

估值修复+业绩增长——2011 年证券行业年度投资策略

证券行业

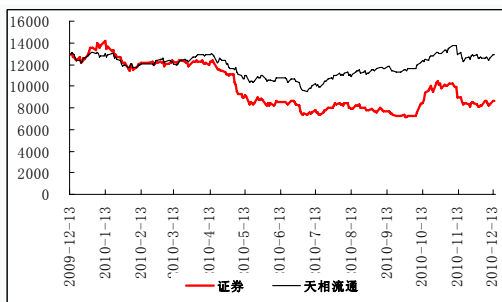
增持（维持）

报告日期：2010 年 12 月 14 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	8613.10	-14.46
天相流通指数	3840.44	-5.93
上证指数	2922.95	-6.76

行业指数近一年走势图



相关报告：

《收入及利润环比大增——上市证券公司 10 月数据点评》

2010 年 11 月 8 日

《佣金率见底, 预期逆转——证券业 2010 年三季度综述》

2009 年 11 月 5 日

《营业收入及净利润双双下滑——上市证券公司 9 月数据点评》

2009 年 10 月 19 日

天相金融房地产组

分析师—姚轶楠（执笔）

010-66045746 yaoyan@txsec.com

首席分析师—石磊

010-66045557 shil@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2011 年上市券商业绩增长的驱动因素分析；
- 佣金率下降逆转估值下降预期；
- 利用创新指标对经纪业务弹性进行测算。

投资要点：

- **价格下降预期压制券商股估值。** 尽管 2010 年经纪业务成交额同比增长，但佣金率的下滑导致券商业绩表现不理想，估值水平受到压制。2010 年前三季度净佣金率水平较 2009 年下降 30%，券商股一年滚动 PE 估值降至 17 倍的历史较低水平。
- **2011 年经纪业务增长预期明确。** 目前券商的净佣金率已下降至较低水平，在券商成本刚性较强的情况下，明年佣金率的下跌势头有望减缓。海外市场中成交额随着市值的增长而增加的趋势十分明显。A 股市场总市值和流通市值的增长趋势明显，市值的提升必将提升成交额的增长预期，我们预计未来两年日均成交额分别为 2600 亿元（单边）和 2800 亿元（单边）。
- **融资融券业务提升券商长期收入增长预期。** 根据海外市场经验，融资融券交易额能够达到总成交额的 10%-15% 的水平，按照 50-60 万亿元的年成交额水平，融资融券交易规模将超过 5 万亿元，按照融资融券交易日均换手率 3% 计算，融资融券日均余额规模 5-10 年内有望达到 7000 至 8000 亿元的水平。按照 8% 的年综合利率及手续费率计算，融资融券业务产生的收入将超过 500 亿元，这将使得融资融券业务收入占预测 2011 年行业总收入的 20% 左右。
- **投资策略：关注经纪业务弹性高的券商。** 经纪业务仍是决定 2011 年券商业绩的首要因素，我们在一定的假设下，构建了经纪业务乘数指标用以考量券商的经纪业务弹性。
- **“估值修复+业绩增长”，增持。** 我们认为券商 2011 年业绩实现同比增长的可能性很大。行业的不利因素逐步消退，长期来看行业仍处于发展的前期，未来成长的空间十分巨大。在宏观经济形势仍呈较好局面的前提下，行业景气度将不断上升，我们维持对证券行业的“增持”投资评级。个股选择：华泰和宏源证券（经纪业务弹性+低估值）；海通证券（创新业务）；辽宁成大（多业务成长性+低估值）。

目 录

1. 价格下降预期压制券商股估值	4
1.1 经纪业务收入独大局面仍将维持	4
1.1.1 流通市值膨胀推高日均成交	4
1.1.2 2010 年前三季度上市券商经纪业务收入占总收入比重为 52.50%	5
1.2 价格下降预期压制券商股估值	6
1.2.1 佣金率下滑加速	6
1.2.2 价格下降预期压制行业估值	8
1.2.3 基金对于证券行业关注度下降	9
2. 预期扭转，看好长期发展	10
2.1 经纪业务增长预期明确	10
2.1.1 佣金率有望扭转急速下跌趋势	10
2.1.2 股票成交额有望超预期	11
2.2 投行业务发展步入快车道	15
2.3 融资融券业务提升券商长期收入增长预期	16
2.4 直投业务进入回报期，券商收入结构多元化加速	17
3. 投资策略：关注经纪业务弹性高的券商	18
4. “估值修复+业绩增长”，增持	19
4.1 预期扭转，估值有望向上修复	19
4.2 风险因素分析	20
4.3 盈利预测与个股选择	20

表格目录

表格 1 上市券商净佣金率水平情况.....	7
表格 2 上市券商净佣金率同比变化幅度.....	7
表格 3 上市券商业务及管理费/（营业收入-自营业务收入）变化.....	10
表格 4 中信和海通证券直投业务盈利测算.....	18
表格 5 上市券商经纪业务弹性测算.....	19
表格 6 上市券商盈利预测和评级表.....	21

图表目录

图表 1 1999 年以来证券市场总市值、成交额及换手率变化.....	4
图表 2 2007-2010 年 1-9 月上市券商收入结构.....	5
图表 3 各上市券商 2010 年 1-9 月收入构成情况.....	6
图表 4 上市券商佣金率变化.....	6
图表 5 近一年来证券板块走势与沪深两市指数走势比较.....	8
图表 6 证券行业与全市场滚动市盈率比较.....	8
图表 7 2009 年以来月度日均股票成交额及同比变化情况.....	9
图表 8 基金持有券商股情况.....	10
图表 9 2007 年以来营业部数量变化.....	11
图表 10 美国股市市值与成交额变化.....	12
图表 11 日本股市市值与成交额变化.....	12
图表 12 台湾股市市值与成交额变化.....	13
图表 13 韩国股市市值与成交额变化.....	13
图表 14 香港股市市值与成交额变化.....	13
图表 15 2001 年以来我国股票市场市值规模变化.....	14
图表 16 我国流通市值/GDP 变化及与国外对比.....	14
图表 17 上市券商承销业务收入及收入占比情况.....	15
图表 18 上市券商股票主承销金额变化（单位：亿元）.....	16
图表 19 月度融资融券规模及融资买入占总交易额比例.....	17
图表 20 日本融资融券交易规模及占总交易额比重.....	17

1. 价格下降预期压制券商股估值

1.1 经纪业务收入独大局面仍将维持

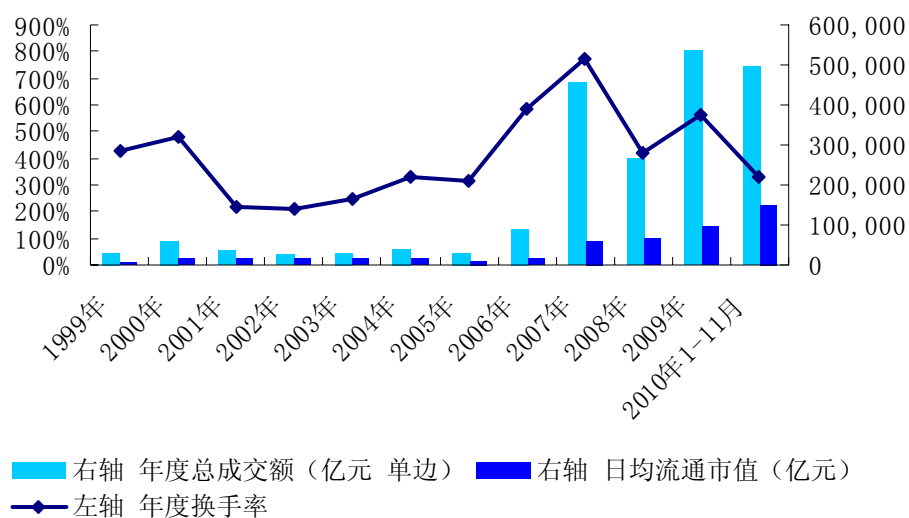
1.1.1 流通市值膨胀推高日均成交

2010 年由于国内外经济前景不明朗，股市呈现震荡走势，截至 2010 年 11 月 30 日，上证指数年内下跌 13.94%，深证综指年内上涨 8.86%。投资者参与股市的热情有所降温，2010 年 1-11 月新增开户数累计 1,539 万户，同比下降 12.97%。截至 11 月底，开户数已达 18,688 万户，较 2009 年底增加 8.97%。

随着大小非解禁及股权融资的增长，流通市值快速增加，成交额较去年有所放大。截至 2010 年 11 月 30 日，股市总流通市值已达 18.80 万亿元，较 2009 年末的 14.97 万亿元增长 26%，流通市值/总市值为 71.7%，较 2009 年末的 61.7% 增加 10 个百分点。2010 年 1-11 月两市股票累计成交 49.33 万亿元（单边），同比增加 2.47%，日均成交额为 2253 亿元（单边），较 2009 年同期的 2178 亿元，增长 3.44%。换手率则随着流通市值的增加快速回落，2010 年 1-11 月股市换手率为 328.33%，仅为 2009 年同期 537.38% 的 61%。

2011 年仍然是解禁高峰年，按照 12 月 13 日股价计算，全年解禁市值超过 2 万亿元，流通市值仍将快速增加。从历史上看，股市的年换手率始终保持在 200% 以上，且在经济上升期股市换手率总体呈现上升趋势。考虑到未来 3-5 年我国经济仍有望维持较快增长，因此剔除股改解禁因素后，股市换手率有望呈现一定的上升趋势。

图表 1 1999 年以来证券市场总市值、成交额及换手率变化



资料来源：天相投资分析系统

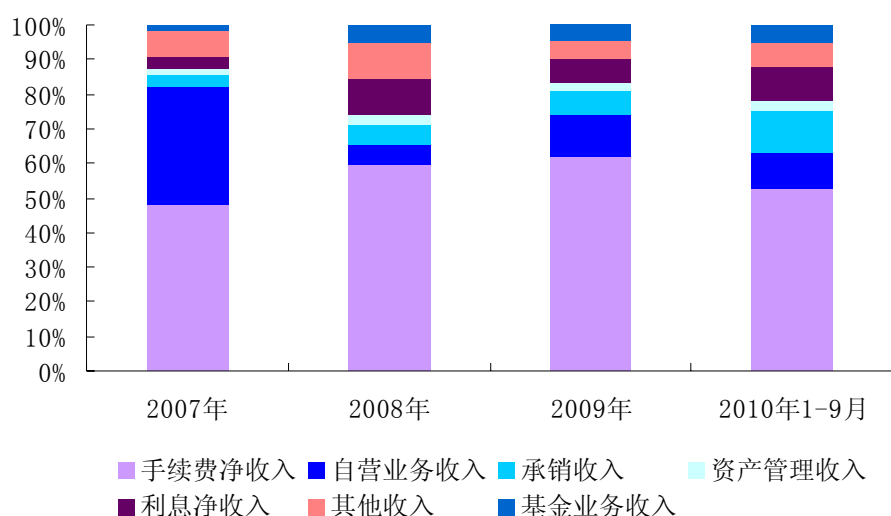
注：数据截止到 2010 年 11 月 30 日

1.1.2 2010 年前三季度上市券商经纪业务收入占总收入比重为 52.50%

尽管，融资融券、股指期货以及直接投资等创新业务已开始为券商贡献收入，但从 2010 年前三季度上市券商的经营数据来看，经纪业务仍是收入的主要来源。披露数据的 14 家券商合计代理证券买卖业务净收入占总营业收入的比重为 52.50%。

经纪业务收入的重要地位难以在短期内转变，这一方面是由于自营业务收入波动性较大，对总收入的贡献不稳定，另一方面，创新业务收入短期内难以形成较大规模，对总收入贡献不大。承销业务收入占比呈逐步增加的趋势，未来股权融资规模仍有望继续增加，这对于改善短期券商收入结构十分有利。

图表 2 2007-2010 年 1-9 月上市券商收入结构

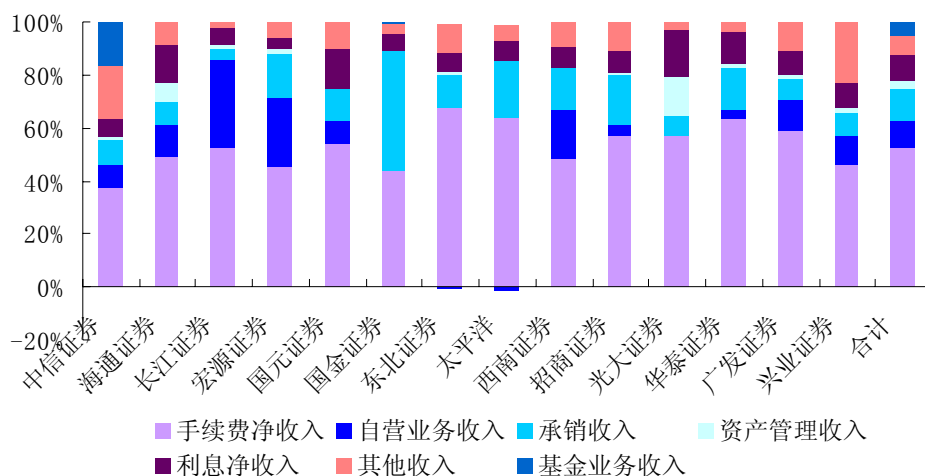


资料来源：各上市公司年报

注：未计算山西证券数据

从单个上市券商的情况来看，2010 年 1-9 月，14 家披露数据的券商代理买卖业务净收入占总收入比重都在 40%以上。

图表 3 各上市券商 2010 年 1-9 月收入构成情况



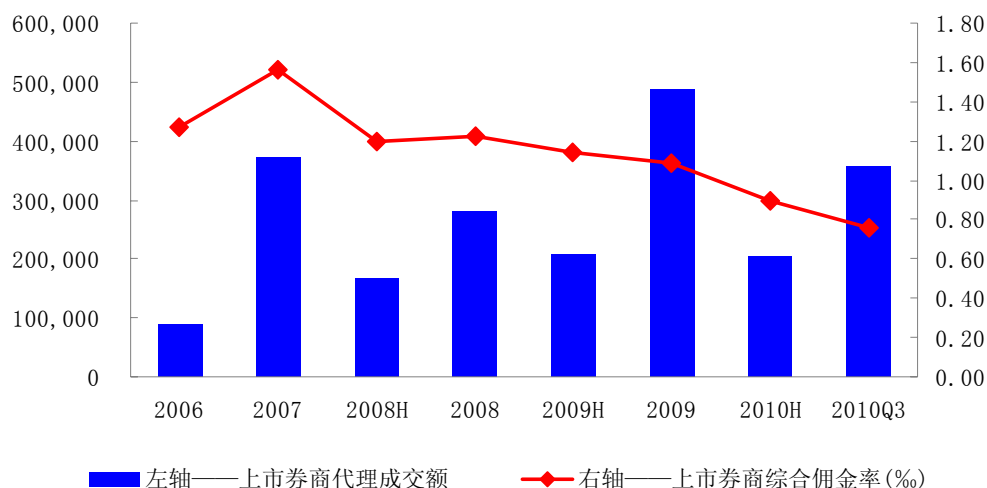
资料来源：各上市公司年报

1.2 价格下降预期压制券商股估值

1.2.1 佣金率下滑加速

2008 年以来，营业部数量快速增加使得券商之间的竞争日益激烈，由于证券公司业务同质性强，价格竞争成为了竞争的主要手段。券商的佣金率下滑十分明显，在 2010 年 1-9 月，上市 14 家券商（山西证券未披露 3 季度数据）平均净佣金水平已从 2007 年的高点 1.57% 降至 0.76%，降幅为 51%，进入 2010 年这种下滑势头有加速的趋势，2010 年前三季度净佣金水平较 2009 年全年下降了 30%。

图表 4 上市券商佣金率变化



资料来源：各券商年报，上海证券交易所，深圳证券交易所

从上市券商个体来看，2010 年前三季度，券商净佣金率水平已普遍降至 1% 以下，兴业证券已降至万分之六以下。我国目前经济发展水平不均衡，东部地区经济发展水平较高，基础设施较为完备，通讯便利，通过自助手段进行的交易占比较高，这有利

于券商降低运营成本。同时，东部地区营业部网点密集度较高，竞争激烈，从而使得净佣金水平下降较快。因此，我们可以看到，东部地区营业部数量较多的全国性券商或营业部集中在东部地区的区域券商净佣金率水平下降较快。

而中西部地区由于经济发展水平相对较低，基础设施建设水平较差，自助交易占比较低。同时，中西部地区营业部网点覆盖率低，且网点密度低，因此竞争的激烈程度弱于东部，从而使得净佣金率水平下降幅度小于东部。因此，营业部集中在中西部地区的区域券商净佣金率水平较高且下降幅度较小。

表格 1 上市券商净佣金率水平情况

	2007	2008	2009	1Q2010	1H2010	3Q2010
中信证券	0.256%	0.127%	0.112%	0.087%	0.086%	0.080%
宏源证券	0.185%	0.160%	0.130%	0.124%	0.122%	0.100%
长江证券	0.137%	0.104%	0.103%	0.087%	0.085%	0.072%
东北证券	0.194%	0.201%	0.155%	0.134%	0.129%	0.109%
国金证券	0.118%	0.105%	0.112%	0.092%	0.091%	0.076%
国元证券	0.157%	0.141%	0.100%	0.093%	0.082%	0.073%
海通证券	0.115%	0.121%	0.113%	0.101%	0.100%	0.081%
太平洋	0.199%	0.201%	0.165%	0.155%	0.152%	0.127%
西南证券	0.171%	0.128%	0.115%	0.100%	0.099%	0.081%
招商证券	0.133%	0.106%	0.093%	0.080%	0.077%	0.063%
光大证券	0.163%	0.108%	0.088%	0.080%	0.072%	0.063%
华泰证券	0.127%	0.095%	0.093%	0.082%	0.073%	0.069%
广发证券	0.147%	0.150%	0.130%	0.104%	0.102%	0.082%
兴业证券	0.132%	0.105%	0.093%	—	0.071%	0.059%
山西证券	0.196%	0.178%	0.155%	—	0.131%	0.113%

资料来源：公司定期报告，天相投顾整理

表格 2 上市券商净佣金率同比变化幅度

	2007	2008	2009	1Q2010	1H2010	3Q2010
国金证券	-7.34%	-10.90%	6.41%	11.53%	-13.77%	-14.17%
宏源证券	72.67%	-13.13%	-18.96%	-0.06%	-8.96%	-21.94%
太平洋	6.06%	1.15%	-17.92%	-4.73%	-10.82%	-24.30%
山西证券	25.30%	-9.03%	-13.05%	—	-15.59%	-27.11%
中信证券	94.08%	-50.64%	-11.19%	-18.75%	-24.45%	-27.52%
华泰证券	-16.26%	-25.27%	-2.34%	-8.75%	—	-27.97%
东北证券	4.71%	3.63%	-23.06%	-13.37%	-18.15%	-28.50%
长江证券	-10.59%	-23.85%	-0.75%	7.00%	-8.74%	-29.03%
国元证券	7.66%	-10.33%	-29.14%	-8.28%	-22.84%	-30.69%
海通证券	0.34%	4.85%	-5.92%	-5.92%	-15.25%	-30.71%
西南证券	9.49%	-25.07%	-10.78%	-13.09%	-19.07%	-31.73%
招商证券	50.93%	-20.16%	-12.70%	-11.36%	-20.11%	-33.32%
光大证券	58.90%	-33.41%	-18.46%	-11.20%	-24.14%	-34.78%



广发证券	5.24%	1.84%	-12.98%	-22.32%	-26.08%	-38.96%
兴业证券	18.50%	-20.41%	-11.34%	-	-25.14%	-39.10%

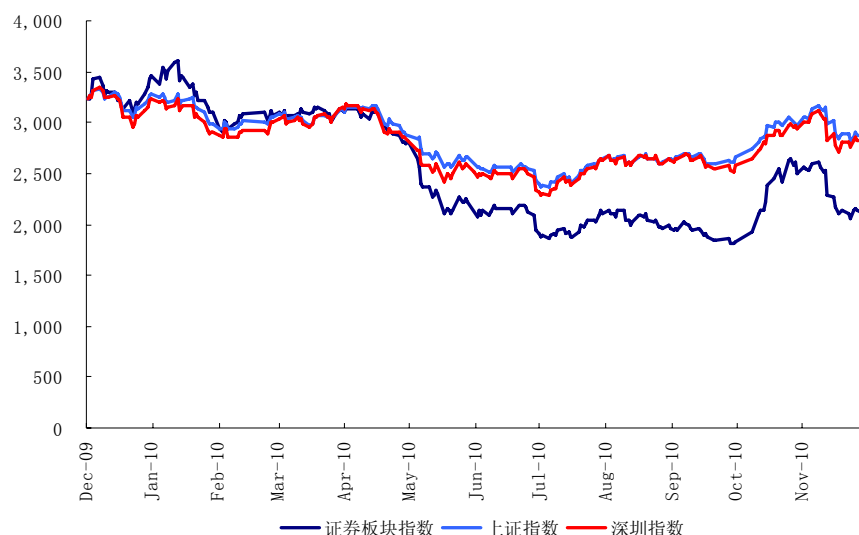
资料来源：公司定期报告，天相投顾整理

注：按照 2010 年前三季度净佣金数据排序

1.2.2 价格下降预期压制行业估值

受到佣金率下降影响，2009 年下半年开始，券商股表现不佳，估值水平持续下降。至 2010 年，券商股一年滚动市盈率最低降至 17 倍左右，低于市场平均水平。佣金率下降吞噬了部分成交金额的上升对于券商业绩的正面影响。

图表 5 近一年来证券板块走势与沪深两市指数走势比较



资料来源：天相投顾分析系统

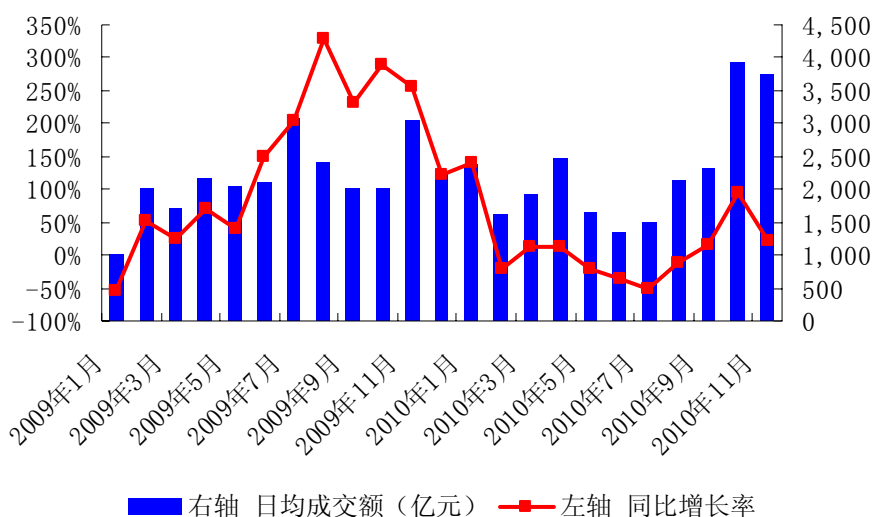
图表 6 证券行业与全市场滚动市盈率比较



资料来源：天相投顾分析系统

除了佣金下降预期压制了券商的估值，我们认为，市场成交额的变化也是影响券商股估值的重要因素。2009 年下半年开始，市场月度日均成交的同比增长率呈下降趋势，进入 2010 年，由于 2009 年基数较高，同比增速明显下降。受此影响，对券商业绩的增速预期下滑，压制了券商的估值水平，券商的估值已降至历史最低水平。

图表 7 2009 年以来月度日均股票成交额及同比变化情况



资料来源：天相投顾分析系统

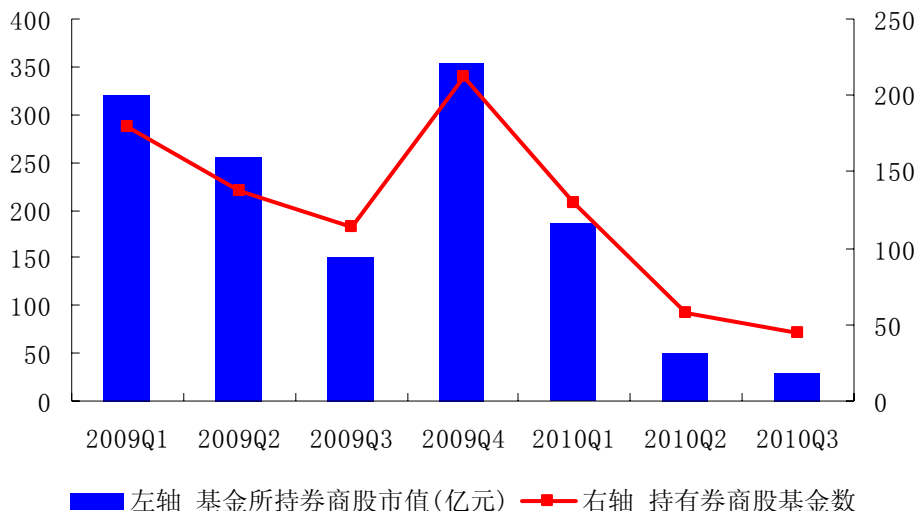
1.2.3 基金对于证券行业关注度下降

我们将基金投资券商股的情况作为市场对于证券行业看法的代表。2009 年以来，基金持有的券商股市值以及持有券商股的基金数都呈下滑趋势。2009 年一季度末，基金持有券商股的市值为 321 亿元，持有券商股的基金数为 179 个（按照持有单个券商股的基金数累计计算，未剔除持有两支券商股以上的基金，以下同），但 2010 年三季度末，基金持有的券商股市值已降至 29 亿元，持有券商股的基金数为 44 个。

基金持股的变化与券商股的估值变化基本一致，基金持有的券商股规模已经下降到了较低的水平，从一定程度上来说，证券行业的不利预期在估值方面已体现的较为充分。



图表 8 基金持有券商股情况



资料来源：天相投资分析系统

2. 预期扭转，看好长期发展

2.1 经纪业务增长预期明确

2.1.1 佣金率有望扭转急速下跌趋势

证券业协会于 2010 年 9 月 30 日下发《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》，对证券公司及其营业部的佣金率水平做出了明确规定，要求佣金率水平不得低于各证券公司营业部的成本。这对于抑制恶性佣金价格战是十分有利的。尽管随着网络等自助式交易占比越来越高，券商长期成本下降趋势明显，佣金率的下降趋势无法逆转。不过，2011 年佣金疾速下滑趋势有望因新规实施得到一定程度的抑制。

目前券商的净佣金率已下降至较低水平，在券商成本刚性较强的情况下，券商主动降佣的动力已经不足。从业务及管理费/（营业收入-自营业务收入）的情况来看，尽管 2010 年前三季度日均成交额仍维持在 2000 亿左右的水平，高于 2007 年，但费用率较 2007 年有明显上升，部分券商费用率甚至高于 2008 年。

表格 3 上市券商业务及管理费/（营业收入-自营业务收入）变化

	2010Q3	2009	2008	2007
招商证券	38.62%	42.35%	44.80%	43.85%
光大证券	40.65%	33.65%	37.19%	43.05%
广发证券	41.47%	40.34%	38.04%	42.94%
国元证券	42.72%	36.70%	42.56%	39.38%
华泰证券	44.20%	41.01%	47.94%	37.99%
海通证券	47.29%	41.54%	48.70%	42.10%

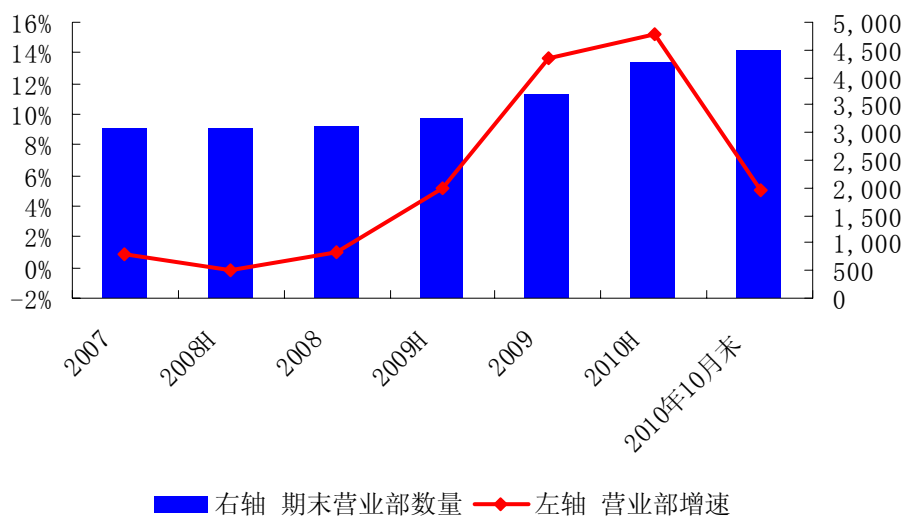


宏源证券	50.49%	46.94%	47.19%	33.82%
中信证券	53.25%	43.15%	43.72%	47.76%
兴业证券	53.96%	51.54%	38.90%	45.35%
东北证券	55.04%	42.49%	47.04%	36.08%
山西证券	57.15%	44.24%	48.27%	28.43%
太平洋	58.15%	58.23%	66.02%	50.24%
西南证券	59.39%	52.03%	63.69%	32.38%
长江证券	60.26%	51.20%	56.99%	55.32%
国金证券	60.40%	53.19%	61.92%	42.09%

资料来源：公司半年报，天相投顾预测

营业部数量增速趋缓，也使得行业竞争形势有所缓解。东部地区的营业部数量渐趋饱和，西部地区的经济状况短期内难以支持营业部数量的大幅增加，这将使得营业部数量的增速趋缓。2010年8月服务部升级大限过后，券商服务部升级已完成，由此带来的券商营业部数量增加的效应已基本在2010年内释放完毕，明年营业部数量增速下降也属必然。

图表 9 2007 年以来营业部数量变化



资料来源：上海证券交易所

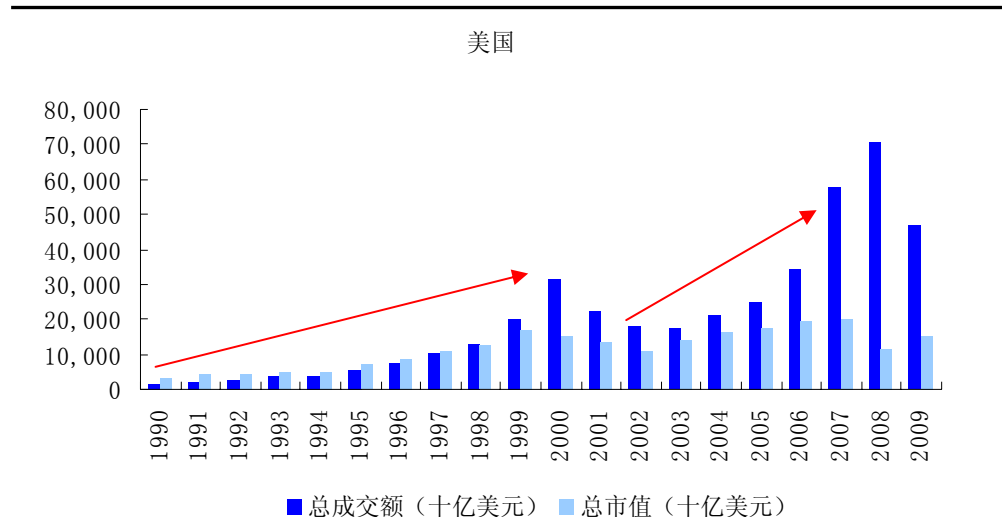
2.1.2 股票成交额有望超预期

在佣金率水平渐趋稳定的情况下，日均成交额增量将直接转化为券商的经纪业务收入。在经纪业务仍然将是券商主要收入来源的前提下，判断未来成交额的走势对于预测券商业绩走势是十分关键的。

从国外的经验来看，自1990年至1999年，美国股市总市值从3.11万亿美元增长至16.73万亿元，年度总成交金额从1.82万亿元增长至19.89万亿元，自2002年至2007年，美国股市总市值从11.06万亿元增长至19.92万亿元，年成交金额也从18.21万亿元增长至57.90万亿元，成交额随着市值的增长而增加的趋势十分明显。

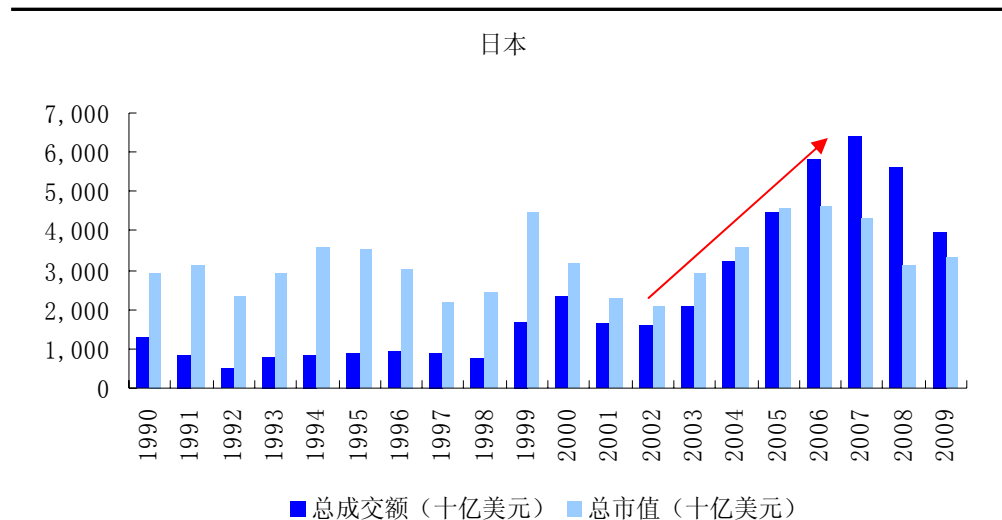
而这种趋势在日本、香港、韩国和台湾市场都存在。

图表 10 美国股市市值与成交额变化



资料来源: WFE

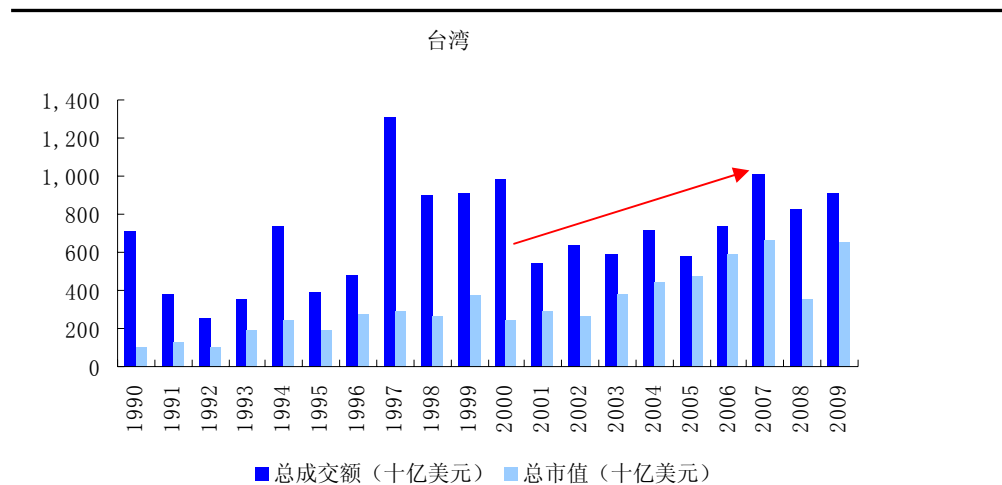
图表 11 日本股市市值与成交额变化



资料来源: WFE

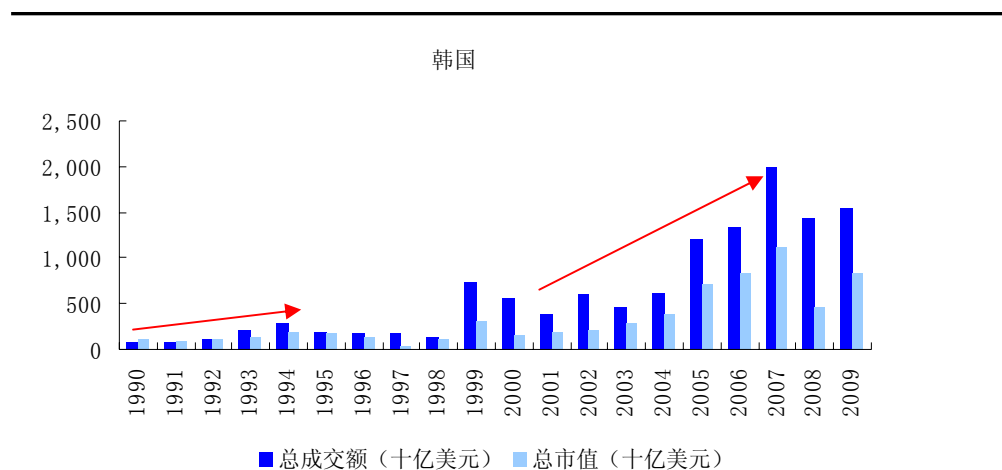


图表 12 台湾股市市值与成交额变化



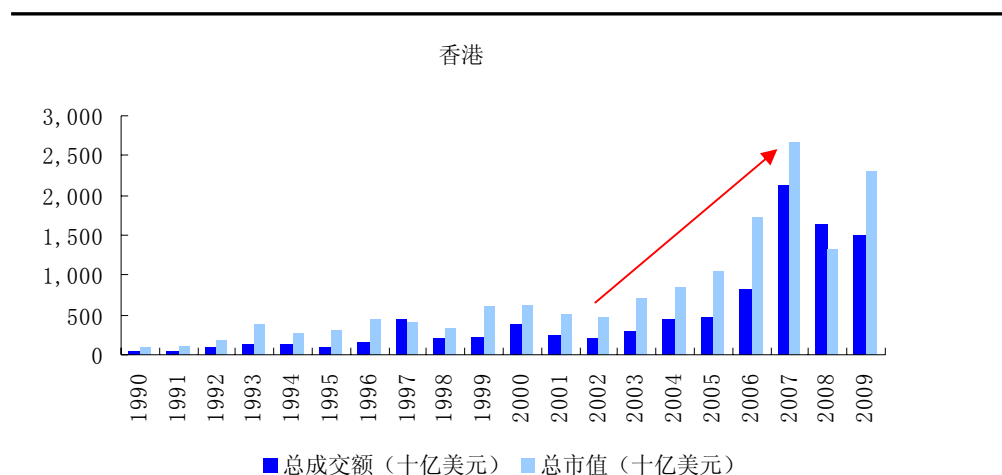
资料来源: WFE

图表 13 韩国股市市值与成交额变化



资料来源: WFE

图表 14 香港股市市值与成交额变化

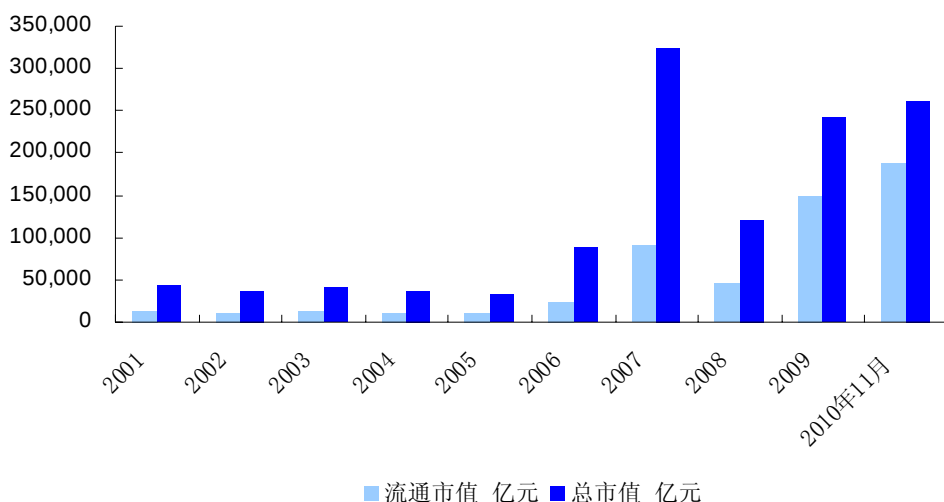


资料来源: WFE



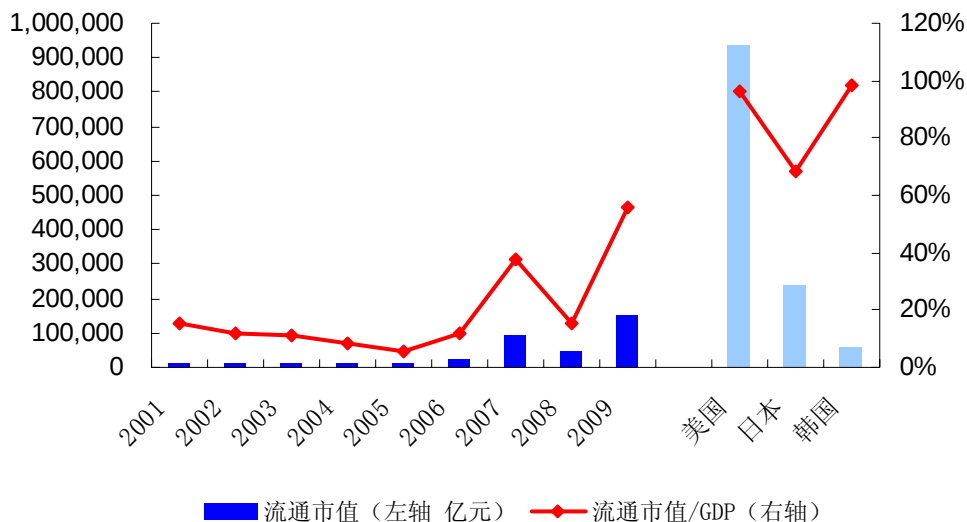
市场存量规模的增加意味着市场参与者的增加，参与者的增加也必将促进交投的活跃程度，成交额的增长也就是必然的结果。从A股市场来看，总市值和流通市值的增长趋势明显。这一方面由于我国经济增速较快，另一方面，我国证券化率较低，未来提升空间较大。

图表 15 2001 年以来我国股票市场市值规模变化



资料来源：天相投资分析系统

图表 16 我国流通市值/GDP 变化及与国外对比



资料来源：天相投资分析系统

总市值的提升必将提升成交额的增长预期，我们预计未来两年日均成交额分别为 2600 亿元（单边）和 2800 亿元（单边）。长期来看，日均成交额将随着市值增长而增长。

2.2 投行业务发展步入快车道

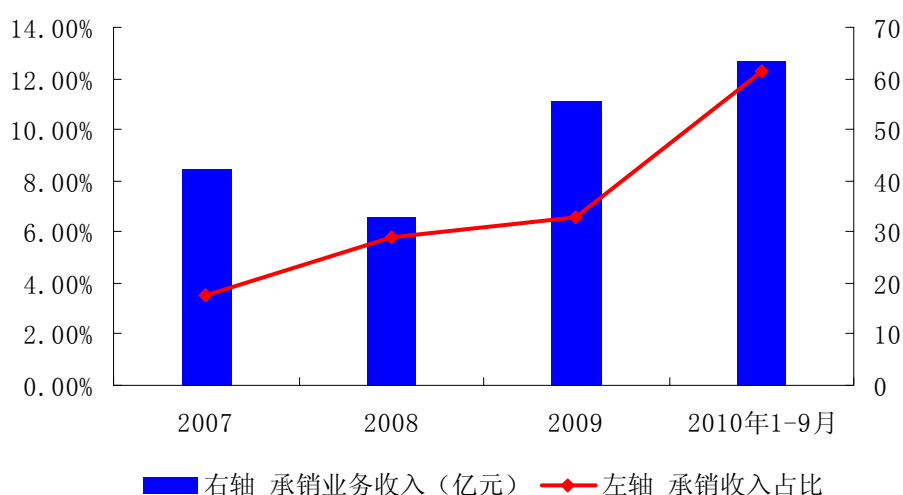
截至 2010 年 11 月 30 日，股权融资规模已高达 8408 亿元，在 2010 年仍有一个月时间走完的情况下，已超过了 2007 年全年 7737 亿元的融资规模，创历史新高。上市融资的企业类型多种多样，光大银行、农业银行、华泰证券等大型金融企业陆续上市；由于贷款快速增长，银行为达到资本充足率要求纷纷开启配股方案；创业板推出，小型私营企业寻求上市融资；一重、二重、唐山港等大型国企接连上市融资；中小板融资规模创新高。股权融资规模特别是 IPO 规模已明显超出我们在年初的预期，无论是次数还是规模，都为历史最高水平。

“优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”，这是党的十七大报告为中国资本市场今后发展指明的方向。根据央行《2009 年中国金融市场发展报告》数据，我国 2009 年，直接融资占比为 19.5%，较 2008 年的 17.6% 提高了 1.9 个百分点；2009 年全年直接融资额为 2.55 万亿元，其中股权融资额仅为 5183 亿元，占我国融资总额比重不到 4%。融资结构调整任重而道远，股权融资规模的扩张势所必然，股权融资规模有望在未来稳步提升。

借此东风，券商投行业务即将步入快速发展轨道。从上市券商数据来看，承销业务收入占比已逐步超越自营业务，成为第二大收入来源。2010 年前三季度上市券商合计承销业务收入占总营业收入比重为 12.3%。承销业务作为收费类中介业务，其收入的波动性小于经纪和自营业务。随着股权融资规模的扩大，承销业务收入的增长确定性较强。

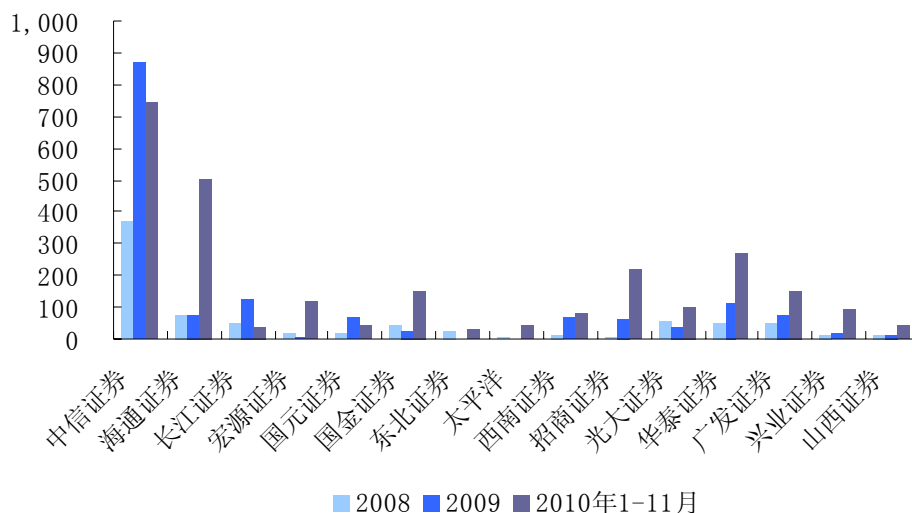
我们认为，未来两年股权融资规模仍将维持增长，加之国际板推出等因素影响，预计 2011 年股权融资增速在 10%-20%。

图表 17 上市券商承销业务收入及收入占比情况



资料来源：天相投资分析系统

图表 18 上市券商股票主承销金额变化（单位：亿元）



资料来源：天相投资分析系统

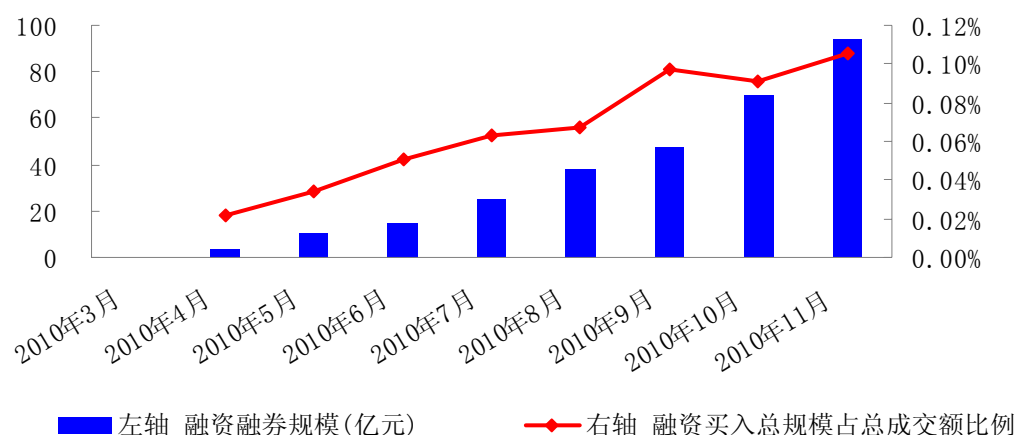
2.3 融资融券业务提升券商长期收入增长预期

截至2010年11月末，融资融券余额已达到94亿元，月度复合增长速度接近150%。按照11家券商计算，平均每家券商的融资融券规模在8.5亿元左右。2010年11月，第三批融资融券试点券商名单已经获批，融资融券规模的增长有望进一步加速。

尽管以目前的融资融券规模，收入贡献不明显，但长期来看，融资融券业务的发展前景十分光明。从台湾的情况来看，融资融券产生的交易额能够达到市场成交额的30%-40%。日本融券成交额可以占到总成交金额的10%-15%。目前A股市场融资买入交易额仅占总成交额的0.10%左右的水平，如果A股市场的融资融券交易额能够达到总成交额的10%-15%的水平，按照50-60万亿元的年成交额水平，融资融券交易规模将超过5万亿元，按照融资融券交易日均换手率3%计算，融资融券日均余额规模有望达到7000至8000亿元的水平。按照8%的年综合利率及手续费率计算，融资融券业务产生的收入将超过500亿元，这将使得融资融券业务收入占预测证券行业2011年总收入的20%左右。这是我们对于融资融券长期发展规模的测算结果，具体的发展进程仍决定于转融通、融资融券试点券商数量等关键条件。我们预计在5-10年内，我国的融资融券业务余额将达到这种规模。

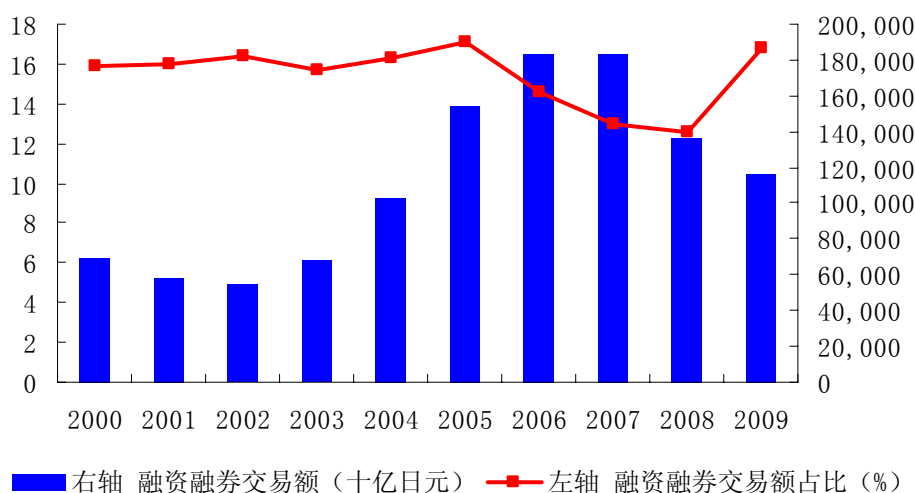
转融通仍是融资融券发展的关键。从目前融资融券业务开展的情况来看，融资规模远大于融券规模，这与融券的标的来源有关。目前融券主要来源于券商自身的可供出售金融资产，大大限制了可融标的的范围。如果转融通开闸，融券标的的来源将能够大幅拓宽，从而促进融券规模增长。转融通的开通也将推动融资规模的扩大，从而使得券商的经营杠杆提升，有利于提升券商的净资产回报水平。

图表 19 月度融资融券规模及融资买入占总交易额比例



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所

图表 20 日本融资融券交易规模及占总交易额比重



资料来源：东京证券交易所

2.4 直投业务进入回报期，券商收入结构多元化加速

随着中小企业上市进程的加速以及创业板的推出，直投业务通过上市退出的渠道已完全打开，投资回报周期因此而缩短。此外，券商通过“保荐+直投”的模式，不仅进一步缩短了投资周期，同时，也降低了直投业务的风险。

目前上市的券商中中信证券和海通证券直投业务开展时间较长，参与已上市项目较多，2011年多个直投项目将解禁。按照12月8日收盘价计算中信证券2011年解禁的直投项目浮盈达28亿元，约可占到中信证券2011年预测收入的10-15%左右。

从项目的获利周期，我们可以看到，这些项目获利周期最长的是5年，最短的仅需2年多即可产生收益。同时，收益率则非常高，中信证券平均项目收益率高达14倍，最高可达30倍。由此可见直投业务潜力巨大。



表格 4 中信和海通证券直投业务盈利测算

投资机构	所属券商	被投资企业	投资时间	证券代码	上市时间	限售解禁日	初始投资金额 (亿元)	持股数 (万股)	已出售获利 (亿元)	浮盈 (亿元)	隐含投资收益率 (%)	2011年可实现盈利
金石投资	中信证券	机器人	2008-06	300024	2009-10-30	2010-10-30	0.26	495	0.51	2.24	958.37	11.46
		神州泰岳	2009-05	300002	2009-10-31	2012-10-30	0.28	210		1.04	271.98	
		昊华能源	2007-12	601101	2010-3-31	2011-3-11	1.51	2,400		9.22	510.46	
中信联合创投	中信证券	威创股份	2007-08	002308	2009-11-27	2010-11-27	0.29	1,604		3.00	934.06	5.54
中信产业投资基金		理工监测	2007-06	002322	2009-12-18	2010-12-18	0.06	250		1.89	3,048.33	
海通开元	海通证券	盛运股份	2009-06	300090	2010-6-25	2011-6-25	0.39	3,900		10.96	2,710.00	10.96
		银江股份	2009-03	300020	2009-10-30	2011-10-30	0.08	150		0.34	321.63	
中比基金	海通证券	东方财富	2009-07	300059	2010-3-19	2012-7-22	0.55	500		2.07	276.36	14.06
		金风科技	2005-09	002202	2007-12-26	-	0.40	10,080		23.79	5,848.00	
		海利得	2006-10	002206	2008-1-23	-	0.43	800		1.14	164.84	
		长信科技	2006-12	300088	2010-5-26	2011-5-26	0.18	1,500		7.66	4,157.50	
		双箭股份	2007-10	002381	2010-4-2	2011-4-4	0.29	800		2.62	804.69	
		中元华电	2009-01	300018	2009-10-30	2012-10-30	0.24	365		0.61	152.53	
		赣锋锂业	2007-10	002460	2010-8-10	2011-8-10	0.08	750		3.77	4,927.00	

资料来源：上市公司招股说明书

注：以 2010 年 12 月 8 日收盘价计算

3. 投资策略：关注经纪业务弹性高的券商

2011 年对券商业绩影响最大的因素仍然是经纪业务，这是短期内无法改变的。尽管券商受市场成交额变化的影响对所有券商是同向的，但对于单个券商来说，经纪业务的弹性决定了其受益程度的大小。为了考量单个券商的经纪业务弹性，我们在一定假设下设计了一个经纪业务的独立估值方法。

首先，我们假设 2011 年各券商经纪业务佣金率温和下降，且各券商下滑幅度差异在±5%以内。另一个重要假设是，各券商 2011 年市场份额与 2010 年前 11 月的市场份额基本相同，变化幅度在±5%以内。

我们将每亿股经纪业务市场份额乘以经纪业务佣金率，得出的结果我们称之为经纪业务乘数。如果该项指标越大，那么当成交额变化时，相应的每股经纪业务收入变化幅度也就越大。因此，可以将此项指标看作是券商的经纪业务收入弹性指标。

从上市券商以及广发证券三家股东的计算结果来看，东北证券、广发证券以及广发证券三家股东的经纪业务弹性较高。

如果经纪业务市场份额或佣金率发生较大变化，那么经纪业务乘数也将发生较大变化。我们用股价/经纪业务乘数作为考察市场对于券商经纪业务基本数据变化看法的参考数据，如果佣金率下降在股价和市场份额不变的情况下指标将上升，如果市场份额上升在股价和佣金率不变的情况下指标将下降。从计算所得的结果看，除东北证券外，其余 4 家区域性券商该项指标最高，这可以部分说明市场认为区域性券商佣金率的稳定性较好以及市场份额的上升空间较大。而大型券商及中型券商该项指标则相对较低，这与大券商面对的佣金率下降压力较大有关。



表格 5 上市券商经纪业务弹性测算

公司名称	经纪业务市场份额 (%)	每亿股经纪业务市场份额 (%) (A)	经纪业务佣金率 (%) (B)	经纪业务乘数 (A*B)	股价	股价/经纪业务乘数
吉林敖东	11.19	1.952	0.97	1.88	36.78	19.51
广发证券	45.09	1.820	0.97	1.76	53.90	30.67
东北证券	7.85	1.074	1.29	1.38	23.55	17.03
辽宁成大	11.24	1.236	0.97	1.19	32.64	27.35
中山公用	6.18	1.031	0.97	1.00	19.36	19.44
宏源证券	12.74	0.852	1.16	0.99	18.65	18.86
招商证券	40.00	1.095	0.74	0.81	21.10	26.00
华泰证券	56.60	0.992	0.80	0.79	14.21	17.92
长江证券	17.84	0.808	0.84	0.68	12.69	18.69
国金证券	7.07	0.780	0.86	0.67	16.15	24.03
光大证券	30.36	0.895	0.73	0.66	15.59	23.71
国元证券	11.99	0.611	0.84	0.52	12.52	24.26
海通证券	43.99	0.530	0.94	0.50	10.37	20.87
兴业证券	15.10	0.699	0.69	0.48	17.34	35.86
中信证券	51.27	0.515	0.80	0.41	13.16	31.91
山西证券	5.69	0.258	1.31	0.34	11.99	35.47
西南证券	6.89	0.297	0.94	0.28	12.51	44.69
太平洋	2.60	0.170	1.49	0.25	11.39	45.20

资料来源：天相投顾预测

4. “估值修复+业绩增长”，增持

4.1 预期扭转，估值有望向上修复

我们重点分析了券商股 2011 年业绩增长的主要催化因素，认为券商 2011 年业绩实现同比增长的可能性很大。行业的不利因素逐步消退，长期来看行业仍处于发展的前期，未来成长的空间十分巨大。在宏观经济形势仍呈较好局面的前提下，行业景气度将不断上升，我们维持对证券行业的“增持”投资评级。

2010 年经纪业务佣金率的快速下降使得券商业绩并未因成交额的上升而增长，多重因素影响下，这种不利局面在 2011 年有望得到缓解。如果行业佣金率的下降趋势减缓，市场的关注点就将逐步转移至券商各业务的成长性上来。行业仍处于发展的前期，良好的成长性将推动估值水平的上升。

从中短期来看，经纪业务是关注重点，成交额的增长是大概率事件，承销业务收入也有望随着股权融资规模的扩大而增长。券商普遍偏于稳健的自营投资风格使得券商的自营收入对收入的影响减弱。券商业绩中期内保持一定幅度的增长是可以预见的。长期来看，融资融券、股指期货、直接投资、资产管理等业务规模的扩大是一种必然的趋势，发展空间无疑是巨大的，收入占比也将不断提升。这将为券商提供新的



收入来源，收入结构的多样化将降低券商收入的波动性，减弱市场波动对券商业绩的影响。

4.2 风险因素分析

我们对于行业的预期是在宏观经济不出现大的变化的情况下做出的。在这种环境下，2011年券商经营仍面临一定的风险。

首先，券商可能面临证券市场成交额不达预期的风险。我们对券商业绩预测最重要的假设是日均成交额。如果宏观经济停滞不前，同时紧缩政策导致股市流动性不足，那么市场成交可能出现不达预期的情况，从而对券商业绩造成不利影响。

其次，券商面临经纪业务佣金率降幅超预期的风险。证券业协会对于佣金率的管理可以防止恶性佣金战的发生，但无法扭转佣金率的下降趋势。如果营业部数量的增长速度超出预期，或券商的服务水平不能得到有效提升，佣金率的下滑速度可能超出预期。佣金率是我们测算券商经纪业务弹性时的重要假设，如果其降幅超出预期，那么将影响我们测算结果的准确性。

另外，券商面临转融通推出时间晚于预期的风险。影响券商融资融券业务发展速度的一个重要因素是转融通的推出。尽管该项业务的推出是必然趋势，但如果推出的时点过晚将严重影响券商融资融券的发展规划。

4.3 盈利预测与个股选择

在选股方面，我们以各券商的经纪业务情况为基础，参考创新业务的开展情况，建议关注以下三类公司：

1. 经纪业务弹性较大，具备估值优势的券商：华泰证券和宏源证券。华泰证券在完成对联合证券和信泰证券的整合后，凭借其出色的营销能力和研究实力，市场份额有望回升，而其佣金率已降至较低水平，继续下降空间有限，此外，公司控股的华泰长城期货在股指期货市场上占比较高。宏源证券在新疆地区的区域优势明显，同时积极布局全国市场份额提升空间大，经纪业务佣金率下降空间有限，承销实力稳步提升。
2. 整体实力强，创新业务优势明显的券商：海通证券。海通证券2010年中期净资本规模为行业第一，雄厚的净资本实力使其受益直投、融资融券等创新业务程度较高。创新业务的拓展也能够提升公司的资金运用效率，逐步解决曾受诟病的资金闲置问题。公司为上海上市的唯一一家券商，有望在上海金融资产整合过程中做大做强。此外，公司对百瑞信托和香港大福证券的收购，将提升公司的综合竞争能力。
3. 具有相对估值优势，各业务增长前景看好的参股券商公司：辽宁成大。公司是广发证券第一大股东，广发证券经纪业务收入弹性较高，公司受益于日均成交增长；公司控股的生物制药子公司成长性高，同时有分拆上市预期；公司的页岩油业务是未来石油行业的发展方向之一，目前已试车出油，未来还将把业务拓展至新疆，在油价高涨的情况下，前景看好。

表格 6 上市券商盈利预测和评级表

券商简称	EPS (元)			PE (X)			投资评级
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
大型券商							
中信证券	0.90	1.80	0.67	14.65	7.35	19.75	中性
光大证券	0.83	0.69	0.86	18.75	22.50	17.98	中性
招商证券	1.04	0.84	1.07	20.29	25.21	19.78	增持
广发证券	1.87	2.41	1.58	27.98	21.76	33.06	增持
华泰证券	0.68	0.78	0.97	20.97	18.23	14.71	增持
海通证券	0.55	0.47	0.55	18.81	21.97	19.04	增持
均值	-	-	-	19.48	15.07	20.79	
中型券商							
长江证券	0.63	0.72	0.79	19.80	17.49	15.89	增持
宏源证券	0.79	1.25	1.29	23.60	14.88	14.39	增持
国元证券	0.53	0.70	0.80	23.71	18.01	15.69	增持
西南证券	0.43	0.27	0.29	28.76	47.03	43.28	中性
均值	-	-	-	23.62	19.55	19.19	
区域型券商							
国金证券	0.52	0.54	0.53	31.30	29.71	30.75	增持
东北证券	1.43	0.80	1.08	16.57	29.43	21.92	增持
太平洋	0.27	0.20	0.21	42.17	56.67	52.92	中性
兴业证券	0.53	0.47	0.51	34.03	37.77	34.85	中性
山西证券	0.26	0.20	0.36	47.44	61.50	34.28	中性
均值	-	-	-	32.44	40.67	34.86	
行业均值	-	-	-	21.27	17.24	21.86	-
参股券商							
吉林敖东	2.38	1.90	2.12	15.27	19.13	17.15	中性
辽宁成大	1.48	1.61	1.96	21.59	19.85	16.31	增持

资料来源：天相投顾预测

注：股价为 2010 年 12 月 8 日数据

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040