

走出低谷 谋求升级

——2011 年证券行业年度策略报告

研究结论

- **佣金率速降凸显竞争力缺失，证券业谋求业务结构升级：**近两年经纪业务佣金率大幅下滑反映了证券业核心业务竞争力薄弱的窘境。在原有政策壁垒完全丧失后，证券业通过粗放的规模扩张来实现高速增长的时代已经远去。证券公司必须改造原有盈利模式以重新建立核心竞争力。美国 1975 年佣金自由化之后，经纪业务佣金收入占比迅速下滑，包括美林、嘉信理财、高盛等多家公司各显其能，采用不同方式实现转型。结果海外及我国自身情况，预计未来几年我国证券公司也将在微观层面谋求业务结构升级，通过提高原有业务素质与效率及改善现有业务结构，培育核心竞争力。
- **经纪业务佣金率下滑趋势有望减缓，成交额将稳步上升：**由于缺乏竞争力，证券公司经纪业务佣金率下滑趋势难改，不过预计行业佣金率的下滑速度有望在一定程度上减缓，主要原因在于明年新设营业部的压力减小及监管层发文规范佣金率恶性竞争。同时我们预计 2011 年证券市场成交额有望增长 20% 以上，日均股基成交额将达到 2700 亿元以上。
- **政策环境支持投行业务继续大踏步前进：**2011 年是十二五开局的第一年，在促进经济结构转型、发展新兴产业方面，较之银行信贷，证券市场无疑能发挥更大作用。美国证券市场在上世纪 90 年代“新经济”繁荣期股票融资额持续保持较快增速。而我国目前股票融资额/GDP 比重仍低于 07 年水平，在金融脱媒过程中，这一比例也有望继续提升。同时在 2011 年货币政策由适度宽松转向稳健、信贷收紧的背景下，债券融资业务也有望爆发。
- **创新业务将进入收获期：**2011 年市场有望第一次通过海通证券和中信证券真切感受到直投业务对证券公司业绩的巨大贡献。按照今年 11 月底的价格测算，直投公司分别有望为海通和中信证券贡献 9 亿和 8.1 亿元的可兑现投资收益，占两家公司 2009 年静态总利润的 7% 和 13.5%。而融资融券业务在引入转融通制度后也有望被激活。海外市场的测算结果显示，在转融通以后，融资融券业务有望为券商带来 15% 的新增收入。包括海通在内的部分先行试点券商有望受益更多。
- **在日均股基交易额 2700 亿元、沪深 300 指数上涨 5% 的假设下，我们预计 2011 年证券行业净利润增速有望达到 17% 左右。**结合估值和 2011 年上市券商的盈利增长，我们维持对证券行业“看好”的投资评级，建议操作上以波段为主。明年投资机会将主要来自两方面：其一，证券市场的持续或阶段性向好仍将是证券股上涨的重要催化剂。其二，明年包括直投在内的创新业务有望爆发，部分券商业绩将明显受益。基于此，我们在投资标的的选择上坚持两条主线——创新业务有优势的行业龙头+基本面持续改善的高 Beta 券商。当前我们推荐海通证券（首次给予买入）、华泰证券（维持买入）及东北证券（维持买入）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

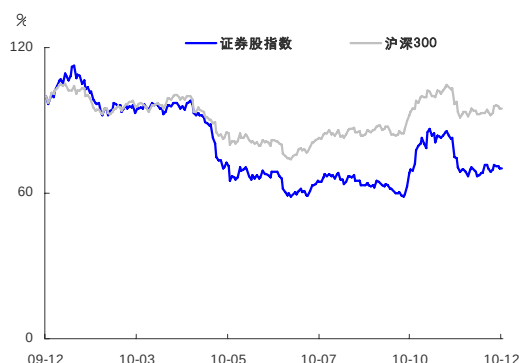
王鸣飞

银行与证券行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253
金融行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

金麟

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 证券
报告日期 2010 年 12 月 21 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
华泰证券	0.79	0.61	0.73	14.13	买入
海通证券	0.55	0.49	0.58	10.03	买入
东北证券	1.43	0.93	1.06	23.10	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《短期看业务弹性 长期视竞争优势》 2010.10.20

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目录

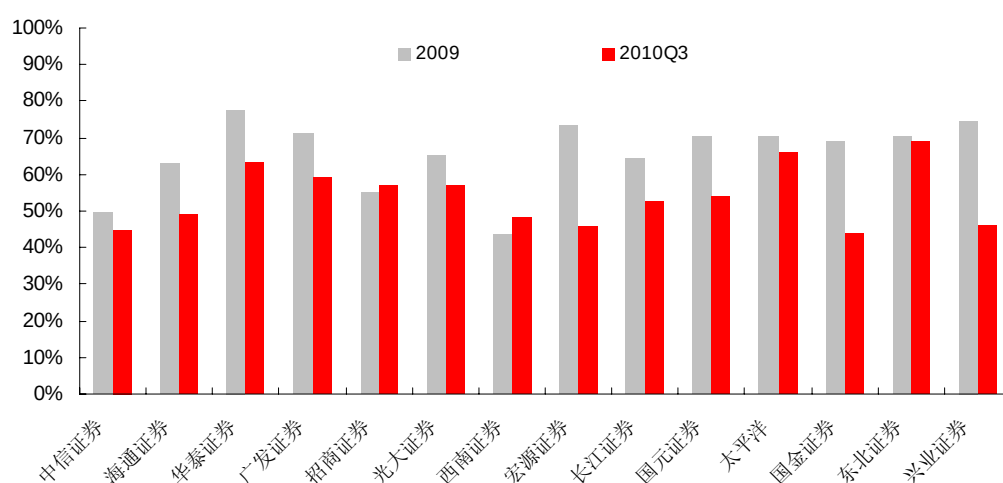
佣金率速降凸显竞争力缺失，证券业谋求业务结构升级	3
表面现象：佣金率快速下滑困境凸显证券行业竞争力缺失	3
深层次挑战：券商转变原有盈利模式已刻不容缓	4
美国同业的升级案例	4
嘉信理财模式——低成本扩张传统经纪业务	5
美林模式——精耕细作核心业务，而后拓展其他业务	6
高盛模式——不断拓展核心业务范围	7
证券业谋求业务机构升级	8
走出低谷——2011 年证券行业展望	10
经纪业务：佣金率下滑幅度趋缓，成交额将稳步回升	10
行业佣金率下滑趋势有望减缓，部分内地券商仍有压力	11
股基成交额有望增长 22%左右	12
2011 年政策环境支持投行业务继续大踏步前进	14
直投业务进入收获期	18
转融通有望点亮融资融券业务	22
预计 2011 年上市券商净利润增速将达到 17%左右	25
2011 年投资策略	26
坚持两条腿走路——创新业务有优势的行业龙头+基本面持续改善的高 Beta 券商	26
海通证券	27
华泰证券	27
东北证券	28

佣金率速降凸显竞争力缺失，证券业谋求业务结构升级

表面现象：佣金率快速下滑困境凸显证券行业竞争力缺失

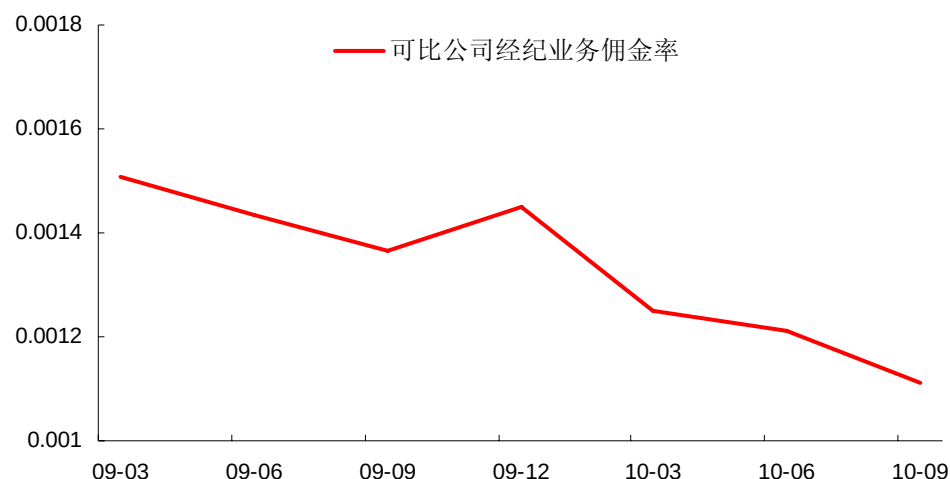
今年以来，伴随着证券行业整体佣金率的快速下滑，券商经营业绩出现较大波动。截至今年前三季度，上市券商营业收入同比下降 8.96%，其中占比达到 55%以上的经纪业务佣金收入波动巨大，前三季度下滑幅度达到 29.13%。这主要是由于整个证券行业今年佣金率出现大幅下滑，上市券商三季度单季的经纪业务佣金率较去年全年水平下降了 21.78%。

图 1 上市券商经纪业务收入占营业收入比重



资料来源：上市公司公告，东方证券研究所

图 2 可比证券公司佣金率下降趋势



资料来源：上市公司公告，东方证券研究所

我们在前期发布的《短期看业务弹性 长期视竞争优势》深度报告中提到，经纪业务佣金率快速下反映了目前我国证券行业最倚重的经纪业务恰恰是一项缺乏壁垒、缺乏核心竞争力的业务。传统的经纪业务模式就是向客户提供一种标准化的通用交易通道，每家证券公司扮演的是经纪人的角色。过去 20 多年这一商业模式之所以未被挑战，主要是因为监管部门考虑到这一行业尚不成熟，因此在机构设置和收费方面给予券商保护，加之过去网络不发达，投资者更多依赖现场交易。券商凭借着这些垄断保护得以发展。然而近几年监管机构逐步取消佣金率限制，放宽机构设置，证券公司原本依靠牌照垄断所拥有的经纪业务竞争力完全丧失。证券行业成为名副其实的完全竞争行业，以经纪业务为代表的价格战愈演愈烈。

深层次挑战：券商转变原有盈利模式已刻不容缓

从大的方面来讲，近两年集中爆发的经纪业务佣金率大幅下滑的问题还是一个表象，证券公司面临的更深层次挑战在于，在监管放松、原有的政策壁垒保护完全丧失后，券商将不得不考虑改造原有盈利模式、重新建立自身的核心竞争力。过去 20 多年中，由于政策保护，我国证券行业的快速增长基本建立在相对粗放的规模扩张上。一家普通券商只要获准新设网点，拉来客户交易，就能坐享交易佣金。但是到了目前这个时点，考虑到行业规模急剧扩大，部分区域网点数已接近饱和，加之管理层打破垄断，放开佣金率和新设网点限制，证券公司曾经依赖规模扩张的增长模式在佣金率迅速下降的势头面前已行不通。

因此，在经历了近两年佣金率骤降、“吃饭业务”经纪佣金收入面临巨大下滑风险的背景下，如果再不对原有经营模式做出变革，那么证券公司当前还存在的垄断利润将在几年内迅速丧失。因此未来各家上市券商对原有盈利模式的变革应成为投资者一个重要的关注点。

美国同业的升级案例

1975 年以前，美国实施的是证券交易固定佣金制度，所有的经纪公司按照全国统一的标准费率收费，对所有层级客户一视同仁。纽约交易所也规定：交易所会员之间不准许开展价格竞争，非会员之间不准许开展批发业务，而且会员和非会员之间也不准许进行交易佣金的分割。当时实行这种制度的初衷是希望通过限制经纪人在价格上的竞争来维护市场的稳定。

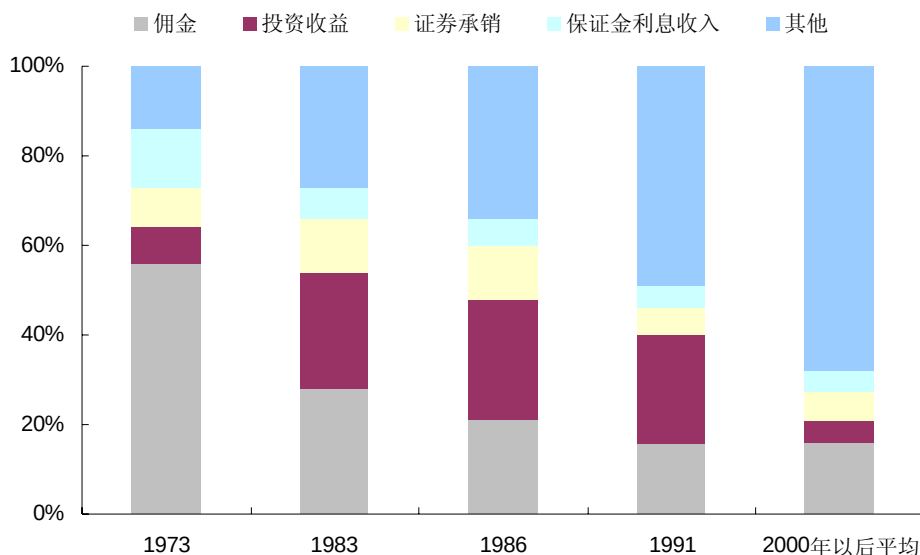
1975 年 5 月 1 日，美国国会通过了“有价证券修正法案”，率先在全球范围内废除了证券交易的固定佣金制度，开始实行佣金协商制，迈出了放松金融管制的重要一步。1975 年美国佣金制度改革以后，美国投资者的交易成本大幅下降，每股交易佣金从 1975 年的平均 26 美分下降到 1980 年的 11.9 美分，到 1997 年已降到平均每股 5 美分。

自此以后，美国证券业出现了翻天覆地的变化，部分经纪商投入到激烈的佣金价格战中，在大浪淘沙之后涌现出了像嘉信理财这样成功的低成本经纪商。也有些券商审时度势，通过对从事业务的改造升级提高了自身的核心竞争力，成功者有当时的美林证券。

从美国证券业收入拆分来看，美国证券公司整体的业务结构在 1975 年之后发生了剧烈变化，主要表现在两个方面。第一，相对没有竞争力的经纪业务收入占比由 1973 年的 56% 迅速降至 1983 年的 28%，到了近几年经纪业务收入的占比已降至 15% 左右。第二，由于不同公司的经营重点不同，

各项收入占比出现明显分化（下文的高盛、美林和嘉信理财的业务结构的差别就很大），这也导致美国证券业整体业务结构较为分散，进入 2000 年以后，经纪业务、投行业务、投资业务以及融资业务收入占比仅占证券行业总收入的 32%。

图 3 1973 年至 2000 年以后美国证券行业业务结构变化

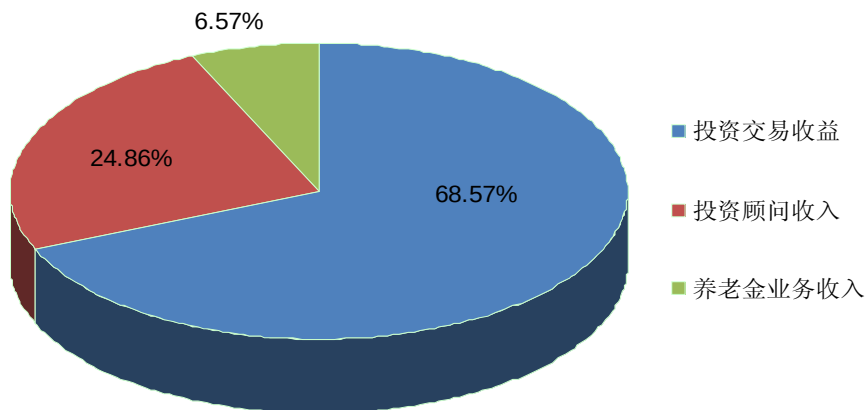


资料来源：SIFMA，东方证券研究所

美国证券业在 1975 年佣金自由化以后的做法也为我们提供了几个典型的模式。

● 嘉信理财模式——低成本扩张传统经纪业务

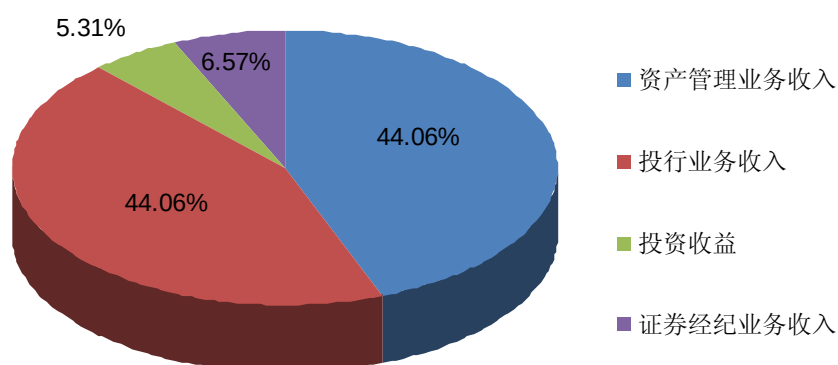
嘉信理财成立于 1971 年，不同于其他传统投资银行，嘉信理财更多的为投资者提供低成本的交易渠道。在美国 1975 年美国联邦证券管理委员会取消统一佣金制之后，低收费策略便成为嘉信理财与传统投资银行竞争的利器，公司当时尽量采用电话等非现场方式为客户提供经纪业务，咨询服务主要通过寄送定期投资刊物而非采用经纪人的方式。随着 90 年代互联网的兴起与普及，嘉信理财抓住互联网与证券交易结合所蕴含的商机，推出网上经纪业务服务系统，以其低廉的佣金率和一定的信息咨询能力吸引了大量的网上交易投资者，成为美国排名第一的网络券商。薄利多销的传统经济业务拓展模式为嘉信理财带来了丰厚的经纪业务收入。时至今日，经纪交易业务仍是其最主要的业务。

图 4 嘉信理财 2000 年以后业务收入结构


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

● 美林模式——精耕细作核心业务，而后拓展其他业务

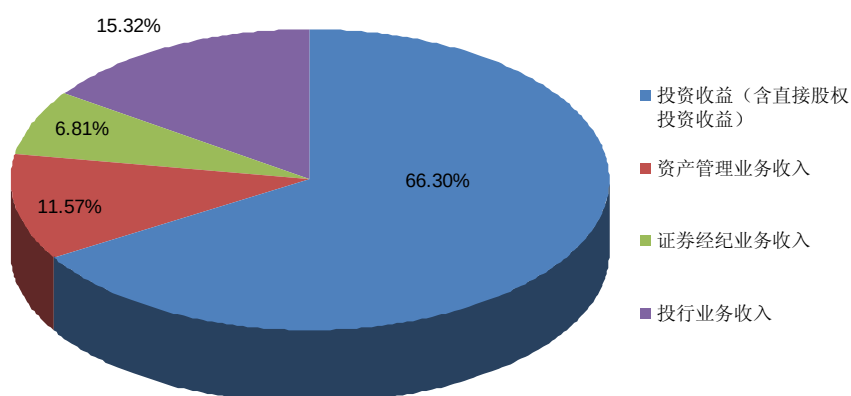
美国佣金自由化改革以后，美林证券开始努力拓展新的业务类型。美林利用公司专业化的 FC（金融顾问）经纪队伍与庞大的市场研究力量，采取高价格高品质服务的策略，着力发展高端业务。此后，美林公司利用自身拥有的专业经济人才库和在经纪业务中培育了良好的客户关系，根据客户的资产负债、家庭结构等情况为客户提供量身定制的投资咨询服务，逐步将高端客户引入资产管理服务体系。1992 年美林引入“在线投资银行”的概念，建立美林直接市场（ML Direct Markets），直接在网上进行证券发行等投行业务，促进了投行业务的发展。进入 21 世纪，美林进一步加大资产管理业务和投行业务投入，同时进入了衍生品交易领域。虽然之后美林终被美洲银行收购，但其业务拓展模式值得借鉴。

图 5 美林证券 2000 年-2008 年业务收入结构


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

● 高盛模式——不断拓展核心业务范围

高盛在上世纪 70 年代之前一直以证券承销业务为主。1978 年公司抓住“反恶意收购”这个大商机，从简单的股票、债券承销向企业并购领域拓展。1966 年高盛并购部门的业务收入是 60 万美元，到了 1980 年已升至大约 9000 万美元，1997 年进一步上升至 10 亿美元，并购顾问和股票承销成为当时的核心业务。此后高盛公司收购一系列公司，逐渐进入期货、货币等衍生产品的设计和交易领域。与此同时借助强大的投行竞争力，公司进一步延伸进入股权投资业务（PE），经典案例就是当年对工商银行的直接投资。总而言之，高盛模式是通过不断拓展具有核心竞争力的业务范围培育出新的核心业务。

图 6 高盛公司 2000 年以后业务收入结构


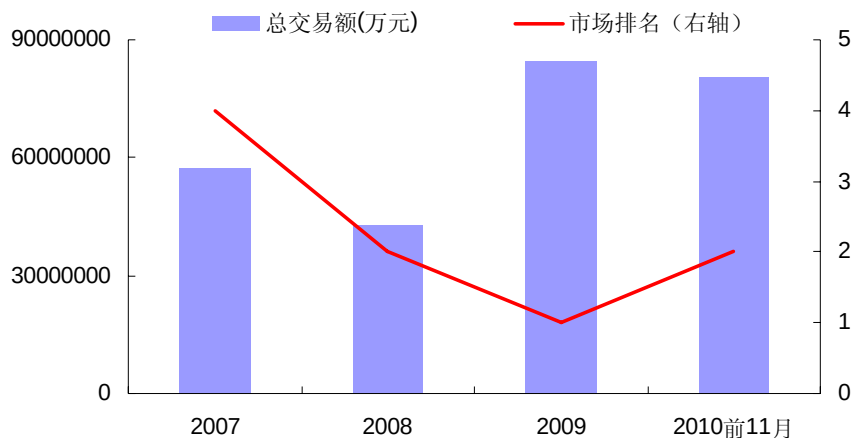
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

证券业谋求业务机构升级

从宏观上来看，产业结构是指各产业的构成及各产业之间的联系和比例关系。各产业部门的构成及相互之间的联系、比例关系不尽相同，对经济增长的贡献大小也不同。而所谓的产业升级，主要是指产业结构由低级形态向高级形态演变过程中整体演进的形势，包括产业结构的改善和产业素质与效率的提高。

结合海外及我国证券公司实际情况，预计我国的证券行业未来几年将在微观层面谋求产业升级，以改变原有盈利模式，建立全新的竞争力，我们暂且称之为“业务结构升级”。与产业结构升级的方式类似，我们认为证券公司的业务结构升级同样包含两层意思。第一，业务素质与效率的提高，即提高原有业务的竞争力。比如就目前竞争日趋激烈的经纪业务而言，相比简单收取通道收入，券商通过在投资咨询服务上加大投入，培育竞争力，能够有效地做到差异化服务，达到自身经纪业务的升级，上文的美林证券在上世纪 70-80 年代正是这么做的，而国内的证券公司中，国信证券的某些营业部已形成了极具自身特色的高端研发和咨询团队，不仅交易量排名领先，佣金率也能维持在相对较高的位置。第二，业务结构改善，即证券公司结合自身优势，在发展过程中对能形成核心竞争优势的业务加大投入，逐步提高某项或某几项壁垒高的业务收入占比。

图 7 国信泰然九路营业部历年交易量及市场排名



资料来源：Wind，东方证券研究所

在考察我国证券公司各项业务竞争力时，我们倾向于参考两个维度的指标：资本壁垒和技术含量。其中所谓资本壁垒，顾名思义指的是证券公司开展某些业务所需的资本多少，比如直投、融资融券等业务所需要的资本就比较多，规模小、资本状况不乐观的证券公司可能就无法开展这类业务；技术含量的定义则较宽泛，指的是证券公司所拥有的专业人才、品牌知名度、组织架构、激励机制等多项左右证券公司从事某项业务的能力。

我国证券公司目前的业务可以进行以下划分：传统经纪业务属于既不需要资本也不需要技术的业务，在佣金率放开之前获得的完全是政策保护下的垄断利润。相比于经纪业务，目前融资融券业务、利息收入等则属于资本密集型的业务，资本实力雄厚的证券公司在此相对有优势。而资产管理、证券承销和投资咨询业务则更亲技术，研究、开发、营销乃至品牌等技术能力决定了证券公司能否在这几项业务中取得超越同业的超额收益。而直投业务和自营业务相比于其他业务而言则同时需要较高的技术和强大的资本实力。

图 8 证券公司业务竞争力分解



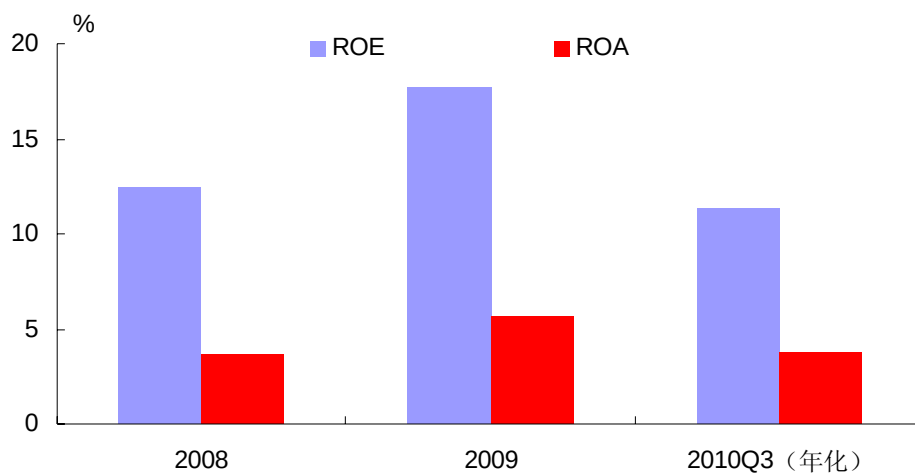
资料来源：东方证券研究所

可以预见的是，随着竞争加剧，证券业主动或被动降低第三象限中收入占比将是大概率事件，美国同业事实上已经给了我们一个很好的案例。

总体来看，目前我国证券公司在进行业务结构升级方面仍处于比较主动的位置，未来几年来自经纪业务的垄断利润还不会马上消失，资产收益率仍维持在比较高的位置。证券公司依然能够通过原有经营模式下的收入贴补创新、升级所需花费的成本。同时，直投业务、融资融券、股指期货，乃至金融衍生产品等各种创新业务的推出也使得证券公司在更大的舞台上找准自己的定位，选择适合自己的升级方式。

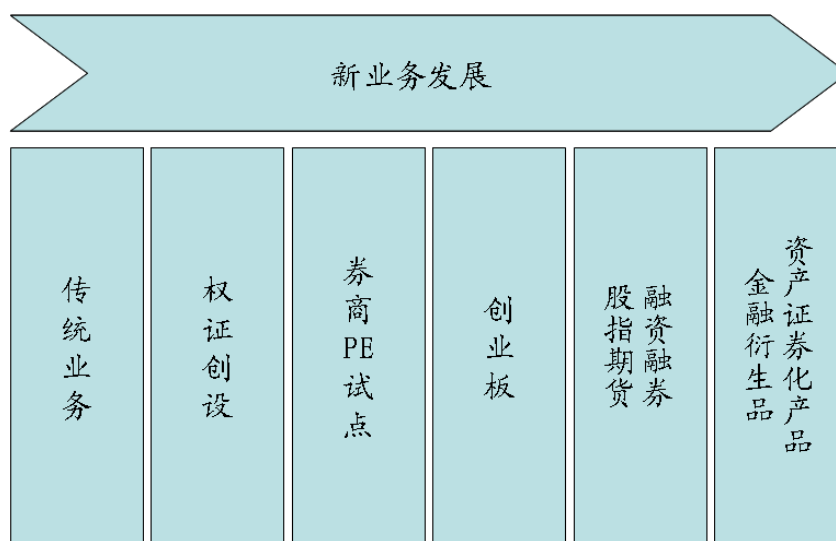
可以说，我国证券行业已过了跑马圈地的时代。未来在选择投资标的和进行估值时，投资者将不仅需要考虑证券公司短期的业绩增长，也要更多关注其在业务结构升级上的战略及具体举措。

图 9 证券行业整体 ROE 和 ROA 水平



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 10 券商业务发展发展进程



资料来源：东方证券研究所

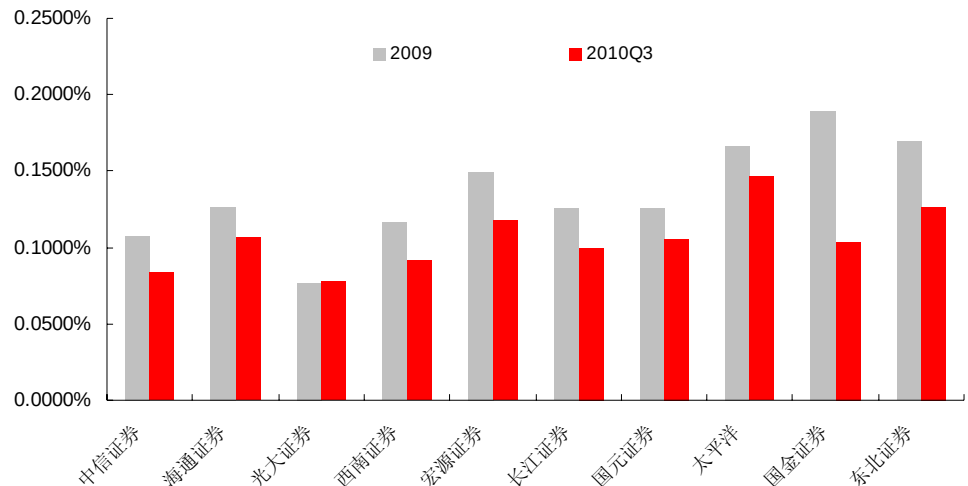
走出低谷——2011 年证券行业展望

经纪业务：佣金率下滑幅度趋缓，成交额将稳步回升

行业佣金率下滑趋势有望减缓，部分内地券商仍有压力

我们在前期《短期看业务弹性 长期视竞争优势》深度报告中就已提到，证券行业是我国金融市场化改革的先行者。在去年完全打破佣金率底限、监管机构放开营业部审批和服务部翻牌提速后，证券行业经历了一轮惨烈的佣金价格战。

图 11 上市券商 2009 年与 2010 年第三季度股基佣金率比较

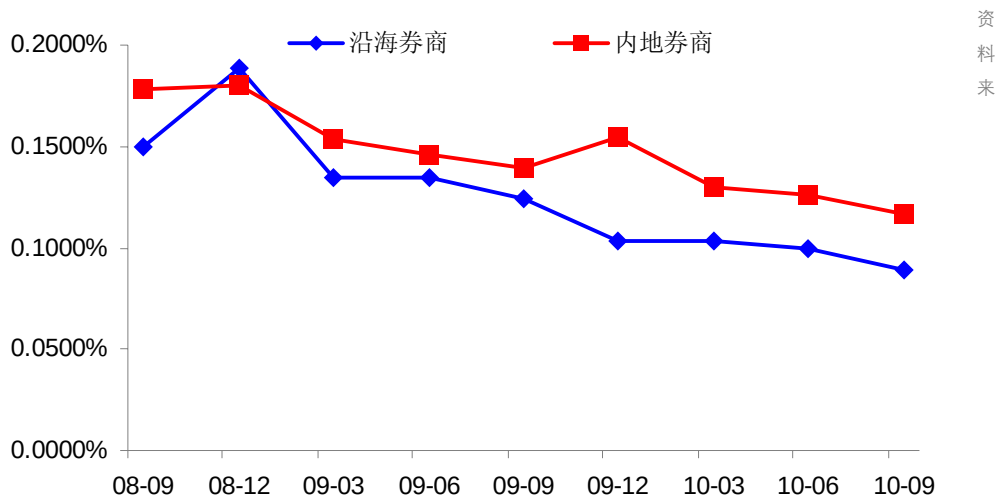


资料来源：WIND，东方证券研究所

结合我们之前的深度报告及近期的调研结果，我们对 2011 年证券行业经纪业务佣金率有两个判断：

第一，证券行业经纪业务佣金率仍将下滑，不过佣金率的下滑速度有望在一定程度上减缓，这与我们前期判断一致。主要还是因为今年服务部翻牌结束，明年新设营业部速度下降以及监管层下发《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》，规范行业内不正当竞争行为等。在此不作赘述。

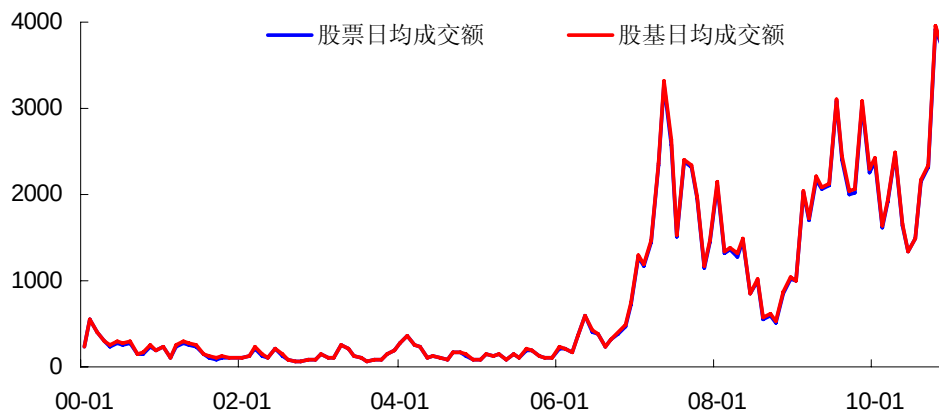
第二，我们认为沿海地区佣金率原本较低的证券公司明年佣金率下滑压力较小，而内地证券公司佣金率由于原本佣金率处于高位，明年下滑的压力相应较大。沿海地区券商由于所处市场竞争充分，2008 年来佣金率下降幅度普遍在 50% 以上，而内地券商由于当地竞争不充分，2008 年以来佣金率下降的幅度普遍在 25% 左右，形成了沿海地区券商佣金率普遍低于内地券商的情况。未来随着内地证券公司营业部的充分竞争，经纪业务的佣金下滑空间被完全打开。而由于沿海地区券商整体佣金率原本就较低，通过在内地设点，甚至有望获得高于公司和行业平均的佣金率水平。事实上从今年开始内地券商的佣金下降幅度已略超沿海券商，预计明年内地券商的佣金率下滑幅度仍将高于沿海地区券商的降幅。

图 12 沿海券商与内地券商佣金率对比


源: WIND, 东方证券研究所

股基成交额有望增长 22%左右

截止至 11 月末, 沪深两市股基成交额达到 50 万亿元, 同比取得 2% 的正增长, 这主要还是要归功于 4 季度以来沪深两市成交额的大幅上升, 10 月和 11 月沪深两市股基日均交易额分别达到 3961 和 3774 亿元, 不仅远高于前三季度 1950 亿元左右的日均成交额, 更是创下历史新高。结合前 11 个月的情况, 我们预计 2010 年全年证券市场股基交易额将达到 55.1 万亿元, 合日均交易额 2277 亿元, 略高于我们前期 2219 亿元日均交易额的预期。

图 13 2009 年以来股权基成交额走势


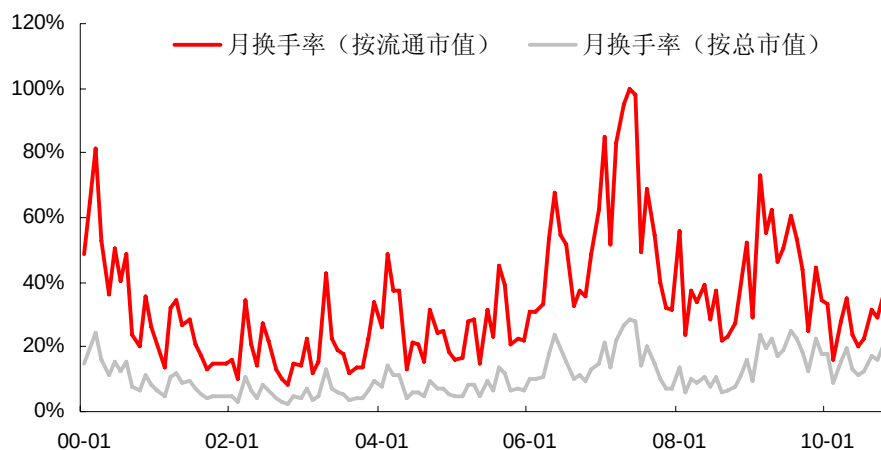
资料来源: WIND, 东方证券研究所

对于 2011 年交易额的预测，我们将证券市场成交量做以下拆分：

证券市场成交量=股票换手率*流通市值=股票换手率*GDP*以流通市值计量的证券化率

今年前 11 月，按流通市值计算的沪深两市股票月换手率平均为 29%，远低于 2009 年 48% 的月换手率，更是低于自 2000 年以来 34% 的月换手率。换手率下降原因主要包括今年市场整体疲弱并且包括中国石油等大市值公司限售股解禁（这部分限售股由大股东持有，实际上并不流通）。预计明年在经济转型背景下中小企业的大量上市以及大市值公司限售股解禁压力减小将使沪深两市的换手率至少维持在今年的位置。

图 14 2000 年以来我国股票市场换手率



资料来源：WIND，东方证券研究所

关于明年流通市值的预测，我们在中性假设下预计股市上涨 5%，低于 GDP 增速。同时我们分别对明年的限售股解禁市值和股票发行额做了测算，其中 2011 年即将解禁的市值为 2.2 万亿元（按 11 月末价格测算，下同），较今年减少 3 万亿元。2010 年通过 IPO 和再融资上市流通的市值为 7700 亿元左右，总计 3 万亿元。截止至 11 月末，A 股流通总市值为 18.8 万亿，假设明年融资额较今年增长 15%，则明年 A 股流通市值将达到 22.9 万亿元，同比上升 22% 左右。

表 2 2011 年 A 股流通市值测算

2010 年 11 月 A 股流通总市值	188006
2011 年解禁市值	22000
2011 年存量股票流通市值	220506
2011 年 IPO、再融资的流通市值	8470
2011 年 A 股流通总市值	228976
增速	21.8%

资料来源：东方证券研究所

据此我们测算出，中性假设下，2011 年日均股基交易额为 2700 亿元左右。同时根据我们的敏感性分析，预计 2011 年全市场日均股基交易额的波动区间在 2000 亿元-3300 亿元之间。

表 3 2011 年全市场股基交易额弹性分析

		股指涨跌幅				
		-10%	-5%	0	5%	10%
换手率	25%	2062	2171	2281	2391	2500
	27%	2227	2345	2464	2582	2700
	29%	2392	2519	2646	2773	2900
	31%	2557	2693	2829	2964	3100
	33%	2722	2866	3011	3156	3300

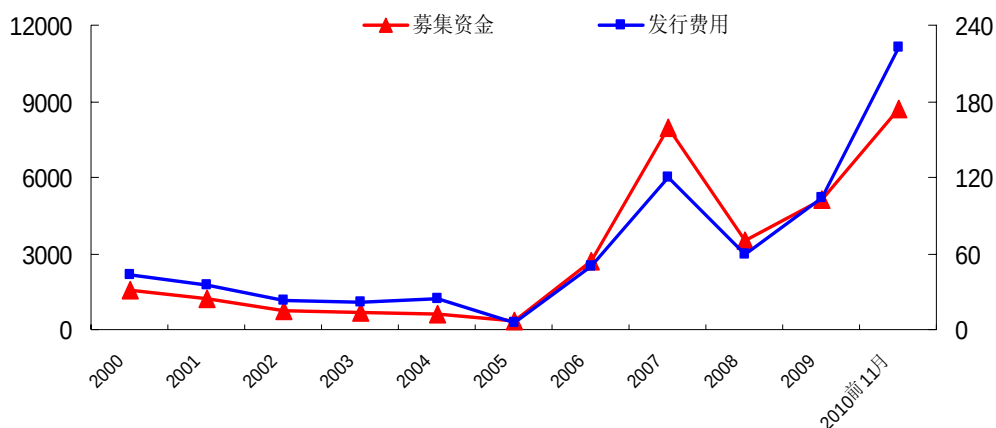
资料来源：东方证券研究所

2011 年政策环境支持投行业务继续大踏步前进

今年证券行业投行业务出现爆发式增长，截止 11 月末，行业合计募集资金已达到 8700 亿，超过去年全年水平 70%，发行费用更是超去年全年的 115%，双双创出历史新高。

今年投行业务大放光彩的主要原因在于中国经济结构转型背景下，以新兴产业为代表的众多中小企业融资需求旺盛，同时监管机构和市场投资者对于这类企业也持欢迎态度。因此截止至今年 3 季度末，共有 86 家创业板企业上市，154 家中小企业板新股上市。同时由于小企业的承销费率远高于大中型企业，因此今年以来发行费用的增速明显快于募集资金的增长。

图 15 历年证券公司募集资金及发行费用



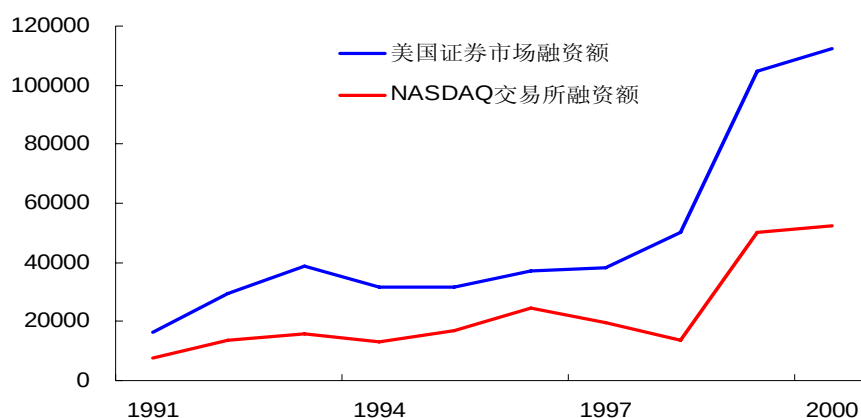
资料来源：WIND，东方证券研究所

展望 2011 年，我们认为有两个政策因素将促使证券行业投行业继续取得较快增长。

第一，明年是十二五开局第一年，从目前已公布的十二五规划来看，大力发展新兴产业，促进经济转型已经成为我国下一个 5 年发展的重中之重。新兴产业中众多中小企业需要资金的扶持，而银行由于偏爱大中型企业贷款且更注重风险防范，因此很难依赖银行信贷支持我国新兴产业的发展。而资本市场则能担当支持新兴产业中小企业发展的重任，因此预计明年股票市场上中小企业的融资规模仍将保持较快增速。

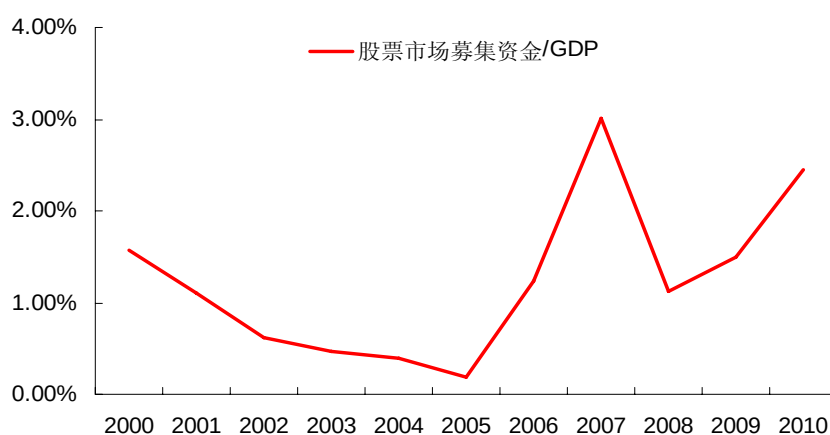
在上世纪 90 年代新经济繁荣期，美国股票市场融资额迭创新高，由 1991 年的区区 160 多亿美元骤升至 2000 年的 1100 亿美元以上，纳斯达克市场的融资额在此期间接近美国证券市场融资的二分之一。同时从我国情况来看，今年股票市场募集资金/GDP 的比重大致在 2.5%，仍低于 2007 年的 3%水平，在我国金融脱媒的大背景下，预计未来几年这一指标仍将呈现上升态势。

图 16 美国证券市场新经济繁荣期历年融资额



资料来源：CEIC，东方证券研究所

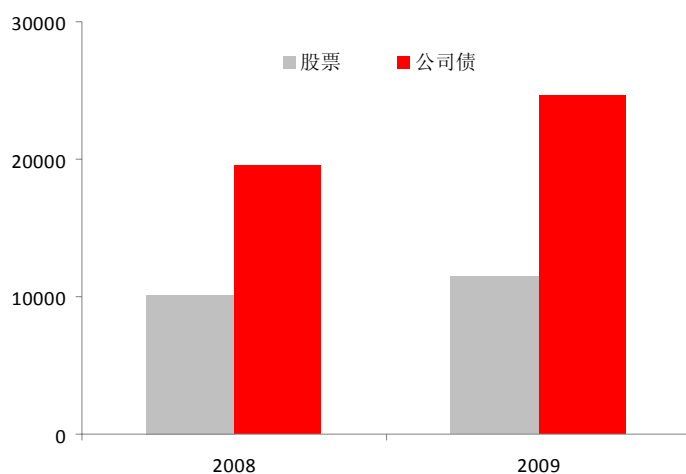
图 17 历年股票市场融资/GDP 比值



资料来源：WIND，东方证券研究所

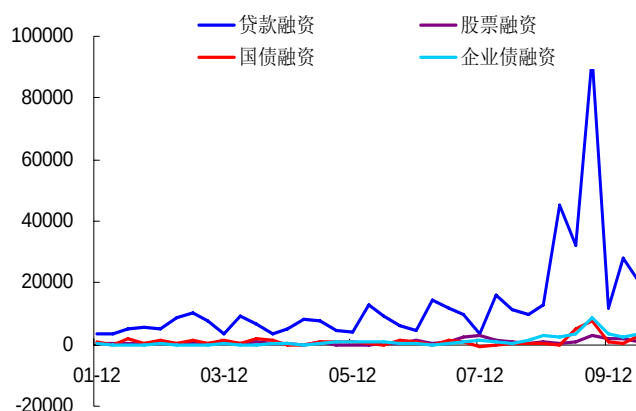
第二，预计明年我国货币政策将由适度宽松转向稳健，新增信贷总量难以超越今年。在间接融资供给严重受限的背景下，直接融资有望接力。由于较难取得信贷或需要较高的成本才能获取贷款，企业可能将更多采取发债的形式募集所需资金，作为信贷的替代品，我们判断债券融资可能成为明年的亮点之一。而且从美国市场来看，企业债规模和股票市值的比重大约为 2:1，而目前内地资本市场企业债券与股票的比重大约为 1:12。我们前期的测算也显示，如果我国企业债和公司债在未来 5 年由目前占股票比重 8% 达到 50%，按 1% 的承销费率，将为证券行业贡献超过 600 亿元的收入，每年平均的收入占券商目前营业收入的 6%，这还不考虑股票市场发展及存量债券的续期发行。

图 18 美国企业债券与股票市值比较

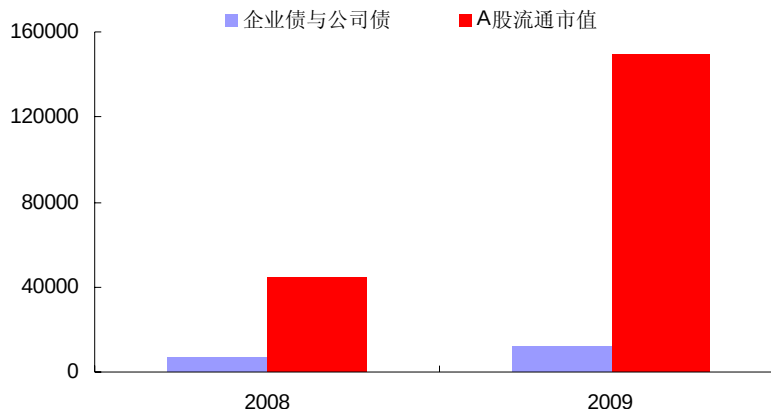


资料来源：WIND，东方证券研究所

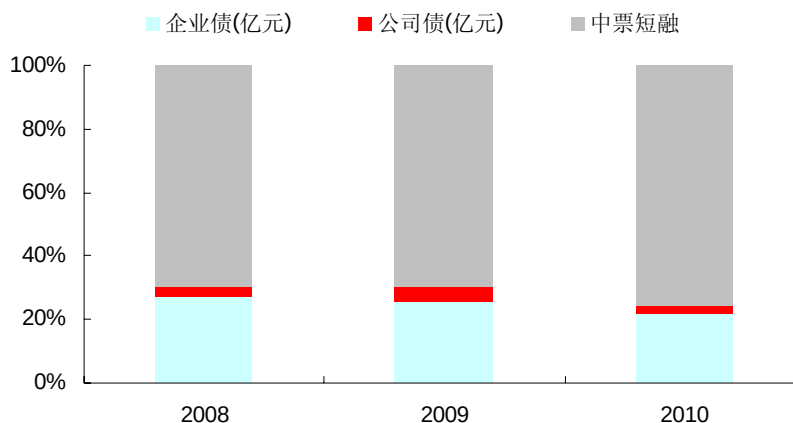
图 19 中国资本市场融资数据



资料来源：WIND，东方证券研究所

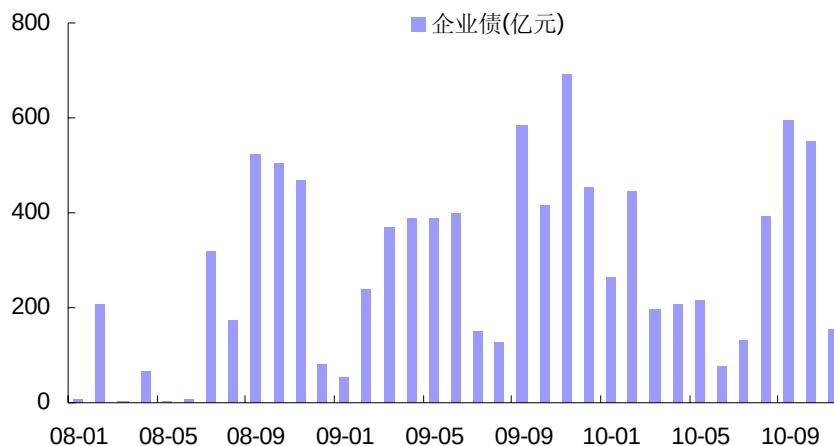
图 20 中国企业债券与股票市值比较


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 21 中国各类债券种类发行占比


资料来源：WIND，东方证券研究所

券商目前以发企业债和公司债为主。从我们最近掌握的情况来看，证监会近期将简化公司债券发行的审核程序，支持上市公司利用公司债券募集资金。此举将有助于提升券商在公司债承销上的竞争力，改变以往上市公司为审批方便弃公司债而直接选择发行中票和短融的情况（中票和短融仅有银行和少数券商能够承销）。考虑到中票和短融规模目前是公司债的 26 倍，券商的公司债承销短期内有望出现爆发式的增长。另外，目前我国企业债以城投债为主，由于今年 6-7 月发改委一定暂停城投债发行，导致 6-7 月企业债发行量明显缩水。9 月以后企业债的发行才重回正轨，并且发改委近期发布《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》，明年将在规范的基础上继续鼓励城投债的发行。因此考虑到今年企业债发行额受监管限制有所下降且压制的企业债需求明年将集中释放，预计 2011 年企业债的发行也将保持较快增长。

图 22 2008 年以来企业债发行情况


资料来源: WIND, 东方证券研究所

直投业务进入收获期

自从 2007 年中国证监会允许中信证券和中金公司开展直接投资业务试点以来, 已有 30 家左右的券商获得直投资格。目前我国券商系直投公司运作模式以 Pre-IPO 为主, 主要依托自身的投行部门, 从投行客户或潜在客户入手, 从中选择质地优良、有融资或股改需求的公司先期入股, 随后在公司上市之后择机减持所持股份。今年创业板的推出为券商系直投公司项目退出提供了一条重要渠道。

表 4 上市券商直投公司一览

券商名称	直投公司名称	注册资本 (亿元)	注册资本/净资本
中信证券	金石投资有限公司	30	8.60%
海通证券	海通开元投资有限公司	30	8.72%
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	2	2.34%
广发证券	广发信德投资管理有限公司	5	4.64%
招商证券	招商资本投资有限公司	1	0.57%
光大证券	光大资本投资有限公司	20	10.96%
西南证券	西证股权投资投资有限公司	2	5.67%
宏源证券	宏远创新投资有限公司	2	4.24%
长江证券	长江成本资本投资有限公司	5	6.77%
国元证券	国元股权投资投资有限公司	5	3.91%
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司	1	2.64%
太平洋	无		
国金证券	无		
东北证券	无		

数据来源: 上市公司定期报告, 东方证券研究所

表 5 中信证券控股金石投资项目一览

	初始投资时间	初始投资成本（亿元）	持股比例（%）
昊华能源股份有限公司	07-12	1.51	5.29
沈阳新松机器人自动化股份有限公司	08-06	0.26	
北京神州泰岳软件股份有限公司	09-05	0.28	1.66
恒泰艾普石油天然气技术服务股份有限公司	09-10	0.24	2.78
中油金鸿天然气输送有限公司	08-04	1.55	7.46
富奥汽车零部件股份有限公司	09-09	5.80	5.00
中信房地产股份有限公司	08-02	4.23	1.32
广西丰林木业集团股份有限公司	08-09	1.50	11.02
贵州开磷（集团）有限责任公司	08-12	4.01	24.75
内蒙古北方重工业集团有限公司	09-07	1.47	11.28
兰州兰石重型装备股份有限公司	05-07	1.06	15.00
上海帝联信息科技发展有限公司	10-02	0.12	6.67
江苏润合软件股份有限公司			
浙江开山压缩机股份有限公司			
青岛东软电脑技术有限公司			
天顺风能（苏州）股份有限公司			
合肥威尔燃油系统有限责任公司			
西安天和投资控股集团有限公司			
湖北杰之行服饰有限公司			
中国投资担保有限公司			

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 6 海通证券控股开元投资项目一览

直投项目	初始投资时间	初始投资成本（亿元）	持股比例
浙江银江电子股份有限公司	09-03	0.08	1.85
东方财富信息股份有限公司	09-07	0.55	3.57
银联数据服务有限公司	05-07	0.66	2.43
重庆润江水泥股份有限公司	05-07	0.57	19.70
陕西国德电气有限公司	05-07	0.45	17.31
东方证券股份有限公司	05-07	0.38	0.15
山东玲珑轮胎有限公司	05-07	0.50	1.39
山西兴高能源股份有限公司			
中矿资源勘探股份有限公司			

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 7 海通证券参股中比基金项目一览

直投项目	初始投资时间	初始投资成本	持股比例
新疆金风科技股份有限公司	05-09	0.40	5.99
浙江双箭橡胶股份有限公司	07-10	0.29	10.26
芜湖长信科技股份有限公司	07-04	0.44	11.95
武汉中元华电科技股份有限公司	09-01	0.40	5.62
无锡百川化工股份公司	07-07	0.36	7.97
江西赣锋锂业股份有限公司	07-06	0.04	7.50
江苏东光微电子股份有限公司	05-10	0.40	25.94
浙江海利得新材料股份有限公司	06-01	0.43	8.60
南京云海特种金属股份有限公司	05-12	0.45	11.37
湖南辰州矿业股份有限公司	05-12	0.46	10.13
宁波摩士集团股份有限公司	05-12	0.41	26.67
南京朗光电子股份有限公司	06-09	0.24	5.00
福建海源自动化机械股份有限公司	06-12	0.50	
西安富士达科技股份有限公司	06-02		
陕西国德电气制造有限公司	09-12		
无锡华东可可食品股份有限公司	07-12		
江苏天目湖旅游股份有限公司	08-07		
浙江华友钴业股份有限公司	07-09		
上海恒荣国际货运有限公司	07-04		
北京朝歌数码科技股份有限公司	07-05		
佛山市伊戈尔电业制造股份有限公司	07-07		
厦门福慧达果蔬供应链有限公司	10-01		
江西万年生猪产业集团有限公司	10-05		
鞍山重型矿山机器股份有限公司	10-07		

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 8 其他券商直投公司项目一览

直投项目	直投公司	初始投资时间	初始投资成本（亿元）	持股比例（%）
昆山世名科技有限公司	华泰紫金	10-03	0.20	10.00
通鼎光电	华泰紫金	09-09	0.20	1.87

苏州浩波科技股份有限公司	华泰紫金			
江苏中恒宠物用品股份有限公司	华泰紫金			
广州鹿山新材料股份有限公司股份	招商资本	10-03	0.14	6.50
贵州青利集团股份有限公司	光大资本	05-07	0.30	5.88
国泰君安证券股份有限公司股权	光大资本	09-12	0.76	0.11
芜湖顺荣汽车部件股份有限公司	国元投资	05-07	0.10	3.45
安徽山河药用辅料股份有限公司	国元投资	05-07	0.29	2.50
合肥锻压机床有限公司	国元投资			
安徽时联特种溶剂股份有限公司	国元投资			
淮北矿业	国元投资			
正方软件股份有限公司	广发信德	09-06	0.045	4.76
青岛华仁药业股份有限公司	广发信德	09-08	0.32	4.68
宁夏青龙管业股份有限公司	广发信德	09-03	0.04	0.96

数据来源：Wind，东方证券研究所

与往年单纯憧憬和计算直投业务能为券商带来的收益不同，今年中信证券的全资子公司金石投资已在直投业务上小有收获，公司之前投资的机器人今年 11 月解禁上市，从公开信息上看，金石投资 11 月中分 4 次抛售了所持的机器人股权，累计斩获超过 2.2 亿元投资收益，占 09 年公司利润总额的 1.7%。

明年随着限售股陆续解禁，海通证券和中信证券有望在直投业务上取得丰硕成果。中信证券控股公司金石投资目前已上市项目有神州泰岳、机器人和昊华能源，除去今年解禁出售的机器人股权，明年昊华能源也将解禁，按照今年 11 月底的价格测算，如果金石投资兑现收益，将有望为中信证券贡献近 9 亿元投资收益，占 09 年总利润的 6.8%。海通证券旗下的海通开元和中比基金（占 10% 的权益）2011 年将有多家上市公司股权流通，明年可兑现的权益投资收益累计将达到 8.1 亿元，占 09 年总利润的 13.5%。此外，华泰证券和广发证券也分别有 3 千万和 1.9 亿元的可兑现投资收益。

表 9 直投公司已上市项目一览

	公司名称	投资金额(万元)	摊薄后券商直投公司持股比例	券商系直投公司持有市值(万元)	收益率	解禁时间
金石投资	神州泰岳	2,772	1.70%	13,369	382%	2012 年
	机器人	2,560	5.20%	21,736	749%	2010 年
	昊华能源	15,120	5.29%	105,025	595%	2011 年
中信联合创投	理工监测	625	3.75%	20,758	3221%	2010 年
	威创股份	2,941	3.75%	34,443	1071%	2010 年
中信产业投资基金	盛运股份	3,900	7.83%	30,700	687%	2012 年
海通开元投资有限公司	东方财富	5,500	3.57%	27,069	392%	2011 年
	银江股份	375	1.88%	8,302	2114%	2010 年
中比基金	金风科技	4,000	5.99%	372,879	9222%	2010 年

	双箭股份	2,880	10.26%	29,040	908%	2011 年
	长信科技	4,350	11.95%	81,000	1762%	2011 年
	中元华电	4,000	5.62%	18,177	354%	2012 年
	百川股份	3,590	7.97%	24,451	581%	2011 年
	赣锋锂业	350	7.50%	39,683	11238%	2011 年
	东光微电	4,000	25.94%	66,224	1556%	2011 年
广发信德投资管理有 限公司	华仁药业	3,200	4.68%	19,063	496%	2011 年
	青龙管业	400	0.96%	3,730	832%	2011 年
华泰紫金控股公司	通鼎光电	2,000	1.87%	10,965	448%	2011 年

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 10 2011 年券商直投公司合计可兑换收益

	2011 年合计可兑现投资收益（万元）	占 09 年利润总额
中信证券	89904.59	6.76%
海通证券	80979.86	13.54%
华泰证券	3329.74	0.63%
广发证券	19193.03	3.00%

数据来源：Wind，东方证券研究所

2011 年市场有望第一次通过海通证券和中信证券真切感受到直投业务对证券公司业绩的巨大贡献。而且目前包括前述的海通、中信等多家券商系直投公司项目储备丰富且在经济结构转型背景下未来几年中小企业上市规模仍将保持在较高水平，直投项目上市有望持续为证券公司贡献丰厚回报。预计包括中信、海通等投行业务能力高、资本实力强的券商受益程度更高。

转融通有望点亮融资融券业务

在不考虑转融通的情况下，我们对今明两年融资融券业务的收入进行简单测算。融资融券业务为券商带来的利润有两块，一块是融资或融券的利率（费率），目前融资利率为 7.86%，融券费率为 9.86%；另一块则是融资融券过程中产生的交易佣金，我们假设融资融券的佣金率与一般股票交易佣金率一致（实际可能有所上浮）。按照我们的测算，2010 年融资融券业务收入将达到 6 亿元左右，而 2011 年有望达到 28 亿元。静态来看，2010 年和 2011 年融资融券收入仅占 2009 年证券公司营业收入的 0.3%和 1.4%。

表 11 在不考虑转融通情况下融资融券业务带来的收入（单位：亿元）

	2010E	2011E
手续费收入		
全年融资平均余额	401,897	1,438,478

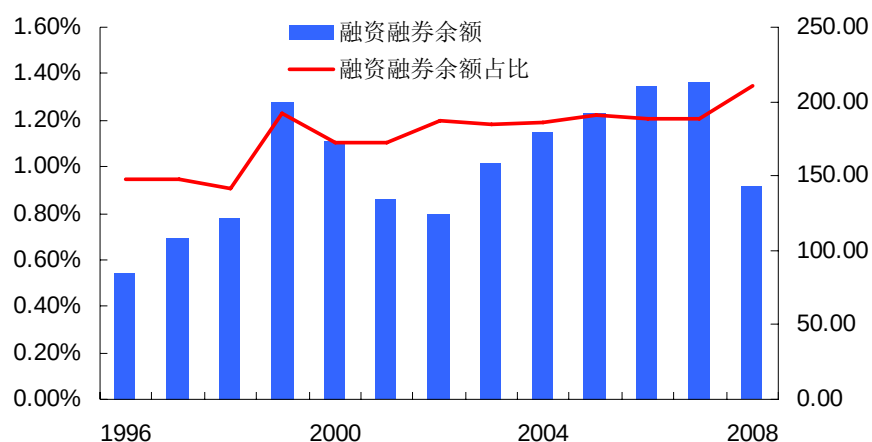
融资利率	7.86%	7.86%
融资手续费收入	23,692	113,064
全年融券平均余额	1,944	6,959
融券手续费收入	9.86%	9.86%
融券手续费收入	144	515
融资融券手续费收入	23,836	113,579
佣金收入		
融资双向成交量	13,483,699	57,539,130
佣金率	0.1%	0.1%
融资业务佣金	13,484	57,539
融券双向成交量	58,332	208,784
佣金率	0.1%	0.1%
融券业务佣金	58	209
融资融券业务佣金	13,542	57,748
融资融券总收入	61,069	284,391

资料来源：Wind，东方证券研究所

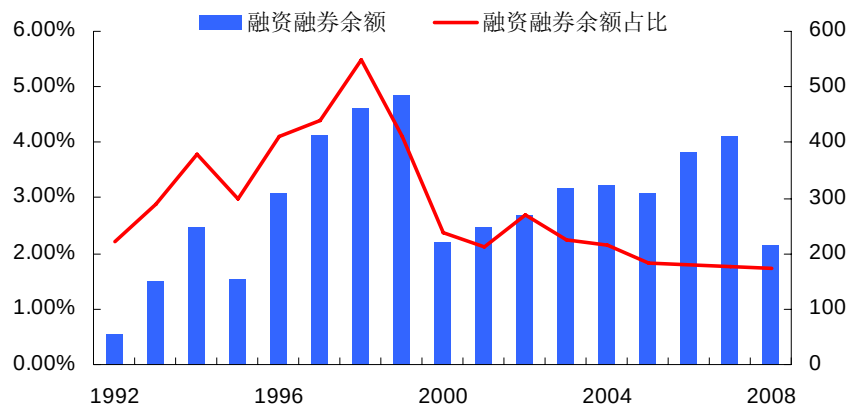
近期，包括中国证监会主席尚福林在内的人士都提出将适时推出“转融通”业务。我们在前期的报告中曾指出，转融通的开展有利于解决券商与客户之间的利益冲突，有助于迅速扩大融资融券业务规模。我们按照海外融资融券业务实际情况对转融通后我国融资融券业务收入进行了测算，以下将列示主要的假设：

根据美国和台湾的情况，我们预计融资融券余额总市值比重有望达到 1.2%。美国过去 10 多年融资融券余额占比均在 1.2%附近，而台湾地区融资融券余额总市值比重波动较大，不过近年来也持续高于 1.5%。

图 23 美国融资融券余额总市值比例

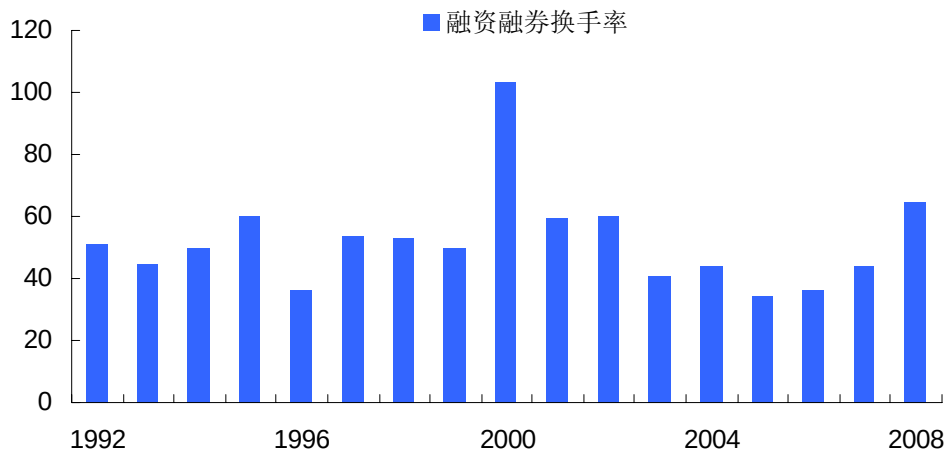


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 24 台湾融资融券余额占总市值比例


资料来源：CEIC，东方证券研究所

融资融券换手率预计达到 2500%。目前融资交易换手率大概在 1800%左右，我们预计随着投资者对融资融券业务的熟悉，换手率有望继续提升。根据台湾实际情况，我们对融资融券的换手率预测并不激进，过去 10 多年台湾融资融券的换手率基本都超过 4000%。

图 25 台湾融资融券换手率


资料来源：CEIC，东方证券研究所

佣金率假设为 0.1%，与当前市场佣金率一致。

融资利率和融券利率均设为 8%，而证券公司未来的融资或融券的成本假设为 4%。

根据以上假设测算，我们预计待融资融券业务成熟之后，有望为行业贡献 300 亿元以上的收入，占 2009 年行业收入的 15%左右。

表 12 融资融券业务贡献的收入测算

A 股总市值	融资融券余额占比	融资融券余额	融资融券换手率	融资融券交易量	融资融券佣金金率	融资融券业务佣金	融资融券净利率（费率）	融资融券净利息（手续费）收入	融资融券业务总收入
300000	1.20%	3600	2500%	90000	0.10%	180	3.50%	126	306

资料来源：东方证券研究所

如果明年转融通获准启动，则融资融券业务对上市券商的业绩无疑将明显上一台阶。而且由于目前融资融券业务尚处于试点阶段，并非所有证券公司都能受益融资融券业务。截止至今年 11 月末，有 3 批共 25 家证券公司获准融资融券业务试点，涉及上市券商 11 家。其中中信、光大、海通、广发、招商和华泰证券等六家券商由于试点时间较早，存在明显的先发优势。

表 13 融资融券试点券商一览

批次	时间	试点券商
第 1 批	2010-3-19	国泰君安、国信证券、 中信证券 、 光大证券 、 海通证券 、 广发证券
第 2 批	2010-6-8	申银万国、东方证券、 招商证券 、 华泰证券 、银河证券 长江证券 、安信证券、平安证券、国都证券、 国元证券 、中信建投、中投证
第 3 批	2010-11-24	券、 兴业证券 、方正证券、长城证券、 宏源证券 、齐鲁证券、 西南证券 和中金公司

资料来源：东方证券研究所

预计 2011 年上市券商净利润增速将达到 17%左右

在股基日均交易额 2700 亿元、沪深 300 指数上涨 5%等关键假设下，我们预计 2011 年上市券商净利润（经常性收益）增速有望达到 17%左右。当然由于证券公司业绩与市场表现密切相关，因此测算出的净利润增速受到严格的假设限制，但我们认为 2011 年上市券商实现正增长将是大概率事件。

表 14 2011 年上市券商净利润增速测算

项目	关键假设
股基成交量增速	22%
佣金率变化	-5%
代理买卖证券业务收入净收入增速	17%
证券承销业务净收入增速	15%
资管业务净收入增速	20%
净利息收入增速	30%
自营业务收入增速	10%

创新业务对营业收入的增量贡献率	3%
成本收入比	46%
营业税率	5%
净利润增速	16.70%

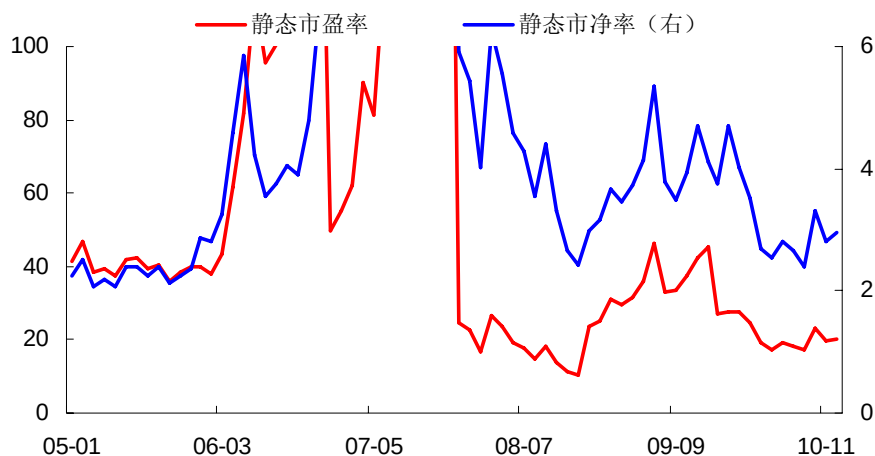
资料来源：东方证券研究所

2011 年投资策略

坚持两条腿走路——创新业务有优势的行业龙头+基本面持续改善的高 Beta 券商

经历前期暴涨暴跌之后，券商估值再度回到历史低位。在 2011 年股基日均成交额 2700 亿元、沪深 300 上涨 5% 的假设下，我们预计上市券商对应 2011 年的动态 PE 在 20X 左右，动态 PB 在 25X 左右。结合估值和 2011 年上市券商的盈利增长，我们维持对证券行业“看好”的投资评级，考虑到

图 26 上市券商历史 PE 和 PB



数据来源：Wind，东方证券研究所

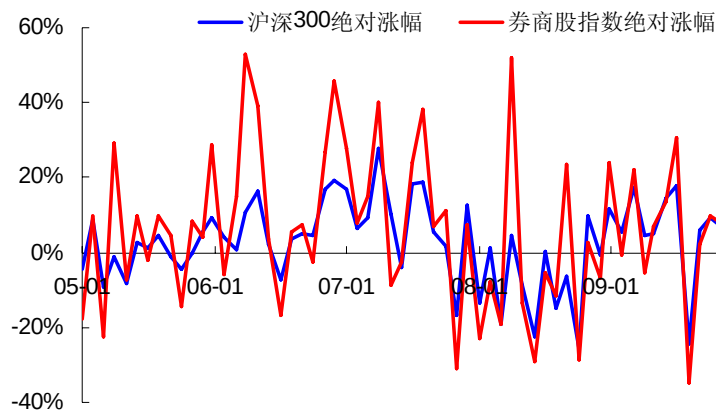
我们将前期报告中的推荐逻辑进一步深化，建议在 2011 年重点关注以下两条投资主线：

第一，精选创新业务有优势的行业龙头。（1）不同于今年各类创新业务还处于培育期，明年诸如直投、融资融券等业务有望为某些券商带来显著的盈利增量；（2）证券公司未来的出路仍在于自身业务结构升级、核心竞争力培育，拥有资本和人才优势的行业龙头更易脱颖而出；（3）相比于中小券商，行业龙头的估值更为合理。

第二，阶段性持有基本面持续改善的高 Beta 品种。在行业整体处于业务结构升级过程中，券商仍将以传统的经纪业务和自营业务为主，这就注定券商的业绩或者业绩预期与股票市场走势呈现出密

切的相关性，中短期的行业机会更多来自其自身的高 Beta 性。从历史走势看，自 2005 年以来，券商股指数与沪深 300 指数的 Beta 值达到 1.44。针对券商的 Beta，可以更多关注券商自营业务弹性及经营杠杆，前者反映证券公司自营业务的收入对券商整体业绩的影响，后者则反映了券商在整体收入提升的同时由于经营杠杆的不同（可参考成本收入比指标），净利润表现出的弹性。

图 27 沪深 300 指数涨幅与券商股涨幅比较



资料来源：WIND，东方证券研究所

结合以上两条主线，我们推荐海通证券（首次给予“买入”评级）、华泰证券和东北证券。华泰证券既是行业龙头，经纪业务弹性也比较大，其在投行业务方面已形成了较强的竞争力；海通证券估值低，2011 年直投业务和融资融券业务有望为公司带来实质性的利润贡献；东北证券拥有上市券商几乎最高的自营业务弹性及相对较高的经纪业务弹性，进攻性十足。

海通证券

- 直投业务进入收获期，有望对盈利带来实质性贡献
- 融资融券和股指期货等创新业务排名靠前
- 投行项目储备丰富
- 估值低，防御性强

华泰证券

- 金融控股集团雏形已形成，涵盖证券、银行、期货、基金及 PE 等
- 佣金率处以行业低端，未来下滑压力小

- 投行业务有特色，母公司和控股公司华泰联合互补性较强
- 经纪业务弹性较大

东北证券

- 自营及经纪业务收入弹性巨大
- 再融资将成为股价重要催化剂

创新业务爆发在即

研究结论

- 曾经的巨无霸已开始华丽转身：海通证券成立于 1988 年，是我国最早成立的证券公司之一。2002 年，公司注册资本金增至 87.34 亿元，成为当时国内证券行业中资本规模最大的全国性证券公司。但由于之后市场环境和风险管理缺陷，公司不幸被同业赶超，掉入第二梯队。好在 2007 年借壳上市并成功融资，公司的资本实力再度回到行业前列。过去两年在行业景气程度不高、募集资金可能闲置的背景下，公司开始着手业务升级，并且已在投行、创新业务及海外拓展方面取得一定突破。
- 2011 年直投业务有望产生实质性收入贡献：公司直投业务先发优势明显，目前项目储备丰富。100%控股的海通开元及参股的中比基金 2011 年有近 10 个项目公司非流通股股权解禁。按照今年 11 月底的股份测算，预计明年可兑现的直投业务投资收益累计将达到 8.1 亿元，占海通证券 2011 年利润总额的 13% 左右。海通证券有望在 2011 年让市场真正感受到直投业务的巨大潜力。
- 公司是最受益转融通的券商之一：公司凭借手中 200 多亿元的资本金在证券公司中率先转型，在融资融券、股指期货、直投等创新业务方面都已形成较大优势。就融资融券业务来看，公司目前融资余额预计达到 15 亿元左右，市占率达到 15% 以上，排名市场第一。由于目前融资融券费率较高，一旦转融通开闸，公司有望成为最受益该项改革的券商之一。
- 经纪业务下滑局面将有所缓解：截至三季度，公司股基净佣金率仍达到千分之 1.06，高于市场平均。加之公司上半年经历了 50 余家服务部翻牌工作，公司经纪业务市占率由 08 年的 4.27% 下滑到今年中期的 4.07%。不过近期随着营业部调整到位，公司三季度经纪业务市占率环比已出现回升。尽管佣金率仍有下调空间，但随着公司加大经纪业务中咨询服务投入及监管机构对行业佣金率的干预，公司佣金率下滑的速度也将有所放缓。
- 作为曾经的巨无霸，海通证券而今已踏上转型道路，明年有望开始收获之前创新业务上投入的成果。在 2011 年沪深 300 指数上涨 5% 及全市场股基日均成交额 2700 亿元的假设下，同时不考虑转融通过和直投业务收益兑现，预计 2010、2011 年的 EPS 分别是 0.49 元和 0.58 元，目前公司股价对应 2011 年动态 PE 为 17.3X，PB 为 1.61X。首次给予海通证券“买入”的投资评级，目标价 12.7 元。
- 风险因素：公司直投项目股权抛售时间晚于预期；证券市场持续疲软。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

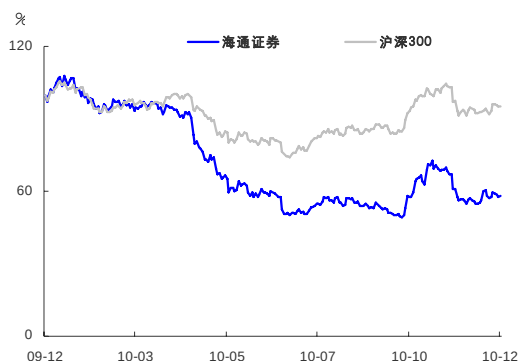
银行与证券行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

金麟

银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2010 年 12 月 20 日)	10.03
目标价格	12.70
总股本/A 股 (万股)	822782/822782
国家/地区	中国
行业	证券
报告日期	2010 年 10 月 21 日

股价表现



财务预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万)	9940	9486	11082
营业利润 (百万)	5730	5283	6299
净利润 (百万)	4548	3998	4758
每股收益 (元)	0.55	0.49	0.58
净资产收益率 (%)	11.21	9.11	10.26
市盈率(X)	18.14	20.64	17.34
市净率(X)	1.85	1.75	1.61

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万元, 人民币)	2009A	2010E	2011E	资产负债表主要科目(百万元, 人民币)	2009A	2010E	2011E
营业收入	9,940	9,486	11,082	货币资金	88,432	93,466	112,409
手续费及佣金净收入	7,755	7,491	8,658	结算备付金	5,512	3,913	4,865
代理买卖证券业务净收入	6,274	5,105	5,882	交易性金融资产	12,897	14,061	16,343
证券承销业务净收入	382	979	917	可供出售金融资产	6,271	6,312	7,303
委托客户资产管理业务净收入	744	695	791	持有至到期金融资产	0	0	0
利息净收入	1,124	1,189	1,288	存出保证金	1,672	2,794	3,520
投资收益	1,313	917	967	买入返售资产	0	0	0
公允价值变动	-274	-129	149	长期股权投资	610	671	738
营业支出	4,210	4,203	4,782	固定资产	993	1,093	1,202
业务及管理费用	3,725	3,773	4,280	资产总计	120,727	127,076	151,647
营业利润	5,730	5,283	6,299	短期借款及拆入资金	1,077	1,134	1,429
利润总额	5,982	5,364	6,385	交易性金融负债	0	0	0
所得税	1,320	1,184	1,409	代买卖证券款	66,580	70,138	88,374
归属于母公司股东的净利润	4,548	3,998	4,758	卖出返售	5,822	6,133	7,727
少数股东损益	114	182	217	应付职工薪酬	861	947	1,094
重要比率 (%)	2009A	2010E	2011E	长期负债	0	0	0
代理买卖证券业务净收入/营业收入	63.12	53.81	53.08	负债总计	76,208	79,823	100,476
利息净收入/营业收入	11.31	12.53	11.62	股本	8,228	8,228	8,228
投资收益及公允价值变动收益/营业收入	10.45	8.31	10.07	资本公积	1,330	1,730	2,205
资产负债率	63.12	62.82	66.26	一般风险准备	1,330	1,730	2,205
净佣金费率	0.140	0.119	0.114	交易风险准备	1,330	1,730	2,205
管理费用率	37.48	39.77	38.62	盈余公积	1,330	1,730	2,205
有效所得税率	22.07	22.07	22.07	未分配利润	7,218	9,149	11,280
ROAE	11.21	9.11	10.26	少数股东权益	1,105	1,130	1,223
ROAA	4.77	3.37	3.67	股东权益合计	44,519	47,253	51,172
每股指标(人民币)	2009A	2010E	2011E	相对估值指标	2009A	2010E	2011E
每股净资产	5.41	5.74	6.22	市盈率(PE)	18.14	20.64	17.34
每股收益	0.55	0.49	0.58	市净率(PB)	1.85	1.75	1.61
每股分红	0.11	0.23	0.26	分红收益率	1.05	2.30	2.62

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn