

市场奠定基础 转型创造机会 ——2011 年证券行业投资策略报告

行业：证券

投资评级：看好

再看转型

2010 年券商股在跌宕起伏的证券市场中表现并不出色。整个证券行业处于业务转型当中，显著特点就是经纪业务跑马圈地但佣金率下降，投行业务大爆发，融资融券和股指期货推出拉开创新型业务的试点。展望 2011 我们认为转型还将是行业主题，在政策和市场环境较好的背景下，传统业务升级+创新业务突破成就转型中的机会。经纪业务将价平量增，创新业务打破瓶颈，投行和资管继续保持良好发展势头。券商股的投资价值重回视野当中。

证券市场环境趋好

我们判断 2011 年 A 股市场出现大牛市仍可能面临考验，但也不存在重心下行的基础，更大可能是“宽幅震荡，重心上移”。成交量上看，随着限售股解禁潮的到来，流通股比例不断上升，新股发行节奏不减，股票市场需求依然旺盛，成交量有望跃上新的平台。从目前的估值水平来看，券商股处于较安全的水平。

经纪业务：价平量升

经历过量价齐跌之后，2011 年新增营业部将步入正常运营阶段，佣金率的下滑将收窄走平；并且在各地协会出台规范佣金的背景下，投资顾问业务推出，经纪业务服务升级有望带来整体佣金率的提升。市场环境的好转带来成交量的放大，目前换手率还处于低点，成交量存在较大提升空间。

投行业务：融资需求依然旺盛

从政策层面看，“十二五”规划建议中提出了要“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重”，因此主板、中小板、创业板都将继续扩张。融资需求依然旺盛，将保持目前日均 1-2 个 IPO 的节奏。投行业务有望保持目前的发展势头。

资产管理业务：小集合发展空间大

从今年下半年的发展势头看，监管层对于新设立集合理财产品的存续期和规模都有所放松，有意培养券商的资管力量，构建多层次的机构投资者体系。资产管理业务的小集合产品发展空间大。

创新业务：转融通打破瓶颈

融资融券业务尽管 2010 年增长迅速，但是和比较成熟的市场相比仍有巨大的发展空间。券源是最大的限制之一。预计随着 2011 年转融通的推出，将推动两融业务的爆发式增长，为试点券商贡献显著业绩。股指期货业务也存在较大发展空间。

直投业务：收获

直投业务经过三年的播种，在 2010 年收获了承销收入；而在

市场表现

截至 2010.11.30



分析师：周隆斌

执业证书号：S1490210030002

邮箱：zhoulongbin@hrsec.com.cn

分析师：王慧萍

电话：010-58568221

邮箱：wanghui ping@hrsec.com.cn

2011 年直投投资收益开始兑现。从目前上市的直投项目看，隐含收益平均高达 10 倍。随着创业板的解禁，布局较早、储备项目多的证券公司将开始收益。

风险提示：

- 1) 股市震荡向下，交易冷淡
- 2) 佣金率降幅超预期
- 3) 转融通政策难产或者严厉监管政策出台

文章目录

一、证券市场环境趋好	5
1、 A 股宽幅震荡 重心上移.....	5
2、 市场扩容有望带来成交量的放大.....	6
(1) 限售股解禁，流通股比例不断提升.....	6
(2) 新股发行不减速.....	7
(3) 股票市场依然是机构和个人重要的投资渠道.....	7
3、 估值比较安全.....	7
二、经纪业务: 价平量升	8
1、 佣金率的降幅收窄并持平	8
(1) 佣金率降幅收窄趋势明显。.....	8
(2) 服务升级带来机会.....	9
2、 成交量的放大.....	10
三、投行业务: 融资需求依然旺盛	10
四、资产管理业务: 小集合的发展空间巨大	11
五、创新业务: 转融通有望打破瓶颈	12
1、 两融业务发展迅速规模受限.....	12
2、 转融通有望打开发展瓶颈.....	13
3、 股指期货.....	14
六、直投开始收获	15

图表目录

图表 1: 上证综合指数与 GDP 高度相关.....	5
图表 2: 沪指重心将上移.....	5
图表 3: 月度解禁和减持规模.....	6
图表 4: 流通股比例不断提升.....	6
图表 5: 交易额与流通股本相关性显著.....	6
图表 6: 基金开户数重回较高水平.....	7
图表 7: 券商股历史 PE 水平.....	8
图表 8: 券商股历史 PB 水平.....	8
图表 9: 佣金率继续下滑.....	8
图表 10: 营业部数量激增的阶段已经过去.....	9
图表 11: 10 月份以来成交额放大显著.....	10
图表 12: 换手率仍处于 较低水平.....	10
图表 13: 市场融资额处于高位.....	11
图表 14: 2010 年前十大承销商.....	11
图表 15 上市券商承销情况.....	11
图表 16: 集合理财产品发行节奏.....	11
图表 17: 上市券商集合理财产品.....	12
图表 18: 沪市融资余额.....	12
图表 19: 深市融资余额.....	12
图表 20: 融资融券试点券商名单.....	13
图表 21: 2010H1 融资融券业务贡献率.....	14
图表 22: 股指期货成交量.....	14
图表 23: 上市券商期货公司.....	14
图表 24: 券商直投业务布局.....	15
图表 25: 中信证券直投业务平台.....	15
图表 26: 海通证券直投业务平台.....	16
图表 27: 上市券商股权投资案例.....	16
图表 28: 中信证券的直投收益率.....	18

2010 年即将收官，券商股在全年中的表现并不尽如人意，除了在 10 月份的上涨过程中跑赢大盘，大多数时候都是跑平或者跑输市场。2010 年对于证券行业来说是个业务转型年；经纪业务跑马圈地但佣金率下滑显著；投行业务大爆发；资管业务发展平稳；融资融券和股指期货的推出带来新的潜在利润增长点，业务线增多为今后证券公司经营的稳定性和成长性奠定了基础。

展望 2011 年，将又是一个证券行业转型年，在政策和市场环境较好的背景下，传统业务升级+创新业务突破成就转型中的机会。主要表现为经纪业务新设营业部将开始贡献业绩，佣金率降幅收窄；转融通的推出将快速扩大两融规模，创新型业务开始显现价值；直投业务进入收获期；投行业务和资管业务将继续保持良好的发展势头。

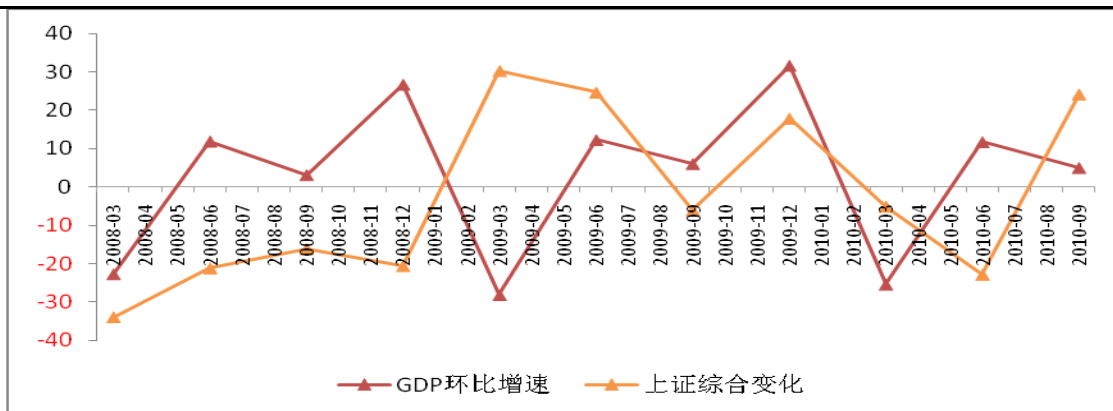
一、证券市场环境趋好

1、A 股宽幅震荡 重心上移

根据我们宏观策略小组的分析，2011 年在经济回升和物价温和可控的大前提下，市场重心有望逐渐上移，但政策回归稳健的速度以及转型的力度将对市场上行的节奏构成扰动，而流动性收缩的趋势也对市场向上的空间构成制约。因此，2011 年 A 股市场出现大牛市仍面临考验，但也不存在重心下行的基础，更大可能是“宽幅震荡，重心上移”。

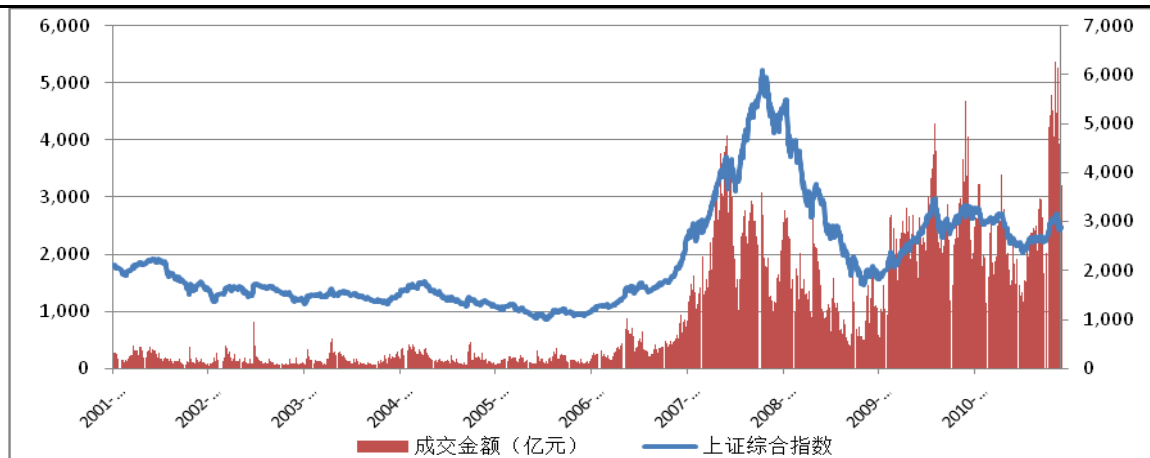
观察 GDP 与沪指变动的趋势，可以发现上证综合指数环比的变化与 GDP 变动高度相关。2011 年经济层面好转的大背景下，股市震荡向上，证券市场有望保持一定的热度。这是券商股有所表现的基础。

图表 1：上证综合指数与 GDP 高度相关



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：沪指重心将上移



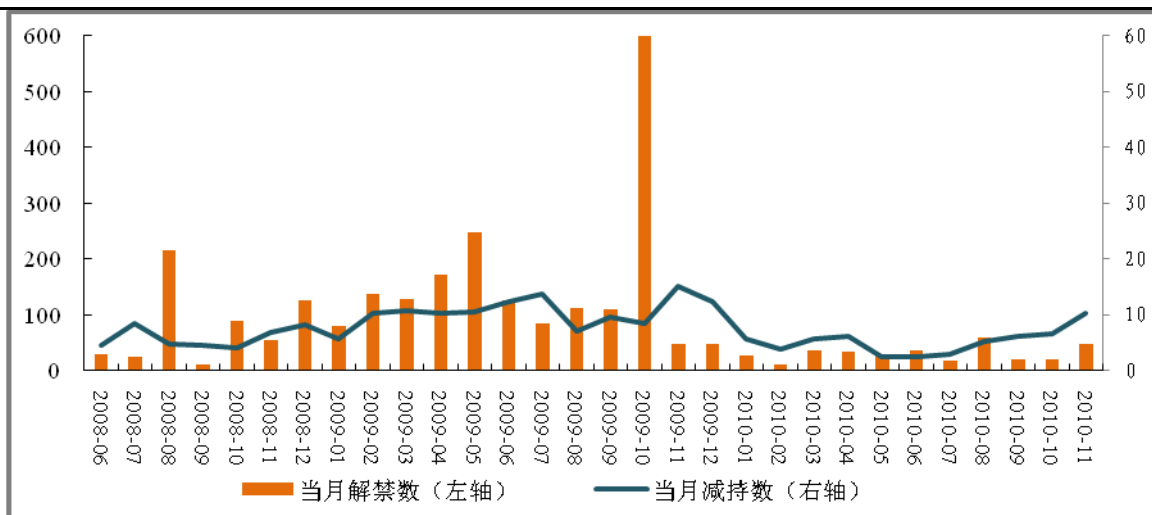
数据来源：Wind、华融证券

2、市场扩容有望带来成交量的放大

(1) 限售股解禁，流通股比例不断提升

截止至 2010 年 11 月底，两市共解禁 334.8 亿股，减持 57.6 亿股。从历史经验数据看，股改上市企业在 2009 年的解禁高峰，配合 2009 年的小牛行情，基本稳定了交易量日均 2000 亿元的平台。IPO 恢复以来上市的大量中小板创业板公司，在 2011 年面临解禁的高峰。这类高换手率股票将促进交易量跃上新的平台。

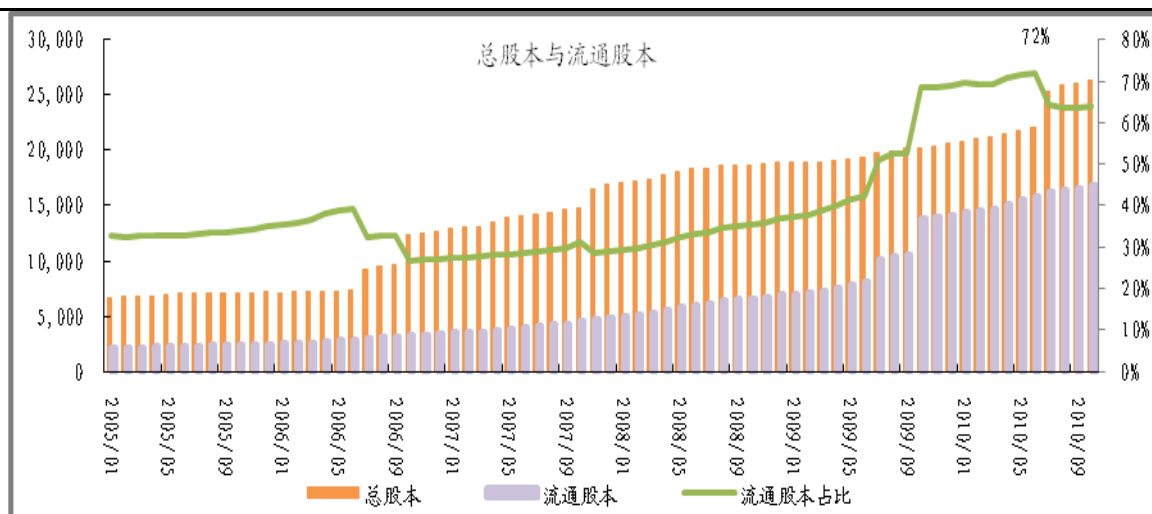
图表 3：月度解禁和减持规模



数据来源：Wind、华融证券

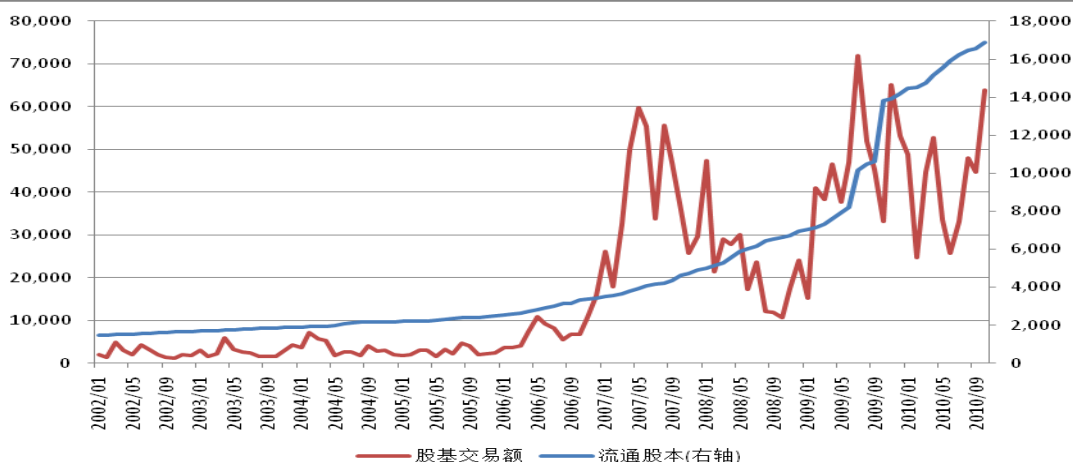
不考虑农行上市的因素，流通股的占比达 71%。流通股的比例越大，在精彩纷呈的板块轮动中市场交易越活跃，是交易量放大的基础。从历史经验看，成交额与流通股本相关性显著。

图表 4：流通股比例不断提升



数据来源：Wind、华融证券

图表 5：交易额与流通股本相关性显著



数据来源：Wind、华融证券

（2）新股发行不减速

新股发行是交易供给的另一来源。从政策层面看，“提高直接融资比例，大力发展完善多层次的资本市场”依然是转型经济中证券行业的重要职能，因此新股有望保持 2010 年的发行节奏。而且在 2011 年国际版很有可能推出，新三板可能扩容，都为交易量提升奠定基础。

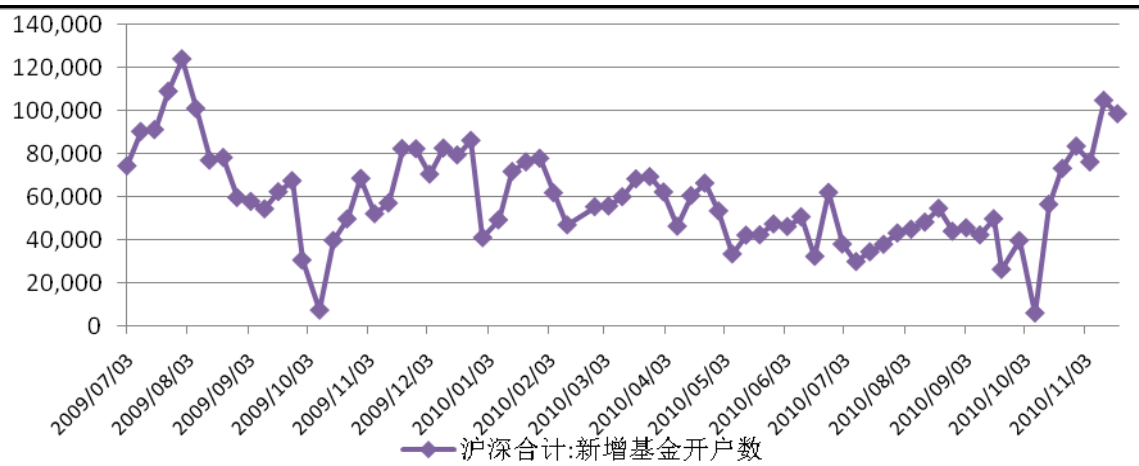
（3）股票市场依然是机构和个人重要的投资渠道

在 2011 年 A 股宽幅震荡上行的假设下，股市将依然是机构和个人重要的投资渠道。

新基金的发行速度不减，2010 年共发行了 136 只非货币基金，都将继续活跃在市场当中。保险资产规模同比增长在 20% 以上，预计 2011 年超过 5 万亿的规模，保险资金入市金额也将保持增长的态势。

而未来随着通胀压力的高企，居民银行存款资产面临缩水，房价高企投资门槛过高，因此投资基金或者直接投向股市仍将是居民保持资产增值的首选。

图表 6：基金开户数重回较高水平



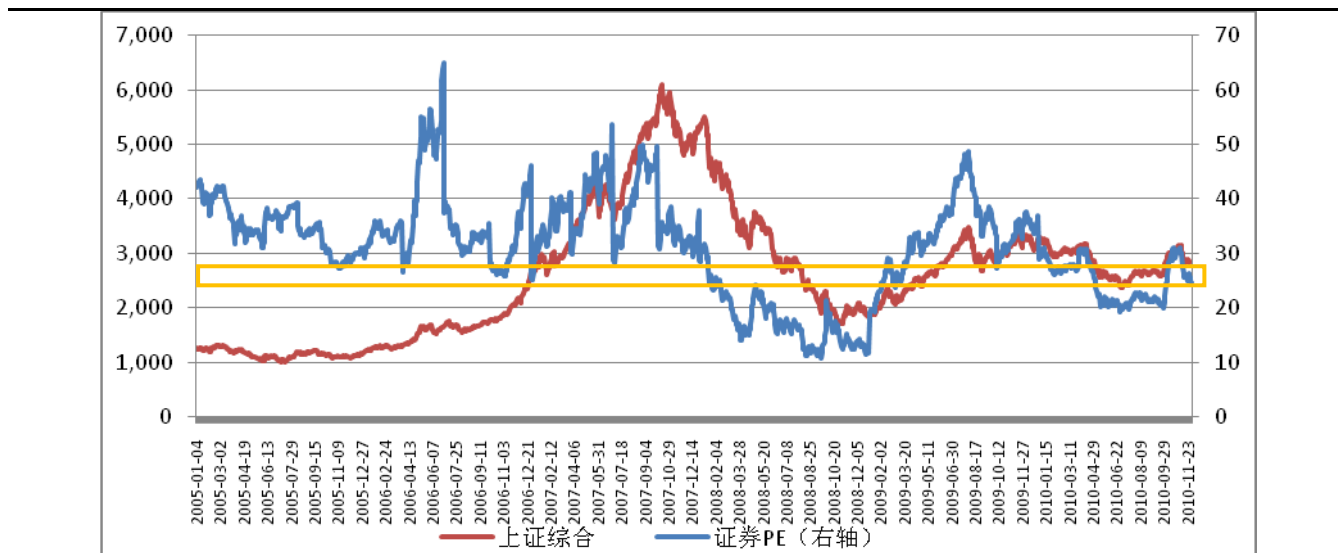
数据来源：Wind、华融证券

3、估值比较安全

10 月初在沪指向上、成交量急剧放大的大环境中，叠加佣金政策的利好，券商股出现了一波反弹行情。但随着 11 月中旬沪指掉头向下，券商股基本回落到反弹之前的水平。

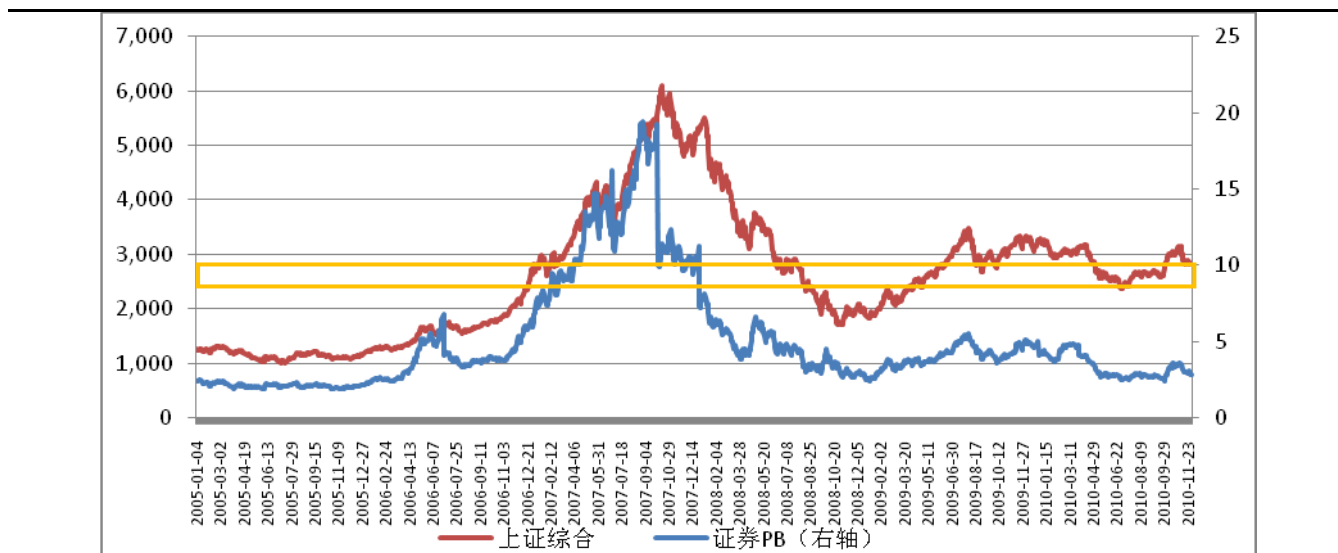
对于券商股在 2800~3100 区间的历史估值水平，可以看到当前券商股的估值仍处于历史较低位置，行业 PB 几乎等同于 2008 年期间上证 2000 点之下的水平。目前券商股估值比较安全，继续向下的空间较小。

图表 7：券商股历史 PE 水平



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：券商股历史 PB 水平



数据来源：Wind、华融证券

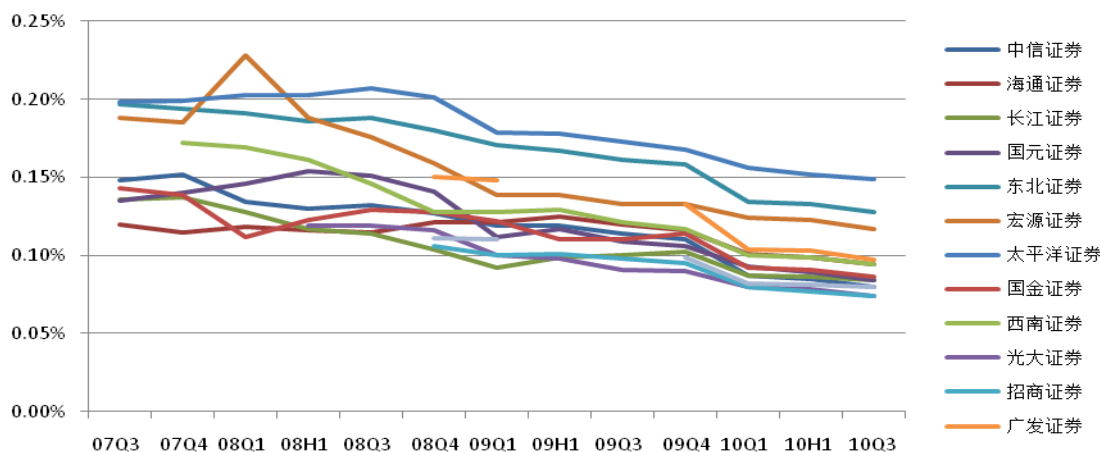
二、经纪业务:价平量升

1、佣金率的降幅收窄并持平

(1) 佣金率降幅收窄趋势明显。

我们观察上市公司的净佣金率，发现截止到 2010 年 3 季度末，佣金还是呈现下降的趋势。在 2 季度佣金率降幅趋缓了之后，3 季度再次加速了下滑。

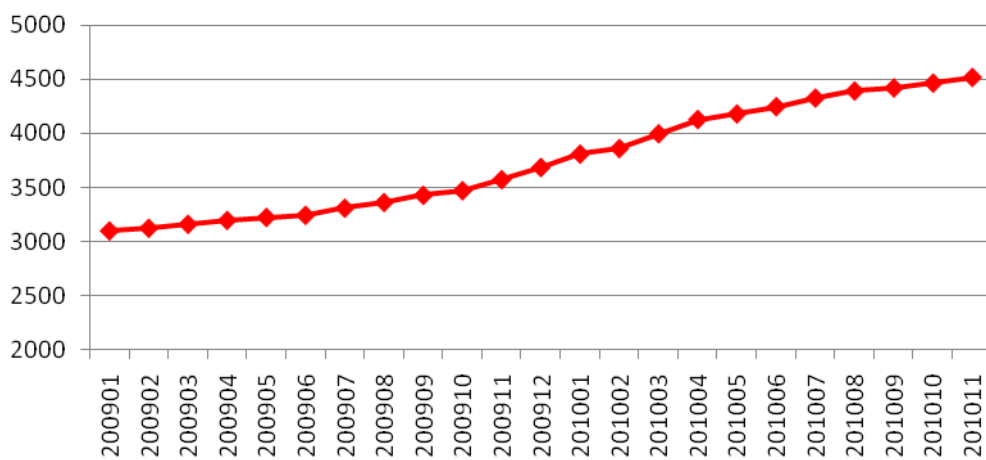
图表 9：佣金率继续下滑



数据来源：公司公告、华融证券

分析原因可能是随着 8 月末服务部升级的结束，新增营业网点数量减少，前期设立的新网点开始进入运营阶段。新网点的运营掀起的“价格战”还将延续一段时间，运行平稳了之后，佣金率也将得以维持在均衡水平。

图表 10：营业部数量激增的阶段已经过去



数据来源：上交所、华融证券

(2) 服务升级带来机会

证券业协会近期下发了《关于证券公司进一步加强证券公司客户服务和佣金管理工作的通知》，要求证券公司根据经纪业务服务成本为基础确定佣金率，并于 2011 年 1 月 1 日开始执行。尽管协会的政策是非强制性的，但也代表了监管层的态度，给定了佣金率确定的方向。《通知》开始执行的初期，有可能面临佣金率的显著下滑，原因在于部分公司在经纪业务服务成本基础上存在较大的下降空间，可能因此采取较为激进的策略。随后佣金率将趋于稳定，靠近经纪业务服务成本。

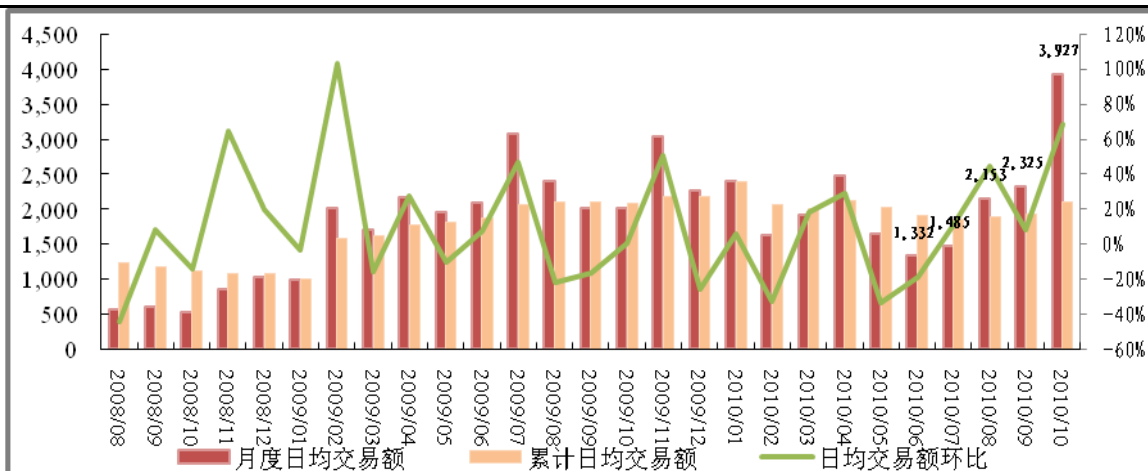
投顾业务的开展有望带来佣金率的提升。根据《证券公司投资顾问业务暂行规定》，投资顾问业务可以进行收费，这将带来经纪业务新的盈利增长点。从目前的实践看，证券公司都在培育投资顾问给予客户的服务能力，也在客户分类的基础上设置了不同的佣金率，隐性提高整体佣金水平。

两个文件在对佣金率管理的贡献上是殊途同归的，都在引导经纪业务由通道竞争转向服务竞争，通过服务升级来实现佣金率的提升、市场份额的提升。

2、成交量的放大

上文我们分析到市场扩容（限售股解禁、全流通时代）有望带来成交量的放大。10 月份以来的成交量正在逐步印证这个结果。

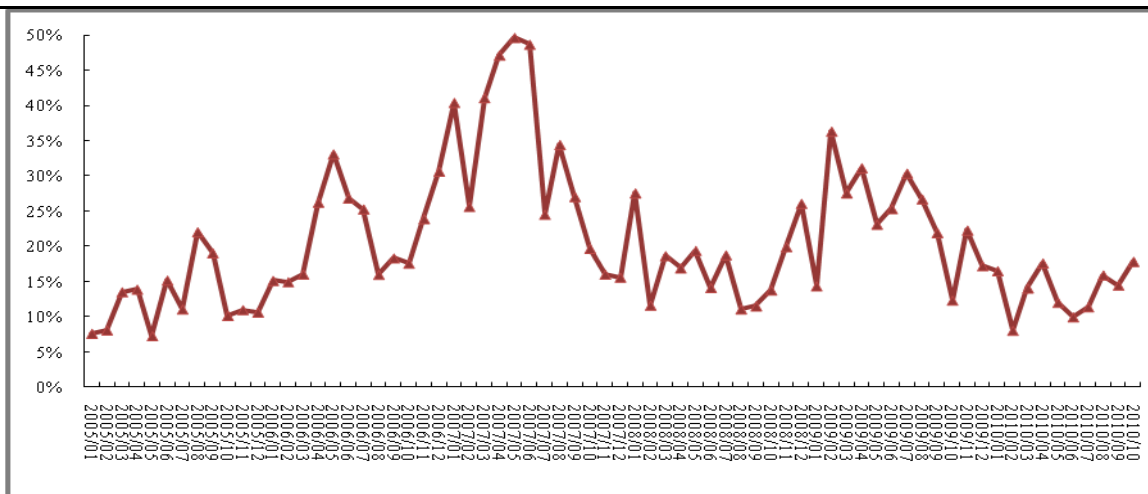
图表 11：10 月份以来成交额放大显著



数据来源：Wind、华融证券

从换手率指标看，目前的换手率仍处于历史较低水平，还有较大的提升空间。

图表 12：换手率仍处于 较低水平



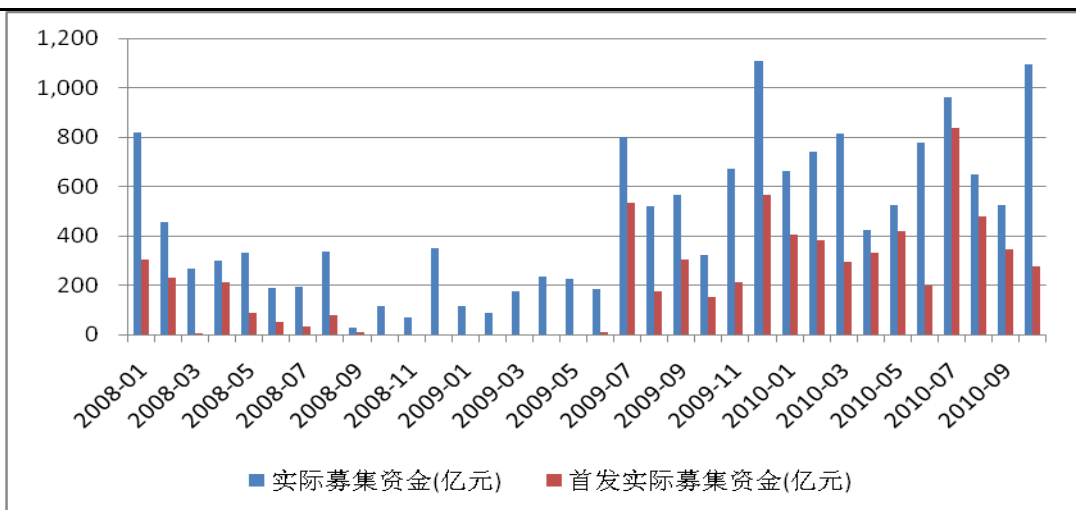
数据来源：Wind、华融证券

在佣金率降幅收窄的背景下，交易量的放大将直接转化为券商佣金收入的增长。但券商之间经纪业务的分化可能比较显著。大型券商由于全国网点布局完整，佣金率有望率先企稳，业绩稳定性较强；区域性公司可能尽力维护区位优势，将网点下探至县级，但在面临新来券商竞争时下调佣金率将不可避免。上市公司由于资本实力雄厚，品牌效应好，可能在未来的经纪业务发展中获益较多。

三、投行业务:融资需求依然旺盛

2009 年 7 月份以来融资规模不断创出新高。IPO 重启、创业板推出、增发配股活跃，使得市场融资金额一直处于高位，也带来证券公司投行业务的大爆发。从上市券商的数据看，2010 年半年报显示投行业务占比达 14.84%，远远大于 09 年同期的 3.35%。

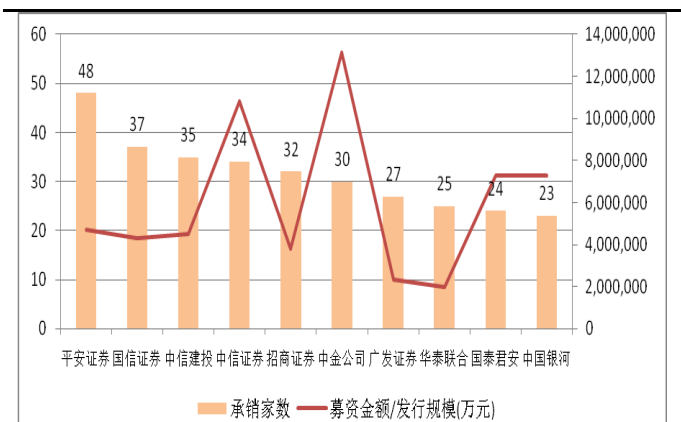
图表 13：市场融资额处于高位



数据来源：Wind、华融证券

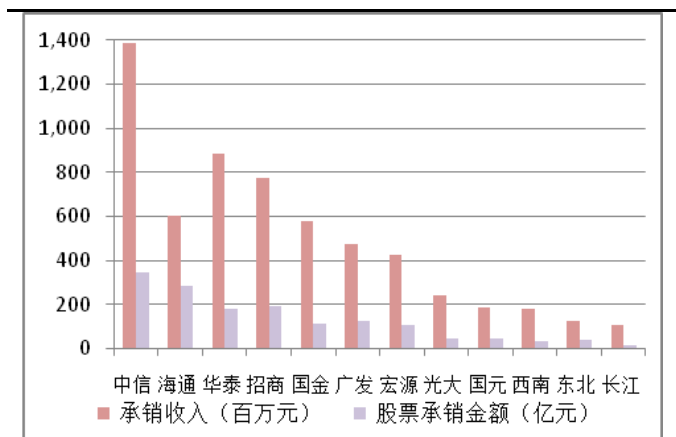
在这场投行盛宴中，部分非上市券商的投行业绩好于上市券商。以深圳系券商的平安证券、国信证券为代表，充分享受了创业板、中小板发展的好处。大型的老牌的券商在大型项目上依然优势明显，从募集金额上看，中金、中信等依然处于领先。

图表 14：2010 年前十大承销商



数据来源：Wind、华融证券

图表 15 上市券商承销情况

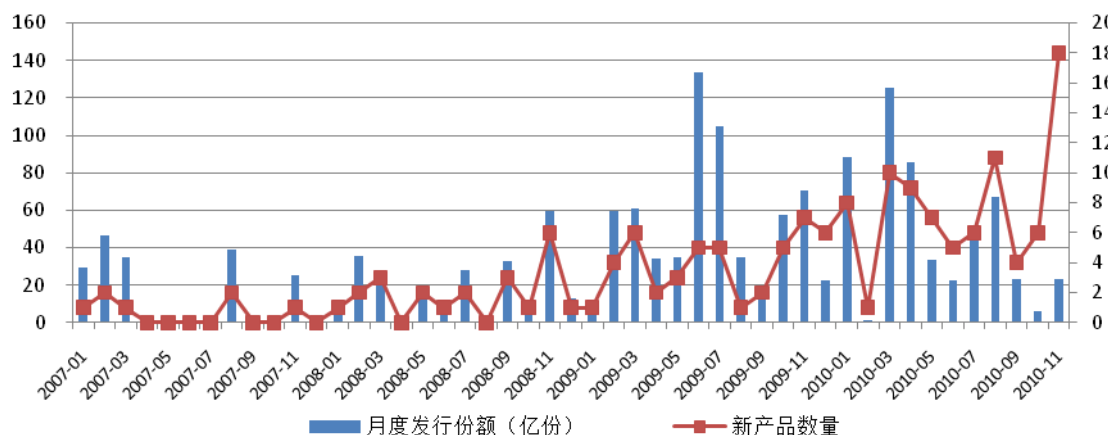


2011 年融资将依然保持旺盛需求。从政策层面看，“十二五”规划建议中提出了要“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重”，因此主板、中小板、创业板都将继续扩张。李稻葵在中国民企峰会上表示 A 股市场保持每个交易日有 1-2 个 IPO 的扩张速度还会继续常态下去。而在 2011 年，国际板也渐行渐近。

四、资产管理业务:小集合的发展空间巨大

2009 年以来监管层加快资产管理业务的审批速度，券商资产管理业务增长迅速。截至 2010 年 11 月底，共发行新产品 85 只，大幅超越去年全年的 47 只，但平均发行份额约为去年的一半。

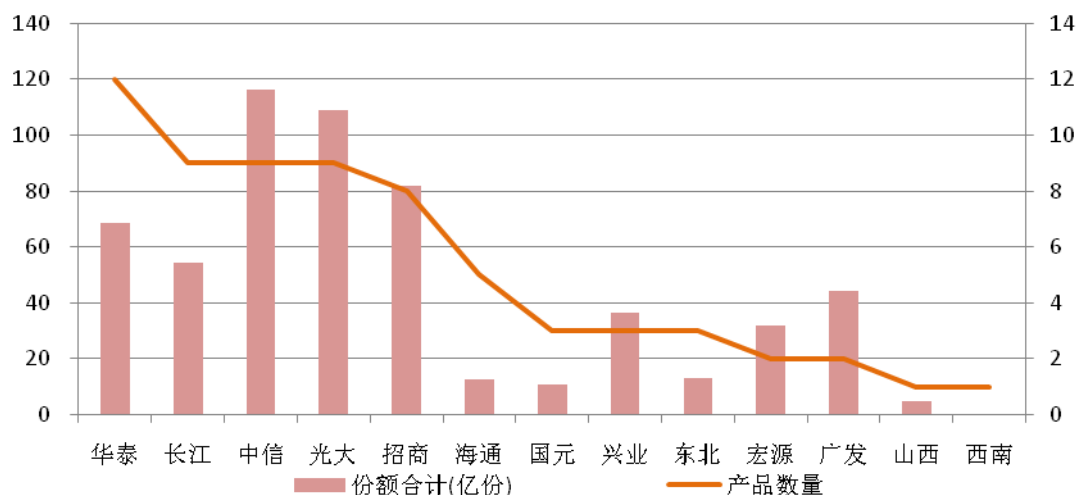
图表 16：集合理财产品发行节奏



数据来源：Wind、华融证券

上市公司的品牌和资本优势相对明显，以小集合理财产品引领资产管理业务的发展趋势。从与经纪业务相辅相成的角度讲，小集合产品正好匹配了经纪业务中高端客户的理财需求。

图表 17：上市券商集合理财产品



数据来源：Wind、华融证券

作为高端理财市场的重要力量，券商资产管理业务的发展相对于公募基金、阳光私募相比规模上落后较多。主要是由于券商资产业务供给和需求方的门槛都比较高，限制了资产管理业务的发展空间。从今年下半年的发展势头看，监管层对于新设立集合理财产品的存续期和规模都有所放松，东方证券成立了资产管理子公司，都在有意培养券商的资产管理力量，形成多层次的机构投资者体系。小集合未来还有较大的发展空间。

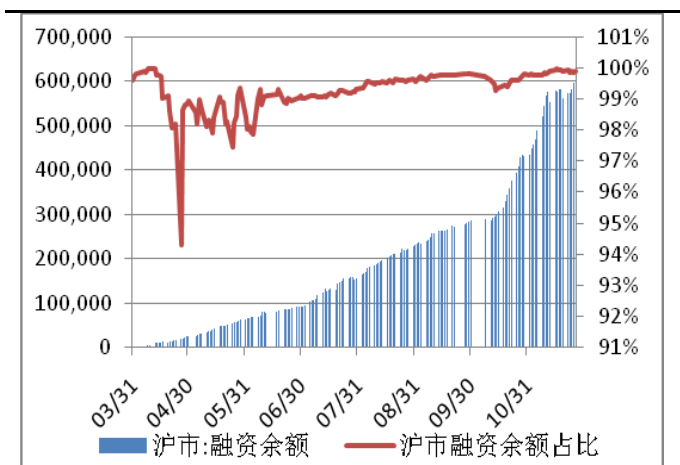
五、创新业务:转融通有望打破瓶颈

1、两融业务发展迅速规模受限

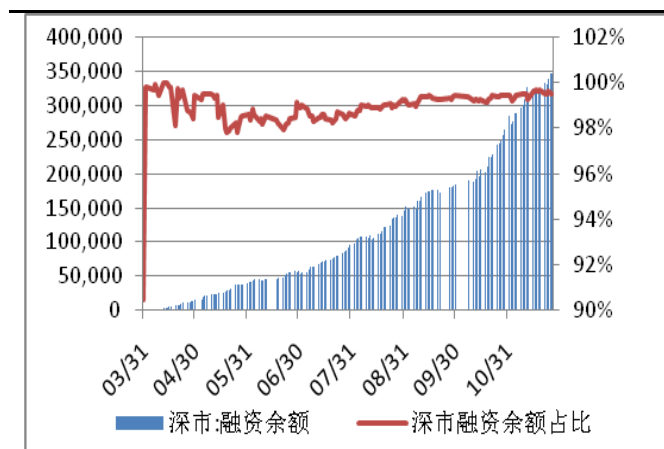
融资融券业务自 3 月 31 日启动以来规模增长迅速，交易活跃度增长很快，日均融资买入额跃上新的平台。截至 11 月 26 日，融资、融券余额分别为 93.8 亿元与 0.24 亿元，占 A 股流通市值的 0.049%。从交易额上看，近期融资融券交易约占股市总交易额的 0.23%。一个显著的特点就是融资余额显著高于融券余额。

图表 18：沪市融资余额

图表 19：深市融资余额



数据来源：Wind、华融证券



2、转融通有望打开发展瓶颈

融资融券业务尽管从增长上看发展较快，但其规模与国外相比仍差距巨大，融资融券交易占股市总交易额的比例远远低于可比的亚洲国家比如日本（15%）和台湾（40%），发展空间巨大。

可供融出的证券供给不足是导致比例失调、规模受限的主要原因。从近期监管层的一些表态上看，转融通在 2011 年推出的可能性较大。

转融通的职能通过证券金融公司进行，由证券金融公司提供转融资和转融券。证券的来源将不再局限于券商自有，还可以来自保险公司、指数基金、社保基金等等大型机构投资者，也可以来自上市公司国有股股东以及一些长期战略投资者。这些机构提供的证券不仅丰富了两融业务的券源，打破融资融券业务发展的瓶颈，也使得长期掌握在这些机构手中的“死”券活化，为券源提供方增加了盈利渠道，提高资金使用效率。

图表 20：融资融券试点券商名单

批次	试点券商	批次	试点券商
第一批	中信证券	第三批	安信证券
	国泰君安		长城证券
	海通证券		长江证券
	光大证券		方正证券
	广发证券		国都证券
	国信证券		国元证券
第二批	招商证券		宏源证券
	东方证券		平安证券
	申银万国		齐鲁证券
	中国银河		西南证券
	华泰证券		兴业证券
			中金公司
			中投证券
			中信建投

数据来源：证监会、华融证券

第三批融资融券试点获批后，试点券商总数达 25 家，占行业的 23.6%，营业部覆盖一半以上，为两融交易建立了足够数量的中介。目前两融业务对证券公司利润贡献有限。根据中报披露数据，中信、光大、海通、广发的融资融券利息收入对营业利润的贡献不足 0.5%。

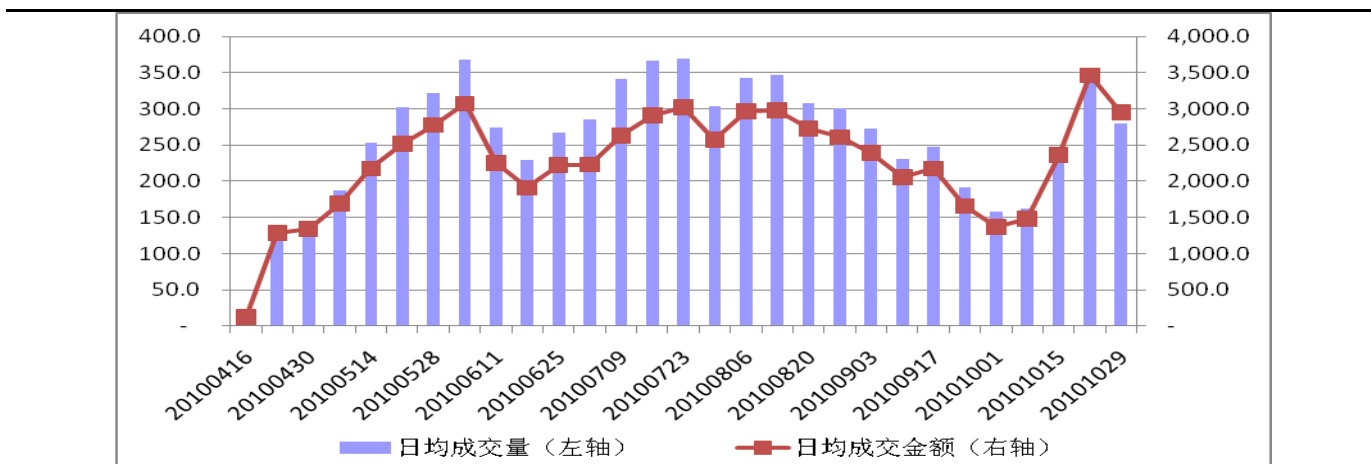
图表 21：2010H1 融资融券业务贡献率

	中信	海通	广发	光大
融资融券利息收入	18,922,840	1,236,272	773,340	1,775,138
营业利润	3,918,022,630	2,434,907,274	2,121,337,165	979,072,463
两融贡献率	0.48%	0.05%	0.04%	0.18%

数据来源：公司公告、华融证券

3、股指期货

股指期货业务自启动以来交易额达 36.2 万亿元，日均成交金额 2433 亿元，是 A 股日均交易额的 104%。亚洲较为发达的股指期货市场日本期现比近年来稳定在 150% 左右，韩国仍处于快速增长当中，近两年期现比在 300% 以上。而这两个市场在推出股指期货的前三年内，这一比例上升显著，因而中国股指期货市场在未来两年还有爆发式增长的空间。我们假设股票日均交易额增长 10%，期现比由当前的 100% 左右增长 20%，则股指期货的收入增长超过 30%。

图表 22：股指期货成交量


数据来源：Wind、华融证券

股指期货业绩在券商之间分化比较显著，旗下期货子公司市场占有率高的券商更加受益股指期货业务的发展。从上交所公布的交易量排名前 20 的期货公司看，上市券商系期货公司中海通、华泰、光大排名靠前。

图表 23：上市券商期货公司

证券公司	控股期货	控股比例
海通证券	海通期货	93.00%
华泰证券	华泰长城	60.00%
光大证券	光大期货	100.00%
中信证券	中证期货	100.00%
广发证券	广发期货	100.00%
招商证券	招商期货	100.00%
宏源证券	宏源期货	100.00%
长江证券	长江期货	100.00%
国金证券	国金期货	95.50%
国元证券	国元期货	55%
东北证券	渤海期货	96%
西南证券	西南期货	拟增资持有 70%
兴业证券	兴业期货	96.90%

山西证券	大华期货	92.71%
------	------	--------

数据来源：公司公告、华融证券

六、直投开始收获

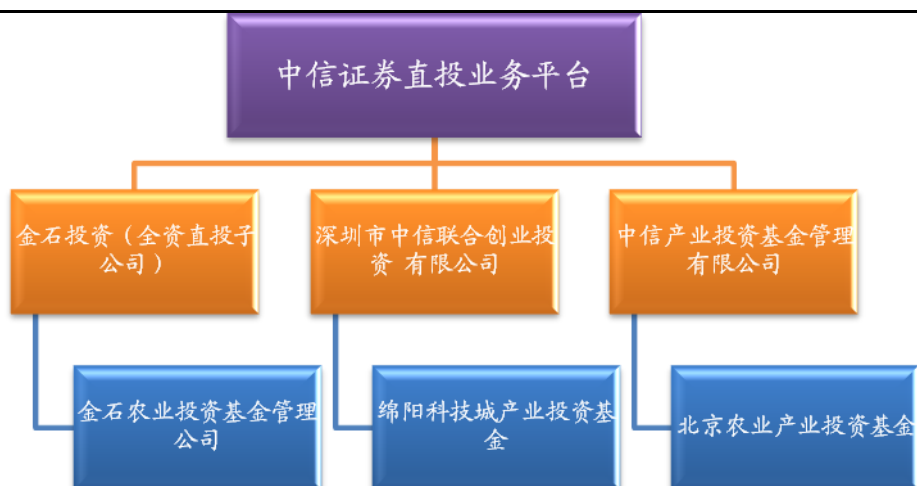
2007 年券商开始获准开展直投业务，各个券商纷纷成立了直投子公司进行项目储备。上市公司当中，中信证券、海通证券和华泰证券布局较早，光大、广发紧跟其后，直投子公司资本实力相对雄厚。

图表 24：券商直投业务布局

券商名称	直投公司名称	总部所在地	成立时间	注册资本 (亿元)	增资情况
中信证券	金石投资有限公司	北京	2007 年 10 月	30	2010.7 增资 22 亿
中金公司	中金佳成投资管理有限公司	北京	2007 年 10 月	1.1	
国信证券	国信弘盛投资有限公司	深圳	2008 年 8 月	10	
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	南京	2008 年 8 月	2	
海通证券	海通开元投资有限公司	上海	2008 年 10 月	10	2009 年增资 20 亿
平安证券	平安财智投资管理有限公司	深圳	2008 年 9 月	3	
国泰君安	国泰君安创新投资有限公司	上海	2009 年 5 月	5	
光大证券	光大资本投资有限公司	上海	2008 年 11 月	20	
中银国际	中银国际投资有限责任公司	上海	2009 年 5 月	1	
广发证券	广发信德投资管理有限公司	广州	2008 年 12 月	5	2010.6 增资 3 亿元
申银万国	申银万国投资有限公司	上海	2009 年 4 月	5	
国元证券	国元股权投资有限公司	合肥	2009 年 8 月	5	
招商证券	招商资本投资有限公司	深圳	2009 年 8 月	5	
长江证券	长江成本资本投资有限公司	武汉	2009 年 12 月	5	
银河证券	银河创新资本管理有限公司	北京	2009 年 10 月	10	
东海证券	东海投资有限责任公司	常州	2009 年 12 月	3	
东方证券	上海东方证券资本投资有限公司	上海	2010 年 2 月	3	
西南证券	西证股权投资有限公司	重庆	2010 年 3 月	2	
宏源证券	宏远创新投资有限公司	乌鲁木齐	2010 年 3 月	2	
第一创业	第一创业投资管理有限公司	深圳	组建中	2	
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司	福州	2010 年 4 月	1	

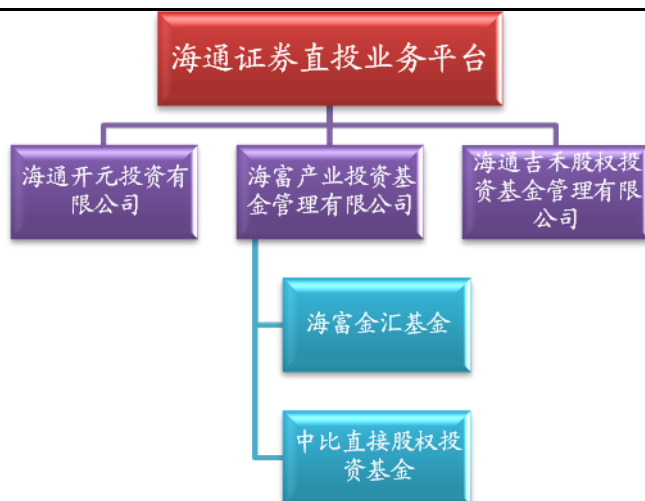
数据来源：公司公告、华融证券

图表 25：中信证券直投业务平台



数据来源：公司公告、华融证券

图表 26：海通证券直投业务平台



数据来源：公司公告、华融证券

券商的直投项目通常在中小板和创业板。第一批直投项目随着创业板解禁的到来，迎来了券商收获的季节。根据我们的统计，中信证券已上市直投项目有理工监测、威创股份、昊华能源、机器人、神州泰岳和盛运股份 6 个，海通证券有金风科技、海利得、长信科技、双箭股份、中元华电、银江股份和东方财富 7 个，广发证券有华仁药业、天广消防 2 个。

图表 27：上市券商股权投资案例

券商	直投平台	被投资企业	投资时间	投资金额（万元）	股权比例
中信证券	金石投资有限公司	北京昊华能源股份有限公司	2007/12/15	15,120	6.97%
		中信房地产股份有限公司	2008/2/27	42,300	1.32%
		衡阳中油金鸿天然气输送有限公司	2008/4/20		
		沈阳新松机器人自动化股份有限公司	2008/6/15	2,560	6.96%
		广西丰林木业集团股份有限公司	2008/9/1	15,000	11.02%

海通证券		贵州开磷有限责任公司	2008/12/1	40,000	24.75%
		北京神州泰岳软件股份有限公司	2009/5/18	2,772	2.21%
		内蒙古北方重工业集团有限公司	2009/7/16	60,000	
		联合通信科技有限公司	2009/8/13	500	
		上海帝联信息科技发展有限公司	2010/2/6	4,801	6.67%
	中信联合创投	宁波理工监测科技股份有限公司	2007/7/30	250	5.00%
		晋西车轴股份有限公司	2009/2/11		
	中信产业投资基金	会稽山绍兴酒股份有限公司	2009/6/24	18,000	16.70%
		上海万得信息技术股份有限公司	2009/7/9		
		渤海轮渡股份有限公司	2009/9/8		32.94%
		快乐购物有限责任公司	2010/3/31	9,900	3.53%
		红星美凯龙连锁集团	2010/6/19		
	海通开元投资	东方财富信息股份有限公司	2009/7/15	5,500	4.76%
		银江股份有限公司	2009/3/28	375	2.50%
	中比基金（海通证券在其中的股权比例尚未知）	湖南辰州矿业股份有限公司	2005/1/28	4,700	12.37%
		新疆金风科技股份有限公司	2005/9/16	4,000	8.00%
		南京云海特种金属股份有限公司	2005/12/9	4,500	12.99%
		宁波摩士集团股份有限公司	2005/12/16	4,136	26.67%
		江苏东光微电子股份有限公司	2005/12/31		
		西安富士达科技股份有限公司	2006/2/10	2,000	
		南京朗光电子股份有限公司	2006/9/27	2,400	5.00%
		浙江海利得新材料股份有限公司	2006/10/18	4,312	9.09%
		芜湖长信科技股份有限公司	2006/12/31		
		上海恒荣国际货运有限公司	2007/4/5		
		江西赣锋锂业股份有限公司	2007/4/29	2,000	10.00%
		北京朝歌宽带数码科技有限公司	2007/5/14		
		伊戈尔电业制造有限公司	2007/7/26		
		福建海源自动化机械股份有限公司	2007/9/1		
		浙江华友钴业股份有限公司	2007/9/30	12,000	
		浙江双箭橡胶股份有限公司	2007/10/25	2,880	13.79%
		浙江华友钴业股份有限公司	2008/9/5	18,900	0.51%
		武汉中元华电科技股份有限公司	2009/1/22	2,363	7.50%
		江西万年生猪产业集团有限公司	2010/5/12		
		鞍山重型矿山机器股份有限公司	2010/7/7		

华泰证券	华泰紫金投资	江苏通鼎光电股份有限公司	2009/9/29	2,000	2.49%
广发证券	广发信德投资	福建天广消防科技股份有限公司	2009/6/11	1,500	6.67%
国元证券	国元股权投资	安徽山河药用辅料股份有限公司	2009/1/1	1,018	3.45%
		芜湖顺荣汽车部件股份有限公司	2009/12/28	294	2.50%
招商证券	招商资本投资	广州航新航空科技股份有限公司	2010/6/17		

数据来源：wind、华融证券

我们选取了金石投资的上市项目昊华能源、神州泰岳和机器人为例，计算中信证券在这三个项目上的隐含投资收益率。以 11 月 30 日的收盘价计算，中信证券在三个项目上的收益率分别高达 594%、1071%和 1106%。金石在 11 月初机器人项目的减持兑现了 0.77 亿元。若在 2011 年顺利退出三个项目，按照当前股价计算，中信将获益 16 亿元。相对于中信证券 80~90 亿元的净利润规模，直投将贡献近 18%~20%。

图表 28：中信证券的直投收益率

上市项目	投资时间	上市时间	解禁时间	初始投资额(万元)	初始持股比例	上市持股比例	已实现收益(万元)	浮盈(11月30日)(万元)	隐含投资收益率
神州泰岳	2009年5月	2009/10/31	2010/11/1	2772	2.22%	1.66%		33,422	1106%
机器人	2008年6月	2009/10/30	2010/10/30	2560	6.96%	5.20%	7,692	22,287	1071%
昊华能源	2007年12月	2010/3/31	2011/3/11	15120	6.97%	5.29%		104,952	594%

数据来源：Wind、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn