

分析师：宋健

执业证书编号：S0050200010034

Tel: 010-59355925

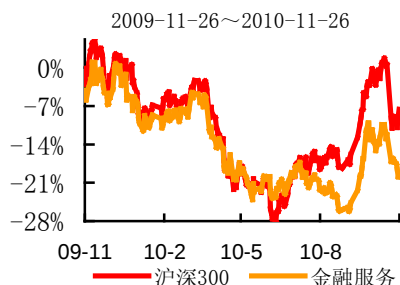
Email: songj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**金融服务****投资评级**

本次评级：	中性
跟踪评级：	维持

市场数据

金融服务行业指数	2405.29
沪深 300 指数	3223.48
上证指数	2898.26
深成指	12604.08
中小板指数	7741.90

行业指数相对沪深 300 表现**相关研究**

2010 年证券行业中期策略 2010. 6. 28

行业研小组

率先业务转型的个股值得关注

2011 年证券行业投资策略

投资要点

● **2010 年走势回顾：**经纪业务佣金率大跌，成交略减；承销发行业务重排座次；自营业务决定成败。

● **2011 年行业投资策略：**重个股、轻行业。

● **经纪业务——价稳量升。**2011 年，经纪业务将有所好转。首先，佣金率将稳定。券商营业部升级改造迁址已经结束，券商将在现有营业部基础上新设营业部，营业部的数量变动对佣金率的影响将有限。其次，成交量将稳定增长。2011 年中国经济有望在“十二五”规划刺激下启动新一轮经济增长周期，同时也将会带来各行业的业绩增长及证券市场的繁荣。另外，随着市场容量的扩大，市场有望保持一个较高的成交量。我们预计，证券行业 2011 年经纪业务收入将比 2010 年上升 15%。

● **中小企业上市热情不减，投行业务将继续保持强劲。**资产管理业务、创新业务是 2011 年券商加大投入的方向。

● **从市盈率水平上看，**证券行业市盈率水平在 2010 年触底回升，全年整体跑输大盘。预计 2011 年货币政策由适度宽松变为稳健，成交额可能出现稳步上升，股指的波动是行业发展的不确定性因素，我们认为 2011 年行业整体系统性机会不大，但个别券商可能受益于业务结构的调整及自营业务的正确决策，仍有较大机会。维持行业“中性”评级。

● **维持中信证券（600030）、广发证券（000776）“谨慎推荐”投资评级。**中信证券（600030）业务结构将面临重大调整。出售后净资产的扩大，将使公司有能力重新打造新型业务结构，以更适应未来发展需要。业务结构调整方向将倾向于多元化、国际化。直投业务和国际业务是战略重点。广发证券（000776）业绩弹性大，具有大券商的盈利水平和中小券商的股本规模。股权转让以及增发打破资金瓶颈、提升公司长期成长空间。

● **风险因素：**市场下跌会导致整个行业各项业务收入受到较大影响，包括成交量下降影响经纪业务，承销业务及部分创新业务，指数下跌影响自营业务及资产管理业务等。

正文目录

一、2010 年走势回顾.....	3
（一）经纪业务佣金率大跌，成交略减.....	3
（二）承销发行业务重排座次.....	3
（三）自营业务决定成败.....	4
二、2011 年行业投资策略：重个股、轻行业.....	4
（一）经纪业务价稳量升.....	4
（二）中小企业上市热情不减 投行业务将继续保持强劲.....	4
（三）资产管理业务，业务结构转型方向之一.....	6
（四）创新业务，2011 年券商加大投入的方向.....	7
（五）行业投资评级.....	7
（六）重点上市公司分析.....	8
1、中信证券（600030）.....	8
（1）公司业务结构将面临重大调整.....	8
（2）出售两家子公司前后业务对比.....	8
（3）业务结构调整方向将倾向于多元化、国际化.....	8
（4）业务结构调整——传统业务重塑.....	8
2、广发证券（000776）.....	9

图表目录

图 1：月度市场成交额与 2009 年同期比对.....	3
图 2：月度成交量走势及环比变化.....	3
图 3：月度募集资金情况.....	4
图 4：2009 年一级市场发行结构.....	5
图 5：2010 年一级市场发行结构.....	5
图 6：2010 年末券商理财产品发行升温.....	6
图 7：2010 年行业整体弱于大盘.....	7
表 1：主要上市券商 2010 年承销发行市场份额.....	5
表 2：上市券商集合理财计划发行情况.....	6
表 3：上市公司 1-11 月集合资产管理计划发行情况.....	6
附录：估值评级表.....	10

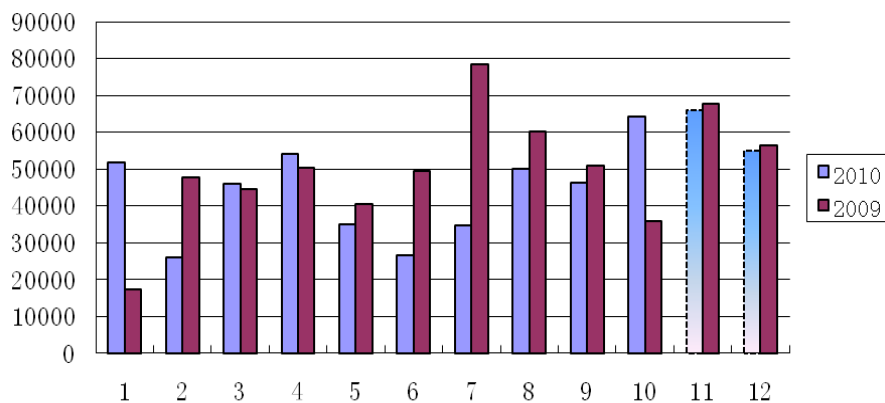
一、2010 年走势回顾

（一）经纪业务佣金率大跌，成交略减

截至到 10 月底，沪深两市合计成交 43.46 万亿元，日均成交 2206 亿元，其中股票基金合计成交 42 万亿元，日均成交金额 2132 亿元。在此基础上，预测全年，全部成交额将达到 55 万亿元，日均成交 2250 亿元（基本符合我们年初的预测）。与 2009 年相比，日均总成交规模下降 8.5%。

图 1：2010 年月度市场成交额与 2009 年同期比对

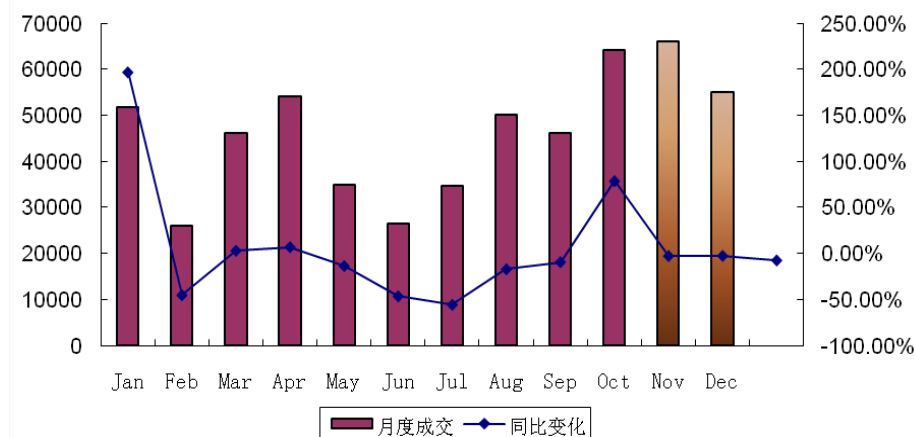
单位：亿元



数据来源：民族证券

图 2：月度成交量走势及环比变化

成交单位：亿元



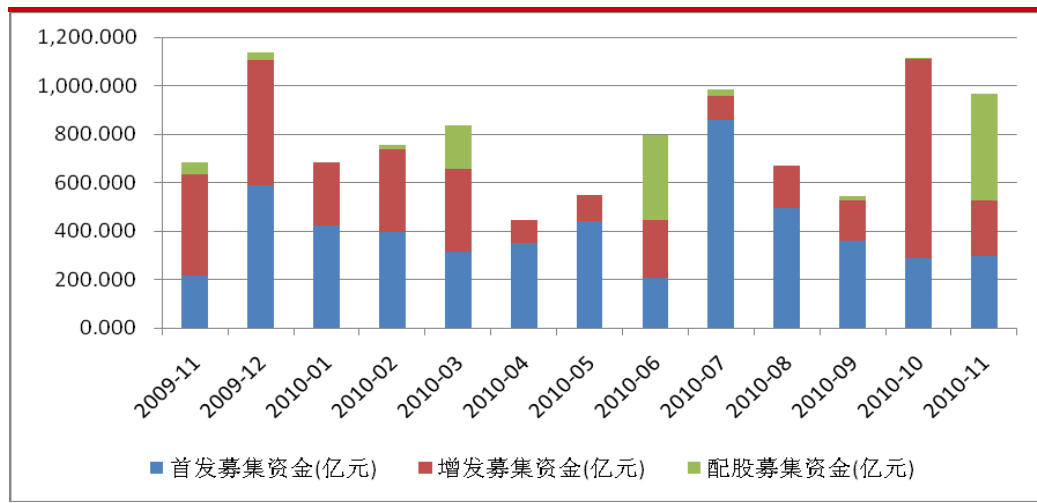
数据来源：民族证券 WIND

（二）承销发行业务重排座次

投资银行业务是券商 2010 年最亮丽的业务。前 11 个月国内股市总计募集资金总量 8349 亿元，预计全年募集资金将突破 9000 亿元，比去年增长 75.9%。其中，首发募集资金合计 4437 亿元，占比 55%，再融资募集资金占比 45%。首发募集资金额已经是

2009 年全年的 2.19 倍。

图 3：月度募集资金情况



数据来源：WIND 民族证券

（三）自营业务决定成败

2010 年业绩分化明显，印证了我们年初策略报告中提出的“行业分化日益明显”的预测。上半年，多数券商业绩下降，只有宏源证券（000562）、国金证券（600109）逆势上升，下半年，广发证券（000776）、长江证券（000783）又出现了业绩反超。自营业务是券商业绩明显上升或明显下降的关键因素。

二、2011 年行业投资策略：重个股、轻行业

（一）经纪业务价稳量升

2010 年市场成交过早陷入低迷，但下半年成交出现反弹。月度成交量超过 5 万亿元的预计有 6 个月份，其中上半年 2 个月、下半年 4 个月。行业佣金率在 2010 年迅速与国际接轨。2010 年佣金率下挫 20%-25%，行业公司佣金率普遍降到了千分之一以下。

2011 年，经纪业务将有所好转。首先，佣金率将稳定。券商营业部升级改造迁址已经结束，券商将在现有营业部基础上新设营业部，营业部的数量变动对佣金率的影响将有限。其次，成交量将稳定增长。2011 年中国经济有望在十二五规划刺激下启动新一轮经济增长周期，同时也将会带来各行业的业绩增长及证券市场的繁荣。另外，随着市场容量的扩大，市场有望保持一个较高的成交量。

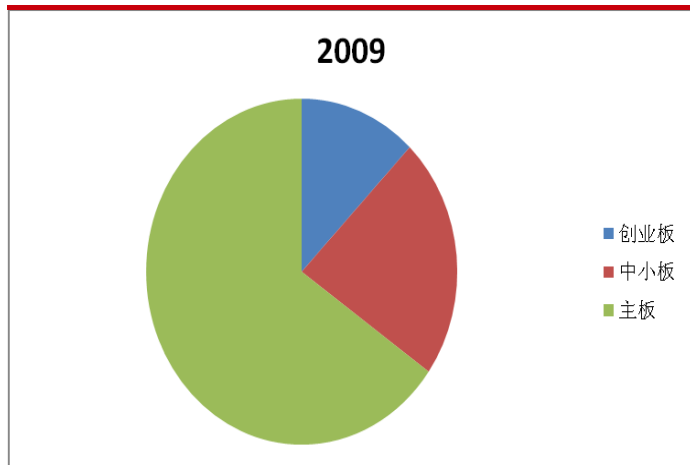
我们预计，证券行业 2011 年经纪业务收入将比 2010 年上升 15%。

（二）中小企业上市热情不减 投行业务将继续保持强劲

2010 年一级市场发行正如我们年初的预期，同比增长 2 倍以上。这其中，市场结构的变化导致了一级市场的快速增长。前 11 个月，中小企业板发行的规模已经超过了主板，创业板和中小企业板成为发行主体。创业板、中小企业板和主板的发行比例为：1：2.28：2.22。1 年

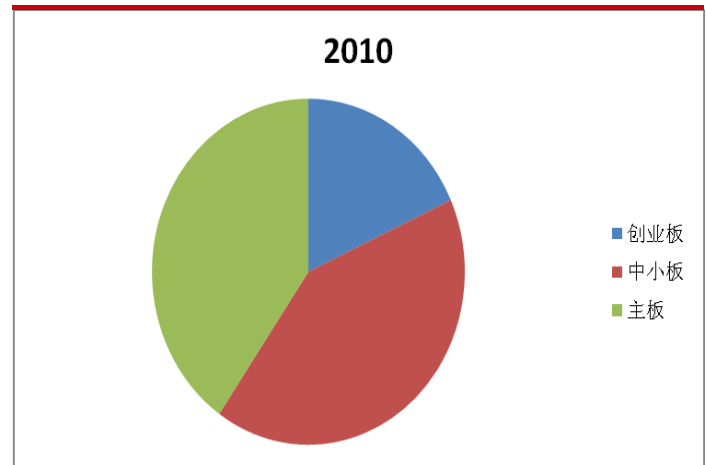
前这一比例仍是 1: 1.85: 5.33。

图 4: 2009 年一级市场发行结构



资料来源: WIND, 民族证券

图 5: 2010 年一级市场发行结构



资料来源: WIND, 民族证券

表 1: 主要上市券商 2010 年承销发行市场份额

	总市场份额	IPO 市场份额	再融资规模 市场份额	债券承销额 市场份额
中信证券	10.98%	6.41%	15.61%	11.61%
中信建投	4.46%	3.53%	2.41%	6.62%
招商证券	3.04%	4.23%	1.00%	3.45%
广发证券	2.00%	3.19%	0.94%	1.74%
华泰联合	1.51%	3.35%	0.58%	0.63%
海通证券	3.64%	5.05%	4.65%	1.80%
宏源证券	1.82%	2.10%	0.62%	2.41%
光大证券	1.54%	1.42%	0.00%	2.68%
西南证券	1.37%	1.03%	0.77%	2.05%
华泰证券	1.21%	1.99%	0.55%	1.01%
中德证券	1.07%	1.29%	0.00%	1.63%
国金证券	1.04%	2.32%	1.00%	0.00%
兴业证券	0.80%	0.53%	1.63%	0.46%
国元证券	0.55%	0.96%	0.38%	0.33%
长江证券承销 保荐	0.45%	0.25%	0.85%	0.33%
太平洋	0.46%	0.60%	0.37%	0.41%
东北证券	0.26%	0.59%	0.23%	0.00%
长江证券	0.05%	0.00%	0.00%	0.12%

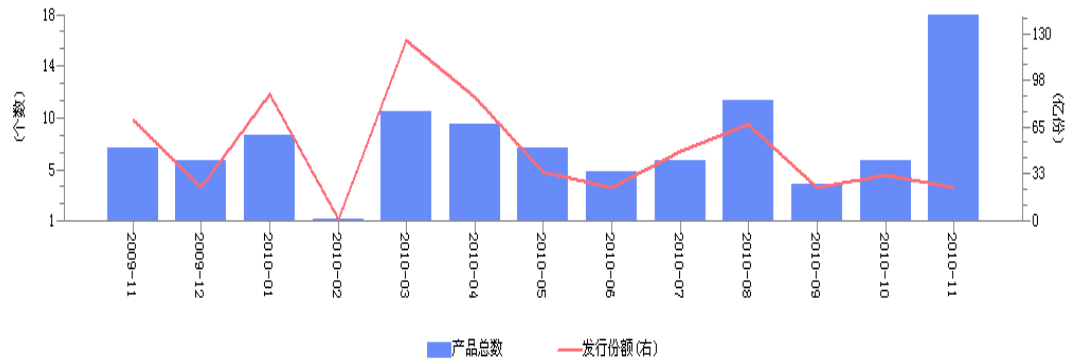
资料来源: WIND 民族证券

上市券商中, 中信证券总承销规模仍位居第一, 招商证券位居行业第二。中信证券出售中信建投之后, 承销发行业务将下降 30%。

(三) 资产管理业务，业务结构转型方向之一

2010 年券商理财产品规模增速很快，1-11 月新发的理财产品有 82 只，比去年同期增长了 74%，由于中小券商理财产品发行较多，总发行份额下降了 16%。

图 6：2010 年末券商理财产品发行升温



数据来源：WIND 民族证券

表 2：上市券商集合理财计划发行情况

产品简称	集合理财 计划家数	份额合计（亿元）	资产净值合计 （亿元）
华泰证券	12	68.68	74.4671
光大证券	9	109.12	113.7117
长江证券	9	54.12	55.4725
中信证券	9	116.43	126.1864
招商证券	8	66.05	64.3959
海通证券	4	12.68	13.0331
国元证券	3	10.72	10.4311
兴业证券	3	36.59	37.6325
东北证券	3	13.07	13.6802
宏源证券	2	31.70	30.7032
广发证券	2	44.21	46.4601
中信建投	1	8.03	7.9850
山西证券	1	4.82	5.1170
西南证券	1		

资料来源：民族证券

表 3：上市公司 1-11 月集合资产管理计划发行情况

发行人	只数	规模合计（亿份）
长江证券	4	40.48
招商证券	4	7.84
中信证券	3	26.84
华泰证券	3	19.04
光大证券	3	15.74
东北证券	2	14.95

国元证券	1	3.22
海通证券	1	8.52
宏源证券	1	14.83
山西证券	1	8.28
西南证券	1	
兴业证券	1	22.21

资料来源：民族证券 WIND

目前上市券商普遍参股基金，基金规模的扩张有助于券商转变经营结构，加大买方业务比重，提升非传统业务收入。

（四）创新业务，2011 年券商加大投入的方向

融资融券。证监会正在研究推出转融通制度，在转融通开始之后，融资融券市场将同时活跃，券商将继续向创新业务倾斜，创新业务收入贡献率将增加。目前证券行业已经有三批共 26 家券商获得融资融券的试点资格，上市券商分别有中信、海通、光大、广发、招商、华泰、宏源、西南、国元、长江和兴业证券。

股指期货目前月均交易额从 4.4 万亿元上升到了近期的 7 万亿元，合计交易 35 万亿元。预计全年将超过 50 万亿元成交额。按照万分之一的佣金率标准，期货公司佣金收入总和 50 亿元。按照券商系期货公司 40% 的市场份额，股指期货给拥有 IB 业务资格的券商带来的佣金收入达 20 亿元。股指期货业务对东北证券、广发证券、华泰证券的业绩影响程度超过 1%。

（五）行业投资评级

从市盈率水平上看，证券行业市盈率水平在 2010 年触底回升，全年整体跑输大盘。在 2011 年货币政策由适度宽松变为稳健，成交额可能出现稳步上升，股指的波动是行业发展的不确定性因素，我们认为 2011 年行业整体仍依赖于大盘走势，货币政策的转向可能影响行业的系统性投资机会，但个别券商可能受益于业务结构的调整及自营业务的正确决策，仍有较大机会。维持行业中性评级。

图 7：2010 年行业整体弱于大盘



数据来源：WIND 民族证券

（六）重点上市公司分析

1、中信证券（600030）

（1）公司业务结构将面临重大调整

公司两个重要子公司的股权转让工作基本完成或即将完成。公司对中信建投公司的股权处置将在今年年底之前基本完成。公司对华夏基金的股权处置工作最快将在明年完成。公司对两大子公司股权的处置，将会对公司现有业务结构产生重大影响，出售后净资产的扩大，将使公司有能力重新打造新型业务结构，以更适应未来发展需要。

（2）出售两家子公司前后业务对比

出售中信建投 53%的股权，中信建投会计处理方法由权益法变为成本法，一次性增加投资收益 70 亿元。未来基于中信建投产生的收入中的代理证券买卖业务收入、证券承销业务收入、投资收益等都将相应减少。出售中信建投，未来营业收入将减少 30%。

出售华夏基金 51%的股权，公司营业收入中，基金管理业务收入将同步下降。这项收入 2010 年半年度报告中，占全部营业收入的 12.5%。公司可能采取逐步解决两家子公司股权的方式，2010 年完成中信建投子公司的出售，2011 年完成华夏基金的出售。出售华夏基金，按照 51%的出售比例，营业收入将再下降 5%-10%。

（3）业务结构调整方向将倾向于多元化、国际化

A. 直投业务

从中信证券的业务扩展情况来看，直接投资业务将是公司战略重点业务之一。目前金石投资项目数量已达 20 家，投资额接近 20 亿元，直投项目已经陆续进入收获期。上市的股票均在首年大比例分红送配，因此，潜在收益率近 10 倍。目前创业板和中小板上市速度不减，年内已经有 186 家在中小板上市，100 家在创业板上市，为直接投资公司提供了快捷退出渠道，金石公司直投业务潜在收益将在未来 3-5 年陆续释放出来。随着出售子公司的结束，公司净资产将大幅增加，届时，金石公司注资上限将随之提升，如果中小企业发行速度保持不变，中信证券仍将继续增资金石投资，将其打造成公司核心业务之一。

B. 国际业务

中信证券是国内券商中国际化最早国际化程度最高的公司。2006 年中信证券在香港设立中信证券（香港）公司，2007 年改名中信证券国际公司，作为中信证券海外业务拓展的平台。

2010 年中信证券与东方汇理银行合作，中信证券国际是中信证券与东方汇理银行合作的平台。中信证券将与东方汇理银行新设立的控股公司以 50%对 50%的持股比例成立合资公司，中信证券将中信证券国际注入合资公司，东方汇理银行将里昂证券注入合资公司。此次合作将增强中信证券在海外市场投行业务的竞争力。

（4）业务结构调整——传统业务重塑

出售中信建投证券使公司经纪业务市场地位下降。公司拟通过新建营业部来弥补营业部家数不足的问题。公司拟在未来几年新建 20 家左右营业部，重新布局营业部的全国分布。

中信证券新设的营业部在惠州、合肥、沈阳、唐山，布局在华南、华东和东北等二线城市。新增的网点位于二、三线城市，整体佣金水平较高，公司经纪业务收入及市场份额会随

着新增营业网点的数量的逐渐增多会缓慢提升。投行业务为应对以及市场份额下降的形式，中信证券加大对再融资业务的投入。

(5) 预计中信证券 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.7 元、1.4 元和 1.6 元，维持“谨慎推荐”投资评级。

风险：系统性风险包括市场下跌，成交低迷，各项业务均受到影响。非系统性风险包括各项业务市场份额和竞争优势由于出售子公司而下降。

2、广发证券（000776）

(1) 在年底行业“一参一控”大限截止前，公司将所持有的广发华福全部股权（60.35% 股权）在产权交易机构通过挂牌方式进行转让，股权挂牌价格为 24.90 亿元。

(2) 转让完成后，公司经纪份额将下滑至 4.05%，居市场第 7 位，公司营业部数将减少至 177 家，但部均营业收入提高。从收入利润上看，营业收入、净利润分别下滑 11%、8%。

(3) 此次股权转让将为公司带来约 21.7 亿元的一次性投资收益（挂牌价减掉初始投资成本），对应 EPS 增厚 0.86 元。资本实力的提升将为公司开展创新业务及传统业务扩大规模奠定基础。公司业务结构转型有望起步。随着股权转让的完成，公司在传统及创新业务上的拓展均将迎来新的机遇。

(4) 公司业绩弹性大，具有大券商的盈利水平和中小券商的股本规模。股权转让以及增发提升公司长期成长空间，维持谨慎推荐评级。子公司股权转让后，公司将在创新、经纪、资管等业务领域迎来新的机遇，而在增发完成后，长期制约公司发展的资金瓶颈将被彻底打破。

(5) 预计广发证券 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 1.6 元、2.5 元和 2.7 元，维持“谨慎推荐”投资评级。

风险：市场下跌和成交清淡影响公司各项业务，收入利润将会明显下降

附录：估值评级表

股票 代码	股票 简称	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		2010-11-25 收盘价	目标 价位	投资 评级
		2009	2010E	2011E	2010	2011			
600837	海通证券	0.55	0.48	0.50	21.3	20.5	10.23	12.8	中性
600030	中信证券	1.35	0.60	1.40	22.3	9.6	13.40	16.8	谨慎推荐
601688	华泰证券	0.82	0.57	0.66	26.0	22.4	14.81	18.5	中性
600999	招商证券	1.05	0.78	0.90	26.8	23.3	20.94	26.2	中性
601788	光大证券	0.92	0.52	0.62	29.9	25.1	15.54	19.4	中性
000776	广发证券	1.82	1.60	2.50	30.8	19.7	49.25	61.6	谨慎推荐
000783	长江证券	0.80	0.51	0.61	25.3	21.1	12.88	16.1	中性
000728	国元证券	0.69	0.45	0.52	29.1	25.2	13.11	16.4	中性
601377	兴业证券	0.60	0.55	0.61	33.1	29.8	18.2	22.8	中性
600369	西南证券	0.54	0.48	0.54	26.8	23.8	13.26	16.6	中性
601099	太平洋	0.27	0.23	0.25	52.8	48.6	12.14	15.2	中性
000562	宏源证券	0.77	1.05	1.16	18.4	16.7	19.33	24.2	中性
600109	国金证券	0.50	0.60	0.70	28.3	24.2	16.95	21.2	中性
000686	东北证券	1.43	0.82	0.90	29.7	27.1	24.39	30.5	中性

分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。2007 年获公司优秀研发成果奖，2007 年度在《上海证券报》举办的“顶级券商盈利预测”中对上市公司盈利预测准确率排名第八。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn