银行贷款。

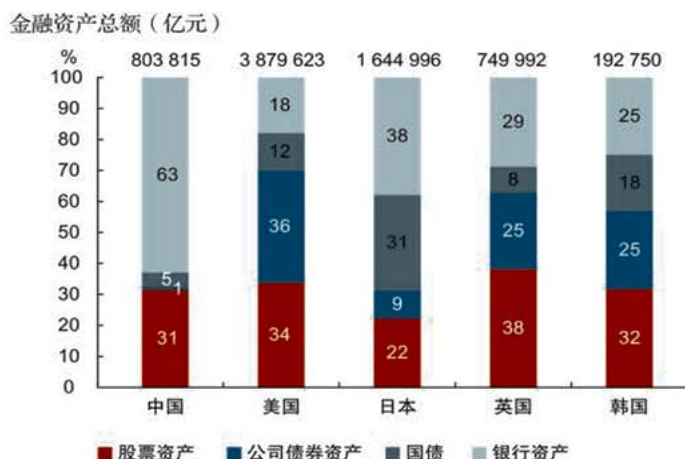
图 3：境内股票筹资与银行贷款增加额的比率



资料来源：Wind 中国证券期货统计年鉴 渤海证券研究所

我国证券资产占金融总资产的比重较低。截至 2007 年 9 月，中国资本市场总额占金融总资产的比例仅为 37%，而 2006 年底美国、日本、英国和韩国该比例分别为 82%，62%，71%，和 75%。

图 4: 金融资产结构国际对照表



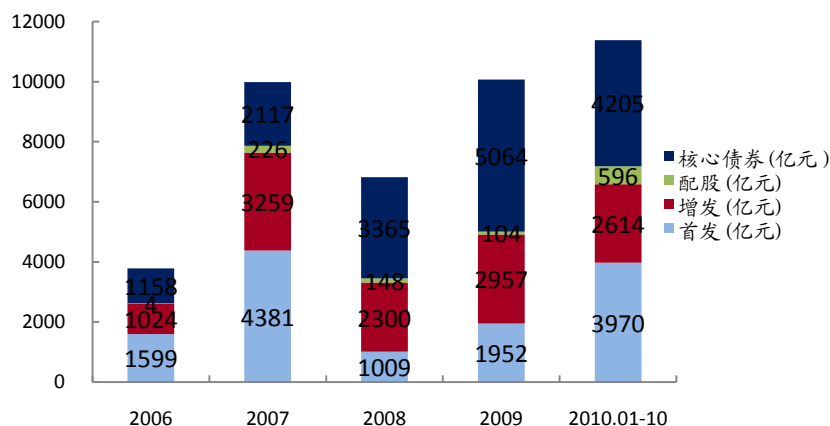
注: 中国数据截至 2007 年 9 月底, 其他国家数据截至 2006 年底。

资料来源: 中国资本市场发展报告 渤海证券研究所

1.2 证券行业未来发展空间巨大, 2011 年投行和直投业务是一大亮点

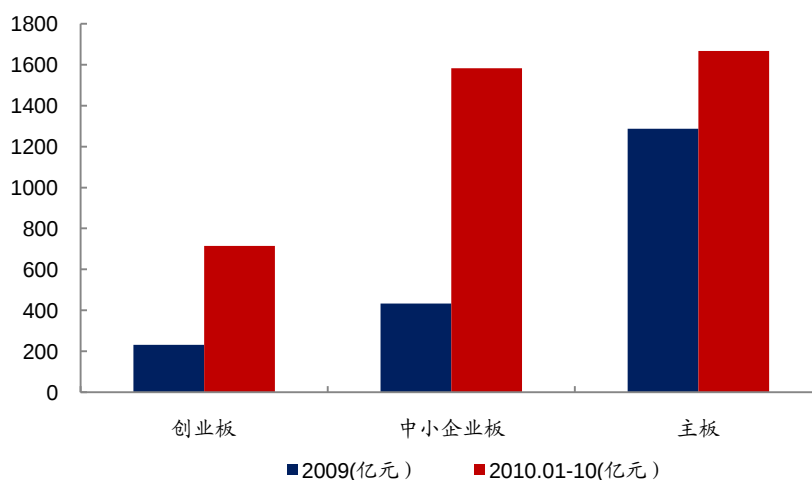
较低的证券化率水平和直接融资占比凸显我国证券行业未来存在巨大的发展空间。与发达国家丰富的证券化产品以及相当规模的权益、债券和衍生品市场相比, 我国的证券行业业务模式相对单一, 投资者可选择的证券产品比较有限。在我国经济增速长期处于世界前列的前景下, 预期未来证券行业的创新业务将促进行业规模的进一步发展。此外, 监管部门也多次强调将以大力发展直接融资、改善我国融资结构作为资本市场支持“转方式、调结构”的突破口, 进一步丰富融资方式、融资工具, 多渠道扩大直接融资比重。截至 2010 年 10 月, 首发融资额已经较 2009 年增加了 103.2%, 其中创业板和中小板分别较去年增加了 208.8%和 265.7%。此外, 考虑明年可能推出的国际板所潜在的融资项目, 我们预计 2011 年投行业务将维持较高水平, 仍是券商股业绩的一大亮点。

图 5: 股票融资和核心债券融资额变动情况



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 6: 新股发行分板块比较



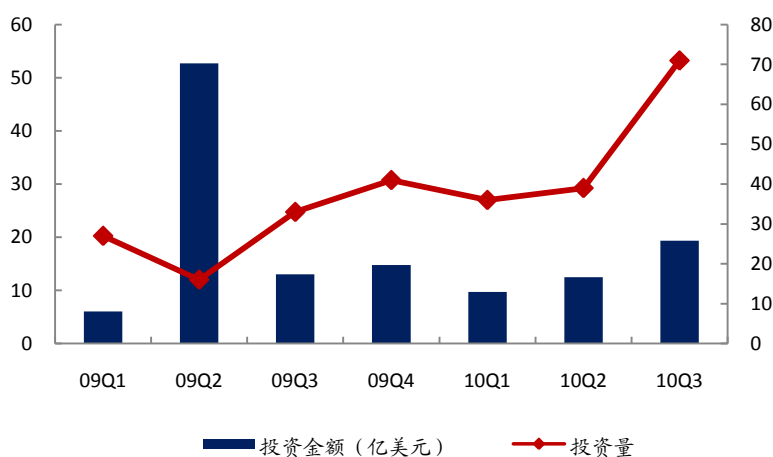
资料来源: Wind 渤海证券研究所

据统计, 2010 年以来中国私募股权基金投资活跃度呈上升态势, 三季度共计发生投资案例 71 起, 交易金额近 19.32 亿美元, 环比涨幅分别达到 82.0%与 55.1%。此外, 考虑到 2010 年 9 月国务院下发《关于促进企业兼并重组的意见》, 预期将为相关投资机构参与并购类项目带来更多机会。

另一方面, 创业板扩张成为 VC/PE 机构退出的良好渠道。截至 2010 年 10 月 22 日, 共计 130 家企业在创业板上市, 占同期中国企业上市总数近三分之一。在这 130 家创业板企业中, 有 73 家在上市前曾获得创投和私募股权投资, 占上市总数的 56.2%, 此比例远高于境内其他资本市场。

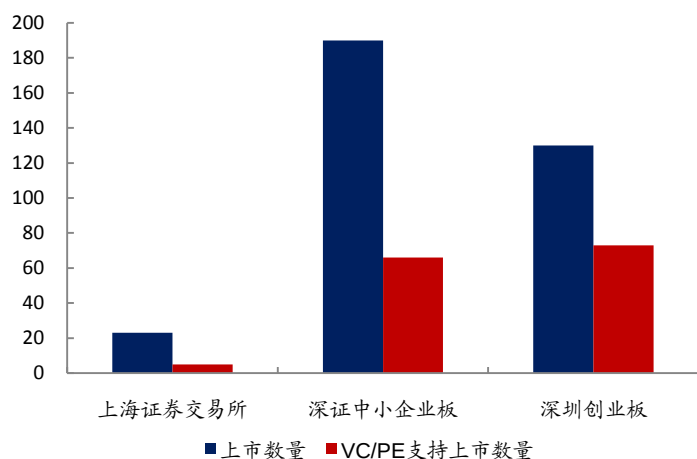
另外据统计, 截至 2010 年 10 月 22 日, 创业板 97 家 VC/PE 机构平均投资回报为 10.82 倍 (国有股转持前)。此外, 创投国有股豁免转持政策的正式出台也大大有利于券商直投业务的开展。总体而言, 直投业务的推出使得证券公司能够从事 Pre-IPO 投资等高利润业务, 这对于证券公司扩大资本运作渠道、提高资本运作效率, 分散二级市场投资风险, 改善公司盈利模式具有重大的意义。从中信、海通等已运作成功的项目来看, 券商直投业务的盈利空间较大, 可以关注投行业务上具有传统优势且资金实力雄厚, 并且在直投业务方面具有先行优势的券商。

图 7：2009 年以来中国私募股权投资基金投资总量变动



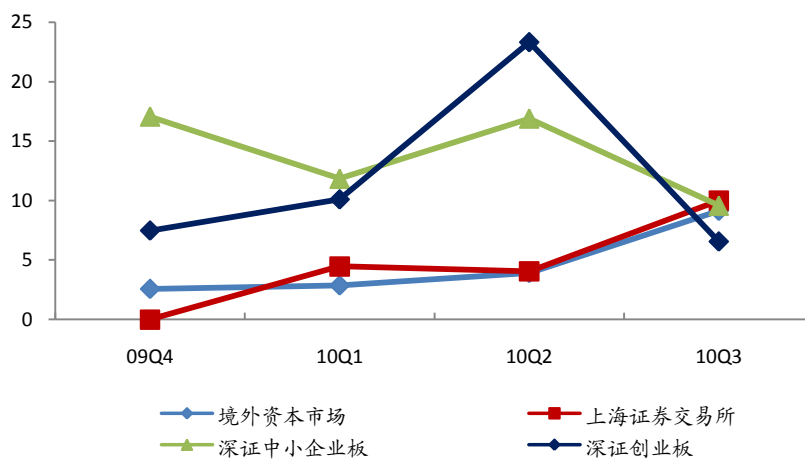
资料来源：清科研究中心 渤海证券研究所

图 8：VC/PE 支持中国企业境内上市数量比较（2009.10.30-2010.10.22）



资料来源：清科研究中心 渤海证券研究所

图 9：09Q4-10Q3VC/PE 支持中国企业 IPO 退出平均投资回报对比



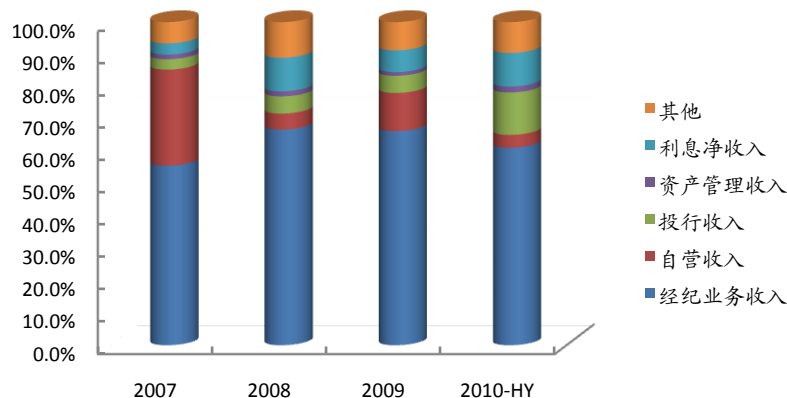
资料来源：清科研究中心 渤海证券研究所

2. 行情仍是现阶段决定券商传统业务业绩表现的因素，长期来看向提供专业增值服务转型将成为经纪业务最显著的盈利增长点

2.1 证券公司目前占比较高的经纪和自营等传统业务的盈利情况以及公司的市场表现与行情有较强的相关性

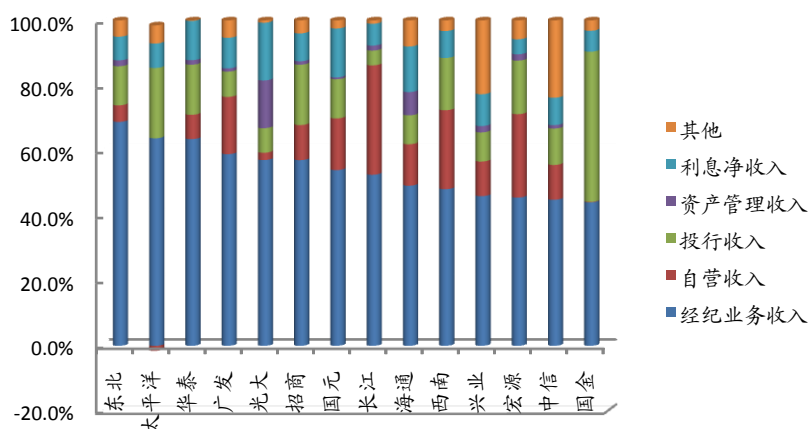
我国近3年证券行业的经纪业务收入占比分别为55.6%，66.7%和66.3%。今年上半年该比例为61.1%。目前由于我国证券行业过多地依赖于经纪业务，同时受到对行情变动较为敏感的自营业务的影响，我国证券行业的盈利情况以及市场表现与行情有较强的相关性。

图 10：证券行业收入结构变动（近3年）



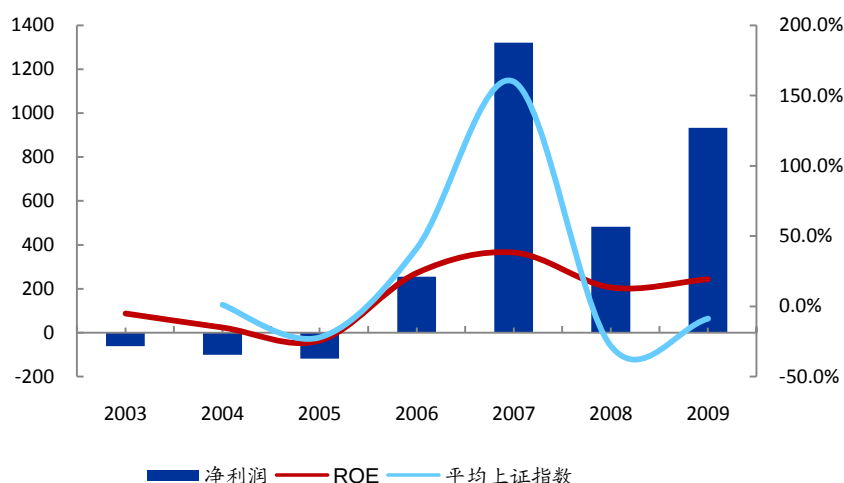
资料来源：Wind 渤海证券研究所

图 11：上市券商收入结构(2010.01-09)



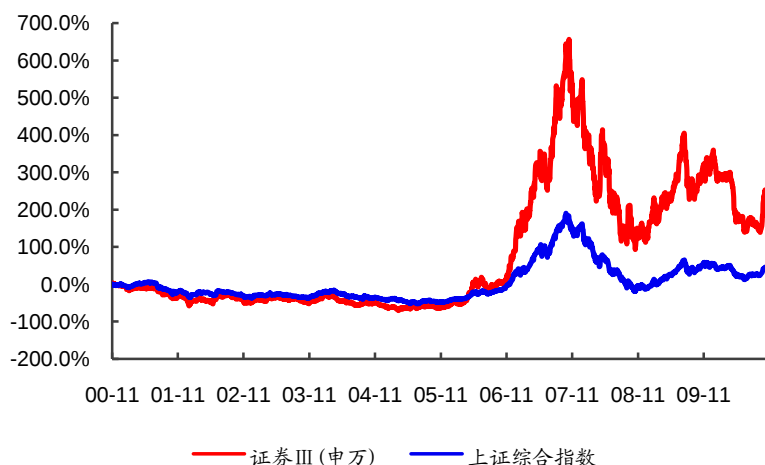
资料来源：Wind 渤海证券研究所

图 12: 证券行业净利润、ROE 和平均上证指数的变动



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 13: 证券行业相对市场表现 (近 10 年)



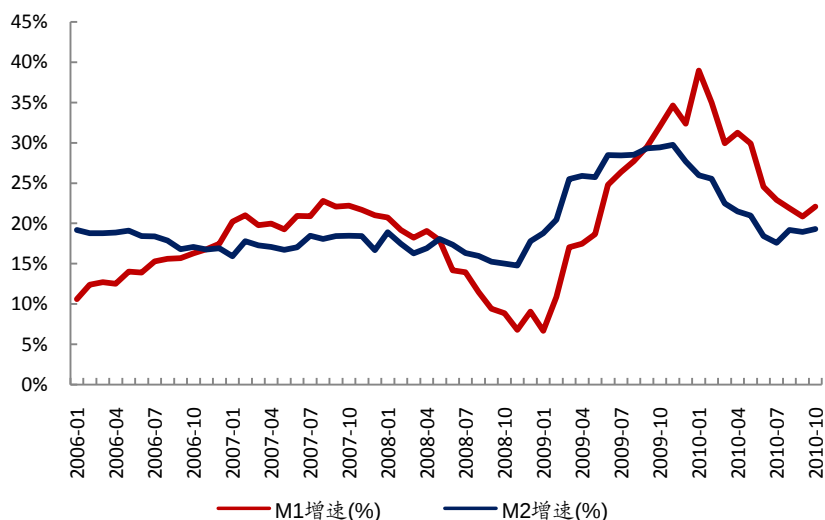
资料来源: Wind 渤海证券研究所

2.2 预期流动性将逐步收紧，但维持基本平衡的宏观经济目标将给予股市一定的支撑

2.2.1 预计 2011 年在紧缩货币政策的背景下，流动性将逐步收紧，但维持基本平衡的宏观经济目标将给予股市一定的支撑；此外，抑制通胀的手段可能使得房地产市场面临的压力更大，存在部分流动性向股市转移的可能，我们预计 2011 年日均股基交易额在 1800-2700 亿元之间，关注行情主导的阶段性投资机会将是现阶段投资券商股的关键。

为加强流动性管理、抑制居高不下的通货膨胀率，央行今年以来 5 次上调存款准备金率，并进行 3 年以来的首次加息，此外市场预期年内还有加息和再次上调存款准备金率的可能性。我们认为在频频出台的紧缩货币政策的背景下，流动性将逐步收紧，预测 2011 年 M2 增速的平均水平将由目前的 19% 左右下降到 16% 左右的正常水平。

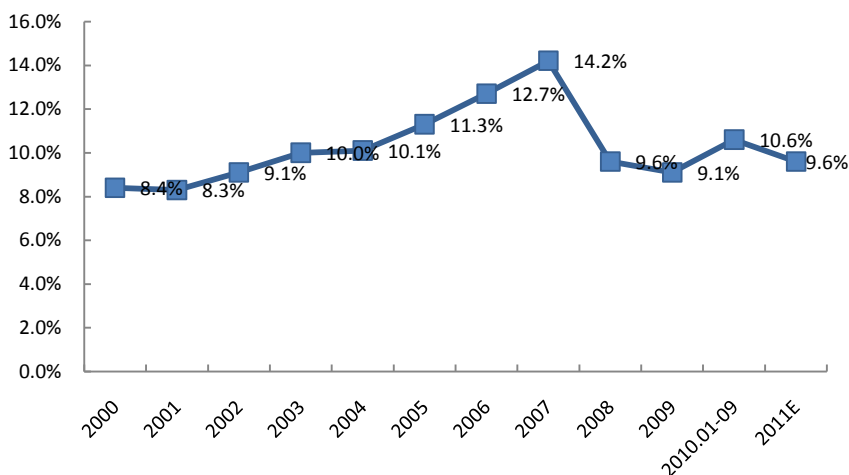
图 14: M1 和 M2 增速



资料来源: Wind 渤海证券研究所

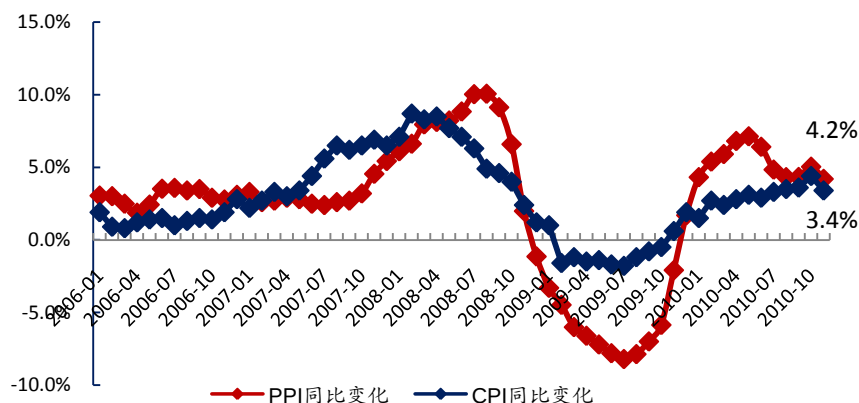
同时,从政策层面来看,维持基本平衡的宏观经济目标将给予股市一定的支撑。今年以来,GDP 同比增速回落平稳,工业增加值、投资高位趋稳,消费平稳较快增长,进出口好于预期,这些都反映出中国经济趋稳的发展态势进一步确立,我们谨慎预计 2011 年 GDP 的增长率在 9.6%左右。此外,我们认为通胀压力在一段时间内仍然存在,但随着涨价因素的弱化,货币政策回收多余流动性、引导投资与消费行为及通胀预期方面的作用也会有所发挥,同时考虑到国家在出台下一步抑制物价过快上涨的政策上可能会逐步加大抑制力度等,CPI 增速将会逐步回落。总体来看,预计 2011 年 CPI 在 3.4%左右,PPI 在 4.2%左右。

图 15: 近 10 年 GDP 同比增长率的变动



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 16: 近 5 年 CPI 与 PPI 同比变动率

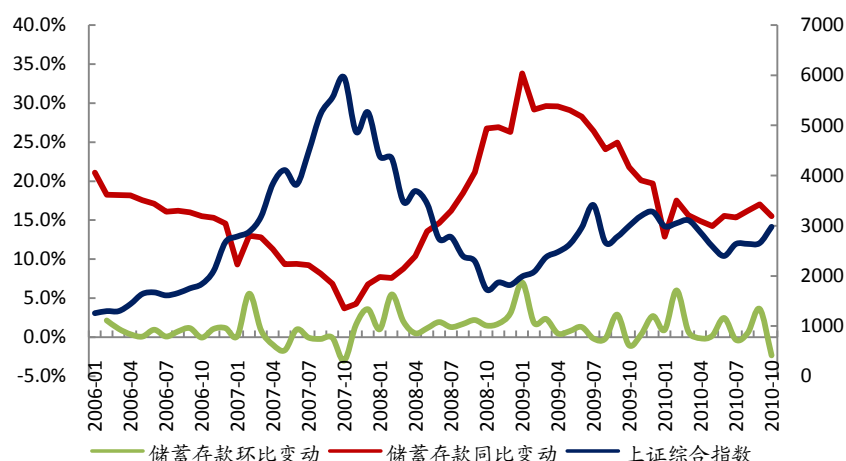


资料来源: Wind 渤海证券研究所

此外,央行金融数据显示,10月住户存款减少7003亿元,大规模的“储蓄搬家”与今年10月份的A股行情相呼应。此前,在2006年开始的“储蓄搬家”中,上证综指在该年上涨幅度达130.43%,而在2007年股市更是创出历史最高点6124点。那么,在目前抑制通胀的手段可能使得房地产市场面临的压力更大,存在部分流动性向股市转移的可能性的前提下,我们预计股市将成为此次的“储蓄搬家”的最大目的地,其行为能否延续也将成为我们判断下一阶段行情的重要因素。此外,今年以来股票和基金新增开户数都维持在一个稳定增长的水平,投资者的信心可见一斑。

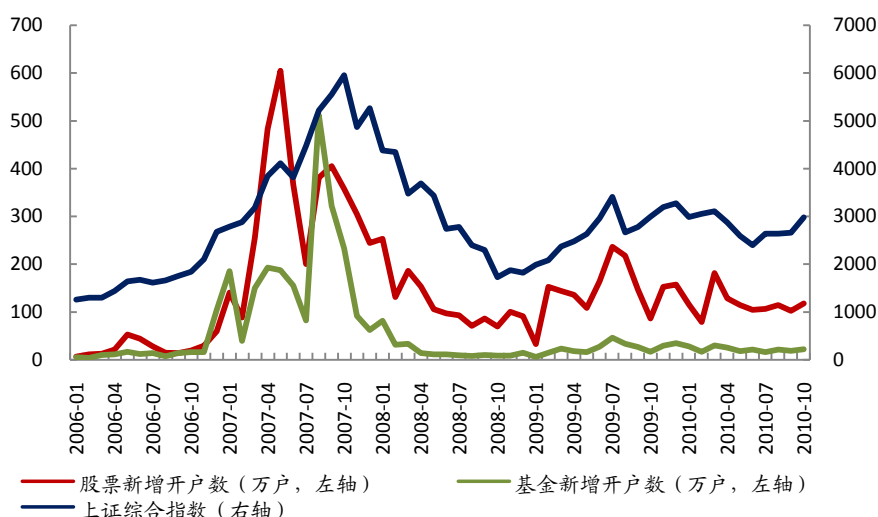
综上,在紧缩货币政策背景下流动性有所回落、宏观经济维持基本平衡的前提下,我们认为股指运行将呈现区间波动特征,预计2011年的日均股基交易额区间在1800-2700亿元左右,关注行情主导的阶段性投资机会将是现阶段投资券商股的关键点。

图 17: 近 5 年储蓄存款变动率与上证综合指数



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 18: 股票与基金新增开户数与上证综指的变动

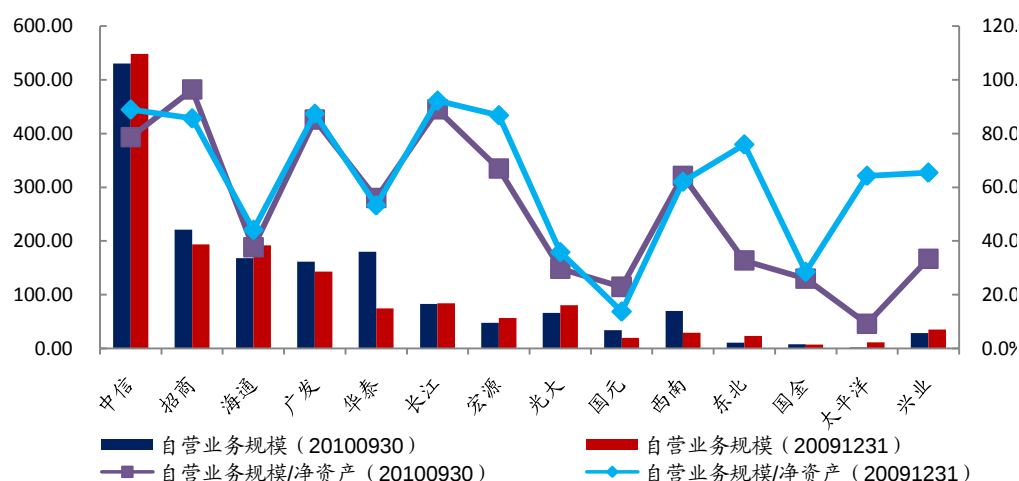


资料来源: Wind 渤海证券研究所

2.2.2 自营业务业绩增长有待考验

2010 年第三季度大部分上市券商交易性金融资产和可供出售金融资产的规模占净资产的比例与去年年末相比持平或有所下降, 显示出券商对于风险较高的自营业务的操作更加谨慎。我们预计股指运行将呈现区间波动特征将让自营业务面对更大的不确定性, 如何及时调整自营业务整体投资规模、股票和债券投资的占比以及把握不同板块间轮动的投资机会仍将是 2011 年自营业务的重点, 而“打新”仍是相对稳健的高收益低风险投资标的。

图 19: 上市券商自营规模的变动



资料来源: Wind 渤海证券研究所

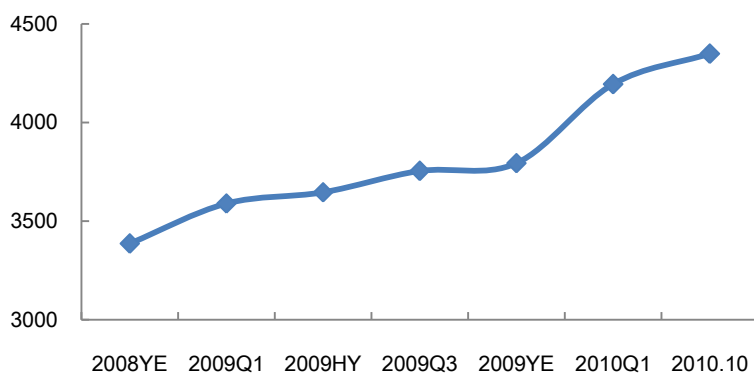
2.3 佣金率降幅将趋缓，长期而言由简单的通道服务向提供专业化的增值服务转型将成为证券公司经纪业务最显著的盈利增长点

在 2008 年底开始的营业部扩容,营业网点由不足 3400 家增加到目前近 4400 家,增幅约 30%的背景下,今年以来佣金率呈现加速下滑态势,截至 3 季度行业平均佣金率降至 0.095%左右,较 2009 年下降约 27%。其中,1 季度和 3 季度佣金率环比下降幅度较大,达到 10%左右。我们根据 2010 年上半年各上市券商的经纪业务成本对经纪业务的盈亏平衡点进行了简单的静态测算。结果表明在 1900 亿元的日均交易额水平上,上市券商佣金率的静态盈亏平衡点基本在 0.04%-0.06%之间。另一方面,随着机构投资者投资规模的扩大,议价能力加强也一定程度地促进了佣金率的下滑。

面对不断下行的佣金率,由简单的通道服务向提供专业化的增值服务转型将成为证券公司经纪业务最显著的盈利增长点。从客户结构到竞争格局,中国大陆与台湾 10 年前证券行业发展颇具相似之处。台湾也曾采用过固定经纪佣金率(3‰)的模式、随后经历了弹性佣金率和自由化三个阶段,截至今年 1 季度,台湾市场平均毛佣金率为 0.091%。我国目前的佣金率接近 0.1%左右,在全球范围内已属偏低,主要是服务同质化和竞争低端化导致的。发达国家能保持较高的佣金率,主要是由于其市场产品丰富、投资者成熟,对附加值较高的收费服务接受程度高。在目前我国证券行业的创新业务盈利贡献远不足以对证券公司构成太大影响的情形下,佣金率依旧面临着下行的压力。但鉴于营业部扩容已经趋缓,证券业协会出台《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》,旨在促进券商提升金融服务水平,以金融服务层次为定价标准,重新梳理佣金价格体系,实行全成本差异化定价,从而提高整个证券行业的竞争水平和核心竞争力。在此基础上,部分券商已尝试通过推出财富管理套餐、投资咨询产品等提高经纪

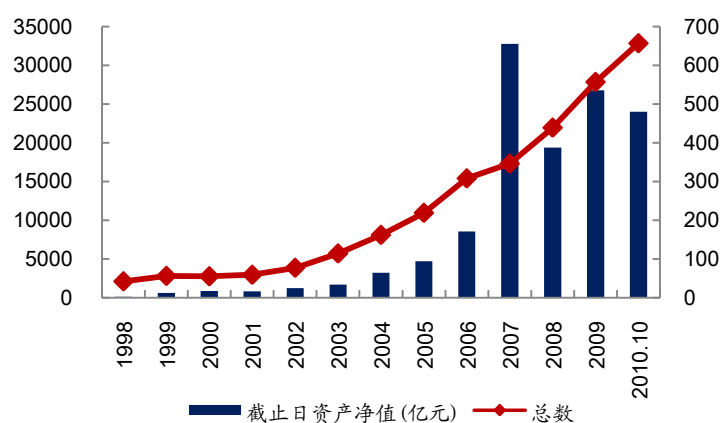
业务的附加值，据了解目前市场对部分券商所推出的理财套餐反应良好。综合来看，我们预测 2011 年佣金率降幅将趋缓，但仍有 15% 左右的下降空间。

图 20: 2009 年以来营业部变动情况



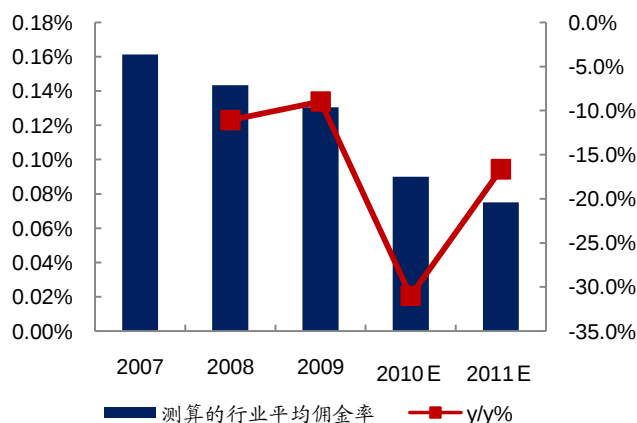
资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 21: 基金规模变动



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 21: 测算的行业平均佣金率



资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 2: 上市券商佣金率水平

佣金率	2009Q4	2010Q1	QoQ%	2010Q2	QoQ%	2010Q3	QoQ%
中信系	0.104%	0.094%	-10.1%	0.095%	0.6%	0.082%	-12.9%
华泰系	n. a	0.085%	n. a	0.085%	0.7%	0.081%	-5.4%
广发系	n. a	0.108%	n. a	0.105%	-3.0%	0.092%	-12.2%
海通证券	0.121%	0.121%	-0.5%	0.117%	-2.8%	0.104%	-11.2%
招商证券	n. a	0.085%	n. a	0.082%	-4.0%	0.075%	-8.1%
光大证券	0.073%	0.085%	17.5%	0.079%	-6.9%	0.074%	-7.1%
长江证券	0.123%	0.103%	-16.2%	0.105%	1.8%	0.097%	-7.0%
宏源证券	0.141%	0.134%	-5.2%	0.126%	-6.1%	0.113%	-9.9%
兴业证券	n. a	n. a	n. a	n. a	n. a	0.072%	n. a
国元证券	0.116%	0.112%	-3.8%	0.106%	-5.1%	0.102%	-3.7%
东北证券	0.164%	0.138%	-16.0%	0.136%	-1.2%	0.124%	-8.8%
国金证券	0.186%	0.110%	-40.6%	0.118%	6.6%	0.102%	-13.7%
西南证券	0.110%	0.103%	-6.0%	0.101%	-2.2%	0.086%	-14.1%
太平洋证券	0.160%	0.156%	-2.7%	0.148%	-4.8%	0.144%	-3.1%
小计	0.113%	0.100%	-11.6%	0.098%	-1.9%	0.088%	-10.5%

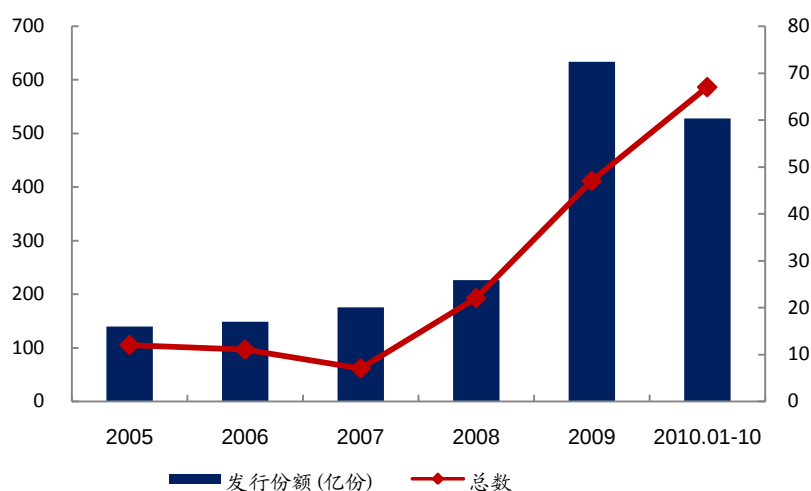
资料来源: Wind 渤海证券研究所

3. 创新业务的发展是未来考量的重点

3.1 资产管理业务规模持续扩张

自 2009 年来券商集合理财产品的发行渐入高潮,其中 2009 年新发行产品总数达 47 只,较 2008 年上升 113.6%。截至 2010 年 10 月,新发行产品总数已达 67 只,发行份额 527.7 亿份。一方面监管层审批提速,客户需求增加,另一方面券商开始把资产管理业务作为发展的重点,尤其是旗下没有基金公司的券商,因此我们预计未来券商集合理财产品的推出将维持较高的水平。目前,券商的资产管理收入占比还比较低,以 2010 年前 3 季度为例,仅有光大证券和海通证券的资产管理收入贡献率大于 7%。总体而言,由于发行费用和初期投入成本较大,目前资产管理业务对券商的收入提升效应有限。

图 22: 券商集合理财新成立产品统计 (2005-2010.10)



资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 3: 最新上市券商理财产品合计

	产品数量	份额合计 (亿份)	资产净值合计 (亿元)
中信	9	116	126
光大	9	109	114
华泰	12	69	74
招商	8	66	64
长江	9	54	55
广发	2	44	46
兴业	3	37	38
宏源	2	32	31
东北	3	13	14
海通	4	13	13
国元	3	11	10
山西	1	5	5

资料来源: Wind 渤海证券研究所

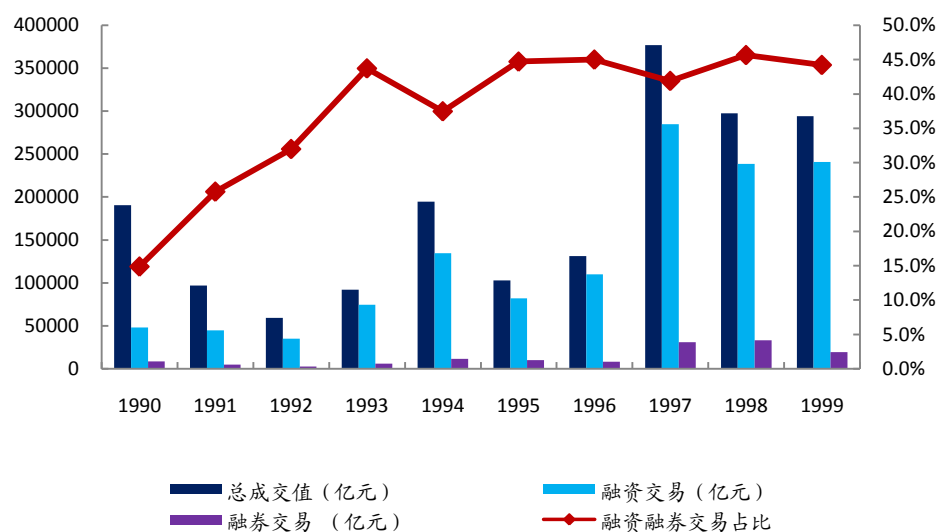
3.2 预期转融通的推出将揭开融资融券业务发展的新篇章，但短期内对券商盈利的提升空间仍有限

从 2010 年 3 月至今，融资融券业务余额呈逐步上升趋势，其占 A 股流通市值的比重也上升至 0.05% 左右。我国目前融资买入额占 A 股股票交易额的比例在 0.25% 左右。截至目前，融资融券业务为 11 家试点券商贡献的利息收入约 1.03 亿元，贡献的佣金收入约 7000 万元，目前对券商的业绩贡献较低。而根据国外经验，成熟的融资融券交易大致占全市场交易量的 20% 左右，贷款利息占经纪业务收入一定的比重，对证券公司改善资本金使用、增加业务收入有积极作用。以台湾地区融资融券业务的发展为例，从 1990 到 1999 年间，融资融券交易额占比从 14.87% 上升到 45% 左右，增速较快，其中融券交易金额占融资交易金额的 10% 左右。此

外,在推出转融通后,台湾融资融券的规模占券商净资产的比例均值为 70%左右,峰值可达 100%。

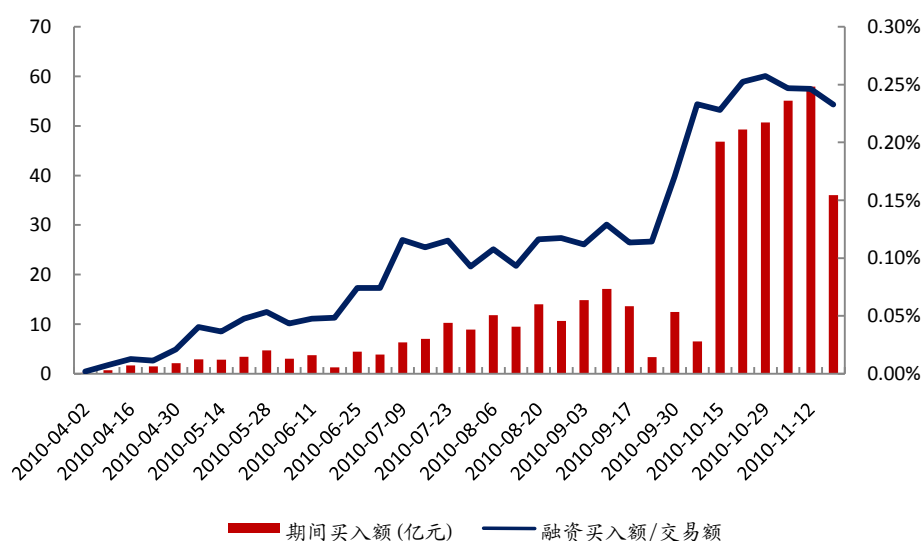
预期在未来随着第三批融资融券业务试点上线运营,融资融券市场可承载规模将超过 1,000 亿元。尤其转融通制度的出台将可以大幅提升融资融券的业务规模,放大市场交易量,长远来看对证券行业和资本市场的影响都十分巨大。但考虑到目前在试点阶段受到较高的准入门槛、有限的投资标的以及缺乏较为完善的风险对冲工具的限制,我们认为短期内融资融券对券商的盈利能力提升空间有限。

图 23: 台湾地区融资融券业务发展情况 (1990-1999)



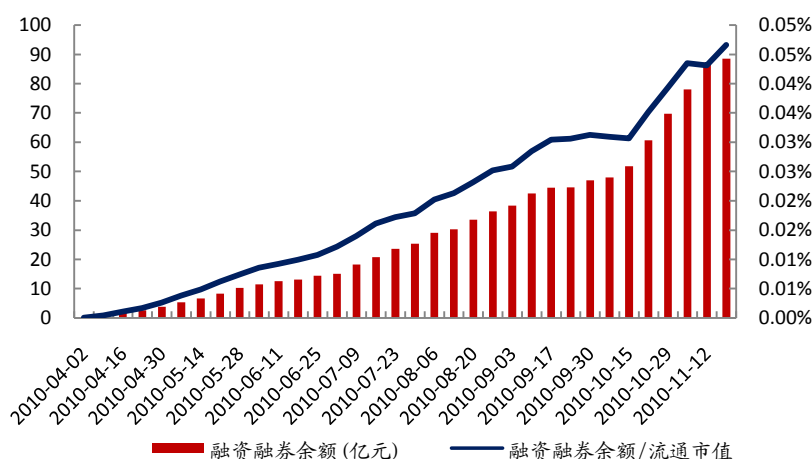
资料来源:《关于台湾地区融资融券的考察报告》 渤海证券研究所

图 24: 我国融资融券业务交易额的变动



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 25: 我国融资融券业务余额的变动

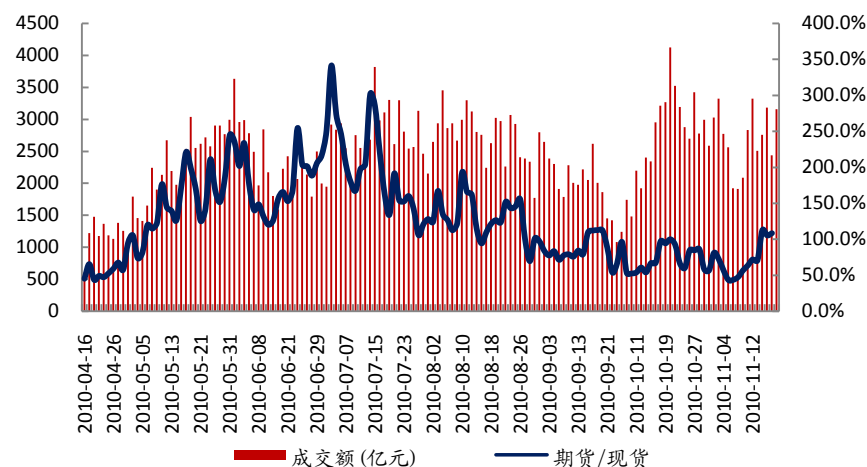


资料来源: Wind 渤海证券研究所

3.3 股指期货业务发展潜力较大

股指期货自 2010 年 4 月 16 日推出至今, 合约的成交金额从 605.38 亿元上涨到 3000 亿元左右, 股指期货成交额与 A 股成交额的比例最高达到 341.5%, 截至目前, 该比例的全年平均水平约为 105%。目前大部分券商都拥有绝对控股的期货公司, 其中占股指期货市场份额较大的期货公司包括海通证券旗下的海通期货, 华泰证券旗下的华泰长城, 广发证券旗下的广发期货, 光大证券旗下的光大期货以及中信证券旗下的中证期货。估计股指期货在 2010 年对相关券商的业绩提升在 2%-5% 左右, 谨慎预测 2011 年该比例将达到 4%-10%。预期随着参与股指期货的投资者逐步增加, 且成熟阶段的股指期货成交额与现货成交额的比例将可以达到 4-8 倍, 那么股指期货的成交额将进一步放大, 对券商的业绩贡献也将逐步提升。

图 26: 我国股指期货业务发展情况



资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 4: 部分上市券商控股期货公司情况

上市券商	期货公司	控股比例	2010.04-10 交易量(手)	估算市场份额
海通证券	海通期货	93.33%	2424511	7%
华泰证券	华泰长城	60%	2395903	7%
广发证券	广发期货	100%	1771504	5%
光大证券	光大期货	100%	911424	3%
中信证券	中证期货	100%	746875	2%

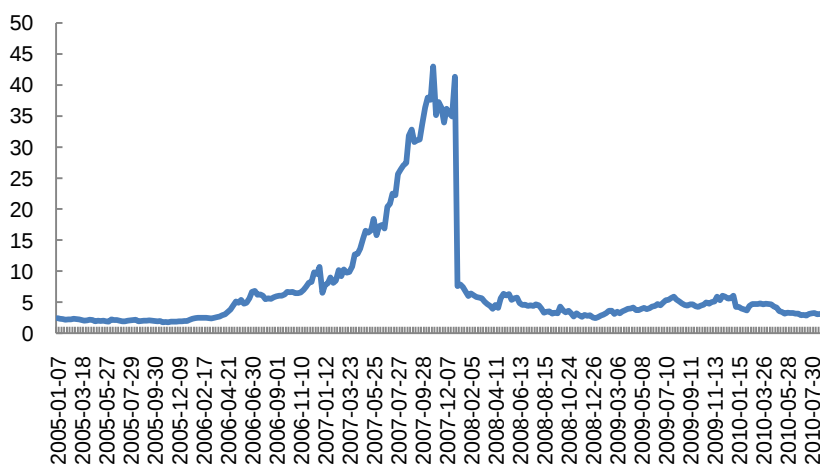
资料来源: 中国金融期货交易所 渤海证券研究所

4. 证券行业 2011 年投资策略

4.1 证券行业的市场表现

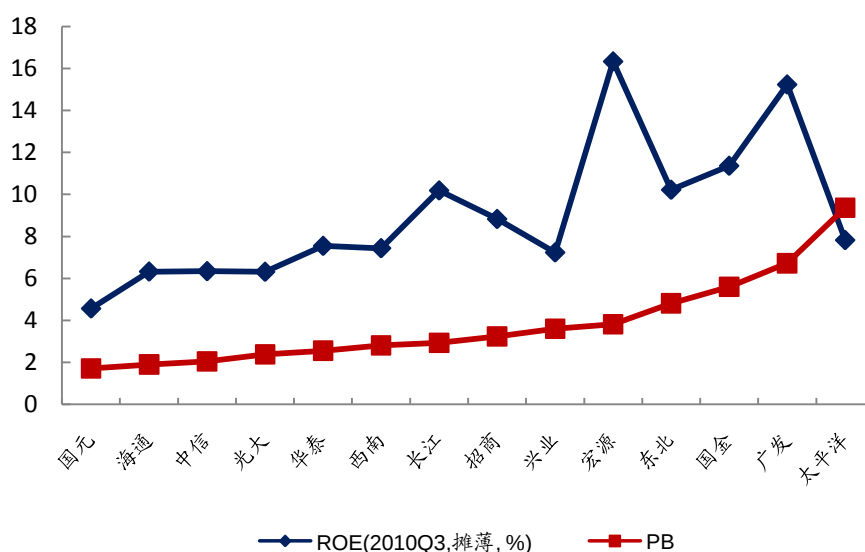
从 PB 的角度看, 今年来证券行业的 PB 约在 2-5 之间, 已经处于历史的相对底部位置。以 2010 年 11 月 22 日股价, 除了广发和太平洋证券的 PB 值较高, 分别为 6.7 和 9.3 以外, 其他券商的 PB 值均低于 6, 其中国元、海通、中信的 PB 值均在 2 左右。而宏源、长江和广发的 ROE 与估值水平近似的券商相比更为突出。

图 27: 证券行业市净率变动情况



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 28: 上市券商市净率以及 ROE 比较



资料来源: Wind 渤海证券研究所

4.2 证券行业的投资策略

短期来看, 在紧缩货币政策背景下流动性有所回落、宏观经济维持基本平衡的前提下, 我们认为股指运行将呈现区间波动特征, 关注行情主导的阶段性投资机会将是现阶段投资券商股的关键。

长期来看, 佣金率降幅将趋缓, 长期而言由简单的通道服务向提供专业化的增值服务转型将成为证券公司经纪业务最显著的盈利增长点。投行业务存在一定的稳定成长空间, 而资产管理业务、直接投资、融资融券、股指期货等创新业务的兴起对业绩的贡献也将逐步增大。证券公司将逐步优化其盈利结构, 转向以创新为导向多元化发展的盈利模式。

综合来看, 我们维持对证券行业的买入评级。我们的投资策略是: (1) 选择估值较低的公司: 如中信、海通等; (2) 选择传统业务实力雄厚且创新业务成长性较强, 对盈利模式转型关注度较高的公司, 如华泰、海通、中信、广发、长江、宏源等。

我们重点推荐: 广发、中信、华泰、宏源、海通、长江

表 5: 公司估值

公司名称	股价 (2010.11.22)	2010 EPS	2011 EPS	PE-2010E	PE -2011E	评级
宏源	18.53	1.03	1.23	18	15	买入
东北	24.27	0.92	1.2	26	20	中性
国元	12.82	0.56	0.67	23	19	中性
国金	16.42	0.59	0.69	28	24	中性
长江	12.5	0.65	0.79	19	16	买入
广发	48.12	1.67	2.23	29	22	买入
中信	12.97	1.25	0.82	10	16	买入
西南	13.03	0.42	0.54	31	24	中性
海通	10.02	0.48	0.61	21	16	买入
招商	20.63	0.88	1.07	23	19	中性
太平洋	12.12	0.14	0.18	87	67	中性
兴业	17.62	0.38	0.49	46	36	中性
华泰	14.48	0.69	0.88	21	16	买入
光大	15.3	0.63	0.88	24	17	中性
山西	12.13	0.22	0.33	55	37	中性

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhzq.com		xiexd@bhzq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn