

证券研究报告·行业动态

## 制度创新提速 券商股价值提升

### 行业动态信息

#### 2011 年资本市场将迎来一系列制度创新

新三板、国际板和转融通业务等提上议事日程。

监管层希望加快**转融通的推出**。未来转融通业务可能采取成立证券金融公司的模式。进度上基本按照原先融资融券的试点进度。未来随着条件和环境的成熟，融资融券的试点也将进一步深入。这次转融通的推出就是重要一步。从长远来看，融资融券将会给券商业绩提供 30% 的增量贡献，而且改善了盈利模式和收入结构。

**新三板业务**。证监会将加快推动场外交易市场建设，积极推动“新三板”扩容。新三板给券商带来的机会主要体现在代办股份转让、手续费和做市差价收入、以及后续的保荐和直投等业务。

**国际板**。证监会明确提出，2011 年的重点工作之一是研究制定国际板制度规则，推进国际板建设。“国际板”脚步已越来越近了。纳斯达克和纽约的国际板市值占总体市值的比重在 8%-10%。从短期看，国际板的开通，将会为券商带来 8% 左右的经纪业务收入的增长，以及可观的承销保荐收入。

#### 券商的基本业务有所改善

2010 年下半年以来，证券业协会出台了佣金新政，已于 2011 年 1 月 1 日开始实行。佣金新政的实施，未来券商的经纪业务佣金率将改变以往大幅下滑的态势，券商的经纪业务基本面有望得到改善。此外，随着新三板带来的投行项目、以及备案制的实施，券商的投行业务和资管业务 2011 年也将步入快速增长期。

#### 投资评价和建议

目前证券业估值处于历史较低水平，具有一定的估值优势。鉴于基本面、估值和资本市场制度创新带来的催化剂因素，我们维持对券商的增持评级。我们从春节前至今的推荐组合为中信证券、长江证券、华泰证券和光大证券。

请参阅最后一页的重要声明

## 证券业

维持评级

增持

魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：曾羽

zengyu@csc.com.cn

010-85156333

发布日期：2011 年 2 月 16 日

#### 市场表现



#### 相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

## 2011 年资本市场将迎来一系列制度创新

证监会年底工作会议明确了 2011 年工作重点。新三板、国际板和转融通业务等提上议事日程。

### 一、转融通业务

近期转融通业务突然明显加速。目前，监管层希望加快转融通的推出，尽量能在 6 月份左右推出转融通的业务。未来转融通业务运作的特点可能是：

1、采取成立证券金融公司的模式。资金由交易所提供和发债筹措。

2、融资业务：证券金融公司以自有资金向券商提供资金，按同业拆借率向券商收取成本。

3、融券业务：证券金融公司从国资委、社保、基金、保险等机构借入证券，以低于一定的资金成本融券，加成后借给券商，然后要求券商以一定的利率借给客户；此外试点期内，券商需要向证金公司缴纳一定比例的保证金。

4、券商资格上，基本按照原先融资融券的试点进度来（第一批 11 家，然后是第二批）。

由于“转融通”等新业务的推出，将改善券商的盈利模式。我们此前的一系列报告对融资融券进行了研究，认为，融资融券从长远来看，将会给券商的业绩提供 30% 的增量贡献，而且改善了盈利模式和收入结构。但由于融资融券试点阶段仅限于券商的自有资金和自有证券，因此对券商的业绩贡献非常有限。

未来随着条件和环境的成熟，融资融券的试点也将进一步深入。这次转融通的推出就是重要一步。

### 二、新三板业务

去年 11 月 30 日，证监会副主席姚刚在金融与战略性新兴产业论坛上表示，证监会将加快推动场外交易市场建设，积极推动“新三板”扩容，积极支持符合条件的创新型企业 and 战略性新兴产业的企业发行上市和再融资，积极推动创业投资和私募股权投资的发展，完善相关各项制度。至此，“新三板”扩容已越来越近了。新三板给券商带来的机会主要体现在代办股份转让、未来的保荐和直投等业务。

### 三、国际板

进入 2011 年以来，中国股市“国际板”呼声高涨。先是在 2011 年的全国证券期货监管工作会议上，证监会主席尚福林明确提出，2011 年的重点工作之一是研究制定国际板制度规则，推进国际板建设。“国际板”脚步已越来越近了。

纳斯达克和纽约的国际板市值占总体市值的比重在 8%-10%，那么结合当前沪市 A 股市场的市值来看，国际板经过三到五年的发展，以 2010 年底的市值 17.8 万亿元来估算，将可以达到 1.424-1.78 万亿元。在中长期，我们可以预期国际板的公司规模数量可以达到百家甚至更多。

从短期看，国际板的开通，将会为券商带来 8% 左右的经纪业务收入的增长，以及可观的承销保荐收入。

## 券商的基本业务有所改善

2010 年影响券商股业绩的因素莫过于佣金率的大幅下滑了。

2010 年下半年以来，证券业协会出台了佣金新政，已于 2011 年 1 月 1 日开始实行。目前各券商计算了全佣金成本，并上报了证券业协会分会，当地也制定了相应的佣金率底线标准。譬如江苏省的佣金率底线定为千分之一。

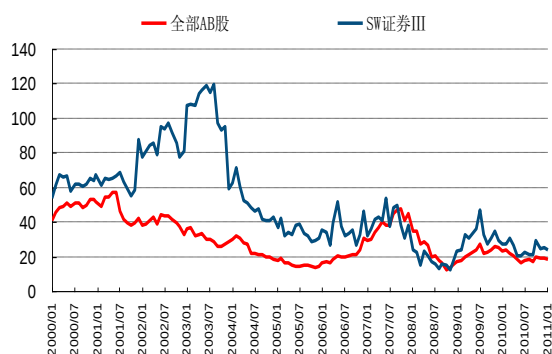
我们认为，由于佣金新政的实施，未来券商的经纪业务佣金率将改变以往大幅下滑的态势，券商的经纪业务基本面有望得到改善。

此外，随着新三板带来的投行项目、以及备案制的实施，券商的投行业务和资管业务 2011 年也将步入快速增长期。

## 投资评价和建议

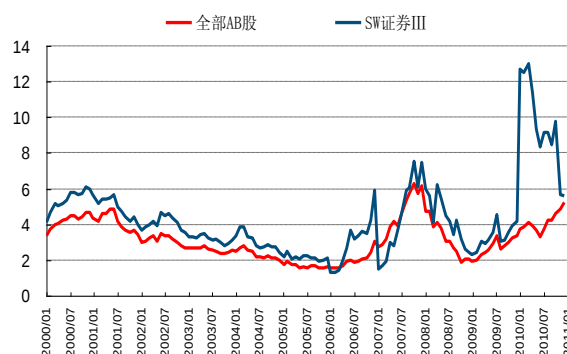
目前证券业估值处于历史较低水平，具有一定的估值优势。

图 1：券商 PE(TTM)月度走势



资料来源：wind，中信建投研发部

图 2：上市券商 PB 月度走势



资料来源：wind，中信建投

由于佣金率企稳和交易量回升，券商业绩有望步入上升通道；目前估值水平较低；2011 年资本市场制度创新带来的催化剂因素，我们维持对券商的增持评级。

我们从春节前至今的推荐组合为中信证券、长江证券、华泰证券和光大证券。



表 1：目前各券商的估值水平

单位：元

|             | 中信    | 海通    | 华泰    | 广发    | 招商    | 光大    | 长江    | 宏源    | 国元    | 东北    |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2010 年 EPS  | 1.23  | 0.50  | 0.65  | 1.92  | 0.85  | 0.64  | 0.70  | 0.91  | 0.53  | 0.90  |
| 2010PE      | 11.64 | 20.98 | 23.64 | 26.30 | 24.02 | 25.68 | 18.99 | 20.14 | 28.22 | 26.71 |
| 2011 年 EPS  | 0.66  | 0.61  | 0.79  | 1.59  | 1.05  | 0.76  | 0.74  | 1.09  | 0.66  | 1.27  |
| 2011PE      | 21.87 | 17.19 | 19.64 | 31.84 | 19.41 | 21.50 | 17.92 | 16.80 | 22.67 | 18.96 |
| 2012 年 EPS  | 0.78  | 0.70  | 0.90  | 1.59  | 1.16  | 0.84  | 0.78  | 1.24  | 0.75  | 1.43  |
| 2012PE      | 18.44 | 15.02 | 17.22 | 29.18 | 36.18 | 19.42 | 17.01 | 14.76 | 19.96 | 16.83 |
| 2010 年 BVPS | 6.76  | 5.78  | 5.75  | 8.07  | 7.00  | 7.08  | 4.49  | 4.70  | 7.46  | 5.69  |
| 2010PB      | 2.12  | 1.82  | 2.69  | 6.26  | 2.91  | 2.31  | 2.96  | 3.91  | 2.00  | 4.24  |
| 2011 年 BVPS | 7.42  | 6.39  | 6.38  | 9.34  | 7.84  | 7.69  | 5.01  | 5.57  | 7.79  | 6.96  |
| 2011PB      | 1.93  | 1.65  | 2.43  | 5.41  | 2.60  | 2.13  | 2.66  | 3.30  | 1.91  | 3.47  |
| 2012 年 BVPS | 8.19  | 7.09  | 7.09  | 10.72 | 2.45  | 8.36  | 5.56  | 6.01  | 6.01  | 8.39  |
| 2012PB      | 1.59  | 1.65  | 2.18  | 4.71  | 8.33  | 1.95  | 2.40  | 3.06  | 3.06  | 2.81  |

资料来源：中信建投证券研究部



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



## 分析师介绍

**魏涛：**北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

## 基金研究服务

**基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理**

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

**北京地区销售经理**

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

**上海地区销售经理**

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

**深圳地区销售经理**

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

## 地址

**北京 中信建投证券研究发展部**

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

**上海 中信建投证券研究发展部**

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

## 重要声明

本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客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。