

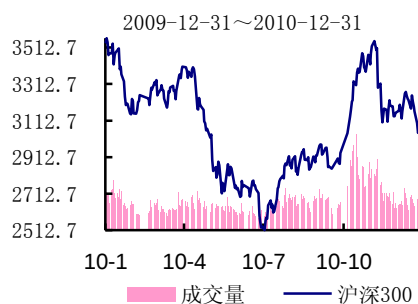
在传统和创新业务中寻找平衡点 ——2011年证券行业年度策略

研究员：张芸
执业证书编号：S0570200010050
电话：025-83290953
E-mail: jason1884@gmail.com
地址：南京市中山东路90号

行业评级：增持(首次评级)

证券Ⅱ

市场走势图



相关研究

- 1 《证券Ⅱ(301503):从弹性和估值角度掘金券商股》2010.11
- 2 《西南证券(600369):佣金困局依旧,未来看点在自营》2010.10

投资要点:

- **行业整体估值优势凸现。**传统业务竞争力下降让2010年券商行业的走势不及市场预期,但如果衡量行业下跌幅度和估值水平,券商下跌幅度远远超越了行业基本面的变化。相对于历史估值中枢,目前券商行业已经凸现估值优势。
- **2011年业绩有望同比改善。**一方面2010年的基数已经处于较低水平;另一方面,在市场和政策的双重作用下,传统的经济业务佣金率下滑速率会明显减慢,但成交量会稳步提升,而创新业务也将进入收获期。
- **给予行业“增持”评级。**伴随估值优势的是业绩同比改善,而市场对券商的悲观预期已经逐步改变,给予整个行业“增持”评级,行业的提升空间仍然决定于市场整体走势和交投活跃程度。
- **2011年券商投资策略:在传统和创新业务中寻找平衡点。**
 - **传统业务:寻找业绩弹性**
 - ✓ 经纪业务弹性大,显著受益于市场成交量放大:广发证券、东北证券和招商证券
 - ✓ 自营资产占比高,显著受益于市场重心提高的:广发证券、中信证券和招商证券
 - ✓ 浮盈储备高,有利于业绩释放:中信证券、海通证券和广发证券
 - **创新业务:关注行业龙头**
 - ✓ 股指期货、融资融券、直投业务处于行业前列的:中信证券、海通证券和广发证券
 - **估值具有优势:**中信证券、海通证券、宏源证券、辽宁成大和吉林敖东
- 综合考虑传统和创新业务,兼顾估值水平,建议首选的投资品种为:中信证券、辽宁成大和吉林敖东。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
中信证券	12.56	买入	1.35	0.631	0.700	0.800	9.30	19.90	17.94	15.70
海通证券	9.54	推荐	0.55	0.470	0.540	0.600	17.35	20.30	17.67	15.90
宏源证券	16.91	推荐	0.79	1.038	1.129	1.291	21.41	16.29	14.98	13.10
东北证券	22.03	推荐	1.43	0.907	1.238	1.347	15.41	24.29	17.79	16.35
吉林敖东	32.65	买入	1.488	2.150	2.550	2.900	21.94	15.19	12.80	11.26
辽宁成大	29.94	买入	2.38	1.480	1.950	2.380	12.58	20.23	15.35	12.58

目录

一、伴随估值优势的是业绩同比改善	4
1. 行业整体估值优势凸现	4
2. 业绩环比出现上升，同比有望改善	6
二、经纪业务从量稳价跌逐渐转变为量增价稳	8
三、自营业务收入取决于市场高度	11
四、投行业务增速放缓，但仍保持较好的景气度	13
五、受托资产管理业务保持稳定	16
六、创新业务未来将挑起业绩大梁	16
1. 股指期货将带来业绩惊喜	16
2. 融资融券规模将不断放大	17
3. 直投业务进入收获期	18
七、重点券商盈利预测及估值	19

插图目录

图 1: 中信证券 PB (MRQ) 估值水平	5
图 2: 海通证券 PB (MRQ) 估值水平	5
图 3: 宏源证券 PB (MRQ) 估值水平	5
图 4: 东北证券 PB (MRQ) 估值水平	5
图 5: 国元证券 PB (MRQ) 估值水平	5
图 6: 长江证券 PB (MRQ) 估值水平	5
图 7: 上市券商 2010 年单季度营业收入变化情况	6
图 8: 上市券商 2010 年单季度净利润变化情况	7
图 9: 上市券商 2010 年季度经纪业务收入变化	8
图 10: 上市券商 2010 年季度经纪业务收入占营业收入比例	8
图 11: 上市券商 2010 年季度综合净佣金率变化	9
图 12: 两市股、基、权、债日均成交量	10
图 13: 两市股票日均成交量	10
图 14: 上市券商经纪业务收入预测	10
图 15: 上市券商经纪业务收入预测 (成交量下浮 10%、上浮 10%)	11
图 16: 自营业务收入对主营业务收入的贡献	12
图 17: 计入当期损益的交易性金融收入预测	12
图 18: 可供出售金融规模及浮盈储备	13
图 19: 2010 年三季度末每股中含有交易性金融资产和可供出售金融资产规模	13
图 20: 股票市场募集资金额今年以来屡创新高	14
图 21: 企业债发行保持高景气度	14
图 22: 2010 年部分上市券商承销保荐规模	15
图 23: 2010 年部分上市券商承销保荐费用	15
图 24: 上市券商理财产品数量及最新资产规模	16
图 25: 2010 年股指期货交易量全年处于高位	17
图 26: 日本股指期货和现货成交额 (日元 bn)	17
图 27: 韩国股指期货和现货成交额 (韩元 bn)	17
图 28: 融资融券业务融资余额 (万元)	18
图 29: 融资融券业务融券余额 (万元)	18
图 30: 上市券商理财产品数量及最新资产规模	19
图 31: 重点上市券商盈利预测及估值	19

一、伴随估值优势的是业绩同比改善

证券行业在 2010 年整体跑输大市，截止到 12 月 28 日，行业整体跌幅 39.26%，同期沪深 300 指数跌幅 14.84%，行业跌幅超过沪深 300 指数 24.42 个百分点。虽然 10 月份在整体市场转暖的背景下，券商行业一度成为市场的明星板块，但是随着近期市场回落，整个行业再度陷入低迷。

佣金率下滑已经成为券商表现低迷的阿喀琉斯之踵，但是经济业务依然在券商收入结构中占据了绝对权重，因此关注传统业务的业绩复苏是投资券商股的主要考虑因素之一；另一个不可忽略的因素是创新业务，创新业务作为券商新的盈利增长点，有望逐步替代传统业务扛起大梁，成为券商新的核心竞争力。

从目前情况看，券商板块估值水平已经接近历史低点，股价也基本上到了 7 月初和 9 月底探明的底部附近。展望 2011 年，我们认为在市场和政策的双重作用下，传统业务会出现同比改善；同时，在资本市场创新年之后，券商也将开始进入创新业务的收获期。因此，我们给予证券行业“增持”评级，行业的提升空间仍然决定于市场整体走势和交投活跃程度，主要策略是在传统和创新业务的平衡点中寻找好的投资标的，同时兼顾估值水平。

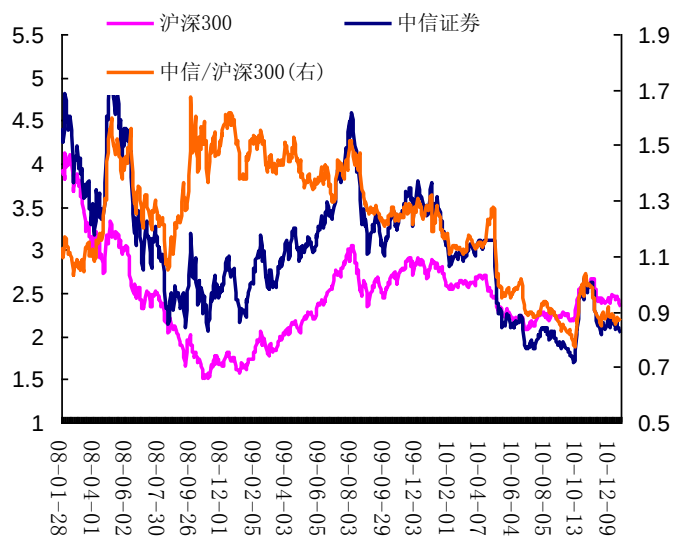
1. 行业整体估值优势凸现

在过去的三年中，证券行业走势失去了往日的风采，表现远远低于投资者的预期，券商出现深幅调整的根本原因在于：行业整体处于转型过程中，传统业务利润空间不断萎缩，创新业务短期难以挑起业绩大梁；投资者对市场走势和券商转型都持有观望态度，券商业绩的巨幅波动也印证了投资者的担心。

从今年三季度起，市场重心出现缓慢上市，交投也开始逐步活跃，券商景气度出现了环比回升。与此同时，券商板块整体也掀起了一波 35% 以上的行情，估值出现了快速修复。然而，随着 11 月以来市场的整体回落，整个券商板块走势再度陷入低迷。

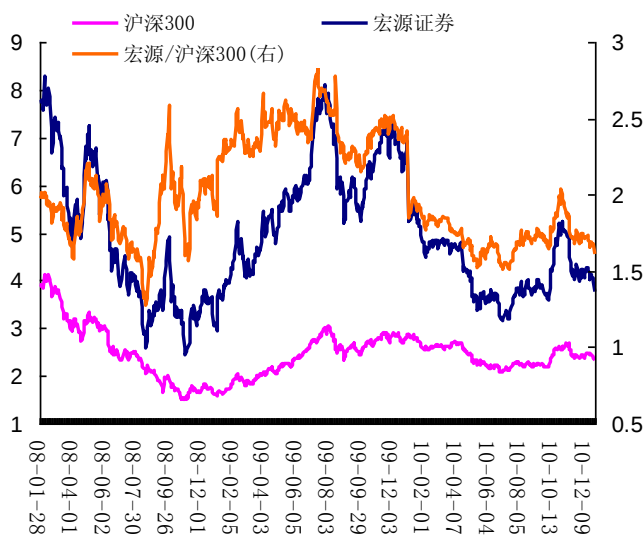
如果衡量行业下跌幅度和估值水平，券商下跌幅度远远超越了行业基本面的变化。从历史估值中枢看，大型券商相对于大盘 PB 估值的溢价率在 25%-50% 之间，而中小型券商 PB 估值的波动率较大，平均溢价水平在 1-3 倍之间，目前券商行业的整体估值处于历史估值的最低水平附近，中信证券、海通证券、宏源证券、东北证券、国元证券、长江证券等券商的 PB 估值分别在 2.0x、1.8x、3.8x、4.6x、1.5x、2.6x 左右，券商行业的整体估值优势已经凸现。

图 1: 中信证券 PB (MRQ) 估值水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

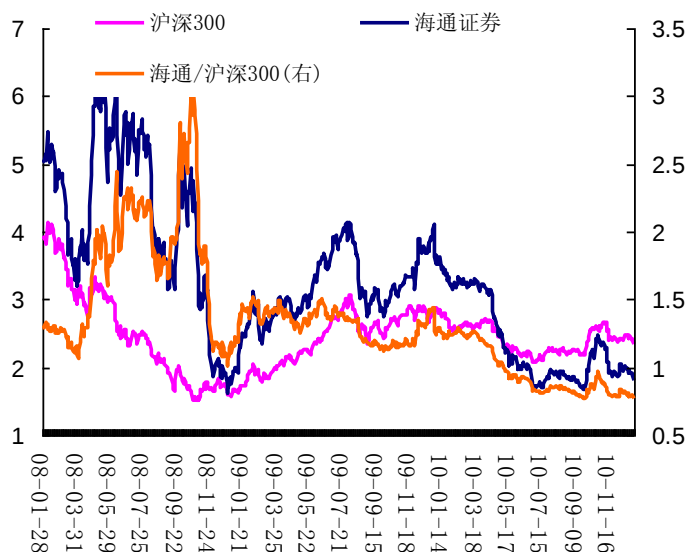
图 3: 宏源证券 PB (MRQ) 估值水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

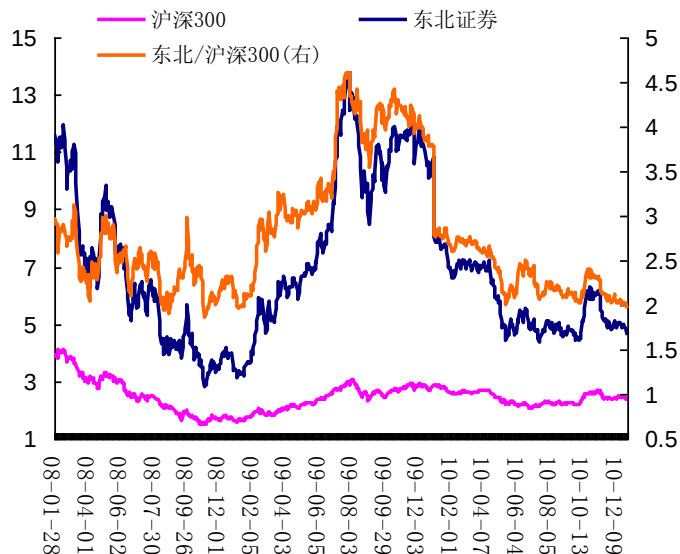
图 5: 国元证券 PB (MRQ) 估值水平

图 2: 海通证券 PB (MRQ) 估值水平



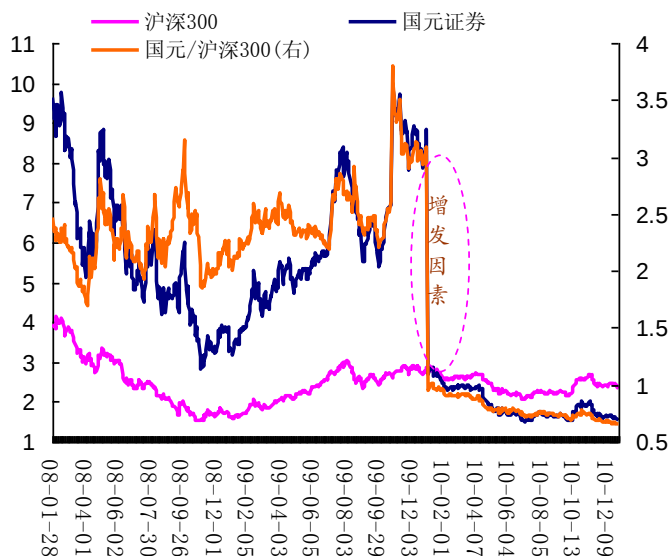
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 4: 东北证券 PB (MRQ) 估值水平

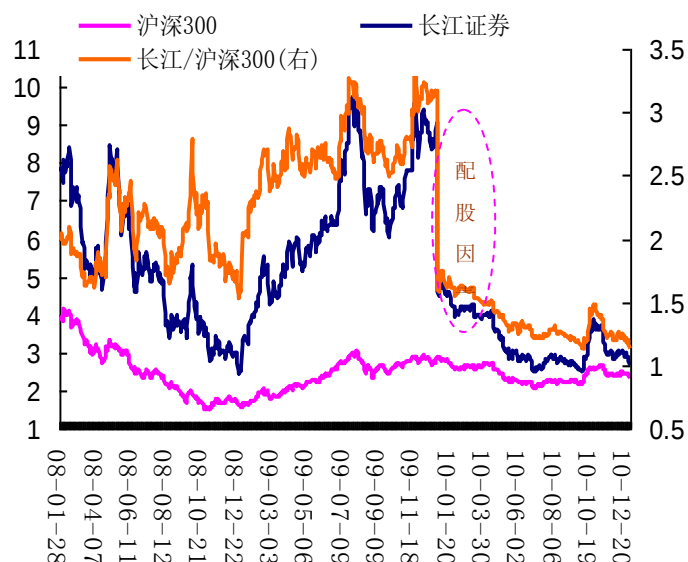


资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 6: 长江证券 PB (MRQ) 估值水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2. 业绩环比出现上升, 同比有望改善

尽管影响券商估计的因素众多, 但是归根结底, 市场对券商盈利能力的预期决定券商板块的后市走势。经过了上半年的低迷之后, 伴随指数上涨和市场交投的活跃, 券商今年三季度业绩出现了明显好转。除国金证券之外, 三季度上市券商营业收入环比大幅增加, 东北证券、长江证券、西南证券和广发证券的增幅超过 50%; 归属于母公司净利润环比也出现了环比快速增长, 东北证券和太平洋证券实现扭亏, 西南证券、长江证券、华泰证券和国元证券的增幅超过 50%。

我们认为 2011 年券商业绩有望出现同比改善, 这是因为一方面 2010 年的基数已经处于较低水平; 另一方面, 在市场和政策的作用下, 传统的经济业务佣金率下滑速率会明显减慢, 但成交量会稳步提升, 而创新业务也将进入收获期。

三季度业绩环比出现向上拐点, 以及券商股 10 月份的凌厉走势, 再度让投资者对券商另眼相看, 这为券商的未来走势创造了有利条件。我们认为券商板块有望在新的一年里逐步走出业绩下滑的泥潭, 市场对券商的悲观预期已经有所改变, 而券商板块作为高贝塔值的品种, 如果 2011 年市场重心在某个期间内出现快速提高, 仍然是较好的投资标的。

图 7: 上市券商 2010 年单季度营业收入变化情况

营业收入变化	2010Q1		2010Q2		2010Q3	
	同比	环比	同比	环比	同比	环比
中信证券	17.47%	-40.11%	-30.56%	-5.45%	-27.52%	17.54%
宏源证券	52.14%	18.60%	10.73%	-18.90%	9.15%	16.04%
海通证券	25.87%	-31.41%	-8.90%	-4.07%	-4.91%	12.85%
华泰证券	9.30%	-23.70%	117.30%	-15.29%	-52.33%	29.82%
广发证券	-	-	-	-16.36%	-	50.60%
招商证券	12.09%	-44.11%	-37.37%	-27.31%	-44.20%	20.90%

光大证券	-27.23%	-40.85%	-24.53%	32.13%	-17.81%	15.06%
长江证券	74.07%	-20.26%	-62.31%	-66.52%	56.79%	240.94%
国元证券	74.26%	-17.04%	-28.03%	-22.38%	-11.46%	46.55%
东北证券	11.98%	-27.07%	-89.67%	-87.61%	28.94%	862.84%
西南证券	-18.49%	-56.32%	-50.54%	-40.52%	45.21%	153.00%
国金证券	-5.39%	-32.52%	85.06%	110.95%	-3.85%	-21.76%
兴业证券	-	-	-	-	-8.53%	-
太平洋	-9.75%	-39.51%	-52.91%	-47.81%	8.13%	165.57%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图 8：上市券商 2010 年单季度净利润变化情况

净利润变化	2010Q1		2010Q2		2010Q3	
	同比	环比	同比	环比	同比	环比
中信证券	-0.37%	-44.35%	-51.36%	-24.64%	-43.40%	23.47%
宏源证券	33.20%	72.04%	50.72%	-25.93%	2.29%	27.00%
海通证券	1.55%	2.60%	-42.98%	-17.89%	-17.86%	9.77%
华泰证券	16.64%	-14.74%	4.54%	-28.12%	-36.78%	64.91%
广发证券	-	-	-	-11.47%	-	42.37%
招商证券	47.51%	-38.90%	-29.29%	-24.79%	-37.12%	16.38%
光大证券	-42.55%	-64.66%	-21.82%	41.80%	-11.91%	15.45%
长江证券	81.77%	-8.28%	-80.95%	-81.15%	58.91%	483.04%
国元证券	101.60%	3.03%	-51.88%	-39.33%	-21.50%	58.01%
东北证券	-5.67%	-28.14%	-134.57%	-145.16%	40.26%	扭亏
西南证券	-40.68%	-67.79%	-85.46%	-76.55%	41.55%	691.44%
国金证券	-13.70%	-40.00%	107.15%	135.73%	-77.62%	-82.05%
兴业证券	-	-	-	-	-20.46%	-
太平洋	-36.50%	-32.01%	-115.92%	-120.89%	-1.98%	扭亏

资料来源：Wind、华泰证券研究所

3. 2011 年投资策略：在传统和创新业务中寻找平衡点

我们对券商行业 2011 年的投资策略是在传统和创新业务中寻找平衡点。

传统业务重点在于寻找业绩弹性，具体包括三个方面：（1）经纪业务弹性大，显著受益于市场成交量放大：广发证券、东北证券和招商证券；（2）自营资产占比高，显著受益于市场重心提高的：广发证券、中信证券和招商证券；（3）浮盈储备高，有利于业绩释放：中信证券、海通证券和广发证券。

创新业务的关注方向在于行业龙头，包括融资融券、股指期货、直投业务等处于行业前列的：中信证券、海通证券和广发证券。

另外不能忽略的是估值水平：中信证券、海通证券、宏源证券、辽宁成大和吉林敖东。

综合考虑传统和创新业务，兼顾估值水平，建议首先的投资品种为：中信证券、辽宁成大和

吉林敖东。

二、经纪业务从量稳价跌逐渐转变为量增价稳

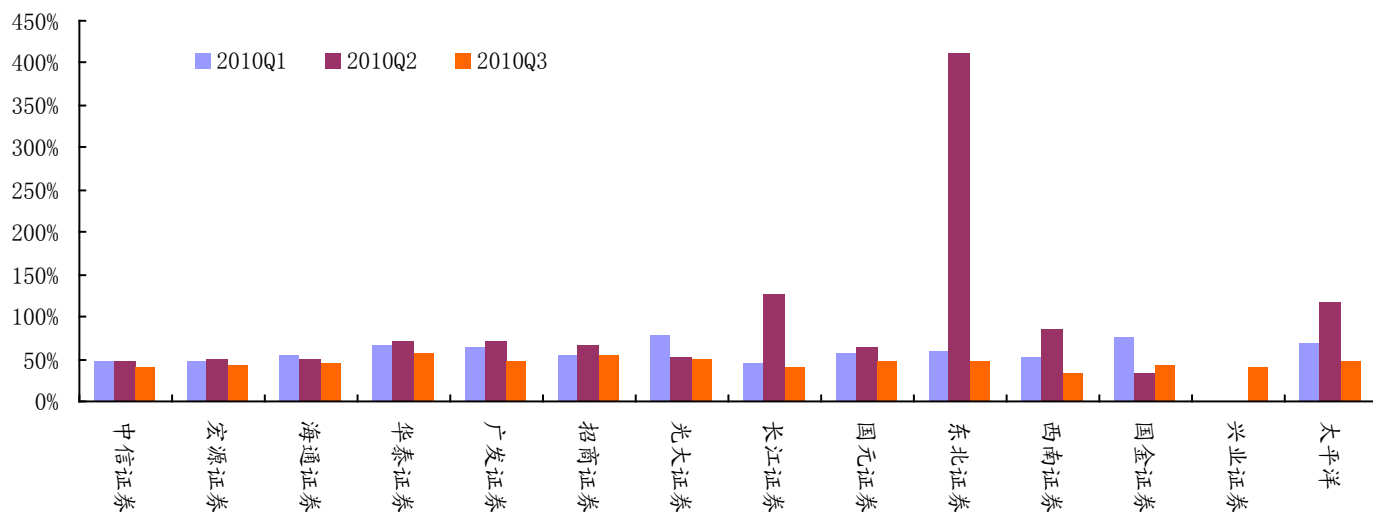
目前国内券商业务仍然是以代理买卖证券收入为主，经纪业务是券商最核心也是最稳定的收入来源。2010 年中期，在市场不景气和佣金率下滑的背景下，二季度国内券商代理证券买卖收入普遍出现了环比下滑，但 14 家上市券商中有 10 家经纪业务收入比例仍占到 50% 以上。三季度得益于市场回暖，上市券商经纪业务收入基本保持稳定，所占主营业务收入比例有所下降，但是平均仍有 44.4% 的水平。

图 9：上市券商 2010 年季度经纪业务收入变化

万元	代理证券买卖 收入 2010Q1	代理证券买卖 收入 2010Q2	环比变化	代理证券买卖 收入 2010Q3	环比变化
中信证券系	190,992	182,999	-4.19%	183,670	0.37%
宏源证券	44,421	37,093	-16.50%	36,815	-0.75%
海通证券	120,670	106,664	-11.61%	107,524	0.81%
华泰证券系	125,472	116,281	-7.33%	121,984	4.90%
广发证券系	124,745	117,572	-5.75%	118,510	0.80%
招商证券	85,932	76,315	-11.19%	76,064	-0.33%
光大证券	65,400	57,543	-12.01%	61,159	6.28%
长江证券	40,858	39,137	-4.21%	40,745	4.11%
国元证券	29,869	25,858	-13.43%	27,285	5.52%
东北证券	26,333	23,102	-12.27%	25,164	8.92%
西南证券	18,246	17,612	-3.48%	17,387	-1.28%
国金证券	19,430	17,949	-7.62%	17,670	-1.55%
兴业证券	-	-	-	30,611	-
太平洋	10,867	9,801	-9.81%	10,358	5.69%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图 10：上市券商 2010 年季度经纪业务收入占营业收入比例



资料来源：Wind、华泰证券研究所

经纪业务景气与否是券商的生存之本，然而近年来行业佣金率的不断下滑一直困扰着券商经纪业务的发展。在经历 2007 年的开户高潮后，沪深两市股票账户已经接近 1.5 亿户，证券化率短期内已经接近瓶颈；另一方面，2008 年 5 月证监会发布《关于进一步规范证券营业网点的规范》后，开设营业部条件放宽使得短短两年多的时间新增营业部数量超过 1200 家，增量在 40% 以上。需求萎缩和供给增加的结果是行业佣金率的迅速下滑，佣金战成为市场上各家券商维护市场份额的主要手段。

10 月 7 日，证券业协会发布《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》，直指目前行业内普遍存在的恶性佣金竞争的现象。虽然市场普遍认为《通知》的执行力度和期望效果都有待进一步观察，但是我们认为《通知》释放了积极的政策信号，强调证券经纪业务要从通道向服务的本质回归，这对缓解行业佣金率下滑有着积极的意义。从成熟资本市场走过的路径看，通道收入和服务收入将成为经纪业务收入的两大来源。

从三季度上市券商股、基、权、债综合佣金率看，14 家券商的综合佣金率均处于下滑趋势之中，东北、长江和华泰证券系环比下滑幅度小于 5%。

图 11: 上市券商 2010 年季度综合净佣金率变化

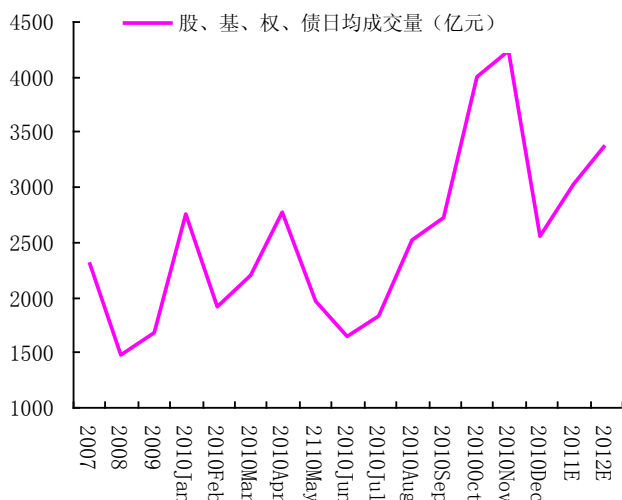
	综合净佣金率 2010Q1	综合净佣金率 2010Q2	环比变化	综合净佣金率 2010Q3	环比变化
中信证券系	0.087%	0.083%	-4.268%	0.072%	-13.116%
宏源证券	0.124%	0.121%	-2.521%	0.105%	-13.450%
海通证券	0.101%	0.097%	-4.743%	0.085%	-11.786%
华泰证券系	0.082%	0.081%	-0.762%	0.077%	-4.773%
广发证券系	0.104%	0.100%	-3.909%	0.087%	-13.779%
招商证券	0.080%	0.075%	-6.527%	0.068%	-8.711%
光大证券	0.080%	0.075%	-5.900%	0.067%	-11.078%
长江证券	0.087%	0.084%	-3.120%	0.081%	-3.357%
国元证券	0.093%	0.084%	-8.988%	0.077%	-8.678%
东北证券	0.134%	0.132%	-1.121%	0.131%	-0.733%
西南证券	0.100%	0.098%	-1.456%	0.085%	-13.669%
国金证券	0.092%	0.089%	-3.810%	0.078%	-12.626%
兴业证券	-	-	-	0.066%	-
太平洋	0.155%	0.148%	-4.751%	0.143%	-3.275%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

从市场交投角度考虑，在指数上涨过程中，成交量也在迅速放大。我们看到 8 月份以来市场交投情况不断活跃，8 月两市日均股票交易额 2142 亿元，环比增长 44.9%；10 月两市日均股票交易额 3663 亿元，环比激增 58.4%；12 月两市日均股票交易额有较大幅度的回落，约为 2193 亿元，这不仅存在市场下挫因素，同时也存在着季节因素。如果市场走势的逐步企稳，重心有一定提高，预计 2011 年市场日均股票成交金额将维持在 2600 亿元左右，较 2010 年日均 2237.7 亿元的股票

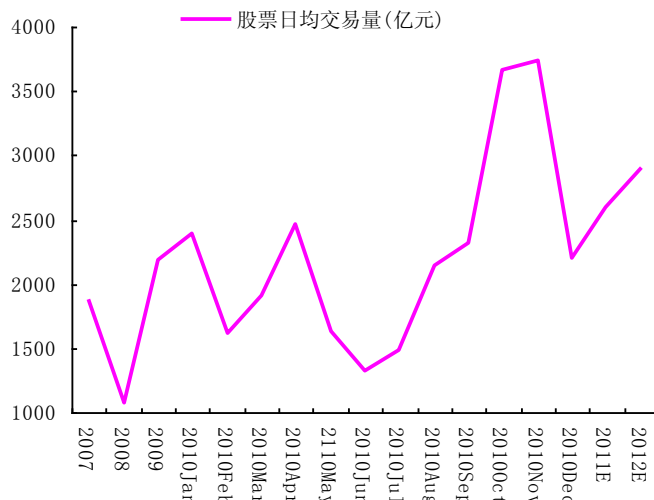
成交金额增加 16.2%。交易量的增加将一定程度弥补佣金率下滑风险，给经纪业务收入回升提供了良好的契机。

图 12: 两市股、基、权、债日均成交量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 13: 两市股票日均成交量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

鉴于证券业协会政策出手整治佣金乱象以及协会提出各家券商佣金不得低于经纪业务全成本的要求，我们认为经纪业务佣金下滑速率会明显减缓。假设各家券商的市场份额保持稳定，2010 年四季度佣金率环比下滑 3%，2011 年佣金率在 2010 年四季度基础上下滑 5%，2012 年佣金率保持不变。

在 2011 年和 2012 年日均股票交易量分别为 2600 亿和 2900 亿元的假设条件下，我们对上市券商的经纪业务未来两年的收入进行了测算。另外，对于市场成交量分别上浮和下浮 10%，我们做了敏感性测算。

图 14: 上市券商经纪业务收入预测

万元	2010Q4 经纪业务收入 预测	2011 年经纪业务收入 预测	2012 年经纪业务收入 预测
中信证券系	164,625	533,284	594,816
宏源证券	55,409	179,493	200,203
海通证券	161,286	522,468	582,753
华泰证券系	183,372	594,014	662,554
广发证券系	175,093	567,195	632,640
招商证券	113,270	366,926	409,264
光大证券	91,400	296,079	330,242
长江证券	61,491	199,194	222,177
国元证券	42,345	137,171	152,998
东北证券	38,177	123,671	137,941
西南证券	25,436	82,399	91,906

国金证券	26,671	86,398	96,367
兴业证券	46,121	149,405	166,644
山西证券	28,890	100,397	111,981
太平洋	15,731	50,959	56,839

资料来源：华泰证券研究所

图 15：上市券商经纪业务收入预测（成交量下浮 10%、上浮 10%）

万元	2011 年经纪业务收入 预测（下浮 10%）	2012 年经纪业务收入 预测（下浮 10%）	2011 年经纪业务收入 预测（上浮 10%）	2012 年经纪业务收入 预测（上浮 10%）
中信证券系	479,955	535,335	586,612	654,298
宏源证券	161,543	180,183	197,442	220,224
海通证券	470,221	524,478	574,715	641,028
华泰证券系	534,612	596,299	653,415	728,809
广发证券系	510,475	569,376	623,914	695,904
招商证券	330,234	368,337	403,619	450,190
光大证券	266,471	297,218	325,687	363,266
长江证券	179,274	199,960	219,113	244,395
国元证券	123,454	137,698	150,888	168,298
东北证券	111,304	124,146	136,038	151,735
西南证券	74,159	82,715	90,638	101,097
国金证券	77,758	86,730	95,038	106,003
兴业证券	134,464	149,979	164,345	183,308
山西证券	90,357	100,782	110,435	123,179
太平洋	45,863	51,155	56,055	62,523

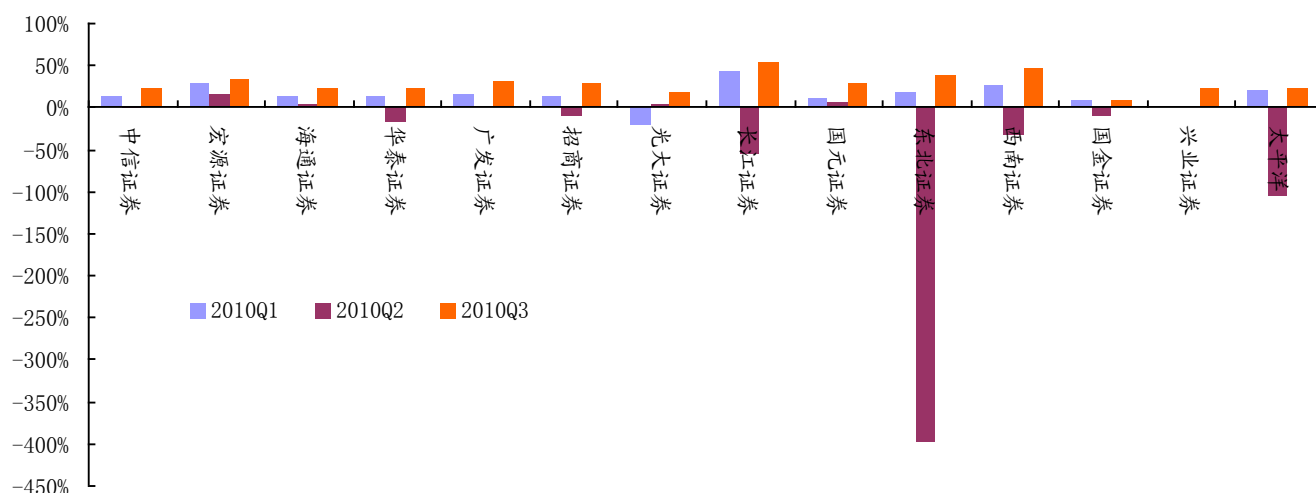
资料来源：华泰证券研究所

三、自营业务收入取决于市场高度

自营业务业绩具有高波动性的特点，与市场走势息息相关，从今年前三季度券商收入结构情况看，自营业务已经成为券商业绩分水岭。上半年大部分券商折戟于自营业务，对业绩造成拖累，上市券商中如中信证券、华泰证券、招商证券、长江证券、西南证券、国金证券和太平洋等，东北证券和太平洋证券二季度还因为自营巨亏导致业绩整体亏损。

随着 7 月份市场重心的探底回升，我们看到三季度风格激进的券商获得了自营业务大丰收。从三季度财务报表看，自营业务收入增加成为券商三季度业绩环比上升的主要动力。我们看到二季度自营业务亏损较多的公司，在三季度自营业务都有良好的表现。例如长江证券、东北证券和西南证券等。自营资产中债券的投资收益相对平稳，因此 2011 年券商的自营收入仍将取决于整体市场的高度。

图 16: 自营业务收入对主营业务收入的贡献



资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们从券商三季度末的资产结构——交易性金融资产和可供出售金融资产规模，结合中报中披露的交易性金融资产和可供出售金融资产中股票、债券的比例来考虑自营业务的表现。

图 17: 计入当期损益的交易性金融收入预测

万元	2010Q4 交易性金融资产收入预测	2011 年交易性金融资产预测
中信证券系	60,630	120,814
宏源证券	7,369	12,801
海通证券	45,789	95,407
华泰证券系	44,915	85,700
广发证券系	33,920	67,169
招商证券	55,860	106,504
光大证券	13,371	25,469
长江证券	40,793	92,308
国元证券	5,388	11,875
东北证券	16,903	41,302
西南证券	49,370	113,792
国金证券	718	733
兴业证券		24,000
山西证券		13,000
太平洋	2,818	6,812

资料来源: Wind、华泰证券研究所

可供出售金融资产在持有期间的公允价值变动不计入当期损益（除减值外），但在处置时取得的收益与初始投资成本的差额计入当期损益。因此，较高的可供出售金融资产有望在市场行情向好的情况下产生较多的浮盈储备，较多的浮盈储备意味着未来释放利润的空间较大。结合上半年末浮盈储备和三季度末其它综合收益来看，我们判断中信证券、海通证券、广发证券等具有较多

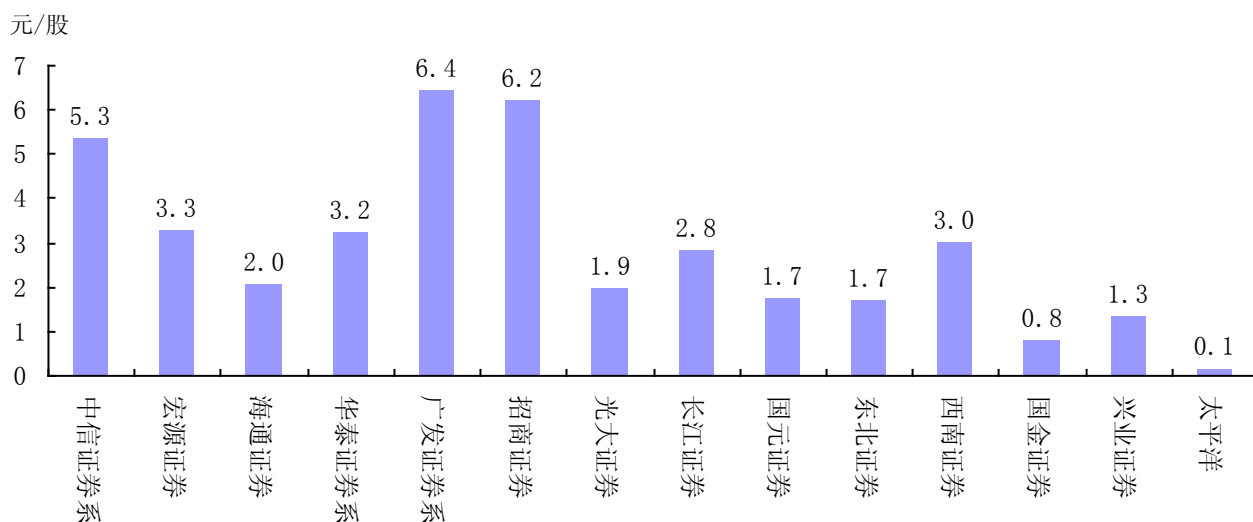
的浮盈储备。另外，从三季度末每股含有的交易性金融资产和可供出售金融资产规模看，广发证券、中信证券和招商证券规模较大。

图 18: 可供出售金融规模及浮盈储备

万元	2010H1 可供出售金融资产	2010Q3 可供出售金融资产	环比变化	2010H1 浮盈储备	2010Q3 其它综合收益
中信证券系	3,701,468	3,576,949	-3.36%	26,878	203,841
宏源证券	134,393	167,267	24.46%	-6,496	15,513
海通证券	18,610	596,433	-2.30%	80,951	-5,161
华泰证券系	313,727	320,595	2.19%	-	19,532
广发证券系	580,234	624,567	7.64%	61,060	35,745
招商证券	331,706	367,661	10.84%	-7,694	-
光大证券	86,848	217,021	149.89%	-9,294	1,786
长江证券	414,255	24,639	-94.05%	10,194	5,816
国元证券	208,816	245,594	17.61%	-4,420	4,046
东北证券	26,074	25,248	-3.17%	-1,662	2,295
西南证券	111,892	100,022	-10.61%	12,222	1,909
国金证券	7,869	19,090	142.60%	-	3,282
兴业证券	43,500	61,819	42.11%	-	5,901
太平洋	187	202	8.02%	-13	15

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 19: 2010 年三季度末每股中含有交易性金融资产和可供出售金融资产规模



资料来源: Wind、华泰证券研究所

四、投行业务增速放缓，但仍保持较好的景气度

2010 年券商行业投行业务呈爆发性增长，行业募集资金达到了 1.1 万亿，众多中小企业、民营企业享受到资本市场融资的福利。在加息周期的背景下，间接融资成本提高，融资渠道收窄，

直接融资仍然是较好的融资方式。前三季度特别是上半年券商的投行业务出现了快速增长，由于2010年的基数效应，2011年投行业务收入增速会有所减慢，但仍将保持高景气度。从长期来看，目前等待或者排队上市的企业有千余家，通过资本市场融资已经成为企业的一种主要融资方式。

图 20: 股票市场募集资金今年以来屡创新高

	募集资金 (亿元)	实际募集资金 (亿元)	首发家 数	首发募集资金 (亿元)	增发家 数	增发募集 资金(亿元)	配股家 数	配股募集资 金(亿元)
2009-01	116.94	116.70	0	0.00	6	116.94	0	0.00
2009-02	90.39	89.67	0	0.00	6	90.39	0	0.00
2009-03	174.35	172.91	0	0.00	8	174.35	0	0.00
2009-04	235.83	234.95	0	0.00	9	235.83	0	0.00
2009-05	228.76	227.02	0	0.00	12	228.76	0	0.00
2009-06	186.56	182.93	1	9.11	10	177.45	0	0.00
2009-07	814.70	799.19	6	546.61	12	268.09	0	0.00
2009-08	530.95	519.43	14	182.75	16	337.02	2	11.17
2009-09	581.23	564.63	18	318.01	11	258.84	1	4.38
2009-10	332.68	322.18	25	158.91	11	166.22	2	7.54
2009-11	685.36	673.05	12	217.84	9	414.72	2	52.81
2009-12	1137.73	1109.42	35	588.73	24	518.94	3	30.07
2010-01	684.35	664.34	35	424.71	8	259.64	0	0.00
2010-02	755.61	742.02	20	394.79	8	341.18	2	19.64
2010-03	836.06	814.47	36	313.61	13	341.96	2	180.49
2010-04	445.88	425.50	28	349.41	10	96.47	0	0.00
2010-05	548.44	523.40	36	439.60	14	108.83	0	0.00
2010-06	795.17	777.55	23	210.15	18	235.13	2	349.89
2010-07	985.99	963.25	23	859.61	12	97.44	3	28.93
2010-08	672.48	650.86	32	497.60	7	174.88	0	0.00
2010-09	542.97	525.05	27	359.83	13	166.70	2	16.44
2010-10	1007.11	990.45	24	290.20	14	710.77	1	6.14
2010-11	1517.20	1490.19	29	361.15	15	330.43	4	825.62
2010-12	1116.63	1089.90	36	420.64	27	684.93	2	11.05

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 21: 企业债发行保持高景气度

	地方政府债(亿元)	企业债(亿元)	公司债(亿元)	可转债(亿元)
2009-01		54		
2009-02		239		
2009-03	70	369.3		
2009-04	594	387.15		
2009-05	454	388.8		
2009-06	541	398.58		
2009-07	119	150	65	
2009-08	112	126	140	6
2009-09	110	583	156	32.4
2009-10		413.5	152	8.21

2009-11		691	117.9	
2009-12		452	104	
2010-01		264	74.2	
2010-02		446	51.8	
2010-03		197	18	
2010-04		207.5		
2010-05		215	200	7.2
2010-06	438	76		406.5
2010-07	232	132.5		20
2010-08	665	392.13		256.3
2010-09	358	595	5	
2010-10		549.5	80	11.3
2010-11	307	154	10	16
2010-12		357	72.5	

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 22: 2010 年部分上市券商承销保荐规模

万元	总计	首发	增发	可转债	债券发行	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信证券	49	15	10	1	1	22	16248815	4731021	2098655	2089305	2000000
中信建投	47	9	4	1	0	33	6892728	1053579	1669466	103049	0
招商证券	39	20	5	1	1	12	4626102	1986960	768998	57143.92	113000
海通证券	34	12	10	2	0	10	6264787	2542519	1749536	502731.6	0
广发证券	33	21	3	1	0	8	3254010	1944219	145072.5	349718	0
华泰联合	32	23	3	1	1	4	2629562	1981617	195670.1	70274.43	72000
宏源证券	23	9	2	0	0	12	2667793	1053660	257800	0	0
光大证券	19	8	1	0	0	10	2479330	802330	550000	0	0
西南证券	17	7	3	0	0	7	1628978	633678.5	220299.4	0	0
国金证券	13	9	4	0	0	0	1634642	1167078	467564.4	0	0
华泰证券	12	7	1	1	0	3	1045900	538650	62000	170249.8	0
兴业证券	10	5	2	1	0	2	1292762	338810	78482.1	595470.4	0
太平洋	9	4	1	0	0	4	802560	299920	152640	0	0
国元证券	8	6	2	0	0	0	648442.7	445016	203426.7	0	0
长江承保	7	2	2	2	0	1	452183	127927.3	116171.8	108083.9	0
东北证券	6	5	0	1	0	0	388868.8	294699.3	0	94169.49	0

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 23: 2010 年部分上市券商承销保荐费用

万元	总计	首发	增发	配股	可转债
中信证券	100422	90422	0	0	10000
中信建投	47286.65	45186.65	2100	0	0
招商证券	98112.31	93512.31	3599.997	0	1000
海通证券	69889.25	63829.25	6060	0	0
广发证券	74582	72582	2000	0	0
华泰联合	101483.2	99408.18	0	0	2075
宏源证券	34816.44	34816.44	0	0	0
光大证券	37477	37477	0	0	0

西南证券	31483	25478	6005	0	0
国金证券	53812.74	53812.74	0	0	0
华泰证券	26009.8	26009.8	0	0	0
兴业证券	15728.49	15728.49	0	0	0
太平洋	15210.72	13389.6	1821.12	0	0
国元证券	27986.38	20968.32	7018.056	0	0
长江承保	6973.34	6973.34	0	0	0
东北证券	10318.44	10318.44	0	0	0

资料来源: Wind、华泰证券研究所 注: 不包含债券费用

五、受托资产管理业务保持稳定

在市场回暖的背景下, 上市券商的资产管理净值有一定增加, 中信、华泰、招商、长江等券商近期都有新的理财产品开始推广。我们预期受托资产管理业务收入将呈现平稳状态。

图 24: 上市券商理财产品数量及最新资产规模

亿元	理财产品数量	三季度末产品净值
中信证券系	10	129.85
宏源证券	2	30.70
海通证券	4	13.04
华泰证券系	12	58.18
广发证券系	2	46.45
招商证券	8	66.35
光大证券	9	97.96
长江证券	9	38.17
国元证券	3	10.34
东北证券	3	13.67
西南证券	1	-
兴业证券	3	37.63
山西证券	-	-

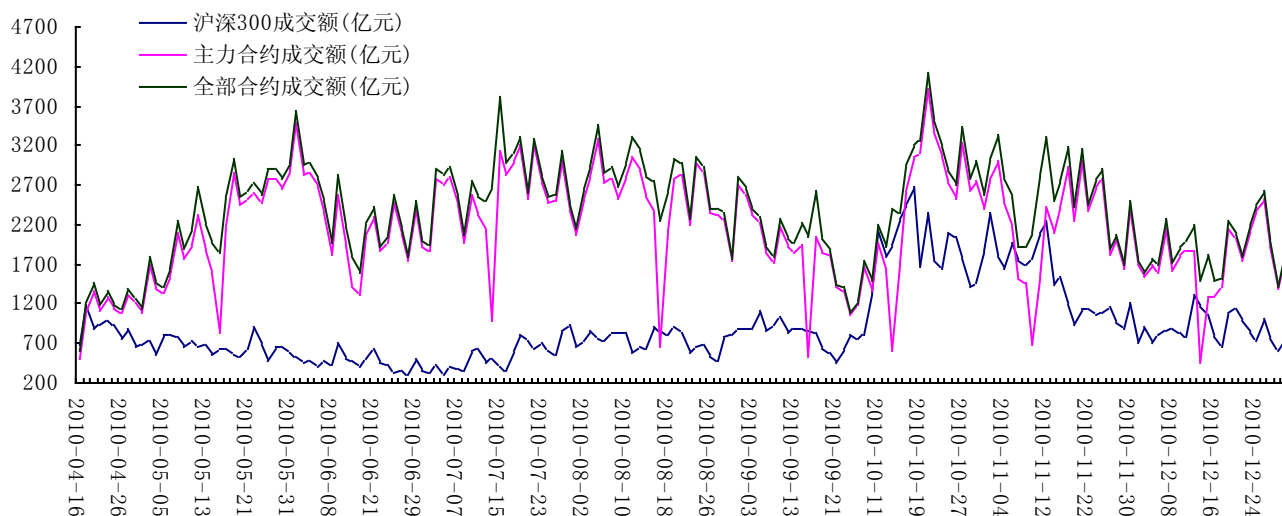
资料来源: Wind、华泰证券研究所

六、创新业务未来将挑起业绩大梁

1. 股指期货将带来业绩惊喜

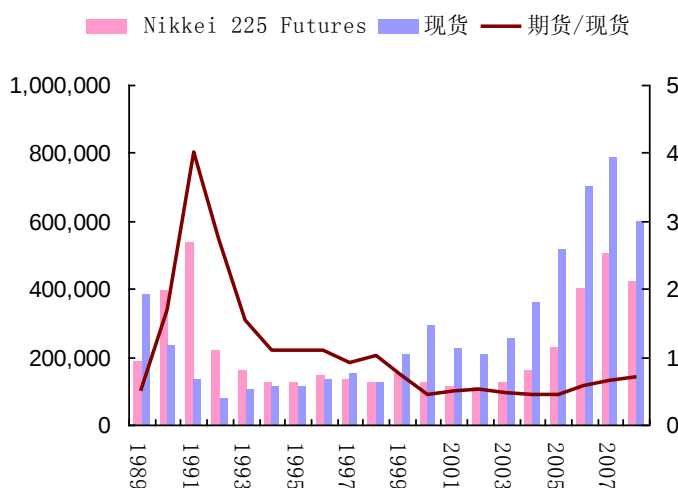
截止到 12 月 28 日, 股指期货全部合约日均成交额为 2360.9 亿元, 是现货日均成交金额的 103% 左右, 基本上和日本与韩国的早期市场类似。2010 年作为股指期货元年, 其投资主体仍然以自然人为主, 机构投资者数量较为有限。2011 年, 股指期货的投资主体有望逐步增加, 阳光私募、QFII 等参与股指期货的政策已经在审批之中。机构投资者的增加, 将进一步的增加股指期货的交投活跃度。未来股指期货的投资标的也会不断增加, 这将给券商业绩带来越来越多的惊喜。

图 25: 2010 年股指期货交易量全年处于高位



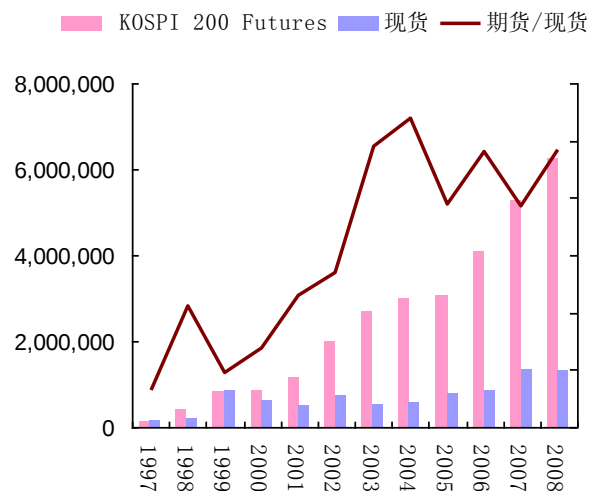
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 26: 日本股指期货和现货成交额 (日元 bn)



资料来源: 华泰证券研究所

图 27: 韩国股指期货和现货成交额 (韩元 bn)



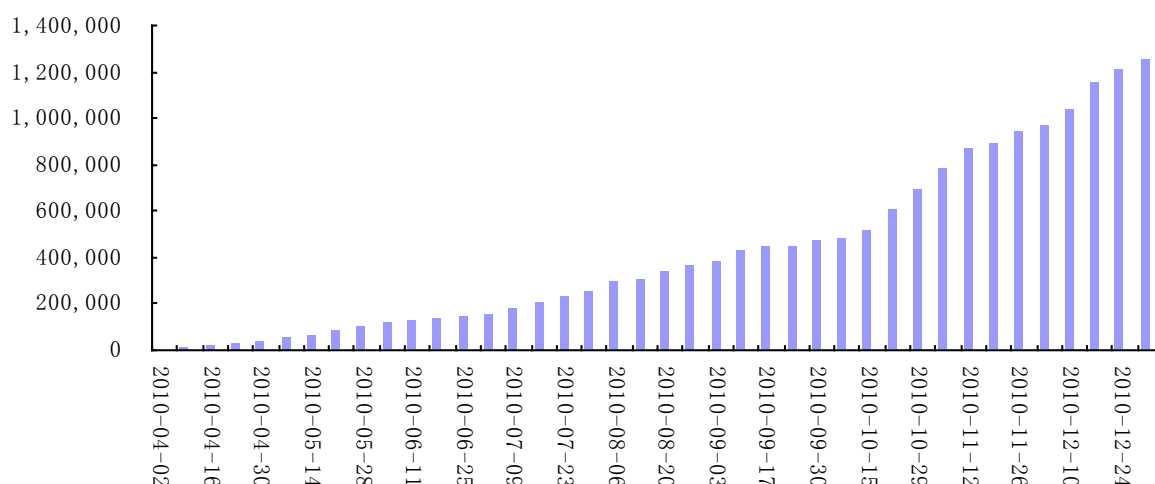
资料来源: 华泰证券研究所

2. 融资融券规模将不断放大

自融资融券业务推出之后, 券商融资规模处于明显上升通道之中, 融券规模相对较小, 自 6 月以来处于稳定水平。截至 2010 年 12 月 28 日, 券商融资融券余额 122.20 亿元, 其中融资余额 122.04 亿元, 融券余额 0.16 亿元。融券余额之所以大幅低于融资余额, 虽然其中有投资者的投资习惯问题, 但最主要原因还是在于融券标的十分有限, 供投资者选择的股票很少。

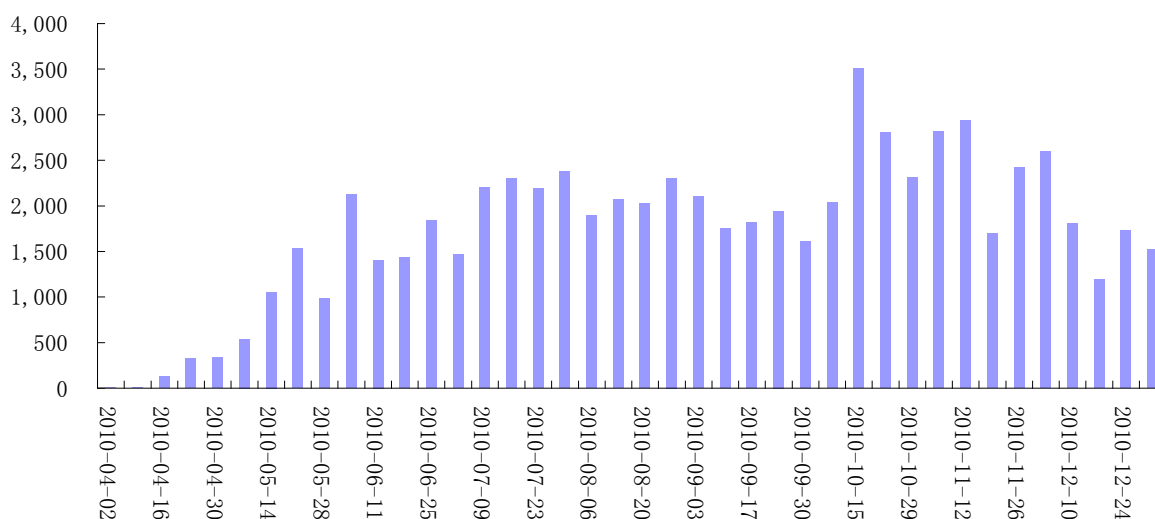
随着转融通的业务推出, 这将大幅提高融券规模。参考成熟资本市场融资融券的数据, 我们认为融券业务比例未来将提升至 20-30%, 而转融通业务也将刺激整个融资融券市场规模的进一步扩大。

图 28: 融资融券业务融资余额 (万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图 29: 融资融券业务融券余额 (万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

3. 直投业务进入收获期

证监会 2007 年批准中信证券和中金公司设立子公司开展直投业务试点以来,特别是创业板的推出,是的直投业务的退出机制得以更顺利的运行。2011 年,部分券商,例如中信、海通、广发等直投业务将进入收获期,特别是中信证券,由于其较早参与了直投业务试点,其控股的金石投资已经上市的项目包括了神州泰岳、机器人和昊华能源,其对利润的贡献有望达到 10 亿元以上,占净利润比例达到 15%左右。

图 30: 上市券商理财产品数量及最新资产规模

亿元	直投公司	注册资本 (亿元)	注册年限
中信证券	金石投资有限公司	52	2007
海通证券	海通开元投资有限公司	30	2008
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	2	2009
广发证券	广发信德投资管理有限公司	8	2008
招商证券	招商资本投资有限公司	5	2009
光大证券	光大资本投资有限公司	20	2008
西南证券	西证股权投资有限公司	2	2010
宏源证券	宏远创新投资有限公司	2	2010
长江证券	长江成本资本投资有限公司	5	2009
国元证券	国元股权投资有限公司	5	2009
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司	1	2010

资料来源: 华泰证券研究所

七、重点券商盈利预测及估值

综上所述, 我们对重点的盈利预测及估值如下:

图 31: 重点上市券商盈利预测及估值

简称	12.28 价格 (元)	每股收益(元)			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
		10E	11E	12E	10E	11E	12E	
中信证券	12.56	0.631	0.700	0.800	19.90	17.94	15.70	2.17
广发证券	51.18	1.547	1.810	2.050	33.08	28.28	24.97	463.40
海通证券	9.54	0.470	0.540	0.600	20.30	17.67	15.90	1.95
招商证券	19.24	0.832	0.930	1.080	23.13	20.69	17.81	3.36
光大证券	14.48	0.603	0.682	0.764	24.01	21.23	18.95	2.35
宏源证券	16.91	1.038	1.129	1.291	16.29	14.98	13.10	4.19
长江证券	11.10	0.552	0.610	0.693	20.11	18.20	16.02	3.06
国元证券	11.81	0.492	0.532	0.579	24.00	22.20	20.40	1.71
东北证券	22.03	0.907	1.238	1.347	24.29	17.79	16.35	5.23

资料来源: 华泰证券研究所 注: 中信证券 EPS 未考虑中信建投和华夏基金的股权出售

我们对券商 2011 年的投资逻辑是: 在传统业务和创新业务中寻找平衡点。具体而言, 一是从传统业务考虑, 建议投资者关注高的业绩弹性, 如果市场重心出现快速提高, 交投开始活跃, 那么经纪业务占比高, 自营业务较为激进的高弹性品种受益最大, 也会有可观的涨幅; 二是挖掘创新业务走在行业前列的券商, 创新业务作为券商新的盈利增长点, 有望逐步替代传统业务扛起大梁, 成为券商新的核心竞争力, 提高相关券商的估值提升空间, 同时在股价上的安全边际也较高。综合考虑传统和创新业务, 兼顾估值水平, 建议首先的投资品种为: 中信证券、辽宁成大和吉林敖东。

中信证券（600030）

公司作为行业龙头企业，经纪业务和投行业务市场份额始终位于行业前列。不仅在传统业务领域，在新型业务领域公司也具备了先发优势，直投业务、融资融券、股指期货和海外市场业务有望成为公司新的增长点。除去市场和行业性因素之外，中信建投股权问题已经得到处理，华夏基金的股权转让也已公告。随着这两大难题的相继解决，公司将轻装上阵，估值有望得到进一步修复。我们预计公司 10 年 11 年和 12 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.70 和 0.80 元，给予公司“买入”评级。

辽宁成大（600739）

公司拥有广发证券 24.93% 的股份，每股含广发 0.69 股，是目前广发第一大股东。按照三季报计算，广发的投资收益占其利润来源的 77%。除了控股广发证券之外，公司本身的业务在 2010 年有快速发展，油页岩项目——桦甸油页岩已经于 8 月 27 日点火出油，从调试到连续稳定出油，大概需要 3-5 个月的时间，虽然短期内不会对公司利润产生影响，但为公司未来业务发展带来了很好的想象空间；公司持有成大生物 62.51% 股权，成大生物作为国内狂犬病疫苗龙头企业，占有国内市场 70% 的份额，分拆上市明确，将成为公司价值重估的催化剂，给予“买入”评级。

吉林敖东（000623）

公司持有广发证券 24.82% 股权，每股含广发 1.09 股，是目前广发第二大股东，按照三季报计算，广发的投资收益占其利润来源的 79%，对广发业绩的依赖性很强。其他的业务包括生物医药（中药，已达成成熟期）和铁矿石（参股敦化塔东矿业 30% 的股权，可采 1.32 亿吨，30 年采矿权，达产后 500 万吨/年）业务，给予“买入”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6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；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。在法律许可的情况下，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。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。