

证券业 12 月报：低估值投资拐点

报告要点

■ 11 月市场概况：震荡格局下券商股弱于大盘

11 月份二级市场在震荡中调整，上证综指与深证成指分别下挫 5.33% 和 7.71%；但市场交投活跃，11 月股基交易额达 83956 亿元，较上月增长 31.31%，日均股基交易额为 3816 亿元，较上月仅下降 4.5 个百分点；由于二级市场整体震荡调整，加上自营业绩受大盘影响较为显著，11 月券商股平均跌幅达 19.81%，不仅弱于大盘，也弱于银行及保险等其他金融板块。

■ 经纪业务：酝酿盈利模式转型

11 月上市券商股基交易额环比平均增幅为 31.77%，略高于市场平均水平；兴业、太平洋、西南与华泰证券交易额环比增幅分别为 39.94%、34.95%、34.35% 和 33.60%，居上市券商前四名；与此同时，随着网点增速放缓和佣金新规的推出，经纪业务盈利模式孕育变革，由通道模式向财富管理模式的延伸已经迈出第一步。

■ 投行业务：股票发行规模持续超预期

2010 年 11 月股票发行总额达 1517 亿元，较上月增长 36%，创历史新高；配股发行规模剧增是 11 月股票发行创新高的主要原因，建设银行、中国银行、工商银行、南京银行四家银行在本月实施配股，募集资金总额达 826 亿元。

■ 创新业务：取得实质性进展

2010 年 11 月沪深两市平均融资融券余额提升至 86.59 亿元，较上月增长 40.27%，预计 12 月份随着第三批 14 家试点券商入场，融资融券余额有望突破 150 亿元；11 月股指期货成交量达 565 万手，较上月增长 26.25%，成交金额实现 56714 亿元，较上月提升 24.92%

■ 投资策略：自营影响短期业绩，估值优势再度体现

尽管 11 月券商交易量持续放大，经纪业务转型和创新业务加速发展，但在 11 月二级市场行情震荡向下的格局下，券商自营业绩下滑导致月度营业收入与净利润较 10 月下滑明显，但这并不改变四季度券商业绩环比增长趋势。

我们认为，12 月份在震荡中即将迎来的反弹机遇，部分券商股已兼具成长和估值优势，长期投资价值显现，重点关注宏源、中信和华泰证券。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000562	宏源证券	推荐
600030	中信证券	谨慎推荐
000776	广发证券	谨慎推荐
601688	华泰证券	谨慎推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

宏源证券	09A	10E	11E
PE	24.2	18.0	13.4
PB	4.3	3.3	2.6
EPS	0.79	1.06	1.43
中信证券	09A	10E	11E
PE	15.0	18.0	16.7
PB	2.1	1.9	1.7
EPS	0.9	0.75	0.81

相关研究

《2011 年证券业投资策略：在更广阔的市场中成长》2010-12-14

《证券业 2011 年投资策略 PPT：在更广阔的市场中成长》2010-11-24

分析师：

刘俊
 (8627)65799532
 liujun@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490208090171

联系人：

杨靖凤
 (8621) 68751636
 yangjif@cjsc.com.cn

正文目录

11 月市场在震荡中调整	4
震荡格局下交易量维持高位	4
自营波动使券商股表现弱于大盘	6
经纪业务转型酝酿中	6
营业网点增速放缓	8
佣金费率加速下滑趋势扭转	9
券商运筹帷幄新盈利模式	10
自营成影响券商业绩主因	11
投行业务持续超预期	11
小集合成资管发展新趋势	14
创新业务取得实质性进展	15
第三批进场加速两融市场扩容	15
股指期货提升期货公司业绩	17
月度财务分析	18
投资策略及行业动态	19
近期投资策略	19
行业及监管动态	20

图表目录

图 1: 2010 年 1-11 月沪深两市市场指数走势.....	4
图 2: 2010 年 1-11 月沪深 300 与中小板指数走势.....	5
图 3: 2010 年以来月度及月度日均股基交易额.....	5
图 4: 月度新开户变化情况（万户）.....	5
图 5: 流通股本及流通股本占比变动情况.....	6
图 6: 2010 年 11 月上市券商股基交易额及较上月变动情况.....	7
图 7: 2010 年 11 月上市券商股基交易市场份额及变动情况.....	7
图 8: 2010 年 11 月累计市场份额较 09 年底变动情况.....	8
图 9: 2010 年新设营业部情况对比.....	9
图 10: 2010 年以来上市券商季度佣金费率环比变动.....	10
图 11: 2010 年三季度上市券商佣金费率.....	10
图 12: 11 月上市券商净资产及净利润较变动值.....	11
图 13: 2010 年 1-11 月月度股票发行情况.....	12
图 14: 2010 年 1-11 月企业债发行规模达 3287 亿元.....	12
图 15: 2010 年 11 月沪深两市融资融券余额达 87 亿元.....	16
图 16: 2010 年 4-11 月深交所主要券商融资融券规模排名.....	16
图 17: 2010 年 11 月股指期货成交额较上月提升 24.92%.....	18
图 18: 2010 年 11 月券商母公司净资产变动额及变动率.....	18
图 19: 2010 年 11 月上市券商净利润率对比.....	19
表 1: 主要市场指数与券商股价变动幅度对比.....	6
表 2: 2010 年 1-11 月上市券商累计交易额及市场份额.....	8
表 3: 截至 2010 年 11 月底上市券商营业部家数一览.....	9
表 4: 近期券商经纪业务动向一览.....	11
表 5: 2010 年 11 月上市券商 IPO 承销规模排名.....	13
表 6: 2010 年 1-11 月上市券商 IPO 承销规模排名.....	13
表 7: 2010 年 11 月上市券商企业债承销规模排名.....	13
表 8: 2010 年 1-11 月上市券商企业债承销规模排名.....	14
表 9: 11 月新成立资管产品一览.....	14
表 10: 2010 年新成立资管产品净值排名（截至 2010 年 11 月 30 日）.....	15
表 11: 2010 年新成立小集合理财产品排名.....	15
表 12: 2010 年 11 月深交所融资融券余额排名.....	16
表 13: 股指期货业务对券商期货子公司贡献（截至 2010 年 11 月）.....	17
表 14: 2010 年 4-11 月股指期货成交概况.....	17
表 17: 2010 年 11 月上市券商业绩对比.....	19
行业重点上市公司估值指标与评级变化.....	22

11 月市场在震荡中调整

受流动性偏紧及加息预期影响，同 10 月份二级市场行情迅速向上相比，11 月份沪深两市在震荡中调整：沪深 300 指数由月初的 3473 点下挫至 3136.99 点，降幅达 9.66%；而中小板综指则由 7568.14 点至 7562.94 点，基本持平。

尽管市场持续震荡，但在大小非解禁和创业板及中小板交投活跃的影响下，11 月份成交量继续向上：11 月股票基金交易额达 83956 亿元，单日交易额超 5000 亿元，均创历史新高；月度日均交易额为 3816 亿元，维持在较高水平。

在震荡格局下，市场交易额及单日交易额均创历史新高，进一步验证了我们在 2011 年度策略观点：在经济回暖、预期提升、大小非持续解禁的背景下，成交量向上的空间将被打开。

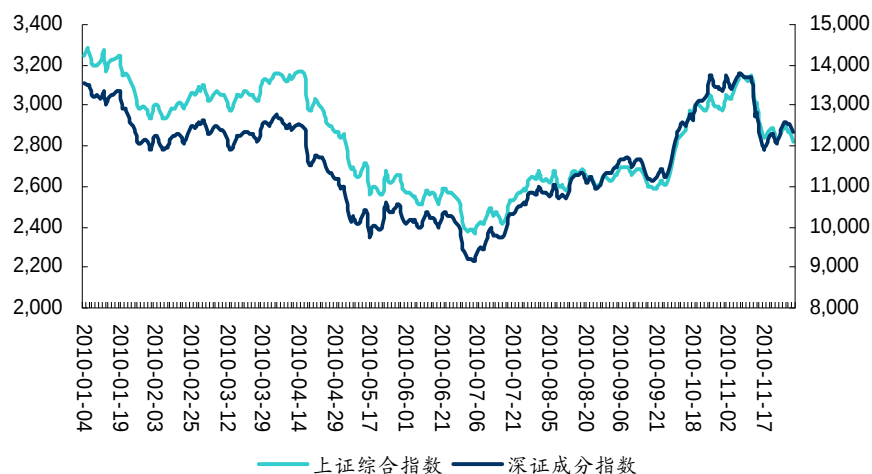
震荡格局下交易量维持高位

11 月份二级市场在震荡中调整，上证综指与深证成指分别下挫 5.33% 和 7.71%；但市场交投活跃，11 月股基交易额达 83956 亿元，较上月增长 31.31%，日均股基交易额为 3816 亿元，较上月仅下降 4.5 个百分点。

震荡格局下市场交投活跃，主要受投资者信心提升和市场扩容双重因素影响：10 月沪深两市新开户数为 118 万户，11 月新开户数超过 180 万户，增幅达 52.54%。

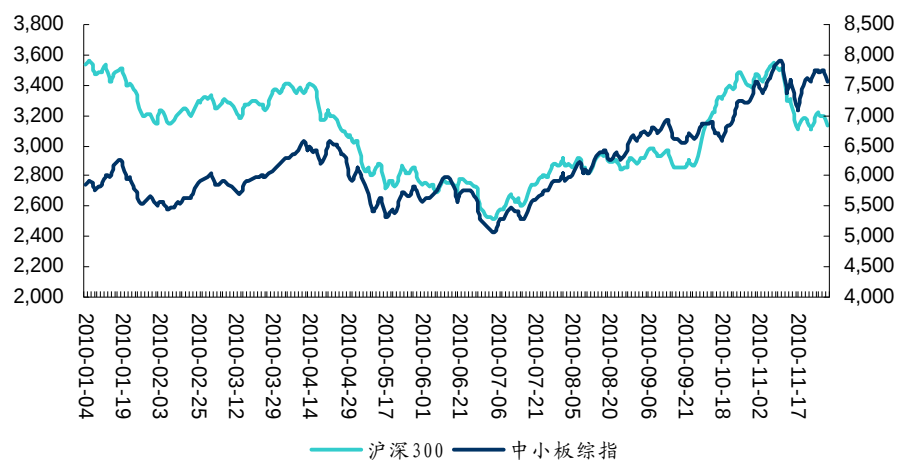
与此同时，截至 11 月底流通股本占总股本的比重达 71%（不考虑农行上市），新股发行和大小非减持也带来实际交易股份数量迅速增长。

图 1：2010 年 1-11 月沪深两市市场指数走势



资料来源：长江证券研究部

图 2：2010 年 1-11 月沪深 300 与中小板指数走势



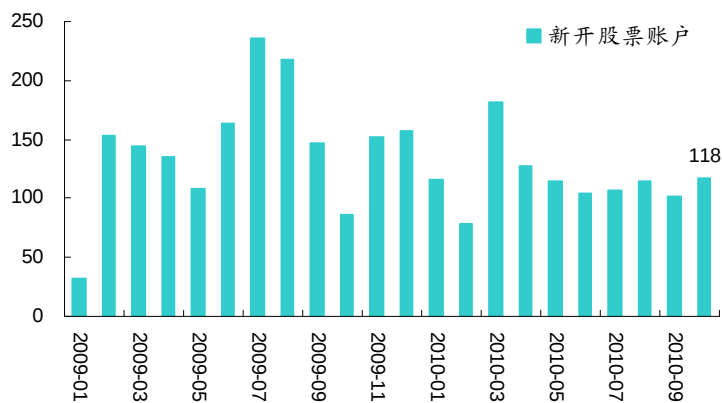
资料来源：长江证券研究部

图 3：2010 年以来月度及月度日均股基交易额

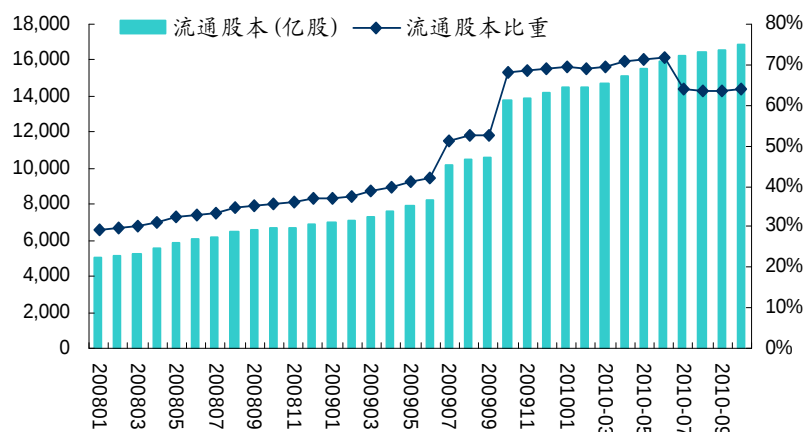


资料来源：长江证券研究部

图 4：月度新开户变化情况（万户）



资料来源：中登公司，长江证券研究部

图 5：流通股本及流通股本占比变动情况


资料来源：长江证券研究部

自营波动使券商股表现弱于大盘

由于二级市场整体震荡调整，加上自营业绩受大盘影响较为显著，11 月券商股平均跌幅达 19.81%，不仅弱于大盘，也弱于银行及保险等其他金融板块，充分说明了两点：一是在震荡行情中券商股弹性仍较大；二是机构对券商自营业绩受二级市场行情影响的预期并未得到改变；

就个股而言，山西证券由于刚发行上市，降幅仅为 9.50%，而招商、广发证券由于整体业绩相对稳定，降幅相对较小，分别为 15.87% 和 17.92%。

表 1：主要市场指数与券商股价变动幅度对比

	沪深 300	中小板综指	银行	保险	证券	中信	华泰	广发	海通	兴业
2010 年 1-11 月	-11.26%	29.43%	-20.80%	-15.72%	-36.10%	-37.03%	-33.52%	105.57%	-46.26%	-0.73%
2010 年 11 月	-9.67%	-0.07%	-7.72%	-11.99%	-19.81%	-19.53%	-22.01%	-17.92%	-22.58%	-20.71%
	招商	光大	宏源	国元	东北	西南	国金	太平洋	长江	山西
2010 年 1-11 月	-28.69%	-39.13%	-22.58%	-39.19%	-38.33%	-33.28%	-33.29%	-35.19%	-34.57%	-9.50%
2010 年 11 月	-15.87%	-19.13%	-23.56%	-17.63%	-20.81%	-20.08%	-18.51%	-11.65%	-22.91%	-9.50%

资料来源：长江证券研究部

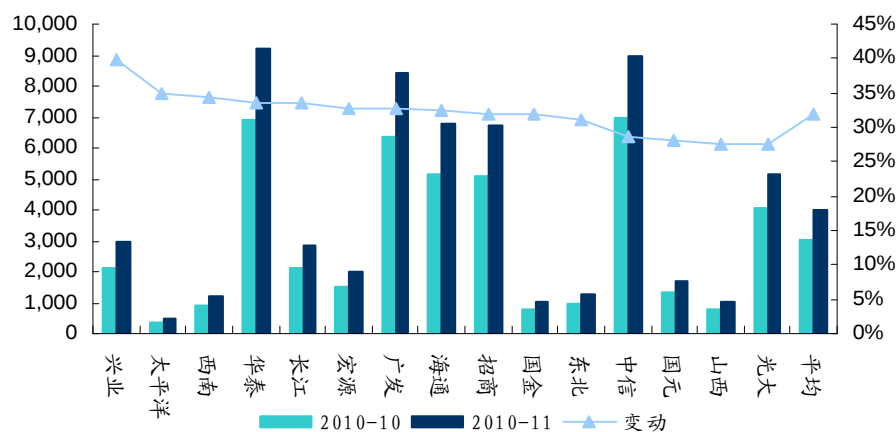
经纪业务转型酝酿中

2010 年 11 月沪深两市成交额为 83956 亿元，较 10 月份增长 31.31%，其中上市券商股基交易额平均增幅为 31.77%，略高于市场平均水平；兴业、太平洋、西南与华泰证券交易量增幅分别为 39.94%、34.95%、34.35% 和 33.60%，居上市券商前四名；而山西与光大证券增幅较缓，远低于行业平均水平。

就单月市场份额而言，除中信、国元、山西和光大四家券商市场份额下滑以外，其余券商市场份额都出现了不同程度的上升，其中兴业、太平洋、西南、华泰四家券商市场份额较上月分别增长 7.34%、3.51%、3.05%和 2.47%，降幅居上市券商前四位。

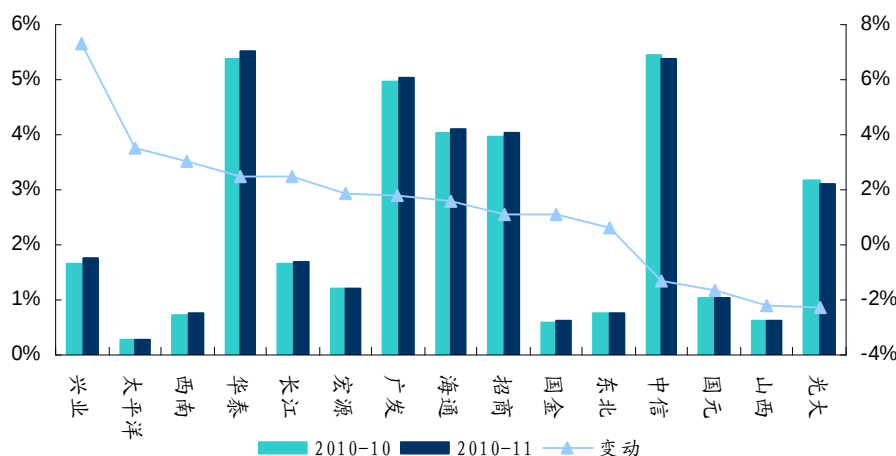
就累计市场份额而言，2010 年 1-11 月，西南证券累计市场份额达 0.74%，较 09 年底增长 19.21%，增幅居上市券商之首，国元和中信证券次之，分别增长 18.79%和 6.75%。

图 6：2010 年 11 月上市券商股基交易额及较上月变动情况



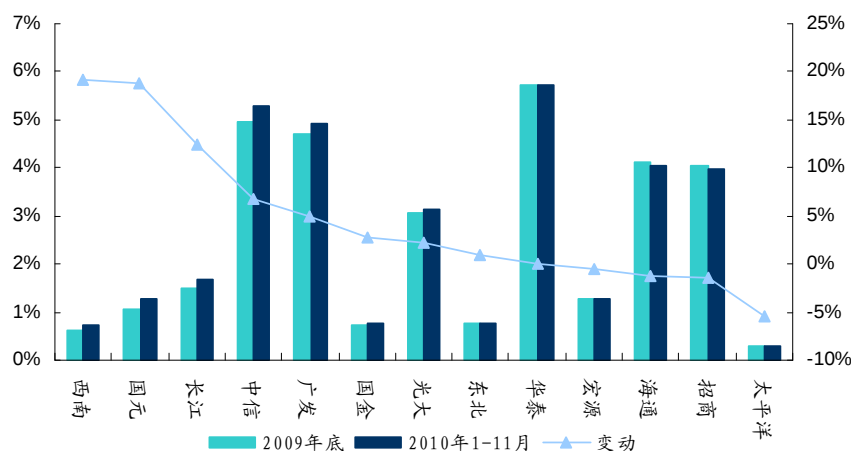
资料来源：长江证券研究部

图 7：2010 年 11 月上市券商股基交易市场份额及变动情况



资料来源：长江证券研究部

图 8：2010 年 11 月累计市场份额较 09 年底变动情况



资料来源：长江证券研究部

表 2：2010 年 1-11 月上市券商累计交易额及市场份额

	交易额	市场份额		交易额	市场份额
华泰	57,308	5.72%	宏源	12,688	1.27%
中信	52,940	5.29%	国元	10,509	1.05%
广发	41,683	4.16%	东北	7,583	0.76%
海通	40,693	4.06%	西南	7,442	0.74%
招商	39,969	3.99%	国金	6,725	0.67%
光大	31,447	3.14%	山西	5,953	0.59%
长江	16,627	1.66%	太平洋	2,851	0.28%
兴业	16,290	1.63%			

资料来源：长江证券研究部

总体而言，就单月交易额及市场份额变化来看，上市券商表现有三个特点：一是上市提高了兴业证券交易量及市场份额，11 月交易量及市场份额增幅分别为 39.94% 和 7.34%，居上市券商之首；二是太平洋、西南等基数较小的券商增幅较大；三是华泰一举超过广发，成为第一集团军中交易量和市场份额增长最快券商；

就累计交易额及市场份额排名来看，由于中信和广发证券分别在本月正式解决了中信建投与广发华福的股权问题，华泰跃居至第一位，累计股基市场份额达 5.72%。

营业网点增速放缓

随着服务部升级和网点搬迁工作的完成，2010 年下半年以来券商网点增速显著放缓：2010 年 1-6 月上市券商新增网点数为 125 家，7-11 月新增网点数仅为 39 家，新增家数不到上半年新增数的三分之一。

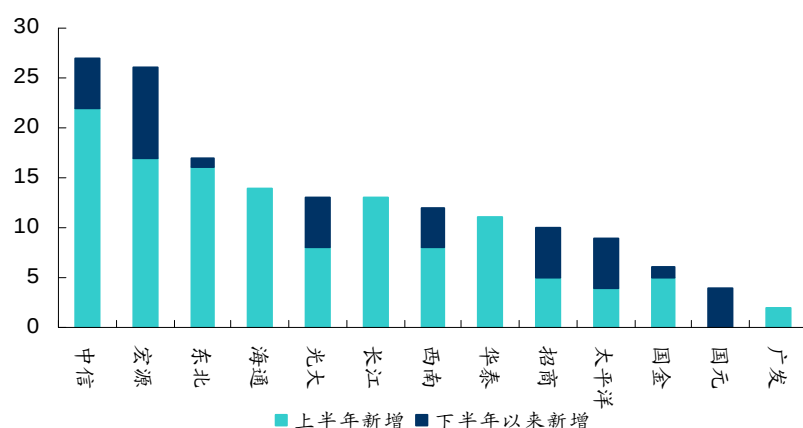
就单月来看，11 月国元证券获批新设 4 家营业部，分别在安徽、浙江、广东等地，其余上市券商均无网点新设。

表 3：截至 2010 年 11 月底上市券商营业部家数一览

	2009 年底	2010 年 6 月底	2010 年 11 月底
华泰	180	191	191
广发	187	189	189
海通	167	181	181
中信	102	124	129
光大	93	101	106
招商	71	76	81
宏源	55	72	81
长江	67	80	80
国元	68	68	72
东北	51	67	68
西南	29	37	41
太平洋	22	26	31
国金	16	21	22

资料来源：长江证券研究部

图 9：2010 年新设营业部情况对比

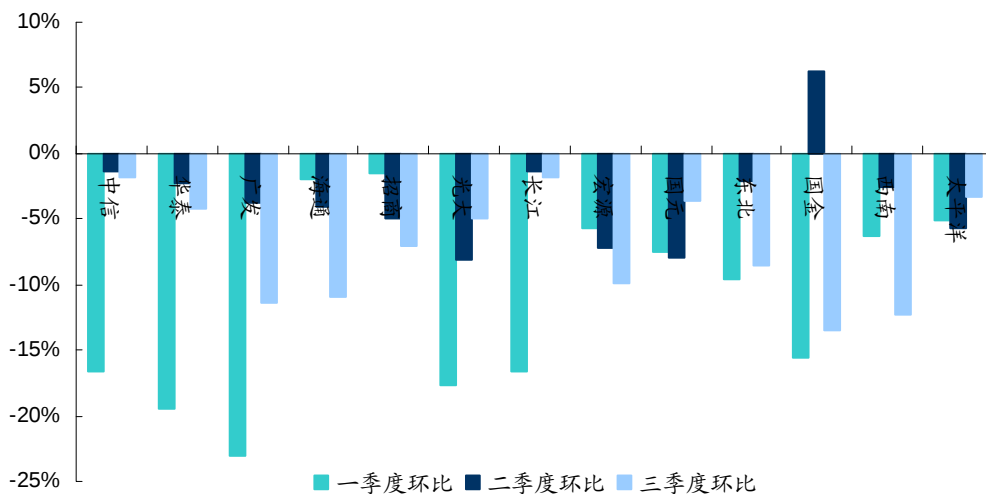


资料来源：长江证券研究部

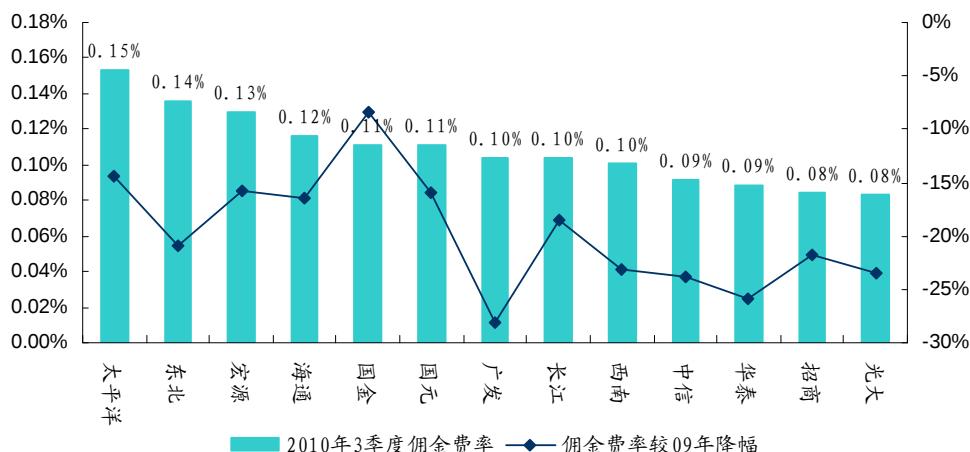
营业网点增速放缓，充分说明了：受券商分类评级和证监会规定影响，券商通过网点新设所带来的网点增长是非常有限的，而营业网点增速的放缓，能够有效地遏制佣金费率的恶性竞争，并逐步降低经纪业务费用收入比，从根本上提升经纪业务利润率。

佣金费率加速下滑趋势扭转

营业网点增速放缓，加上佣金费率新政的推出，有望从根本上扭转佣金费率加速下滑的趋势。就上市券商来看，2010 年第二、三季度佣金费率环比降幅较一季度有明显的下降，特别是光大、中信、华泰三家券商，前三季度佣金费率降幅基本上呈环比减少的趋势，我们认为：随着佣金新政的实施和经纪业务盈利模式的转型，光大、招商、华泰、中信这四家券商佣金费率水平有望率先企稳。

图 10：2010 年以来上市券商季度佣金费率环比变动


资料来源：长江证券研究部

图 11：2010 年三季度上市券商佣金费率


资料来源：长江证券研究部

券商运筹帷幄新盈利模式

2010 年以来，券商纷纷开始了经纪业务转型的探索与尝试，通过加大投资顾问团队建设和手机证券业务投入，使经纪业务由单纯通道佣金模式向财富管理模式转变，而随着佣金费率新规的推出，券商经纪业务转型开始加速，一方面，将投资咨询业务进一步延伸到财富管理范畴上，广发证券新成立的国内首家券商财富管理中心，就是基于此种模式，根据客户不同的财富管理需求提供不同种类的服务；

另一方面，在手机业务的拓展上，不再局限于共同开发手机证券业务，而是着眼于运营商客户资源，加大同其在纵深领域的全面合作。

表 4: 近期券商经纪业务动向一览

	时间	内容	具体措施
中信证券	2010 年 9 月	“适当服务”的经纪业务模式	在了解客户有关信息后，根据其投资风格、能力为其提供对应服务，所提供的产品和服务同时要求与客户对产品的认知能力、风险承受能力相适应
海通证券	2010 年 11 月	与联通战略合作	签署《战略合作协议》与《手机证券业务合作协议》
民族证券	2010 年 11 月	与中国电信合作	将制定互利方案
广发证券	2010 年 12 月	建立财富管理模式	国内首家财富管理中心成立

资料来源：长江证券研究部

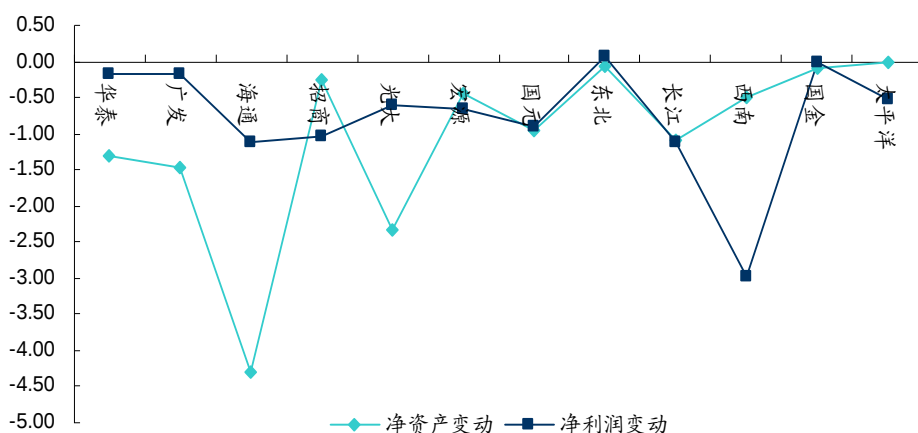
自营成影响券商业绩主因

受二级市场震荡影响，11 月券商自营业绩较上月出现了显著下滑，从而使净利润较上月下降，充分说明了：尽管交易量持续放大，但自营业务仍是影响券商整体业绩的主因。

通过 11 月净资产变动净额和净利润变动额的对比，不难发现净资产变动与净利润变动保持一致，进一步验证了我们的观点。

随着股指期货套保业务的进一步应用，我们认为：券商自营业绩的波动性将逐渐减少，从而有利于券商整体业绩稳定。

图 12: 11 月上市券商净资产及净利润较变动值



资料来源：长江证券研究部

投行业务持续超预期

2010 年 11 月 IPO、增发及配股发行规模分别 361 亿元、330 亿元和 826 亿元，股票发行总额达 1517 亿元，较上月增长 36%，创历史新高。

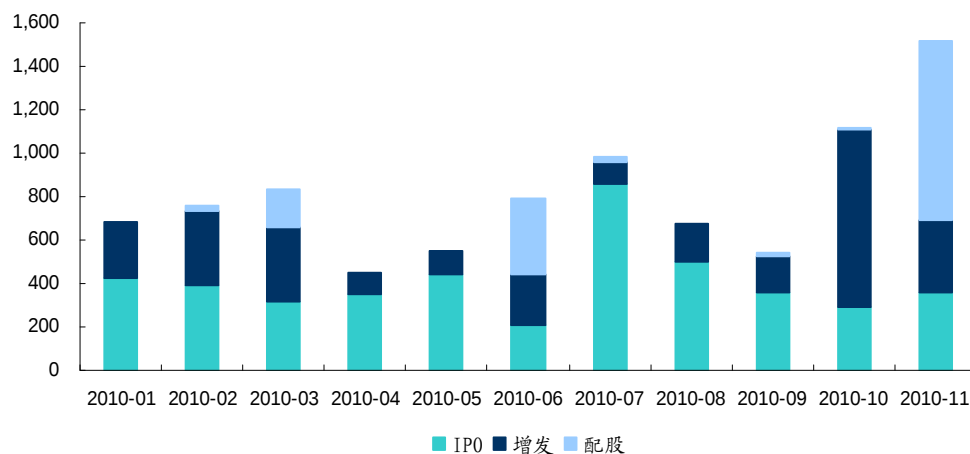
配股发行规模剧增是 11 月股票发行创新高的主要原因，其中，建设银行、中国银行、工商银行、南京银行四家银行在本月实施配股，募集资金总额达 826 亿元。

11 月 IPO 发行规模为 361 亿元，较上月增长 24.45%，家数达 29 家；2010 年 1-11 月累计股票发行规模达 8900 亿元，是 09 年全年 5115 亿元的 1.74 倍。

作为山西证券 IPO 的主承销商，中信、中德证券 11 月 IPO 承销规模分别 72.59 亿元、30.39 亿元，稳居行业前二；华泰联合继续发挥在中小板与创业板的承销优势，募集资金达 23.33 亿元，仅次于中信和中德，在上市券商中居第三位。

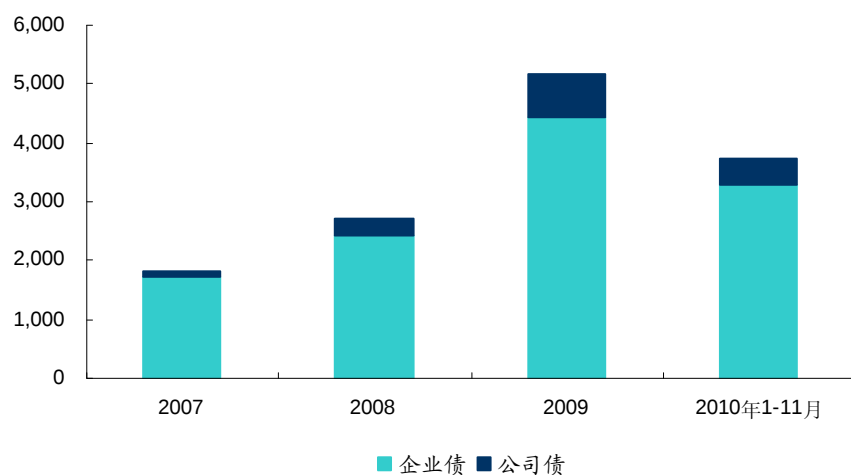
2010 年 11 月企业债发行规模为 212 亿元；截至 11 月底，企业债累计发行额达 3287 亿元，仅占 09 年全年企业债发行规模的 73.91%。

图 13：2010 年 1-11 月月度股票发行情况



资料来源：长江证券研究部

图 14：2010 年 1-11 月企业债发行规模达 3287 亿元



资料来源：长江证券研究部

表 5：2010 年 11 月上市券商 IPO 承销规模排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计
1	中信证券	2	72.59
3	中德证券	3	30.39
5	中信建投	2	28.20
7	华泰联合	3	23.33
9	光大证券	2	17.61
16	招商证券	1	5.60
17	广发证券	1	5.05

资料来源：长江证券研究部

表 6：2010 年 1-11 月上市券商 IPO 承销规模排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计
2	中信证券	10	360.06
7	海通证券	9	234.29
9	招商证券	20	198.70
11	华泰联合	20	168.84
12	广发证券	17	144.51
14	国金证券	9	116.71
16	宏源证券	9	105.37
19	光大证券	7	64.88
21	中德证券	7	59.02
22	华泰证券	7	53.87
23	西南证券	6	51.74
25	国元证券	6	44.50
29	太平洋	4	29.99
30	东北证券	5	29.47
32	兴业证券	4	26.68
38	长江证券	2	12.79

资料来源：长江证券研究部

表 7：2010 年 11 月上市券商企业债承销规模排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计	联席保荐家数
4	西南证券	1	12	0
6	海通证券	1	8	0
8	中信证券	1	7.5	1
10	招商证券	1	5	0

资料来源：长江证券研究部

表 8：2010 年 1-11 月上市券商企业债承销规模排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计	联席保荐家数
6	招商证券	9	130	6
11	宏源证券	10	116	4
13	光大证券	8	99	6
14	中信证券	7	83	7
15	广发证券	8	82	7
16	西南证券	6	70	4
17	中德证券	4	67	4
26	华泰联合	4	31	0
28	海通证券	4	29	0
29	兴业证券	2	28	0
32	太平洋	2	25	0
34	华泰证券	2	20	0
36	长江证券	2	17	0

资料来源：长江证券研究部

小集合成资管发展新趋势

11 月共有 6 只集合理财产品成立, 平均规模为 10.89 亿元; 其中东方红 6 号成立规模达 19.97 亿元, 此外, 两只小集合产品——浙商金惠 2 号和申万中国宏稳定价值规模分别为 3.37 亿元和 2.85 亿元。

小集合理财产品由于规模小、管理灵活、收益率高, 逐渐成为近期资管业务发展的新趋势: 在今年以来新成立的资管净值排名前十位中, 有 6 只为小集合产品; 而在今年新成立的小集合理财产品单位净值前十位中, 东方有 3 只, 招商 2 只, 光大和华泰各 1 只, 充分显示出上述券商在资管业务上的核心竞争力。

表 9：11 月新成立资管产品一览

产品简称	成立规模	产品成立日	投资类型	管理人
瑞银财富 1 号	8.58	2010-11-11	平衡混合型基金	瑞银证券
浙商金惠 2 号	3.37	2010-11-15	平衡混合型基金	浙商证券
中银万国 3 号基金宝	14.94	2010-11-18	偏债混合型基金	中银万国证券
中银国际中国红稳定价值	2.85	2010-11-19	平衡混合型基金	中银国际证券
东方红 6 号	19.97	2010-11-22	平衡混合型基金	东方证券资产
招商智远内需	15.62	2010-11-24	平衡混合型基金	招商证券

资料来源：长江证券研究部

表 10：2010 年新成立资管产品净值排名（截至 2010 年 11 月 30 日）

简称	累计单位净值	总回报(%)	资产净值	成立日期	投资类型	管理公司
浙商金惠 1 号	1.3830	38.30	2.40	2010-7-1	平衡混合型基金	浙商证券
东方红先锋 1 号	1.2799	27.99	2.20	2010-1-7	平衡混合型基金	东方证券资产
申银万国宝鼎一期	1.2159	21.59	1.73	2010-3-26	平衡混合型基金	申银万国证券
浙商汇金 1 号	1.1871	18.71	20.48	2010-4-30	平衡混合型基金	浙商证券
东北证券 2 号	1.1849	18.77	10.21	2010-5-20	偏股混合型基金	东北证券
东方红先锋 3 号	1.1841	18.41	1.65	2010-7-8	平衡混合型基金	东方证券资产
东海东风 5 号	1.1721	17.32	38.19	2010-4-26	平衡混合型基金	东海证券
东方红 5 号	1.1697	16.97	14.84	2010-2-5	平衡混合型基金	东方证券资产
招商智远成长	1.1630	16.30	3.37	2010-4-30	偏股混合型基金	招商证券
华泰紫金智富	1.1608	16.08	1.43	2010-7-8	平衡混合型基金	华泰证券

资料来源：长江真金研究部

表 11：2010 年新成立小集合理财产品排名

简称	累计单位净值	总回报(%)	资产净值	成立日期	投资类型	管理公司
浙商金惠 1 号	1.3830	38.30	2.40	2010-7-1	平衡混合型基金	浙商证券
东方红先锋 1 号	1.2799	27.99	2.20	2010-1-7	平衡混合型基金	东方证券资产
申银万国宝鼎一期	1.2159	21.59	1.73	2010-3-26	平衡混合型基金	申银万国证券
东方红先锋 3 号	1.1841	18.41	1.65	2010-7-8	平衡混合型基金	东方证券资产
招商智远成长	1.1630	16.30	3.37	2010-4-30	偏股混合型基金	招商证券
华泰紫金智富	1.1608	16.08	1.43	2010-7-8	平衡混合型基金	华泰证券
光大阳光集结号	1.1543	15.43	1.63	2010-1-28	平衡混合型基金	光大证券
招商智远稳健 1 号	1.1430	14.30	1.36	2010-1-13	混合债券型二级基金	招商证券
东方红基金宝	1.1376	13.77	3.91	2010-6-24	平衡混合型基金	东方证券资产
国泰君安君享精品基金一号	1.1364	13.63	1.68	2010-5-21	平衡混合型基金	国泰君安证券

资料来源：长江证券研究部

创新业务取得实质性进展

第三批进场加速两融市场扩容

2010 年 11 月沪深两市平均融资融券余额提升至 86.59 亿元，较上月增长 40.27%；

就深交所融资融券市场份额而言，2010 年 4-11 月海通证券、中信证券、国泰君安平均融资融券余额分别为 21.64、21.09 和 15.55 亿元，对应市场份额分别为 20.1%、19.6%和 14.5%，稳居深交所前三位；

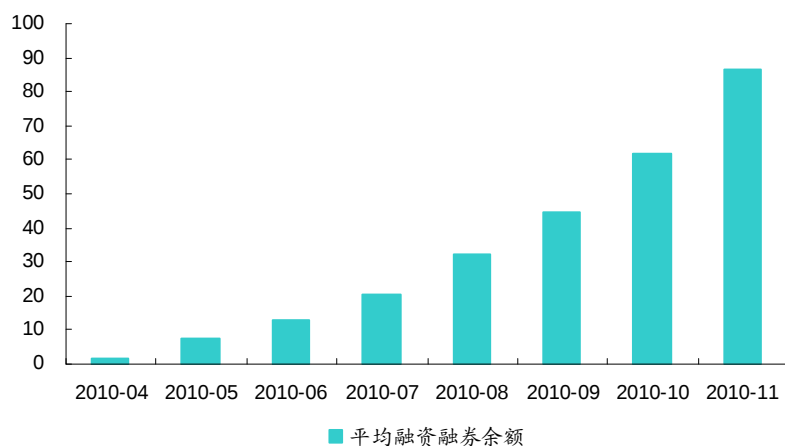
在第二批融资融券试点券商中，招商证券 4-7 月平均融资融券余额为 7.82 亿元，市场份额达 7.3%，居 5 家券商之首；

预计 12 月份随着第三批 14 家试点券商入场，融资融券余额有望突破 150 亿元。

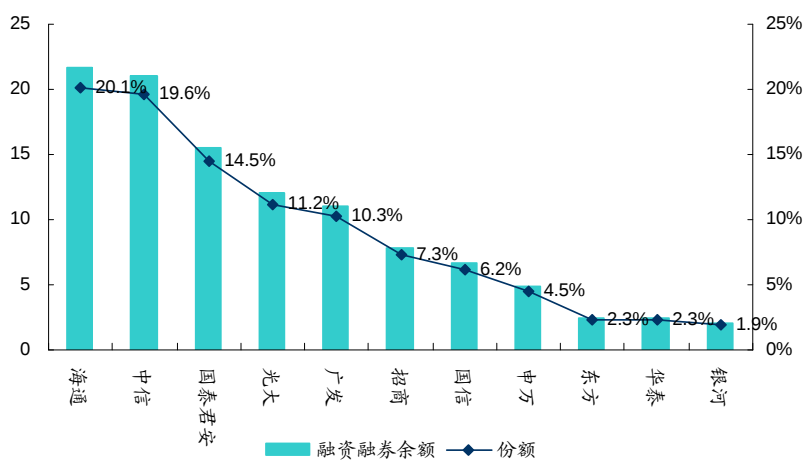
表 12: 2010 年 11 月深交所融资融券余额排名

券商	融资融券余额	份额
海通证券	6.58	19.02%
中信证券	5.79	16.7%
国泰君安	4.19	12.10%
广发证券	3.82	11.05%
招商证券	3.60	10.41%
光大证券	3.09	8.92%
申银万国	2.28	6.59%
国信证券	2.01	5.81%
华泰证券	1.53	4.42%
东方证券	0.86	2.48%
银河证券	0.85	2.47%

资料来源：长江证券研究部

图 15: 2010 年 11 月沪深两市融资融券余额达 87 亿元


资料来源：长江证券研究部

图 16: 2010 年 4-11 月深交所主要券商融资融券规模排名


资料来源：长江证券研究部

股指期货提升期货公司业绩

与二级市场震荡格局相对应，股指期货成交量与成交金额较 10 月有所放大；2010 年 11 月股指期货成交量达 565 万手，较上月增长 26.25%，成交金额实现 56714 亿元，较上月提升 24.92%；

而随着股指期货交易量的放大，券商系期货公司业绩提升明显，根据目前市场份额来看，股指期货业务对长城伟业、广发、海通三家期货公司业绩提升最为显著，居前三位。

表 13：股指期货业务对券商期货子公司贡献（截至 2010 年 11 月）

	股指期货市场份额	期货公司新增净佣金收入
长城伟业	8.50%	1.56
广发期货	5.89%	1.08
海通期货	4.11%	0.75
中证期货	2.13%	0.39
光大期货	1.50%	0.28
招商期货	1.20%	0.22
五矿海勤	0.75%	0.14
宏源期货	0.70%	0.13
国金期货	0.50%	0.09
渤海期货	0.50%	0.09

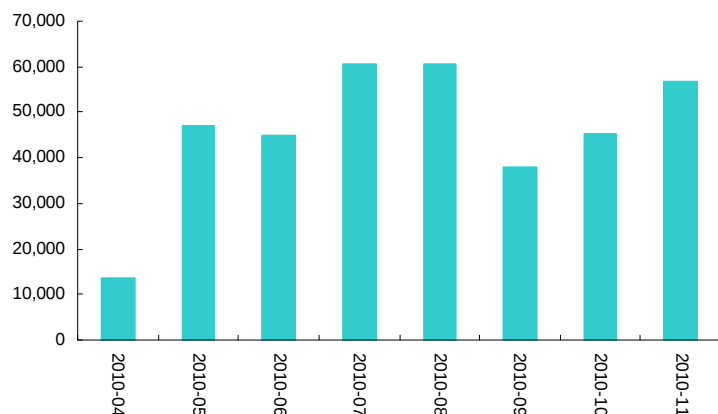
资料来源：长江证券研究部

表 14：2010 年 4-11 月股指期货成交概况

月份	成交量（手）	本期持仓量（手）	股指期货成交额	股基交易额	股指期货成交额 / 沪深两市成交额
2010-04	1,429,588	10,918	13,730	52,662	0.26
2010-05	5,487,908	22,592	47,101	33,624	1.40
2010-06	5,444,545	28,785	44,863	25,793	1.74
2010-07	7,536,922	30,851	60,545	33,233	1.82
2010-08	6,965,763	32,836	60,523	48,073	1.26
2010-09	4,300,083	25,182	37,798	44,680	0.85
2010-10	4,472,644	37,679	45,403	63,935	0.71
2010-11	5,646,787	26,733	56,715	83,956	0.68

资料来源：长江证券研究部

图 17: 2010 年 11 月股指期货成交额较上月提升 24.92%



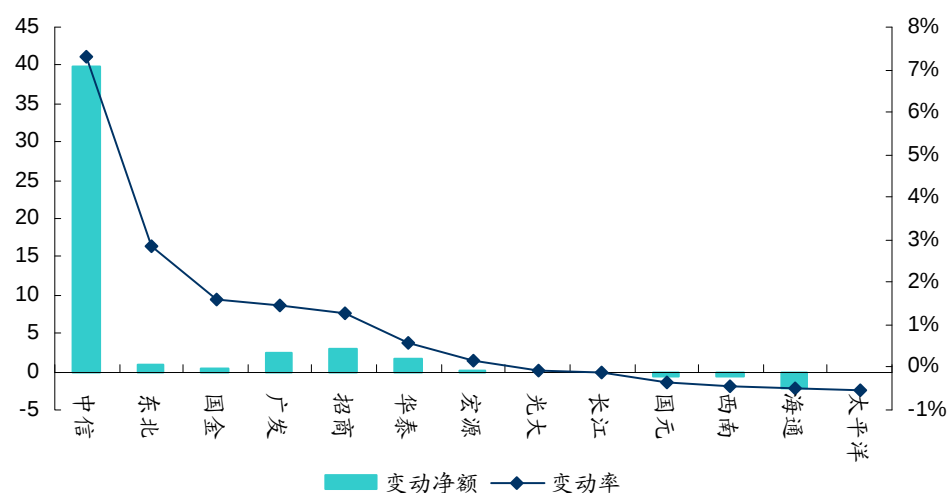
资料来源: 长江证券研究部

月度财务分析

尽管 11 月券商交易量持续放大, 经纪业务转型和创新业务加速发展; 但从短期来看, 证券公司传统盈利模式并未从根本上转变, 经纪与自营业务仍是影响券商业绩的最主要原因, 在 11 月二级市场行情震荡向下的格局下, 券商自营业绩下滑导致月度营业收入与净利润较上月下滑明显;

就母公司净利润率来看, 中信、招商、广发分别为 58.68%、47.54%和 47.22%, 居上市券商前列。

图 18: 2010 年 11 月券商母公司净资产变动额及变动率



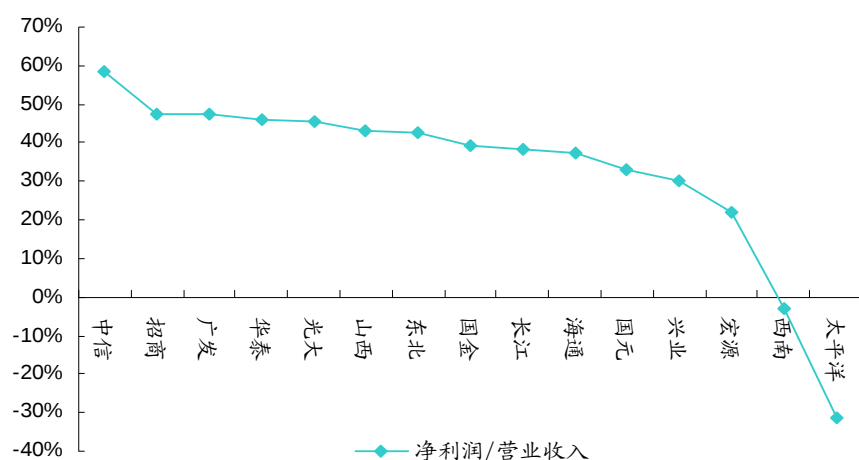
资料来源: 长江证券研究部

表 17：2010 年 11 月上市券商业绩对比

券商	净利润	营业收入
中信	41.93	71.46
广发	3.95	8.37
招商	3.22	6.77
华泰	2.98	6.50
光大	2.20	4.83
海通	2.12	5.66
长江	1.06	2.77
东北	1.00	2.36
山西	0.61	1.43
兴业	0.60	1.99
国金	0.57	1.44
宏源	0.56	2.59
国元	0.42	1.27
西南	-0.02	0.67
太平洋	-0.11	0.34

资料来源：长江证券研究部

图 19：2010 年 11 月上市券商净利润率对比



资料来源：长江证券研究部

投资策略及行业动态

近期投资策略

虽然 11 月份券商整体业绩略低于预期，但四季度成交量的活跃，使季度券商业绩环比增长的概率很大，并且成交量的上升提升了市场对明年成交量和券商业绩的预期。目前券商股的估值再度回到 10 月前的低点，建议在金融股组合中增加券商股的比重，部分券商股已兼具成长和估值优势，长期投资价值显现，重点关注宏源、中信和华泰证券。

行业及监管动态

月度监管动态

1. 上交所发布《证券发行上市业务指引》

上交所近日发布《证券发行上市业务指引》，进一步加强证券发行上市业务监管。该《指引》重点强化和约束发行人、保荐机构、承销商、询价机构等证券发行参与人行为，旨在促进各参与人归位尽责，提高证券发行的定价效率和透明度。《指引》要求保荐机构、主承销商配备足够的业务人员、建立相关的内部管理制度，提高其证券发行上市业务水平；同时明确了发行人、保荐机构、主承销商、询价机构及其他投资者违规行为的监管措施和惩戒措施。两类新制度成为该《指引》的亮点。

2. 中登公司发布细则强化账户管理

中国证券登记结算有限责任公司制定发布的《证券登记结算业务参与机构自律管理措施实施细则》本月起正式实施。中登公司有关负责人表示，《实施细则》的实施将进一步提高自律监管水平，有力促进账户管理长效机制的建立与落实。

3. 证券业协会规范券商投顾人员

中国证券业协会 17 日下发《关于证券投资顾问和证券分析师注册登记有关事宜的通知》，要求各证券公司、证券投资咨询机构做好证券投资咨询执业人员分类管理，在 2011 年 1 月 1 日前，为公司从事证券投资顾问、发布证券研究报告业务的现有证券投资咨询执业人员集中办理注册登记。同一人员不得同时申请注册登记为证券投资顾问和证券分析师。

《通知》要求，证券公司应当将公司总部、证券营业部中签订劳动合同、取得证券投资咨询执业资格且实际从事证券投资顾问业务的人员，申请注册登记为证券投资顾问；将研究部门或者研究子公司中签订劳动合同、取得证券投资咨询执业资格且实际从事发布证券研究报告业务的人员，申请注册登记为证券分析师。

4. 证监会细化高管任职要求

中国证监会近日发出“证券公司行政许可审核工作指引第 11 号”，进一步明确了证券公司董事、监事和高管人员任职的监督管理要求。指引第 11 号要求，证券公司董事长和总经理由同一人担任时，独立董事人数不得少于董事人数的四分之一。

月度行业动态

1. 海通证券与中国联通签署战略合作协议

11 月 9 日，海通证券与中国联通在上海签署了《战略合作协议》与《手机证券业务合作协议》。双方将通过系列深度合作，联合制定开发证券移动电子商务等一揽子解决方案，使双方在网络、应用平台以及客户服务上实现资源互补，巩固已有合作，拓展创新应用领域，提升证券产品的品质与信息化应用水平，为海通证券遍布全国的 180 多个证券营业部的投资者提供优质的手机证券服务。今后，海通证券将通过资讯推送、无线理财、在线视频、空中营业厅等多个环节全方位创新，着力为海通证券彩虹俱乐部高端客户打造新一代智能手机证券解决方案，完善海通证券“彩虹桥”手机证券产品线。

2. 民族证券与中国电信签署全面合作协议

民族证券和中国电信签署全面合作协议，双方将结合自身资源，共同制定互利方案。据了解，针对中国电信用户的证券投资理财需求，民族证券将提供专业的金融服务；民族证券打造的经纪业务产品“民富齐实”将首次应用于与中国电信的合作项目；电信集团将为民族证券客户提供专属性的通信内容服务“爱理财”3G 套餐。

3. 中信证券转让中信建投股权正式获批

中信证券公告称，2010 年 11 月 11 日，中信建投证券收到中国证监会《关于核准中信建投证券有限责任公司变更持有 5%以上股权的股东的批复》。根据该批复，中国证监会核准北京国资中心持有中信建投证券 5%以上股权的股东资格，对北京国资中心依法受让中信建投证券 45%股权无异议。同时，证监会要求中信建投证券自批复之日起 30 个工作日内，依法办理相关股权的变更手续。为符合中国证监会对证券公司的监管要求，中信证券在今年年中通过产权交易机构挂牌转让所持中信建投 60%股权中的 53%。根据最终结果，45%股权意向受让方为北京国资中心，受让价格为 72.90 亿元；8%股权意向受让方为世纪金源投资集团有限公司，受让价格为 12.96 亿元。

4. 广发证券 24.9 亿转让广发华福股权

广发证券公告称，公司以 24.90 亿元的价格将所持有的广发华福 60.3519%全部股权转让给福建省能源集团有限责任公司、福建省交通运输集团有限责任公司、联华国际信托有限公司三家公司组成的联合体。

5. 山西证券 15 日正式挂牌

深交所 11 日发布公告，山西证券将于 15 日登陆中小板，这也是中小板首家券商股。截至目前，中小板上市公司数量达到 498 家，总市值约 3.5 万亿。据了解，山西证券普通股股份总数为 2,399,800,000 股，其中首次上网定价公开发行的 320,000,000 股股票自上市之日起开始上市交易。其发行价为 7.80 元/股，对应市盈率为 31.89 倍。

6. 融资融券第三批 14 家券商获批复

第三批 14 家申请开展融资融券试点业务的券商日前收到证监会关于核准其融资融券业务资格的批复，意味着我国两融市场即将迎来新一轮扩容。接下来，14 家公司办理工商变更手续的同时，还需通过沪深交易所的通关测试方可正式上线，业内人士预计，第三批试点券商将于 12 月正式入场交易。

这 14 家券商分别是安信证券、长城证券、长江证券、方正证券、国都证券、国元证券、宏源证券、平安证券、齐鲁证券、西南证券、兴业证券、中金公司、中投证券、中信建投证券。

据了解，受公司资本金规模限制，第三批 14 家券商预计用于融资融券业务的平均资金规模小于前 11 家试点券商，其中部分券商拟收信规模仅在 10 亿元到 15 亿元，但试点券商扩容至 25 家之后，两融业务的覆盖面将大幅拓宽。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
		09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
中信证券	13.50	0.9	0.75	0.81	15.0	18.0	16.7	2.1	1.9	1.7	谨慎推荐	谨慎推荐
海通证券	10.50	0.55	0.51	0.61	19.1	20.6	17.2	1.9	1.9	1.6	中性	中性
宏源证券	19.12	0.79	1.06	1.43	24.2	18.0	13.4	4.3	3.3	2.6	推荐	推荐
国元证券	12.71	0.53	0.52	0.63	24.0	24.4	20.2	1.8	1.7	1.5	中性	中性
东北证券	24.22	1.43	0.92	1.23	16.9	26.3	19.7	4.8	4.3	3.4	谨慎推荐	谨慎推荐
国金证券	16.48	0.52	0.47	0.58	31.7	35.1	28.4	6.4	5.6	4.7	中性	中性
西南证券	12.71	0.43	0.34	0.41	29.6	37.4	31.0	5.1	2.3	2.1	中性	中性
太平洋	11.72	0.27	0.19	0.23	43.4	61.7	51.0	9.7	8.8	7.4	中性	中性
光大证券	15.97	0.83	0.65	0.93	19.2	24.6	17.2	2.4	2.3	2.0	中性	中性
招商证券	21.29	1.16	0.84	1.01	18.4	25.3	21.1	3.4	3.1	2.7	中性	中性
广发证券	53.76	1.87	1.67	2.2	28.7	32.2	24.4	7.8	6.7	5.1	谨慎推荐	谨慎推荐
华泰证券	14.59	0.82	0.69	0.86	17.8	21.1	17.0	5.0	2.5	2.1	谨慎推荐	谨慎推荐
兴业证券	17.87	0.53	0.47	0.69	33.7	38.0	25.9	6.8	4.6	3.8	中性	中性

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。