

推荐 (维持)

政策纾困，创新给力

2010 年 12 月 1 日

证券行业 2011 年度投资策略

上证指数 2820

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	20	1.2
总市值 (亿元)	8248	3.5
流通市值 (亿元)	4353	2.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.7	0.2	-28.7
相对表现	-4.7	-10.3	-18.3



相关报告

- 1、《布局防御策略，等待价值重估-证券行业深度报告》2009/12/16
- 2、《新业务破冰，杠杆化时代大幕开启-证券行业专题报告》2010/1/11
- 3、《证券行业 2010 年中期投资策略-分享行业成长，撷取转型之花》2010/6/8
- 4、《证券行业 2010 年四季度投资策略-创新引领发展，转型渐入佳境》2010/9/28

洪锦屏

0755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn
 S1090210070016

罗毅, CFA

0755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn
 S1090208070228

本报告独到之处：从十二五规划来看证券行业，在流动性适度充裕条件下，交易量维持高位将成常态，创新业务规模稳步扩大，行业基本面转好，政策纾困推动创新进程。股市跌幅过深，无需过度悲观。

- “十二五”规划的重心是经济增长结构的转型和国民收入分配改革，而对于证券行业的发展提供了宏观和微观的有利支持。中长期来看，中国经济增长方式的转变和经济结构转型的过程中，重工业相对于轻工业和服务业的强势地位将逐步削弱，作为金融服务业的证券行业在整个国民经济“调结构”的过程中，对于引导社会资源的分配和流动有重要作用，其地位和功能将得到加强。而国民收入倍增计划和薪酬改革等将激发民间理财需求的增长，券商作为股市投资的渠道提供商和金融产品创新的主要载体，将迎来较大的发展机遇。
- 盈利轨道切换，单轨走向多轨。金融创新推进和深化不可逆转，券商业务价值链延伸，内部结构的复杂化和平衡化使券商的获利机制由单行道变成并行道甚至多行道，盈利模式走向高端，品牌化、资本化和杠杆化演绎行业发展新格局。
- M1 指标的有效性被多次验证，未来流动性无需太悲观。我们 2010 的判断基本兑现，预计在 2011 年初，欧债危机将得到一定缓解，而通胀预期也将得到一定的控制，M1 的同比增速可能会降到 20% 以内，此时政策的重心将偏向于经济增长，紧缩预期会有一定缓解，在这个时候，过度悲观就没有必要。我们认为流动性应该会重新注入股市，此时证券股的新一轮机会将会来到。在对明年流动性预计并不悲观的前提下，市场交易量在 3000 亿左右的高位将成为常态，而对费率最为担忧的时光已经过去，股市扩容和新股发行速度不会放缓，融资融券和股指期货规模稳步增长，直投业务将对利润有实质性贡献，预计行业 2011 年盈利增长在 23% 左右。
- 推荐创新业务受益和估值偏低的另类券商股。目前行业的动态 PE 在 20 倍左右，估值相对安全，在预期明朗和流动性适度宽松的环境下，我们认为 25-30 倍的 PE 有望达到。在纯券商股中，我们继续看好具备转型先发优势，在创新业务中收益程度较大的中信、广发、海通，以及具有主题机会、公司基本面具有相对优势的宏源证券。参股券商方面，我们推荐估值安全同时具有多项亮点和催化剂的辽宁成大和锦龙股份。

□ 风险提示：交易量达不到预期，费率竞争进一步恶化，股市波动加剧。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
中信证券	12.82	0.90	1.27	0.76	10.1	16.9	2.0	强烈推荐-A
海通证券	9.77	0.49	0.51	0.67	19.2	14.6	1.8	强烈推荐-A
广发证券	45.10	1.87	1.60	1.98	28.2	22.8	6.9	强烈推荐-A
辽宁成大	30.17	1.57	1.50	1.84	20.2	16.4	3.0	强烈推荐-A
锦龙股份	19.00	0.66	0.62	0.92	30.6	20.7	7.2	强烈推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

核心观点	4
一、十二五规划带来证券行业发展新机遇	4
1.经济增长模式转型将持续提升证券行业功能	4
2.证券在金融行业的地位将逐步提升	6
二、盈利轨道切换，单轨走向多轨	8
1.品牌化：经纪业务模式升级	8
2.资本化：买方业务可获超额回报	8
直投	8
OTC 做市商	9
3.杠杆化：转融通机制打开杠杆提升空间	10
三、流动性适度宽松，驱动行业盈利增长	12
1.流动性格局不会逆转	12
2.推荐逻辑：创新业务受益+估值较低的另类金融股	13

图表目录

图 1: 中国的第二产业在 GDP 中的占比接近 50%.....	5
图 2: 股权融资规模将持续高位	5
图 3: 美国金融服务业的资产构成 (2005 年)	6
图 4: 美国金融服务业的资产构成 (2007 年)	6
图 5: 纽交所和纳斯达克会员交易商总资产占 GDP 比例在 30%以上	6
图 6: 日本证券公司净资产和银行的比率在 20%左右	6
图 7: 2009 年中国证券行业总资产约 2 万亿, 占银行的 2.9%	7
图 8: 从资产规模来看, 证券行业与美国的差距最大 (2007 年数据)	7
图 9: 新兴市场 PE 内部收益率.....	9
图 10: 代办股份转让系统券商主办公司数目	10
图 11: 台湾柜台市场交易量占主板的 20%左右	10
图 12: 野村证券利息和分红收入占比达到 50%.....	11
图 13: 美国证券行业 margin interest 收入占手续费收入的 30%左右	11
图 14: 台湾柜台市场交易量占主板的 20%左右	12
图 15: 日均成交量大幅提升	13
图 16: 股基月度交易额同比	13
图 17: 证券信托行业历史 <u>PEBand</u>	15
图 18: 证券信托行业历史 <u>PBBand</u>	15
表 1: 日本工业化进程中三部门产值结构变化.....	4
表 2: 韩国证券公司总资产占银行的 13%.....	7
表 3: PE 投资的企业上市回报分析	9
表 4: 日本融资融券交易量占比约 20%	11
表 5: 台湾融资融券交易量占比约 40%	11
表 6: 2011 年行业主要指标假设.....	12
表 7: 估值对比表	14
表 8: 国外上市券商估值.....	14

核心观点

“十二五”规划的重心是经济增长结构的转型和国民收入分配改革，而对于证券行业的发展提供了宏观和微观的有利支持。中长期来看，中国经济增长方式的转变和经济结构转型的过程中，重工业相对于轻工业和服务业的强势地位将逐步削弱，作为金融服务业的证券行业在整个国民经济“调结构”的过程中，对于引导社会资源的分配和流动有重要作用，其地位和功能将得到加强。而国民收入倍增计划和薪酬改革等将激发民间理财需求的增长，券商作为股市投资的渠道提供商和金融产品创新的主要载体，将迎来较大的发展机遇。

政策纾困：金融创新推进和深化不可逆转，资本市场外延的扩大延伸券商业价值链，内部结构的复杂化和平衡化使券商的获利机制由单行道变成并行道甚至多行道，盈利模式走向高端。

券商发展模式逐步分野，品牌化、资本化、杠杆化酝酿行业龙头。

流动性适度宽松：交易量高位将成常态，佣金费率危机短期缓解，创新业务规模稳步扩大，行业盈利增速 23% 左右。

目前行业的动态 PE 在 20 倍左右，估值相对安全，在预期明朗和流动性适度宽松的环境下，我们认为 25-30 倍的 PE 有望达到。在纯券商股中，我们继续看好具备转型先发优势，在创新业务中收益程度较大的中信、广发、海通，以及具有主题机会、公司基本面具有相对优势的宏源证券。参股券商方面，我们推荐估值安全同时具有多项亮点和催化剂的辽宁成大和锦龙股份。

一、十二五规划带来证券行业发展新机遇

1. 经济增长模式转型将持续提升证券行业功能

“十二五”规划的重心是经济增长结构的转型和国民收入分配改革，而对于证券行业的发展提供了宏观和微观的有利支持。中国经济增长方式的转变和经济结构转型的过程中，重工业相对于轻工业和服务业的强势地位将逐步削弱。在欧美及日韩工业化的过程中，其第二产业产值所占比例最高也仅在 40% 左右，尤其日本在完成工业化后，第三产业占比超过 GDP 的 60%。作为金融服务业的证券行业不仅自身处于结构调整中的优势端，而且在调结构的过程中，对于引导社会资源的分配和流动有重要作用，其未来的地位和功能将得到进一步加强。

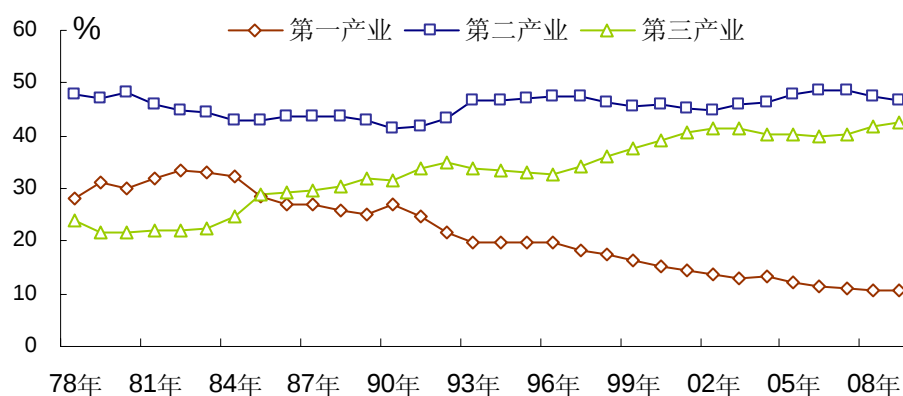
表 1：日本工业化进程中三部门产值结构变化

	就业比例			国内生产总值		
	第一产业	第二产业	第三产业	第一产业	第二产业	第三产业
1950	48.5%	21.8%	29.6%	-	-	-
1955	41.1%	23.4%	35.5%	19.2%	33.7%	47.0%
1960	32.7%	29.1%	38.2%	12.8%	40.8%	46.4%
1965	24.7%	31.5%	43.7%	9.5%	40.1%	50.3%
1970	19.3%	34.0%	46.6%	5.9%	43.1%	50.9%
1975	13.8%	34.1%	51.8%	5.3%	38.8%	55.9%

	就业比例			国内生产总值		
	第一产业	第二产业	第三产业	第一产业	第二产业	第三产业
1980	10.9%	33.6%	55.4%	3.5%	36.5%	60.0%
1985	9.3%	33.1%	57.3%	3.1%	35.1%	61.8%
1990	7.1%	33.3%	59.0%	2.4%	35.7%	61.8%
1995	6.0%	31.6%	61.8%	1.8%	30.3%	67.9%
2000	6.0%	29.5%	64.3%	1.3%	28.4%	70.2%

资料来源：《中国增长模式抉择》，招商证券研发中心

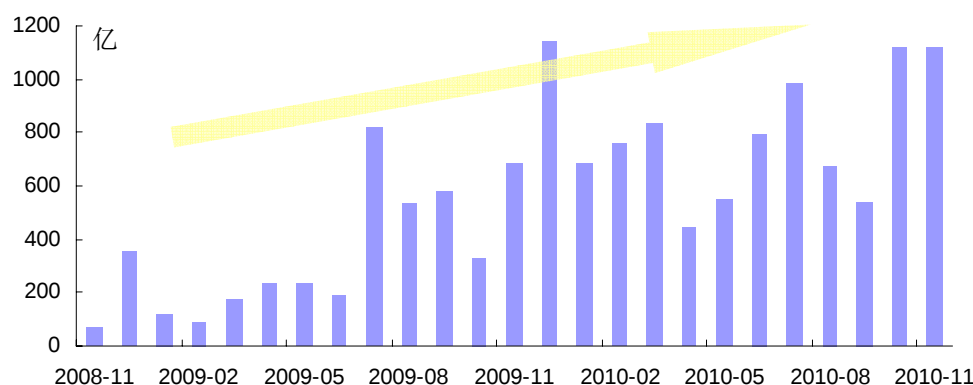
图 1：中国的第二产业在 GDP 中的占比接近 50%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

宏观支持：充分发挥资本市场的资源配置功能将维持券商的强势地位。我们认为股市扩容的规模和频率不会放缓，抑制通胀不以打压股市为代价，而相对活跃的资本市场对于企业上市融资不可或缺，而从新股发行体制改革的方向来看，券商在其中的地位也将加强。

图 2：股权融资规模将持续高位



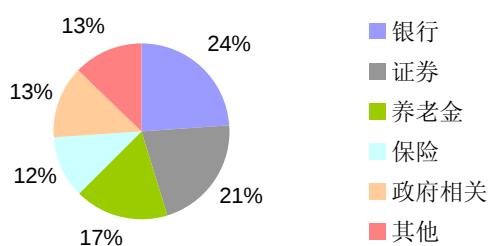
资料来源：WIND，招商证券研发中心

微观利好：国民收入倍增计划和薪酬改革等将激发民间理财需求的增长，带来券商零售金融的发展机遇。居民财富积累速度提升和通胀压力下对资产保值增值需求的增加，将催生更多的理财需求，券商作为投资股市的渠道提供商和金融产品创新的主要载体，直接受益于入市客户数和资金量的增加，同时拥有营业部和金融人才的优势，可充分利用逐步多元的市场结构设计创新金融产品，满足各层次的客户投资需求。

2. 证券在金融行业的地位将逐步提升

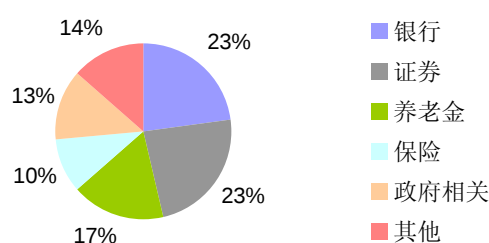
我国证券行业在金融服务业中的地位也尚处于相对弱势的地位。在美国的金融服务业中，证券行业范畴包括了经纪商、投资银行、咨询机构和资产管理等，其资产规模仅次于银行，到 2007 年总资产规模达到 14.3 万亿美元，已经超过了银行业。其中作为纽约交易所和纳斯达克的会员，即正统意义上的证券公司 08 年总资产规模 4.4 万亿美元，占美国 GDP 的比重为 30%。韩国证券公司的总资产占商业银行的 13% 左右，日本证券公司的净资产规模约占商业银行的净资产的 20%，证券公司的杠杆一般比银行高，则总资产的相对比例将进一步上升。

图 3：美国金融服务业的资产构成（2005 年）



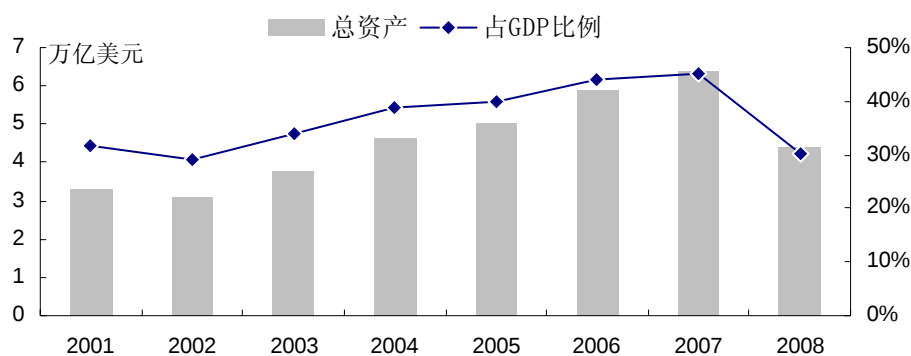
资料来源：BGFRS，招商证券研发中心

图 4：美国金融服务业的资产构成（2007 年）



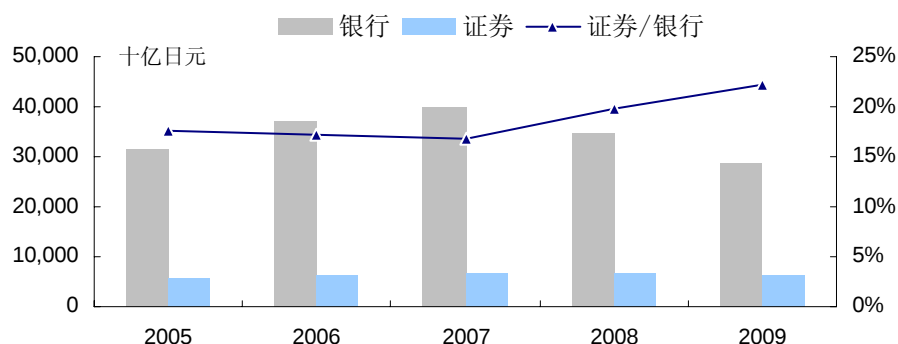
资料来源：BGFRS，招商证券研发中心

图 5：纽交所和纳斯达克会员交易商总资产占 GDP 比例在 30% 以上



资料来源：SIFMA，招商证券研发中心

图 6：日本证券公司净资产和银行的比率在 20% 左右



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

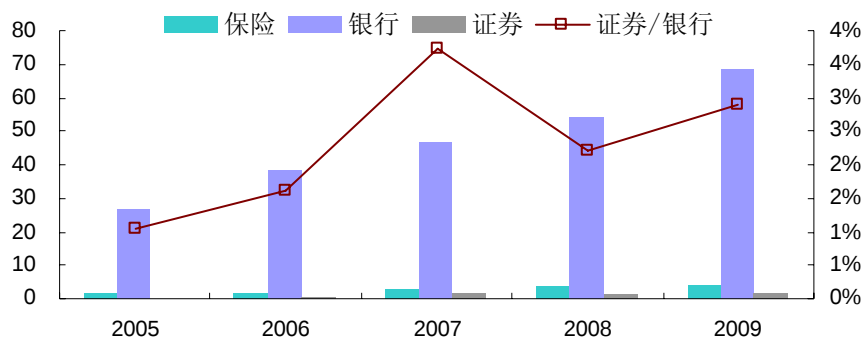
表 2: 韩国证券公司总资产占银行的 13%

万亿韩元	商业银行	证券	保险	证券/银行	证券/保险
2007-6	934.04	127.87	342.33	14%	37%
2007-9	966.39	129.32	352.85	13%	37%
2007-12	965.85	126.90	361.17	13%	35%
2008-3	1055.07	130.87	371.42	12%	35%
2008-6	1083.63	152.32	377.40	14%	40%
2008-9	1167.45	150.90	383.04	13%	39%
2008-12	1178.08	140.66	391.94	12%	36%
2009-3	1211.48	148.81	402.36	12%	37%

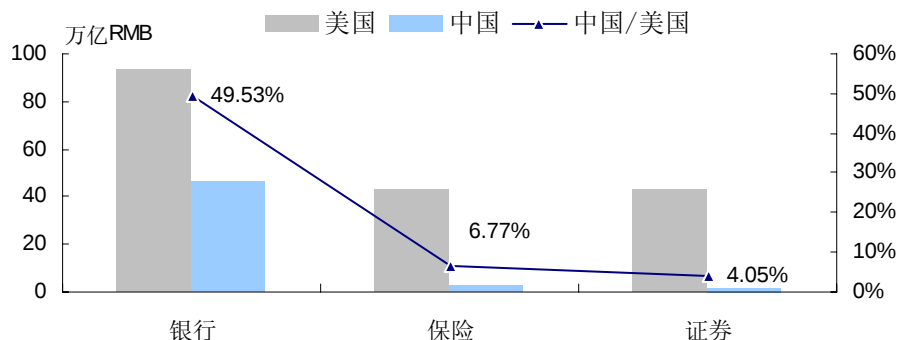
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

我国金融服务业呈现出“银行独大”的格局，证券公司规模亟待扩张。截至 2009 年末，银行业总资产 68 万亿元，保险行业 4 万亿元，而证券行业仅 2 万亿元，相当于银行规模的 2.9%，保险规模的 50%。与美国进行横向对比，我国银行业、保险行业和证券行业的资产规模相当于美国的 50%、6.8% 和 4%，证券行业的差异度最大。金融危机后去杠杆化导致投资银行资产负债表收缩，在杠杆度下降和资产清理之后，我国证券行业资产规模与其相比，也仅提升至 6.65%。

证券行业的地位将得到提升。金融脱媒和银行作为货币政策载体的定位使信贷资金与市场融资需求无法完全吻合，证券公司作为资本市场和实体经济的连接器，其地位将愈发重要。随着衍生工具的创新和丰富，券商也能完成部分信贷创造的功能，如融资融券的保证金制度。

图 7: 2009 年中国证券行业总资产约 2 万亿，占银行的 2.9%


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 8: 从资产规模来看，证券行业与美国的差距最大 (2007 年数据)


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

二、盈利轨道切换，单轨走向多轨

金融创新推进和深化不可逆转，券商业务价值链延伸，内部结构的复杂化和平衡化使券商的获利机制由单行道变成并行道甚至多行道，盈利模式走向高端，品牌化、资本化和杠杆化演绎行业发展新格局。

1. 品牌化：经纪业务模式升级

经纪业务全成本费率规定短期缓解佣金率下降压力，长期需靠收费模式升级。未来交易量维持在 3000 亿左右将是常态，这将使券商的经纪业务全成本费率具备下移的空间，因而纯渠道费率长期仍将下降，但短期来看，近期费率快速下降基本到位，而行业层面的指导和干涉也将产生一定的威慑力，费率的暂时平衡可以期待。中长期来看，从当前的单一收费模式上升为渠道和服务相分离的收费模式才是经纪业务的发展方向。而随着融资融券、股指期货等专业性较强的投资方式的出现，这种分离收费模式已经具备可行性。投资顾问管理的加强和券商对研究业务的加大投入为未来收费模式升级提供软性支撑。我们认为 2011 年新型收费模式的探索将带来券商经纪业务的新亮点。

佣金费率战的盛行源于券商经纪业务的无差异化产品，品牌化和专业化形象的打造将使竞争的重心趋于多元。经纪业务的渠道费率长期仍将下降，但附加服务和零售金融的未来空间仍然很大。作为美国零售业务最成功的投行，美林的纯经纪业务佣金收入占比长期呈下降趋势，而与经纪相关的代销基金、利息收入、投资咨询服务收入等合计占比稳定在 60%以上。

2. 资本化：买方业务可获超额回报

直投

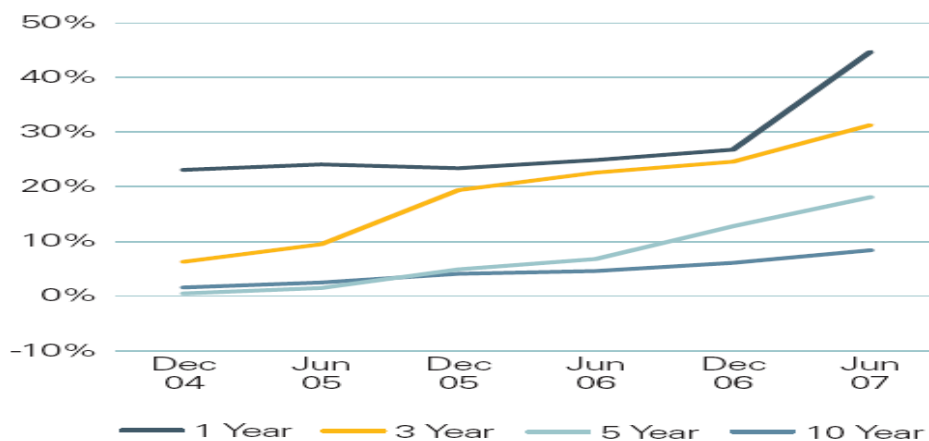
2010 年末开始，券商的直投项目的限售股份陆续开始流通，直投对业绩的贡献从 2011 年开始将有实质性的体现，资本推动型的买方定位作为未来券商发展的主流方向之一，将被更多的券商躬亲实践。

直投的超额回报率中期内将维持。目前我国创业板和中小板的投资回报率高达 15 倍，远高于成熟市场的 PE 项目 30%左右的内部收益率。虽然一级市场竞争趋于激烈，但在达到完全竞争之前，我们认为券商依靠资源和专业优势在 5 年内仍将享有 100%以上投资回报率，直投业务将成为利润增长的新引擎。我们预计未来 5 年内直投对券商的利润共享将从 3%逐步上升至 20%。

表 3: PE 投资的企业上市回报分析

上市地点		账面平均投资 回报（倍）	上市地点		账面平均投 资回报（倍）
境内 市场	深圳创业板	15.48	海 外 市 场	新加坡主板	9.94
	深圳中小企业版	14.89		香港主板	4.38
	上海证券交易所	4.32		纽约证券交易所	2.75
				NASDAQ	2.15
				法兰克福交易所	1.81
	平均	14.9		平均	4.05

资料来源: 清科研究中心, 招商证券研发中心

图 9: 新兴市场 PE 内部收益率


资料来源: Cambridge Associates LLC Proprietary Index, 招商证券研发中心

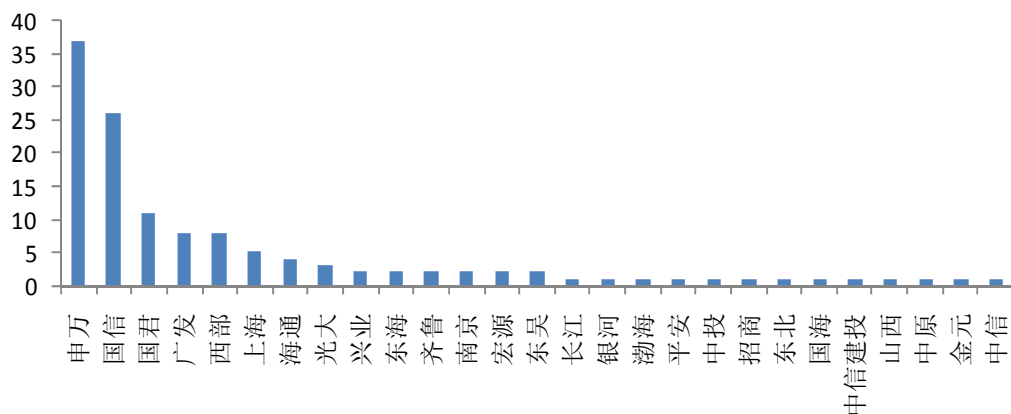
OTC 做市商

场外市场和新三板扩园等制度的调研在加速推出, 新三板的股份转让、定向增发、企业收购三大功能给券商提供更大的作业空间, 同时做市商将获得赚取股份交易的买卖差价的机会。三板市场的活跃将有利于提升高新技术企业挂牌、上市的积极性, 为风投、PE 及券商的直投提供更多的投资标的和资本退出渠道

做市商价差利得增厚营业收入 10%以上。监管机构通常对做市商对报价会有所限制, 台湾做市商的买卖报价价差不得超过 7%, 纳斯达克做市商的最高允许价差, 为每种证券中 3 家做市商最小价差平均数的 125%, 如果一种证券的做市商低于 3 家, 最高允许价差就为平均价差的 125%。如果以台湾 7% 的价差为限, 如前所述假设 OTC 市场的总市值 3600 亿元, 年换手率 100%, 可为对证券行业带来价差收入 252 亿元, 占证券行业 2009 年营业收入的 11%。

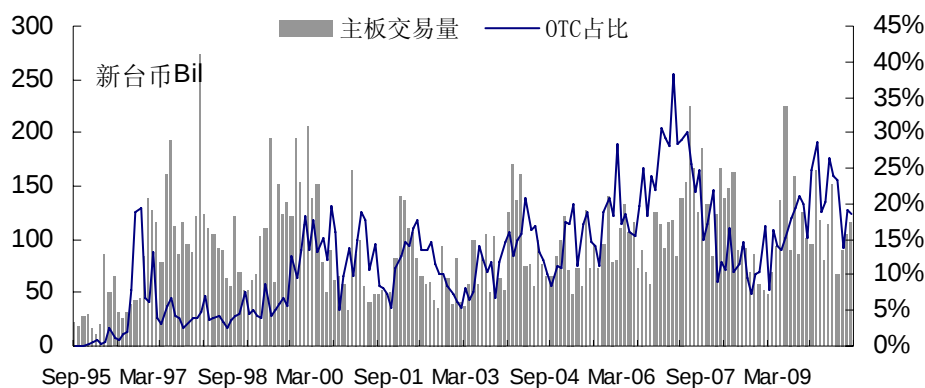
对券商而言, 成为做市商除了可以获得差价收入外, 也能产生衍生效应: 1. 从国外经验来看, 做市商通常能享有相关税费的减免, 因其承担着维护市场价格稳定和提供连续报价的责任, 风险大于普通的券商, 需要获得收益上的弥补; 2. 信息优先权, 做市商能够全面了解其做市证券的公司的全部信息、买卖交易等, 对市场上的证券供给和需求有整体上的把握。3. 品牌价值, 通常成为做市商的券商具有雄厚的资本实力, 能给予投资者更多的信心和品牌认可度。

图 10: 代办股份转让系统券商主办公司数目



资料来源: 代办股份转让信息披露平台, 招商证券研发中心

图 11: 台湾柜台市场交易量占主板的 20%左右

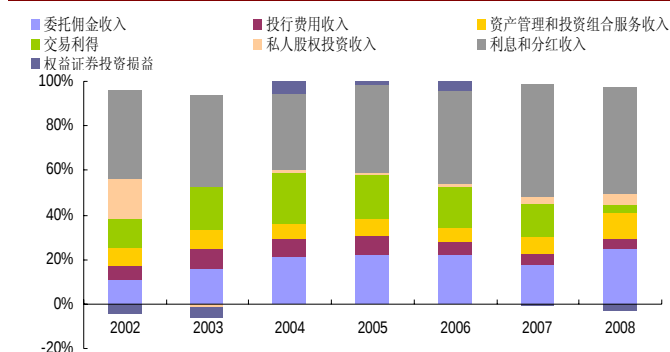


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

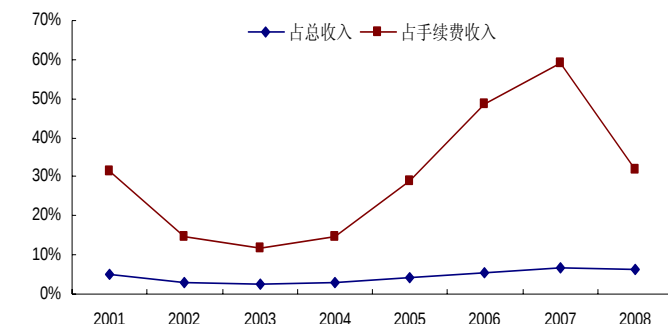
3. 杠杆化: 转融通机制打开杠杆提升空间

融资融券是一种信用交易, 包括两个层次, 一是证券公司对投资者的融资融券, 二是金融机构对证券公司的融资融券, 即转融通机制。目前我国的融资融券业务仅局限在第一层次上, 转融通机制的缺失使融资融券的规模难以扩张, 参与主体单一, 对机构投资者的吸引力有限。随着第三批 14 家公司陆续获得融资融券试点资格, 第一层次上的业务规模大范围铺开, 为转融通机制的建立铺平道路。

佣金、利差、账户管理费多层次开源。融资融券业务的开展可带来多项收入, 包括交易佣金收入、借贷资券的利差收入以及管理和维护融资融券账户的管理费收入, 同时融资融券需要较高的投资水平, 也能激发客户的咨询和研发需求。在融资融券业务较为发达的日本和美国, 利差收入已经成为重要而稳定的营业收入来源, 野村证券的利息和分红收入占比在 2008 年超过了 50%, 其中约 20% 以上来自融资融券。美国证券行业 margin interest 占手续费收入的比重长期来看达到 30%。

图 12: 野村证券利息和分红收入占比达到 50%


资料来源：公司报告，招商证券研发中心

图 13: 美国证券行业 margin interest 收入占手续费收入的 30%左右


资料来源：美国证券协会，招商证券研发中心

拉动券商净利润增长 30% 以上。日本和台湾的信用交易量占总交易量的比重在 20%-40%，我国的投资者结构和投资风格更偏向台湾，预计发展到成熟阶段的信用交易量占比在 25% 左右，对应的日均信用交易量在 500 亿元以上，而融资融券的投资者通常更具投机性，更多参与波段操作，假设日换手率是普通投资者的两倍 5%，预计融资融券的存量规模可达 1 万亿元，按 3% 的利差（考虑资金成本后）计算，每年可实现利息收入 300 亿元，相当于 2009 年券商利润总额的 30%。

表 4: 日本融资融券交易量占比约 20%

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2003
信用交易量 (亿)	291	263	322	339	314	418	576	553	731	764
信用交易占总交易量比重 (%)	16.8	15.6	17.5	17	14.7	19	20.1	17.4	19.6	20.2

资料来源：东京证券交易所，招商证券研发中心

表 5: 台湾融资融券交易量占比约 40%

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2002	2004
融资比重 %	40.42	34.51	39.77	41.89	37.79	40.06	40.90	37.40	31.14	6.66
融券比重 %	3.28	2.95	4.92	3.13	4.09	5.59	3.30	3.58	3.20	2.29
信用交易占总交易的比重 %	43.70	37.46	44.69	44.98	41.88	45.64	44.20	40.98	34.34	8.95

资料来源：台湾 SFC，招商证券研发中心

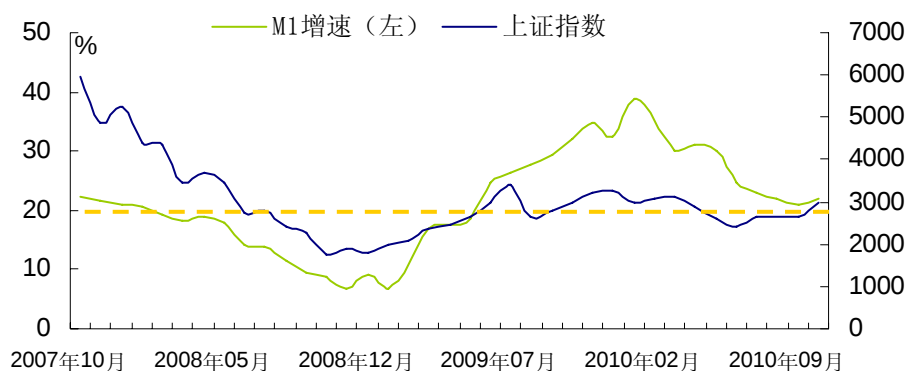
三、流动性适度宽松，驱动行业盈利增长

1. 流动性格局不会逆转

券商的业绩和股票市场表现对流动性均比较敏感，当流动性预期大幅好转时，券商行业往往率先表现，10月以来的行情就是如此。如果看到明年，我们对流动性还是保持相对乐观的判断，政策天平在经济增长和抑制通胀之间拿捏，适度宽松的流动性格局不会改变。

M1 指标的有效性被多次验证，未来流动性无需太悲观。我们 2010 的判断基本兑现，上半年以 M1 为指标，认为 M1 到了 30% 以上，政府会毫不客气的压制通胀预期，而下半年当 M1 降到 20% 左右，我们又最先发出不要过度悲观的提示，因为 20% 的 M1 增速已经进入合理且可接受的范围。2011 年是动荡的一年，在其中我们希望能把握住节奏。我们预计在 2011 年初，欧债危机将得到一定缓解（前提是西班牙别卷入到可怕的危机中），而通胀预期也将得到一定的控制，M1 的同比增速可能会降到 20% 以内，此时政策的重心将偏向于经济增长，紧缩预期会有一定缓解，在这个时候，过度悲观就没有必要。我们认为流动性应该会重新注入股市，此时证券股的新一轮机会将会来到。

图 14：台湾柜台市场交易量占主板的 20% 左右



资料来源：WIND，招商证券研发中心

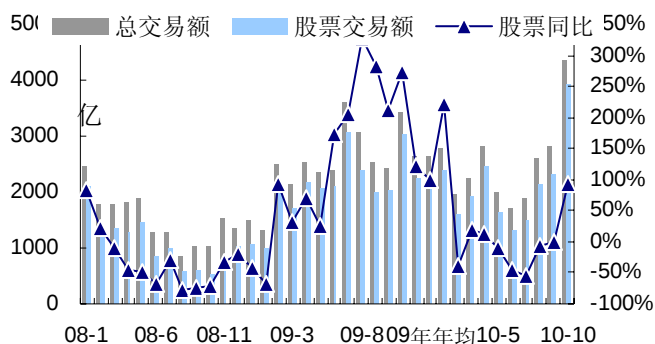
在我们对明年流动性预计并不悲观的前提下，市场交易量在 3000 亿左右的高位将成为常态，而对费率最为担忧的时光已经过去，股市扩容和新股发行速度不会放缓，融资融券和股指期货规模稳步增长，直投业务将对利润有实质性贡献，预计行业 2011 年盈利增长在 23% 左右。

表 6：2011 年行业主要指标假设

指标	假设
日均股票交易量	3000 亿元
行业佣金费率	0.90%
自营投资收益率	10%
资产管理规模增速	25%
投行收入增速	0%
融资融券利润占比	1%
直投业务利润占比	3%

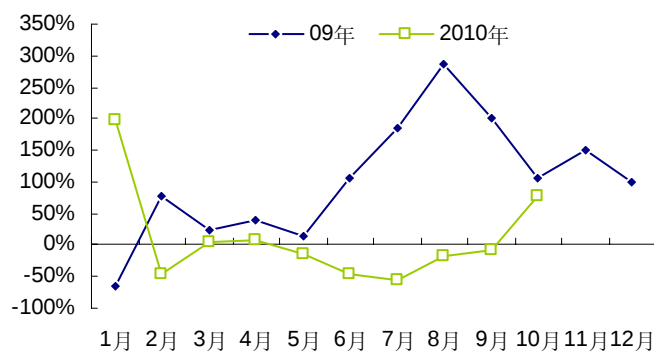
资料来源：招商证券研发中心

图 15: 日均成交量大幅提升



资料来源：交易所，招商证券研发中心

图 16: 股基月度交易额同比



资料来源：交易所，招商证券研发中心

2. 推荐逻辑：创新业务受益+估值较低的另类金融股

目前行业的动态 PE 在 20 倍左右，估值相对安全，在预期明朗和流动性适度宽松的环境下，我们认为 25-30 倍的 PE 有望达到。在纯券商股中，我们继续看好具备转型先发优势，在创新业务中收益程度较大的中信、广发、海通，以及具有主题机会、公司基本面具有相对优势的宏源证券。参股券商方面，我们推荐估值安全同时具有多项亮点和催化剂的辽宁成大和锦龙股份。

中信证券：中信建投和华夏基金股权的转让，使公司的优势从零售卖方业务向强势买方业务集中，未来的看点在直投业务的迅速扩张和海外战略的逐步明晰，公司是行业中最有可能成长为国际优质投行的证券公司。

2010 年末完成中信建投的股权受让，预计投资收益将大幅增厚 2010 年账面业绩，而 2011 年开始，公司通过释放直投的利润可以部分弥补业绩上的落差。即使不考虑投资收益，当前估值仍具有很高的安全边际。

广发证券：广发华福出售将在 2011 年完成，增厚明年业绩。同时公司定增将大幅扩充资本金，新业务和新网点的申请再无阻滞，公司发展进入提速期。

宏源证券：作为独具优势的新疆地区垄断券商，宏源证券将伴随着新疆经济的起飞一同崛起。承销业务快速崛起，2010 年以来 IPO 承销家数排名第 6，公司成立新疆项目小组发力投行。在疆拥有 44 家营业部，市场份额 58%，手续费率 0.2% 以上，当前不到 20 倍的 PE 完全没有体现其将受益于新疆崛起的发展前景。

海通证券：股权投资平台完备，资本充裕，大福证券在香港的优势将对内地业务助力。估值安全。

辽宁成大：分享广发证券的成长收益，同时公司主业增长良好，桦甸油页岩 2011 年将开始贡献利润，新疆的能源投资将进入实质性阶段，生物子公司分拆上市也将有所进展。

锦龙股份：东莞证券交易受益于上涨行情中的“马太效应”，利润对交易量增长的弹性高于 0.8，东莞证券增资扩股启动，完成后发展速度将上一平台。未来资产注入预期可成为股价催化剂。

风险提示：交易量达不到预期，费率竞争进一步恶化，股市波动加剧。

表 7: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
中信证券	600030	0.90	1.27	0.76	23%	41%	-40%	14.2	10.1	16.9	2.0	14.5%	1275
海通证券	600837	0.55	0.49	0.67	38%	-11%	37%	17.8	19.9	14.6	1.8	11.1%	804
广发证券	000776	1.87	1.68	1.98	52%	-10%	18%	24.1	26.9	22.8	6.9	20.7%	1131
光大证券	601788	0.83	0.68	0.84	77%	-18%	24%	17.7	21.6	17.5	2.3	13.6%	503
长江证券	000783	0.80	0.62	0.71	90%	-23%	15%	14.9	19.3	16.8	2.8	18.1%	259
国元证券	000728	0.53	0.50	0.68	47%	-5%	36%	23.2	24.5	18.1	1.6	8.4%	242
西南证券	600369	0.51	0.31	0.45	629%	-39%	45%	24.3	40.0	27.5	2.7	9.1%	288
宏源证券	000562	0.77	1.06	1.19	157%	38%	12%	23.2	16.8	15.0	3.7	24.7%	261
太平洋	601099	0.28	0.23	0.30	-165%	-18%	30%	41.1	50.0	38.4	9.1	18.3%	173
东北证券	000686	1.41	0.98	1.54	104%	-30%	57%	16.4	23.5	15.0	4.6	23.7%	147
国金证券	600109	0.52	0.42	0.68	-31%	-19%	62%	30.3	37.5	23.2	5.4	22.0%	158
华泰证券	601688	0.82	0.67	0.77	193%	-18%	15%	17.1	20.9	18.2	2.5	15.5%	784
兴业证券	601377	0.60	0.40	0.57	333%	-33%	43%	27.1	40.6	28.5	4.3	7.2%	357
山西证券	002500	0.31	0.24	0.31	124%	-23%	29%	38.7	50.0	38.7	4.5	10.0%	288
合计		0.82	0.74	0.88	81%	-9%	19%	22.02	25.93	20.32	2.85	15.7%	502

资料来源：招商证券

表 8: 国外上市券商估值

公司名称	价格	EPS09	EPS10	PE	PB	市值(亿)
台湾						
KGI 中信证券	14.1	0.85	1.44	16.5	1.0	451
宝来证券	16.5	0.75	1.23	21.9	1.3	352
金鼎证券	11.9	0.44	--	27.0	1.2	129
美国						
高盛	159.3	23.74	17.99	8.2	1.3	861
摩根斯坦利	24.9	-0.77	2.96	17.0	0.8	377
韩国						
三星证券	65000.0	3800.00	--	17.1	1.6	43443
现代证券	12500.0	1106.00	1232.24	11.3	0.8	21250
大宇证券	23200.0	1567.00	--	14.8	1.6	44103
教保证券	8180.0	702.00	--	11.7	0.5	2945
澳大利亚						
麦格理	35.5	3.20	3.80	12.3	1.1	123
加拿大						
DW	20.5	0.36	0.95	31.5	2.6	31
英国						
IAP	478.2	0.18	0.42	18.9	2.6	32
日本						
野村证券	482.0	21.68	32.192	54.2	0.8	17926
DAIWA 证券	380.0	26.41	17.772	36.7	0.8	6648
SHINKO 证券	196.0	83.37	-0.33	--	0.6	3188

资料来源：BLOOMBERG

注：市值单位为亿当地货币，价格和 EPS 为单位当地货币

图 17: 证券信托行业历史PEBand

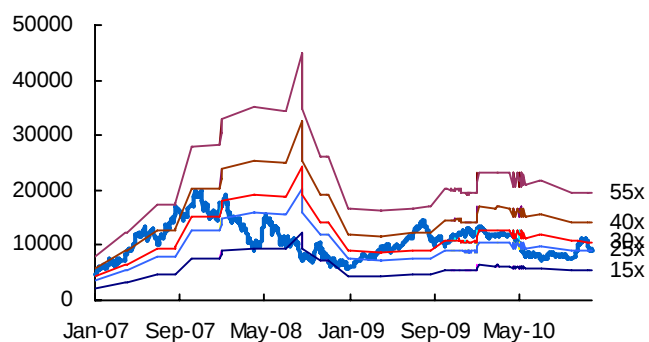
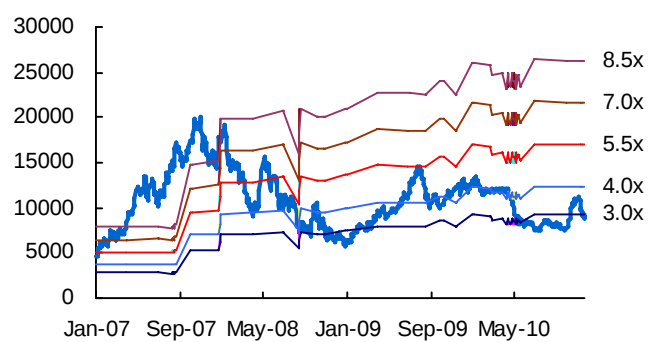


图 18: 证券信托行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。