

证券行业 2011 年投资策略

流动性宽裕环境下的投资机会

金融/资本市场

同步大势

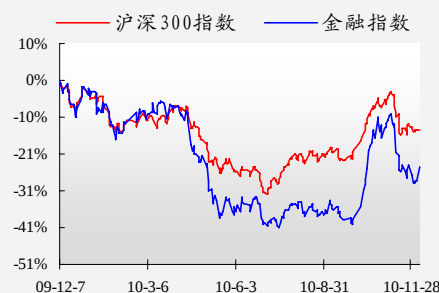
维持评级

发布时间：2010 年 12 月 7 日

投资要点:

- 沪深两市流通市值一直是处于盘旋式上升状态。敏感分析表明，假设换手率不变，存量流通市值的上升将带来交易额的上升。因此，基于交易持续活跃和流通市值增加的预期，我们判断证券行业 2011 年经纪业务收入仍有一定的增加。
- 一方面是市场份额大幅度提高，另一方面是佣金率下降较少，因此，与大券商相比，长江证券、西南证券等中等规模券商经纪业务收入表现较好。
- 创新业务的累积效应将逐渐显现。转融通制度将推出，融资融券业务的规模将得到迅速扩大，由于大券商具有较丰富的客户资源和大规模的资金量，其参与融资融券的深度优于中小券商，因此，将获得更多的业务收入。转融通制度启动后，大券商中中信证券、海通证券和广发证券收益大。
- 随着中小企业板和创业板的推出，一些券商的直投项目已陆续进入了收获期。证券公司依靠“保荐+直投”模式，利用自身投行的承销保荐资格以及在 IPO 和并购项目在人才、管理和服务方面优势，在直投业务方面积累了丰富的项目资源。随着中小企业板和创业板的推出，一些券商的直投项目已陆续进入了收获期。
- 鉴于西方国家持续的宽松货币政策，我国资本市场面临的流动性环境相对宽松，股票市场依然有较好的投资机会，因此给予证券行业跑赢大市的投资评级，给予基本面较好的中信证券、海通证券、广发证券、长江证券等公司谨慎推荐的评级。

走势图



重要公司

评级

长江证券	谨慎推荐
中信证券	谨慎推荐
广发证券	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

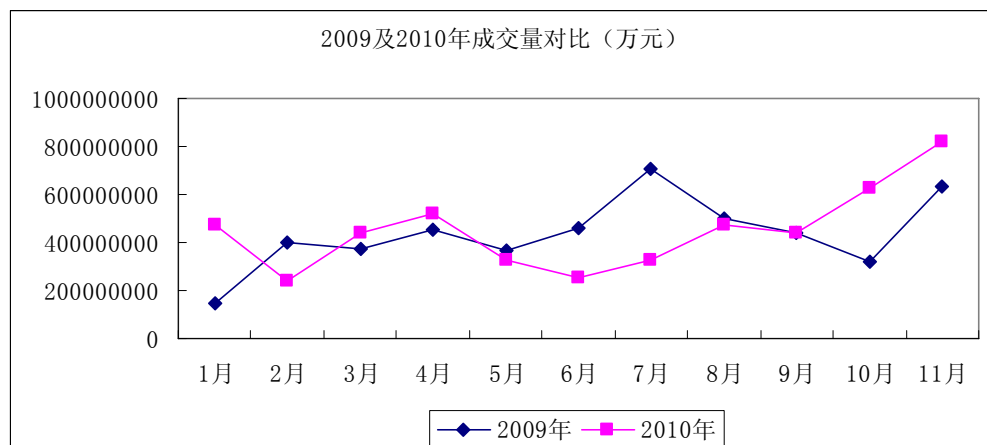
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、行业发展状况

1、成交量同比略有上升

2010 年前 11 个月沪深两市成交量为 493298 亿元，同比增长 2.5%，好于去年牛市行情的成交量，主要是年初及年尾行情走势较好，成交量有所放大。



资料来源：东北证券

2. 承销业务增加，股票承销占比上升

2010 年前 11 个月，整个证券行业共承销 14089 亿元，同比增长 34.39%，其中承销债券 6132 亿元，同比减少 21%，债券承销占全部承销额的 43.3%，比去年同期减少 30.68 个百分点。股票承销金额 7956.8 亿元，同比增加 194.3%。与去年相反，股票承销是支撑承销业务收入增长的主要动力。随着大批中小板企业的上市，上市券商承销业务收入增长幅度明显。

表 1、2010 年 1-11 月全行业承销业务同比

单位：万元

	首发	增发	配股	可转债	债券发行	股票合计	债券合计
2009 年	14332356	11765314	934161.1	766100	77035633	27031831	77801733
2010 年	45893819	19354546	14319580	7173000	54149300	79567946	61322300
	220.2%	64.5%	1432.9%	836.3%	-29.7%	194.3%	-21.2%

资料来源：东北证券

表2、2009年及2010年上市券商承销金额对比

单位：万元

	股票发行			债券发行		
	2010	2009	同比	2010	2009	同比
中信证券	7563271	5126295	47.5%	9479833	12148333	-22.0%
招商证券	2444102	548174	345.9%	1613000	2782667	-42.0%
广发证券	1820692	472350	285.5%	815000	320000	154.7%
华泰联合	1910362	350583	444.9%	382000	268000	42.5%
海通证券	4281348	451085	849.1%	1170000	1988333	-41.2%
宏源证券	1311460	83679	1467.3%	1156333	917500	26.0%

光大证券	1352330	155993	766.9%	1127000	1033333	9.1%
西南证券	737688	548650	34.5%	700000	1180000	-40.7%
国金证券	1580042	269885	485.5%	0	280000	-100.0%
华泰证券	762793	316615	140.9%	200000	820000	-75.6%
兴业证券	940762	179204	425.0%	280000	310000	-9.7%
国元证券	603743	97328	520.3%	0	250000	-100.0%
长江证券	353153	1258493	-71.9%	100000	475000	-78.9%

资料来源：东北证券

表3、上市券商债券发行规模及占比

	股票		债券	
	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年
中信证券	9.5%	19.0%	15.5%	15.6%
招商证券	3.1%	2.0%	2.6%	3.6%
广发证券	2.3%	1.7%	1.3%	0.4%
华泰联合	2.4%	1.3%	0.6%	0.3%
海通证券	5.4%	1.7%	1.9%	2.6%
宏源证券	1.6%	0.3%	1.9%	1.2%
光大证券	1.7%	0.6%	1.8%	1.3%
西南证券	0.9%	2.0%	1.1%	1.5%
国金证券	2.0%	1.0%	0.0%	0.4%
华泰证券	1.0%	1.2%	0.3%	1.1%
兴业证券	1.2%	0.7%	0.5%	0.4%
国元证券	0.8%	0.4%	0.0%	0.3%
长江证券	0.4%	4.7%	0.2%	0.6%

资料来源：东北证券

3、资产管理业务增长

2010 年前 11 个月，券商集合理财产品净值达到 1312 亿元，同比增长 46.8%，产品以货币型和债券型为主，但股票型和混合型理财产品净值同比也有所增长。

表 4、所有券商资产管理产品

类型	数量合计 (只)	占比(%)	份额合计(亿 份)	占比(%)	资产净值合 计(亿元)	占比(%)
股票型	23	12.99	170.88	15.24	168.22	14.49
FOF	32	18.08	252.68	22.54	257.48	22.18
混合型	81	45.76	412.43	36.79	430.06	37.04
债券型	33	18.64	193.04	17.22	212.83	18.33
货币市场型	5	2.82	90.47	8.07	90.76	7.82
QDII	3	1.69	1.42	0.13	1.76	0.15
全部产品	177	100	1120.91	100	1161.11	100

资料来源：东北证券

表5、券商集合理财产品净值规模及市场份额

管理人	产品数量	份额合计(亿份)	资产净值合计(亿元)	占比
华泰证券	12	68.7	74.5	5.7%
长江证券	11	54.1	55.5	4.2%
中金公司	11	54.9	58.0	4.4%
中信证券	9	116.4	126.2	9.6%
光大证券	9	109.1	113.7	8.7%
招商证券	8	81.7	80.0	6.1%
海通证券	5	12.7	13.0	1.0%
兴业证券	3	36.6	37.6	2.9%
国元证券	3	10.7	10.4	0.8%
广发证券	2	44.2	46.5	3.5%
宏源证券	2	31.7	30.7	2.3%
合计			1312.5	100.0%

资料来源：东北证券

二、中等券商业务表现

1、中等券商经纪业务表现优秀

(1) 中等券商市场份额提升

从历年来的发展趋势来看，大券商的市场份额在下降，中小券商市场份额有所上升。其中，长江证券、宏源证券和国元证券市场份额上升幅度最大。

中等规模券商市场份额上升主要是长江证券等券商营业部重新布局的结果。随着证券公司服务部改营业部及营业部新设，中等规模券商将营业部的布局做了进一步调整，主要是从偏远地区迁往发达地区、从省内迁往省外、从中小城市迁往中心城市。营业部向中心城市和发达地区涌入，以中心城市为根据地的大券商被迫让出了一定的市场份额，而迁出地区的客户资源由于没有新的竞争者进入依然留给了原来的公司，因此，长江证券营业部迁址的过程中市场份额在上升。而对于大券商来说，营业部主要分散在大城市，没有自己相对集中的根据地，面对新来的竞争者，客户逐渐流失，市场份额下降。

表 6、中等券商市场份额上升

公司	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中信系	7.45%	7.76%	7.74%	7.59%	5.7%
海通证券	4.31%	4.50%	4.41%	4.1%	4.08%
招商证券	3.50%	3.60%	3.80%	4.0%	4.0%
光大证券	2.70%	3.21%	3.10%	3.1%	3.1%
长江证券	1.35%	1.30%	1.29%	1.6%	1.7%
宏源证券	1.10%	1.10%	1.09%	1.3%	1.3%
国元证券	1.05%	0.90%	0.88%	1.1%	1.1%
西南证券	0.73%	0.60%	0.52%	0.70%	0.75%
国金证券	0.46%	0.50%	0.59%	0.70%	0.70%

资料来源：东北证券

表 7、大券商在各地营业部占比

	招商	光大	广发	海通
北京市	14	5	7	6
福建省	2	3	3	2
广东省	23	27	86	10
江苏省	4	6	5	14
山东	2	4	5	11
辽宁	2	3	10	6
上海市	8	11	12	30
天津	2	1	3	1
浙江	3	19	7	9
其他	20	32	55	95
不发达地区占比	25.0%	28.8%	28.5%	51.6%
发达地区占比	75.0%	71.2%	71.5%	48.4%

资料来源：东北证券

表 8、中等券商省内省外营业部占比

	西南	宏源	长江	国元
省内	18	43	28	37
省外	23	35	52	31
省内占比	43.9%	55.1%	35.0%	54.4%
省外占比	56.1%	44.9%	65.0%	45.6%

资料来源：东北证券

（2）中等券商佣金率下降幅度小

营业部迁址，造成交易佣金率下降。中小券商的新设及迁址营业部，主要是从本省的垄断地区迁往经济发达市场竞争激烈的地区，迁址以后，在外地大打价格战，而本地由于具有垄断优势，佣金率下降幅度相对较少。对于大券商来说经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大。对中信和海通证券等大券商来说，经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。

对于长江证券等中小券商来说，尽管在省外的佣金率也会有较大幅度的下降，但在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势，佣金率下降幅度比较小。

表 9、佣金率年度对比

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年中期
海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%	0.12%
招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%	0.09%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%	0.08%
中信系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%	0.096%
长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%	0.12%

宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%	0.14%
国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	0.12%	0.13%
西南证券	0.17%	0.17%		0.13%	0.12%

资料来源：东北证券

表 10、中等券商省内省外经纪业务收入及交易额占比

		经纪收入	交易额
西南	省内	53.7%	43.0%
	省外	46.3%	57.0%
宏源	省内	37.7%	33.6%
	省外	62.3%	66.4%
长江	省内	33.6%	37.7%
	省外	66.4%	62.3%
国元	省内	61.6%	49.0%
	省外	38.4%	51.0%

资料来源：东北证券

(3) 中下券商经纪业务收入表现优秀

一方面是市场份额大幅度提高，另一方面是佣金率下降较少，因此，与其它券商相比，长江证券、西南证券等中等规模券商 2010 年前 9 个月的经纪业务收入同比下降幅度较小。

表 11、中等券商佣金率下降市场份额上升

	公司	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
市场份额	长江证券	1.35%	1.30%	1.29%	1.60%	1.70%
	宏源证券	1.10%	1.10%	1.09%	1.30%	1.30%
	国元证券	1.05%	0.90%	0.88%	1.10%	1.10%
	西南证券	0.73%	0.60%	0.52%	0.70%	0.75%
佣金率	长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%	0.12%
	宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%	0.14%
	国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	0.12%	0.13%
	西南证券	0.17%	0.17%		0.13%	0.12%

资料来源：东北证券

表 12、大券商市场份额、佣金率齐下降

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
市场份额	中信系	7.45%	7.76%	7.74%	7.59%	5.70%
	海通证券	4.31%	4.50%	4.41%	4.10%	4.06%
	招商证券	3.50%	3.60%	3.80%	4.00%	4.00%
	光大证券	2.70%	3.21%	3.10%	3.10%	3.10%
佣金率	中信系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%	0.10%
	海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%	0.12%
	招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%	0.09%

	光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%	0.08%
--	------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：东北证券

表 13、市场份额及经纪业务收入增速比较

券商	2009 年 9 月市场份额	2010 年 9 月市场份额	交易额同比	经纪业务收入同比
长江	1.45%	1.65%	2.78%	-16.50%
西南	0.60%	0.75%	12.49%	-17.80%
宏源	1.28%	1.29%	-8.78%	-24.00%
国元	1.06%	1.06%	-9.91%	-25.80%
海通	4.16%	4.06%	-11.84%	-28.90%
中信	7.10%	7.25%	-7.75%	-32.80%
华泰	5.38%	5.82%	-2.19%	-33.60%
招商	4.06%	3.98%	-11.45%	-33.80%
广发	4.00%	4.12%	-6.79%	-35.60%
光大	3.11%	3.14%	-8.73%	-37.20%

资料来源：东北证券

2、中等规模券商投资收益贡献大

从 2010 年 6 月至 10 月份，各家公司投资收益贡献占比来看，以长江证券为首的中等券商投资收益贡献大。说明长江等中等券商在市场节奏把握和仓位控制方面做得较好。

表 14、各公司 2010 年 6—10 月份投资收益

	业收入	经纪收入	业务收入	息收入	其他收入	投资收益
国元	95295	53459	11150	14866	953	14867
招商	233601	146065	43683	20557	2803	20493
光大	196609	116034	14352	35193	31261	-231
广发	367367	20361	5227	13756	264007	64017
海通	357385	208127	32165	50034	26446	40612
宏源	113104	65338	19352	5203	4569	18642
华泰	356405	216620	57025	42769	7128	32864
长江	146546	77985	6706	8429	2299	51127

资料来源：东北证券

表 15、各公司 2010 年 6—10 月份投资收益贡献

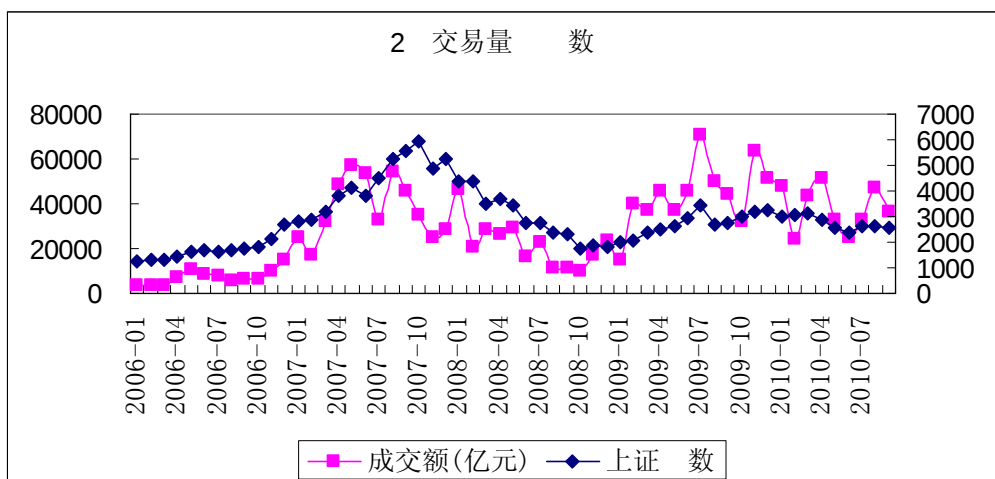
	经纪收入	收入	息收入	其他收入	投资收益
长江	53.2%	4.6%	5.8%	1.6%	34.9%
广发	5.5%	1.4%	3.7%	71.9%	17.4%
宏源	57.8%	17.1%	4.6%	4.0%	16.5%
国元	56.1%	11.7%	15.6%	1.0%	15.6%
海通	58.2%	9.0%	14.0%	7.4%	11.4%
华泰	60.8%	16.0%	12.0%	2.0%	9.2%
招商	62.5%	18.7%	8.8%	1.2%	8.8%
光大	59.0%	7.3%	17.9%	15.9%	-0.1%

资料来源：东北证券

三、业务发展趋势

1、交易额仍有增长空间

统计分析表明，随着社会经济的发展和居民存款的增加，沪深两市流通市值一直是处于盘旋式上升状态。敏感分析表明，假设换手率不变，存量流通市值的上升将带来交易额的上升。因此，基于交易持续活跃和流通市值增加的预期，我们判断证券行业 2011 年经纪业务收入仍有一定的增加。



资料来源：东北证券

表 16、日均交易额敏感性预测

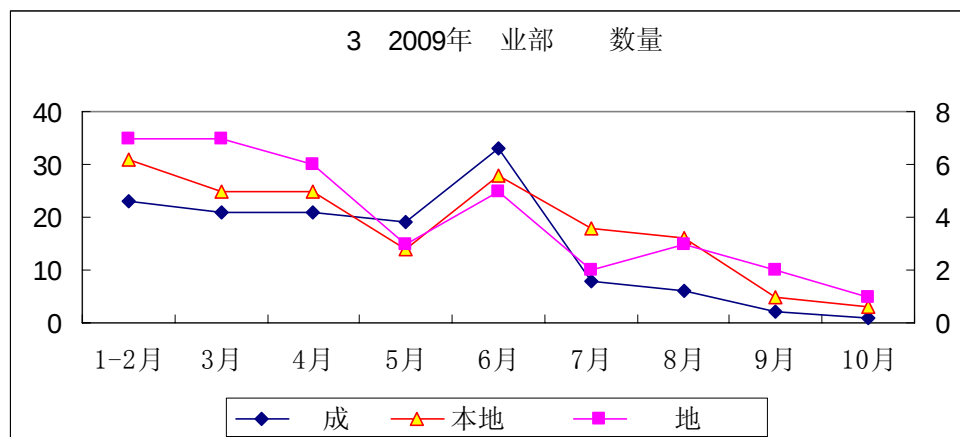
单位：亿元

日均交易额		流通市值						
		70 000	80 000	90 000	100 000	110 000	120 000	130 000
换手率	2.0	571	653	735	816	898	980	1 061
	3.0	857	980	1 102	1 224	1 347	1 469	1 592
	3.5	1 000	1 143	1 286	1 429	1 571	1 714	1 857
	4.0	1 143	1 306	1 469	1 633	1 796	1 959	2 122
	4.5	1 286	1 469	1 653	1 837	2 020	2 204	2 388
	5.0	1 429	1 633	1 837	2 041	2 245	2 449	2 653

资料来源：东北证券

2、佣金率下降趋势减缓

2010 年，随着券商营业部新设立、迁址和服务部变营业部的陆续完成，经纪业务的竞争将又回到暂时均衡的状态，预计佣金率下降将趋势减缓。



资料来源：东北证券

佣金率企稳或下降幅度趋缓是证券公司业绩趋稳的关键因素。通过对比，我们发现长江证券、宏源证券等地方性券商 2010 年中期佣金率环比没有继续下降，中信证券、招商证券、光大证券等公司下降幅度也逐渐趋缓。

表 17、各公司佣金率变动趋势

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.14%	0.12%
招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%	0.09%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.09%	0.08%
国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	13.20%	0.11%
中信证券系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%	0.10%
长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%	0.12%
宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%	0.14%

资料来源：东北证券

2008 年以来，随着券商营业部的新设及迁址，相对平衡的竞争格局被打破，价格战趋于激烈，佣金率下降。新设及迁址营业部的券商以中小券商为主，主要从经济欠发达地区迁往经济发达地区，广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大，对中信和海通证券来说，经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。对于长江证券、国元证券和宏源证券来说，在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势，但省外的佣金率也会有较大幅度的下降。

表 18、各地新建及迁址营业部数量

	建 业部					本地 业部			
	2007	2008	2009	2010	合计	2007	2008	2009	合计
广东省	77	8	6	28	119	26	43	18	87
浙江省	20	1	3	27	51	6	20	9	35
北京市	19	1	1	15	36	5	10	5	20
上海市	17	2	2	14	35	16	26	23	65
江苏省	14	2	1	20	37	4	13	17	34
山东省	12	10	9	16	47	6	11	4	21

辽宁省	11			9	20	3	7	7	17
北省	10	1		12	23	6	7	2	15
省	10			3	13		10	2	12
江	8	1	1		10		7	1	8
天津市	8			8	16	3	6	2	11
福建省	7	2	2	16	27		5	2	7
江西省	7	1		2	10				
南省	6	3	10	15	34				

资料来源：东北证券

表 19、异地迁址营业部数量

	2007	2008	2009	2010	合计
浙江省		10	4	2	16
北京市	1	5	2	2	10
广东省	2	2	2	4	10
福建省		3	3	1	7
重 市	1	3			4
南省		2	1		3
山东省	2	2	1	3	8
天津市		2			2
江苏省	1	1	1		3
南	1	1			2
南省			1	4	5

资料来源：东北证券

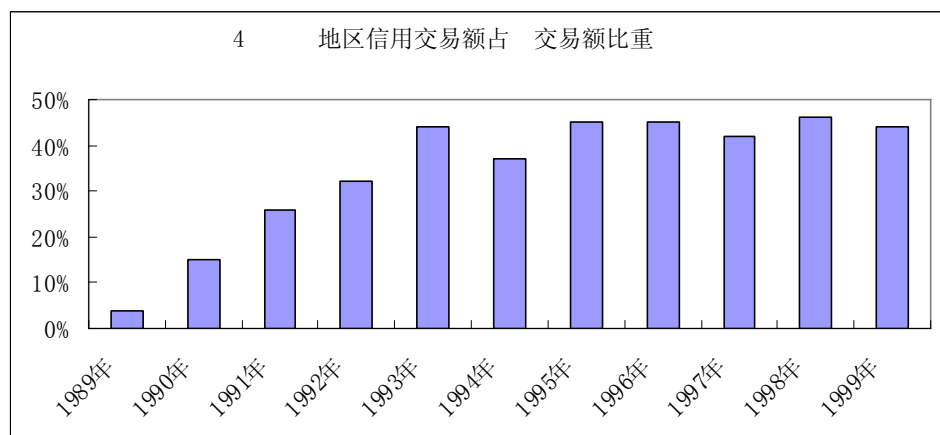
3、创新业务的累积效应将逐渐显现

(1) 转融通业务将推出

融资融券自推出以来，规模增长迅速，截止到目前，融资融券余额已经达到 90 亿元左右，但是融资融券交易额占股票总交易额的比例仅为 0.24%，比例较低。

最近证监会透露出要适时推出转融通业务。转融通制度启动后，融资融券业务的规模将得到迅速扩大。根据台湾地区的经验，融资融券业务开通以后，信用交易规模迅速扩大，信用交易在总交易规模中的比重占到 40% 以上，日本的数据为 15%。大陆推出转融通机制以后，预计融资融券交易额占股票总交易额的比例将增长 10 倍以上。

开展融资融券业务，不仅能为券商带来融资利息收入、融券手续费收入以及交易佣金收入。更重要的是还会吸引更多客户，带来经纪业务交易量的增加。由于大券商具有较丰富的客户资源和大规模的资金量，其参与融资融券的深度优于中小券商，因此，将获得更多的业务收入。因此，大券商中中信证券、海通证券和广发证券收益大。



资料来源：东北证券

(2) 直投业务项目进入收获期

自 2007 年 9 月以来，已有三批 29 家券商获得直投业务试点资格。目前已有 19 家券商设立直投公司。

表 20、各公司直投子公司

券商 称	直投 公司 称	资本 (亿元)	年	持有 公司股份
中信	金 公司有限公司	52	2007 年	100%
海通	开元投资有限公司	30	2008 年	100%
光大	光大资本投资有限公司	20	2008 年	100%
广发	信 投资管理有限公司	8	2008 年	100%
招商	招商资本投资有限公司	5	2009 年	100%
长江	长江成长资本有限公司	5	2009 年	100%
国元	国元股权投资有限公司	5	2009 年	100%
华泰	金投资有限责任公司	2	2009 年	100%
西南	西证股权投资有限公司	2	2010 年	100%
宏源	宏 投资有限公司	2	2010 年	100%
兴业	兴业 资本管理有限公司	1	2010 年年	100%

资料来源：东北证券

证券公司依靠“保荐 直投”模式，利用自身投行的承销保荐资格以及在 IPO 和并购项目在人才、管理和服务方面优势，在直投业务方面积累了丰富的项目资源。随着中小企业板和创业板的推出，一些券商的直投项目已陆续进入了收获期。

表 21、各公司直投业务项目

		间	投资成本 (亿元)	
中信证券	华能源	2007 年 12 月	1.51	上市 (601101)
	机 人	2008 年 6 月	0.26	上市 (300024)
	泰	2009 年 5 月	0.28	上市 (300002)
	泰 天 服务公司	2009 年 10 月	0.24	会

	中金天公司	2008年4月	1.55	
	部股份公司	2009 9 18	5.8	
	中信地产股份公司	2008 2 27	4.23	
	广西业公司	2008 9 1	1.5	
	开()公司	2008 12 1	4.01	
	内北重业	2009 7 16	1.47	
	重型公司	2009	1.06	
	上海联信息发公司	2010 2 6	0.12	
		2007年8月	0.29	上市(002308)
	理	2007年6月	0.06	上市(002322)
	股份	2009年6月	0.39	上市(300090)
	会山兴股份公司	2009年6月	1.8	
海通证券	银江股份	2009年3月	0.08	上市(300020)
	东	2009年7月	0.55	上市(300059)
	银联数据服务公司	2009年	0.66	
	重江	2009年	0.57	
	西国	2009年	0.45	
	东证券	2009年	0.38	
	山东公司	2010年	0.5	
	金	2005年9月	0.4	上市(002202)
	海金	2005年12月	0.43	上市(002182)
	海	2006年10月	0.43	上市(002206)
	长信	2006年12月	0.18	上市(300088)
	股份	2007年10月	0.29	上市(002381)
	中元华	2009年1月	0.24	上市(300018)
华泰证券	山有限公司	2010年		
光大证券	公司	2009年		
国元证券	部公司	2009年		
国元证券	山用公	2009年		

资料来源：东北证券

四、行业评级及投资策略

未来几个月，美国政府可能难以在财税政策上推出有力的举措。在这样的情况下，为支持对脆弱的经济复苏，货币政策进一步的宽松就成了美联储的必然选择。

美联储有就业和通胀两个政策目标，目前无论是失业率还是核心通胀水平都难以令人满意。根据联储内部的研究，由于结构性失业的存在，失业率的高企在短期内可能难以缓解，联储的许多官员有倾向在政策目标上更侧重于维持通胀的合理水平。联储内部无论对当前的核心通胀水平还是他们预期的核心通胀恢复到合理水平所需的时间长度都不满意。这可以解释为什么联储在近来经济数据改善的情况下还坚持开始新一轮的量化宽松政策。考虑到通胀和就业水平是相互影响的，未来几个月美国的通胀和就业数据的改善程度将非常关键。无论量化宽松的规模如何，有新的资金进场是确定的，而且因为

美联储在明年 6 月份之前不会开始回收流动性是大概率事件，所以部分存量资金也可能在风险偏好提升的情况下进一步的外流。美元的套利交易会继续盛行，新兴市场国家将承受更多的资金流入压力。美元也很有可能进一步的走软。

美元目前只是由于突发的不稳定因素导致的避险需求而反弹 并不是长期反转。虽然美国经济增长比预期的要强劲 但是美国战略应对和舆论引导则依然侧重在其自身经济问题 美元升值并非是美元货币政策的意愿 更多是外部环境所为 其中包括朝鲜半岛突发因素 欧洲债务危机新焦点以及面对全球舆论压力的灵活应对。

外汇分析师认为 美元变化依然存在贬值空间 而这次的调节将积聚更多的编制技术性 未来美元贬值将会进一步扩大 而非转折。从经济需求角度看 美国经济复苏态势基本稳定 但复苏难度和复苏幅度并不理想 货币贬值的保护和提升作用一直未变 美元贬值对于货币竞争对手的打击或冲击将不言而喻。

鉴于西方国家持续的宽松货币政策，我国资本市场面临的流动性环境相对宽松，股票市场依然有较好的投资机会，因此给予证券行业跑赢大市的投资评级，给予基本面较好的中信证券、海通证券、广发证券、长江证券等公司谨慎推荐的评级。

五、各公司每股收益敏感性分析

(1) 中信证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，中信证券 2010 年每股收益大约为 0.62 元。在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则中信证券的每股收益为 0.87 元。目前对应的市盈率在 15—21 倍之间，给予谨慎推荐的投资评级。

表 22、中信证券每股收益敏感性分析

单位：元

股收益（元）		均交易量							
		1200	1400	1500	1700	1900	2200	2500	3000
投资收益率	-5.00%	0.46	0.50	0.52	0.56	0.60	0.66	0.72	0.82
	0.0%	0.51	0.55	0.57	0.61	0.65	0.71	0.77	0.87
	5.0%	0.56	0.60	0.62	0.66	0.70	0.76	0.82	0.92
	7.5%	0.59	0.63	0.65	0.69	0.73	0.79	0.85	0.95
	10.0%	0.61	0.65	0.67	0.71	0.75	0.81	0.87	0.97
	12.5%	0.64	0.68	0.70	0.74	0.78	0.84	0.90	1.00
	15.0%	0.66	0.70	0.72	0.76	0.80	0.86	0.92	1.02
	17.5%	0.69	0.73	0.75	0.79	0.83	0.89	0.95	1.05
	20.0%	0.71	0.75	0.77	0.81	0.85	0.91	0.97	1.07
	22.5%	0.74	0.78	0.80	0.84	0.88	0.94	1.00	1.10
	25.0%	0.76	0.80	0.82	0.86	0.90	0.96	1.02	1.12
	27.5%	0.79	0.83	0.85	0.89	0.93	0.99	1.05	1.15
	30.0%	0.81	0.85	0.87	0.91	0.95	1.01	1.07	1.17

(2) 海通证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，海通证券 2010 年的 大约为 0.36 元。在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设下，则海通证券的 大约为 0.59 元。对应市盈率大约为 18—29 倍，给予谨慎推荐评级。

表 23、海通证券每股收益敏感性分析

单位：元

股收益（元）		均交易量										
		1200	1400	1500	1700	1800	1900	2000	2200	2500	2700	3000
投资 收益 率	-5.00%	0.21	0.24	0.26	0.30	0.32	0.33	0.35	0.39	0.44	0.48	0.54
	0.0%	0.26	0.29	0.31	0.35	0.37	0.38	0.40	0.44	0.49	0.53	0.58
	5.0%	0.30	0.34	0.36	0.40	0.41	0.43	0.45	0.49	0.54	0.58	0.63
	7.5%	0.33	0.37	0.38	0.42	0.44	0.46	0.47	0.51	0.57	0.60	0.66
	10.0%	0.35	0.39	0.41	0.44	0.46	0.48	0.50	0.54	0.59	0.63	0.68
	12.5%	0.38	0.41	0.43	0.47	0.49	0.51	0.52	0.56	0.61	0.65	0.71
	15.0%	0.40	0.44	0.46	0.49	0.51	0.53	0.55	0.58	0.64	0.68	0.73
	17.5%	0.43	0.46	0.48	0.52	0.54	0.55	0.57	0.61	0.66	0.70	0.75
	20.0%	0.45	0.49	0.51	0.54	0.56	0.58	0.60	0.63	0.69	0.72	0.78
	22.5%	0.48	0.51	0.53	0.57	0.58	0.60	0.62	0.66	0.71	0.75	0.80
	25.0%	0.50	0.54	0.55	0.59	0.61	0.63	0.65	0.68	0.74	0.77	0.83
	27.5%	0.52	0.56	0.58	0.62	0.63	0.65	0.67	0.71	0.76	0.80	0.85
	30.0%	0.55	0.58	0.60	0.64	0.66	0.68	0.69	0.73	0.79	0.82	0.88

(3) 广发证券

在日均股票交易额 1200 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，广发证券 2010 年的 大约为 0.43 元。在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10 的假设条件下，则广发证券的 大约为 1.41 元。给予谨慎推荐评级。

表 24、广发证券净利润敏感性分析

单位：元

股收益（元）		均交易量								
		1200	1400	1500	1900	2100	2200	2300	2500	3000
投资 收益 率	-5.00%	0.19	0.32	0.39	0.65	0.79	0.85	0.92	1.05	1.38
	0.0%	0.31	0.44	0.51	0.77	0.91	0.97	1.04	1.17	1.50
	5.0%	0.43	0.56	0.63	0.89	1.03	1.09	1.16	1.29	1.62
	7.5%	0.49	0.62	0.69	0.95	1.09	1.15	1.22	1.35	1.68
	10.0%	0.55	0.68	0.75	1.01	1.15	1.21	1.28	1.41	1.74
	12.5%	0.61	0.74	0.81	1.07	1.21	1.27	1.34	1.47	1.80
	15.0%	0.67	0.80	0.87	1.13	1.27	1.33	1.40	1.53	1.86
	17.5%	0.73	0.86	0.93	1.19	1.33	1.39	1.46	1.59	1.92
	20.0%	0.79	0.92	0.99	1.25	1.39	1.45	1.52	1.65	1.98
	22.5%	0.85	0.98	1.05	1.31	1.45	1.51	1.58	1.71	2.04
	25.0%	0.91	1.04	1.11	1.37	1.51	1.57	1.64	1.77	2.10
	27.5%	0.97	1.10	1.17	1.43	1.57	1.63	1.70	1.83	2.16
	30.0%	1.03	1.16	1.23	1.49	1.63	1.69	1.76	1.89	2.22

(4) 长江证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，长江证券 2010 年的 大约为 0.38 元。在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则长江证券的 大约为 0.74 元。对应市盈率为 17—33 倍，给予谨慎推荐的投资评级。

表 25、长江证券每股收益敏感性分析

单位：元

股收益（元）		均交易量							
		1200	1400	1500	1700	1900	2200	2500	3000
投资收益率	-5.00%	0.14	0.19	0.22	0.28	0.33	0.42	0.50	0.64
	0.0%	0.22	0.27	0.30	0.36	0.41	0.50	0.58	0.72
	5.0%	0.30	0.35	0.38	0.44	0.49	0.58	0.66	0.80
	7.5%	0.34	0.39	0.42	0.48	0.53	0.62	0.70	0.84
	10.0%	0.38	0.44	0.46	0.52	0.57	0.66	0.74	0.88
	12.5%	0.42	0.48	0.50	0.56	0.61	0.70	0.78	0.92
	15.0%	0.46	0.52	0.54	0.60	0.65	0.74	0.82	0.96
	17.5%	0.50	0.56	0.58	0.64	0.70	0.78	0.86	1.00
	20.0%	0.54	0.60	0.62	0.68	0.74	0.82	0.90	1.04
	22.5%	0.58	0.64	0.66	0.72	0.78	0.86	0.94	1.08
	25.0%	0.62	0.68	0.70	0.76	0.82	0.90	0.98	1.12
	27.5%	0.66	0.72	0.75	0.80	0.86	0.94	1.02	1.16
	30.0%	0.70	0.76	0.79	0.84	0.90	0.98	1.06	1.20

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。