

2011-02-24

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

证券

增持/维持评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《否极 泰来》(增持, 2010/12/03)

《最坏的日子已经过去》(增持, 2011/01/16)

美好的时光正在临近

事件:

根据上证报《A 股将超常规双向扩容》报道, 股票供给端方面, 按照沪深交易所“十二五”规划, 2015 年末, 沪市上市公司将达到 1200 家以上, 深市中小板 1200 家以上, 创业板 1000 家以上。资金供给端方面, 未来将进一步放开险资投资比例限制, 增加境外投资者比重, 鼓励养老金入市。

除此之外, 十二五期间要推动券商创新发展, 将允许证券公司引入股票期权、员工持股或管理层持股等激励机制。同时对运作规范的券商放行衍生品交易业务, 沪深交易所实行备兑权证已悄然启动。积极引进国内产业资本和金融资本进入证券行业, 支持券商组建证券金融控股集团; 鼓励外资以合资形式进入证券行业, 逐步放开合资企业的股权比例。

点评:

我们曾在 2011.1.26 的报告中使用《最坏的日子已经过去》为标题, 承上启下, 本篇我们使用《美好的时光正在临近》为标题。

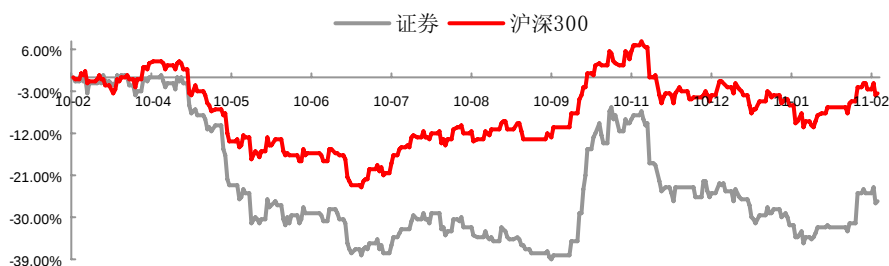
结合前述新闻报道, 我们判断, 证券行业在十二五期间将会发生以下三大变化:

1、传统业务将随着市场容量的总量和结构变化而逐渐成长

首先, 从证券行业市场容量的总量来看, 2015 年上市公司数量预计将达到 3885 家, 相当于 2010 年末 2063 家的 1.9 倍, 接近翻番; 其次, 从结构上来看, 国内目前极不合理的倒金字塔结构(公司数量占比: 主板 67%、中小板 26%、创业板 7%)将逐渐改善, 预计到 2015 年, 中小板、创业板数量合计占比将达到 57%, 超过主板, 成为国内股票市场坚实的塔基。

一方面, 证券公司的各项传统业务经纪、投行、资管都是和市场容量高度正相关, 另一方面, 中小板、创业板占比提升会进一步活跃各项传统业务需求并贡献更多利润, 比如中小板、创业板的交易周转率、承销费率都远超过主板, 经纪、投行等业务都将从中获益。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

2、创新业务将逐渐成为现金牛业务，并能有效平滑周期波动

创新业务的共同特点是资本密集型，大部分可归于买方业务，如直投、融资融券、股指期货、权证创设等。而资本密集型业务由于存在较高的资金、专业门槛，因此从长期看，其所获取的利润率将大幅超过劳动密集型特征为主的传统业务，未来将有望成为新的现金牛业务。

同时，不同于传统业务以做多为主的单边机制，创新业务大部分具有多、空双向特征，因此无论在牛、熊周期中，其业务需求始终旺盛，将能有效平滑周期波动对券商盈利影响。

3、券商差异化竞争将逐渐形成并明朗

参考海外市场，证券行业本应是所有金融子行业中创新活力最强、差异化空间最大的行业，但是国内情况恰恰相反。国内券商高度同质化的原因归结到底，是在过去业务范围有限且严格监管的大背景下，券商几乎没有任何创新的空间，想做道场无奈螺蛳壳实在太小。但这种情况将逐渐成为历史，随着各项创新业务的不断丰富，相比海外成熟市场，除去复杂的衍生品外，国内证券业在产品线上与国外已相差无几，券商将有更多寻求差异化发展的空间。未来如国信打造的美林模式、中信打造的高盛模式都将有望逐渐成型，并成为国内券商差异化竞争的典范。

投资建议：推荐中信证券

结合我们对证券行业未来长期发展趋势的乐观态度，维持证券行业“增持”评级。

推荐标的方面，我们从2010年底开始，已多次在行业报告和月报中推荐中信证券。我们认为，中信证券是目前国内最具战略前瞻性、积极推进商业模式转型并有望在未来行业变革中牢牢稳固其龙头地位的公司。中信证券在2010年下半年开始决定转型大力发展买方业务，并在2011年初提炼其新的商业模式为：卖方积累资源，买方实现收入，二者循环促进。比如说，经纪业务（卖方）做大可以为资管业务（买方）提供更多客户资源；研究业务（卖方）做大可以提高投行业务（包销模式为买方）定价权等等。

结合到二级市场表现，我们认为，此前压制中信证券股价的核心因素在于巨额闲余资金运用效率过低导致RoE水平较低，该问题随着公司开始大力发展买方业务迎刃而解。比如，一直到2009年末，中信证券仍有274亿元自有闲余资金存在银行，仅能获取约2%的利息回报，而一旦投入到买方业务，且不说直投业务的巨额回报，仅仅融资融券业务就能获取8.1%的融资利率（尚未考虑融资金贡献的经纪业务佣金）。

目前中信证券股价对应2011、2012年PE。两会前后催化剂众多，如转融通、备兑权证、新三板等。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn