

创新业务铿锵有力，传统业务稳中有升

——证券行业 2 季度投资策略

研究员：许国玉

执业证书编号：S0570510120060

电话：025-83290953

E-mail: jason1884@gmail.com

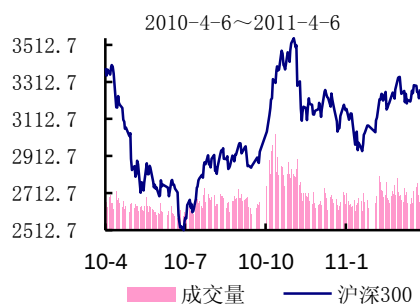
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(首次评级)

投资要点：

证券 II

市场走势图



相关研究

- 1 《宏源证券(000562):10 年业绩逆市上涨》2011.3
- 2 《兴业证券(601377):传统业务拖累业绩,降幅高于行业平均》2011.3
- 3 《证券 II (301503):创新业务迎来甘霖,市场交投活跃度显著提升》2011.2
- 4 《证券 II (301503):大型券商锋芒初露,低位布局恰逢其时》2011.2
- 5 《证券 II (301503):在传统和创新业务中寻找平衡点》2010.12

- **1 季度证券行业“开门红”。**2011 年 1 季度截止 3 月 31 日证券行业涨幅为 4.93%, 同期沪深 300 指数涨幅为-0.50%, 行业涨幅超过沪深 300 指数 5.43 个百分点, 经过 2010 年的整体低迷后, 证券行业在 2011 年伊始呈现“开门红”。伴随市场规模的扩大、交投活跃度的恢复、创新业务的发展, 券商业务结构更加完善、行业周期性减弱、业绩波动性降低, 行业整体估值重心上移的推动因素已初步显现。
- **融资融券业务对业绩贡献可观。**融资融券业务开闸满 1 年后, 转为常规业务的条件基本成熟。根据我们对融资融券收入敏感性测算, 无转融通时融资融券 11 年可为券商带来收入 54.3 亿元, 如果今年 4 季度转融通业务顺利推出则可实现 76.5 亿元, 占券商 10 年营业收入的 2.8-4.0%。
- **直投业务进入收获期。**直投业务规模快速增长, 券商直投子公司过去 3 年复合增长率达到了 78.2%, 目前部分券商直投项目已进入收获期, 投资回报丰厚, 而新三板扩容也将提供了更多的可选项目和退出路径。
- **佣金率下降空间有限。**大型商主导了发达地区一线城市的市场占有率, 佣金率已经处于行业较低水平, 向下的空间有限, 佣金率有望率先趋稳; 部分二、三线城市佣金率仍处于较高位置, 随着新营业部的进驻, 预计还有向行业平均回归的需求。
- **制度变迁将引领券商理财进入新纪元。**制度差异是基金和券商集合理财规模出现巨大差异的重要原因, 相对于基金业 2.5 万亿元的资产管理规模, 券商的 1500 亿元显得微不足道。但是这一情况在制度变迁之后会出现根本性的改变, 一旦券商集合理财由审批制转为备案制, 券商理财产品有望促进券商理财产品规模增长, 券商资产管理业务有望进入历史新纪元。
- **投资策略。**2 季度对证券行业维持“增持”评级。建议投资者重点关注盈利结构相对均衡、创新业务走在行业前列的中信证券、海通证券; 新三板受益券商广发证券; 参股券商中, 推荐广发证券的影子股, 拥有页岩油项目的辽宁成大。

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	13.97	推荐	1.35	0.570	0.700	0.800	10.34	24.50	19.57	17.46
海通证券	10.05	推荐	0.55	0.450	0.540	0.600	18.27	22.33	18.61	16.75
宏源证券	17.49	推荐	0.79	0.890	1.120	1.291	22.14	19.65	15.62	13.56
辽宁成大	30.80	推荐	1.49	1.481	1.950	2.380	20.67	20.80	15.79	12.94
招商证券	18.58	推荐	1.14	0.832	0.930	1.080	16.30	22.33	19.98	17.20
广发证券	38.53	推荐	1.95	0.97	1.810	2.050	19.76	39.72	21.29	18.80

目 录

一、核心策略.....	4
二、估值重心上移的推动因素已初步显现.....	4
1. 券商板块 1 季度市场表现	5
2. 月度数据环比好转，同比有望改善.....	6
3. 2 季度重点关注创新业务.....	7
三、创新业务发展步伐加速.....	8
1. 新三板市场的扩容，再建一个证券市场	8
2. 融资融券业绩贡献可观.....	10
3. 直投业务春风得意	13
四、市场交投活跃度回升，佣金率下降空间有限.....	14
1. 市场交投活跃度环比有望提升	14
2. 政策对抑制券商恶性价格战决心大.....	15
五、制度变迁将引领券商理财进入新纪元.....	16
六、投行收入环比将快速回升	17

图表目录

图表 1: 行业估值水平低于历史均值.....	5
图表 2: 重点上市券商 2011 年 1 季度市场表现.....	5
图表 3: 上市券商 1、2 月营业收入表现	6
图表 4: 上市券商 1、2 月净利润表现	6
图表 5: 主办券商年获批数量	8
图表 6: 主办券商所持项目家数	8
图表 7: 新三板市场容量	9
图表 8: 国家高新区企业数目及盈利能力提升快速	9
图表 9: 融资融券业务融资余额 (万元)	11
图表 10: 融资融券业务融券余额 (万元)	11
图表 11: 无转融通情形下, 市场融资融券收入敏感性分析	11
图表 12: 转融通情形下, 市场融资融券收入敏感性分析	12
图表 13: 无转融通情形下, 各公司融资融券收入对营业收入贡献	12
图表 14: 转融通情形下, 各公司融资融券收入对营业收入贡献	12
图表 15: 券商设立直投公司概况	13
图表 16: 券商直投项目中已上市项目	13
图表 17: 两市股、基、权月度成交量	15
图表 18: 两市股、基、权日均成交量	15
图表 19: 2010 年单季度券商佣金变化情况	15
图表 20: 部分地区协会佣金政策	16
图表 21: 主要券商理财产品市场份额	17
图表 22: 上市券商理财产品数量及最新资产规模	17
图表 23: 一级市场募集资金额有所回落	18
图表 24: IPO 家数、首发市盈率双双下降	18

一、核心策略

2 季度对证券行业维持“增持”评级。主要判断依据在于创新业务快速发展、传统业务业绩环比改善以及有利的行业政策环境三个方面。建议投资者重点关注盈利结构相对均衡、创新业务走在行业前列的中信证券、海通证券；新三板受益券商广发证券；参股券商中，推荐广发证券的影子股，拥有页岩油项目的辽宁成大。

创新业务推进步伐加快。融资融券业务开闸满 1 年后，转为常规业务的条件基本成熟。根据我们对融资融券收入敏感性测算，无转融通时融资融券 11 年可为券商带来收入 54.3 亿元，如果今年 4 季度转融通业务顺利推出则可实现 76.5 亿元，占券商 10 年营业收入的 2.8-4.0%；直投业务规模快速增长，券商直投子公司过去 3 年复合增长率达到了 78.2%，目前部分券商直投项目已进入收获期，投资回报丰厚，而新三板扩容也将提供了更多的可选项目和退出路径。

佣金率下降空间有限。由于服务部升级和异地迁址两大新增营业部渠道在 10 年 8 月底结束，新设立的营业部在 3-10 个月之后基本布局到位，在营业部相对饱和的城市，预期新增营业部速率大幅降低；另外，对于市场普遍担心的佣金政策持续性问题，我们看到相关监管力度不仅没有放松迹象，反而多次强调各券商要遵守市场秩序。目前，大型商主导了发达地区一线城市的市场占有率，佣金率已经处于行业较低水平，向下的空间有限，佣金率有望率先趋稳；部分二、三线城市佣金率仍处于较高位置，随着新营业部的进驻，预计还有向行业平均回归的需求。

投行收入环比将快速回升。经过 10 年四季度的融资井喷后，1 季度市场实际募集资金 2298 亿元，环比回落 39.8%，预计 2 季度市场募集资金额环比将快速回升。通过 A 股市场提高直接融资比例是“十二五”期间的交易所规划主要内容，也是信贷市场的收缩背景下企业拓展融资渠道的主要手段，同时也得到了各地方政府的大力支持。

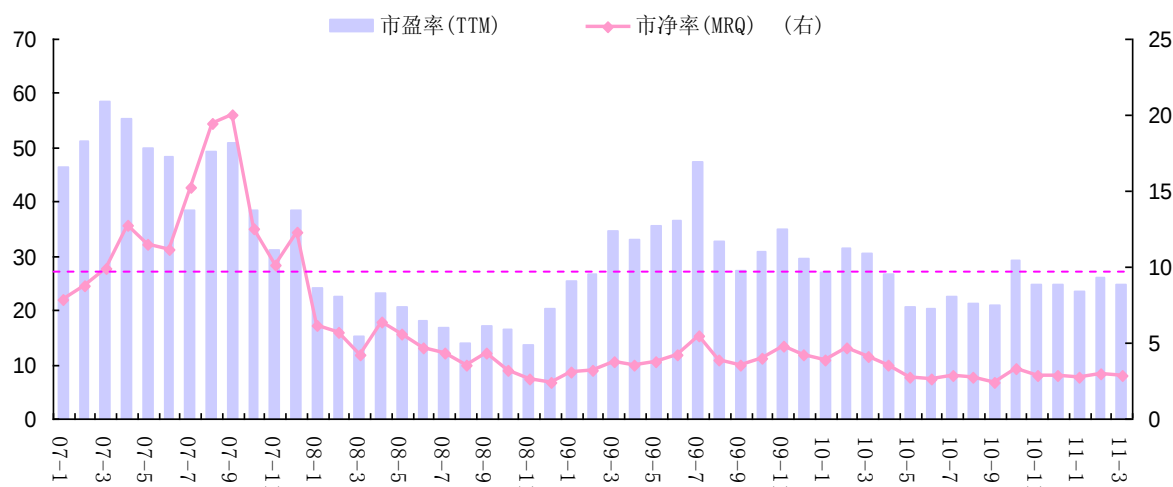
制度变迁将引领券商理财进入新纪元。制度差异是基金和券商集合理财规模出现巨大差异的重要原因，相对于基金业 2.5 万亿元的资产管理规模，券商的 1500 亿元显得微不足道。但是这一情况在制度变迁之后会出现根本性的改变，一旦券商集合理财由审批制转为备案制，券商理财产品有望促进券商理财产品规模增长，券商资产管理业务有望进入历史新纪元。

二、估值重心上移的推动因素已初步显现

2011 年 1 季度截止 3 月 31 日证券行业涨幅为 4.93%，同期沪深 300 指数涨幅为 -0.50%，行业涨幅超过沪深 300 指数 5.43 个百分点，经过 2010 年的整体低迷后，证券行业在 2011 年伊始呈现开门红。

随着股指期货、融资融券创新业务发展，证券行业的高贝塔特征有所弱化，特别是在市场震荡、多空分歧较大的情形下，证券行业的体现出灵活的特征：允许投资做空交易，融资融券业务和股指期货业务为市场提供了更多的交投刺激；从估值水平出发，尽管 1 季度上市券商表现好于市场，但目前的估值仍处在底部区域，截止 3 月 22 日，行业 PE 为 24.97，低于历史均值 30.39，PB 为 2.83，远低于历史均值 5.84，大型券商的估值优势更加明显。伴随市场规模的扩大、交投活跃度的恢复、创新业务的发展，券商业务结构更加完善、行业周期性减弱、业绩波动性降低，行业整体估值重心上移的推动因素已初步显现。

图表 1：行业估值水平低于历史均值

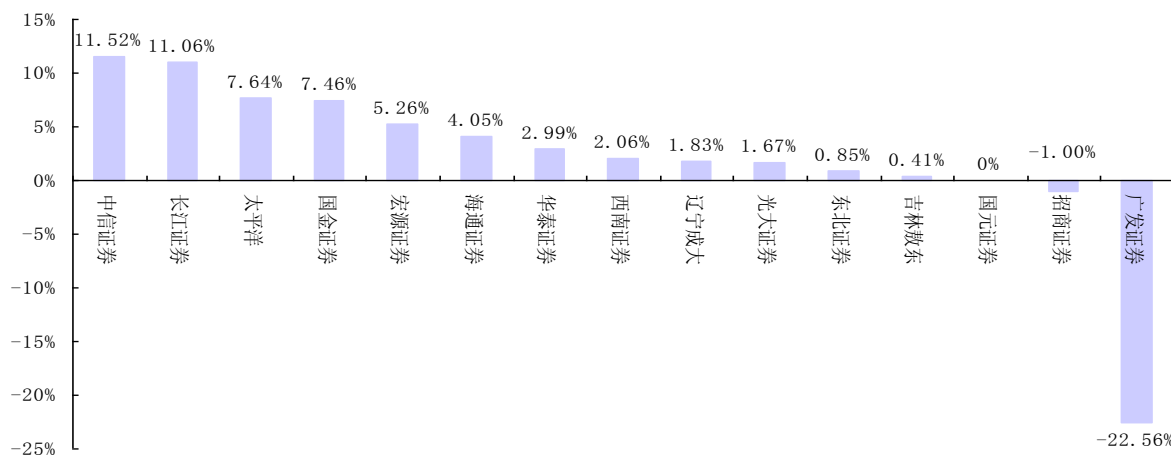


资料来源：Wind、华泰证券研究所

1. 券商板块 1 季度市场表现

1 季度各券商股价表现迥异，大型券商和创新业务收益明显的券商涨幅居前。作为行业龙头，中信证券一直走在行业转型的最前方，1 季度涨幅 11.52%，居首位；长江证券转型有望走在中小型券商的前列，虽然增发前的意外事件使受挫，但是公司基本面对股价仍有支撑，1 季度涨幅为 11.06%，居第二位；广发证券收到增发等因素的影响下，1 季度股价下跌 22.56%。

图表 2：重点上市券商 2011 年 1 季度市场表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2. 月度数据环比好转，同比有望改善

从月度业绩环比数据看，2月明显好于1月。1月份各券商出现业绩环比大幅下降，共实现营业收入35.6亿元、净利润12.1亿元，创下有月度数据以来的新低，扣除不可比的中信和广发（12月有一次性投资收益），环比减少41%和19%，仅长江、宏源和国金实现营业收入环比增长，兴业、宏源和西南实现净利润环比增长，长江证券扭亏为盈；2月份，大部分券商营业收入和净利润均呈现大幅上涨之势，15家券商营业收入总计47亿元、净利润21亿元，环比分别增长33%和73%，特别是长江证券实现连续两个月呈现业绩环比上升的趋势。

图表3：上市券商1、2月营业收入表现

万元	2010.12	2011.1	1月环比	2011.2	2月环比
中信系	456962	31681	-93.07%	70979	124.04%
中信证券	429476	17441	-95.94%	55398	217.63%
中信金通	17689	8691	-50.87%	9542	9.79%
中信万通	9797	5549	-43.36%	6039	8.83%
广发证券	321627	36897	-88.53%	57633	56.20%
海通证券	102112	57300	-43.88%	60144	4.96%
华泰系证券	115587	35076	-69.65%	63850	82.03%
华泰证券	52256	25976	-50.29%	53620	106.42%
华泰联合	63331	9100	-85.63%	10230	12.42%
招商证券	65942	51067	-22.56%	35994	-29.52%
光大证券	59672	30561	-48.78%	37024	21.15%
兴业证券	21627	12123	-43.95%	15531	28.12%
长江证券	14436	18450	27.80%	29717	61.07%
长江证券	12918	18131	40.35%	29008	60.00%
长江承销保荐	1518	319	-78.97%	709	122.06%
宏源证券	14017	25169	79.56%	20149	-19.95%
国元证券	26212	6835	-73.92%	28264	313.52%
东北证券	13966	4677	-66.51%	13589	190.55%
国金证券	9384	18172	93.65%	9085	-50.00%
西南证券	21780	20632	-5.27%	12387	-39.96%
山西证券	15992	4681	-70.73%	7200	53.81%
太平洋证券	7290	3171	-56.51%	11137	251.24%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4：上市券商1、2月净利润表现

万元	2010.12	2011.1	1月环比	2011.2	2月环比
中信系	247432	3405	-98.62%	29373	763%
中信证券	241501	422	-99.83%	24439	5691%
中信金通	5407	1662	-69.26%	2830	70%
中信万通	524	1321	152.10%	2104	59%
广发证券	158435	12912	-91.85%	25001	94%
海通证券	27581	25343	-8.11%	28234	11%
华泰系证券	28107	6022	-78.57%	27878	363%

华泰证券	12060	5667	-53.01%	25528	350%
华泰联合	16048	355	-97.79%	2350	561%
招商证券	37881	24923	-34.21%	16283	-35%
光大证券	26452	10763	-59.31%	17355	61%
兴业证券	1320	2642	100.17%	5251	99%
长江证券	-3739	6096		17881	193%
长江证券	-1282	6225	-585.59%	17658	184%
长江承销保荐	-2457	-129	-94.76%	223	
宏源证券	396	11027	2684.60%	8041	-27%
国元证券	5291	572	-89.19%	14795	2487%
东北证券	453	-2369		5308	
国金证券	-1097	6373	-681.12%	2164	-66%
西南证券	10499	14555	38.64%	5556	-62%
山西证券	-5584	-1385	-75.19%	2931	
太平洋证券	2404	-54	-102.24%	4130	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

3.2 季度重点关注创新业务

创新业务仍是我们 2 季度关注的焦点，尤其是新三板、融资融券业务，重点挖掘创新业务收益明显的行业个股。

政策面上，监管层对券商创新业务推进速度明显加快：新三板试点扩容基本敲定；证监会拟将融资融券业务试点转为证券公司常规业务；据媒体报道证监会今年内或会批准国内证券公司资产管理部试点组建私募股权投资（PE）基金，委托开展直投业务。

新三板市场至少可从三个方面提高券商贡献业绩：一是经纪业务与做市商体制下的差价收入；二是承销和管理费用收入；三是直投业务收入。融资融券业务经过一年的试点，今年或将转为常态化业务，标的股票的增加和投资门槛的降低会带来交易量大幅提高，参照成熟市场比例，预计 3-5 年后我国融资融券余额可高达 3000 亿元，为券商贡献 10% 左右的净利润；直投业务具有高额的收益率，创业板和新三板的推出更加完备了投资券商的退出机制，也为高新技术企业的发展提供了更多的机会，目前中信、海通等券商的直投业务已进入收获期，越来越多的券商会享受直投业务的收益。

从市场供需看，按照两交易所“十二五”规划，到 2015 年，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；资金供应方面，《企业年金基金管理办法》取消“投资股票的比例不高于基金净资产 20%”限制，股票投资比例上限可以达到 30%。2010 年底企业年金规模在 3000 亿元左右，按照 30% 的股票投资上限计算，今年可入市企业年金约 1000 亿元；未来还将进一步放开险资投资比例限制，增加境外投资者比重，鼓励养老金入市等等，且国家对房地产市场的调控会刺激一部分炒房资金流向股票市场。

2011 年是券商传统业务与创新业务对接的一年，在市场规模、资金供应扩大的情形下，预计 2 季度市场交投活跃度会继续提高，交易量和交易额稳步提升，佣金新规监管、稳定佣金的效果会慢慢显现，券商经纪业务有望逐步改善，投行业务在市场扩容进程中直接受益，传统业务业绩逐渐平稳；创新业务将成为券商新的业绩增长点。

从估值角度看，整体券商板块在市场中处于相对低估状态，在利好政策不断出台的刺激下，券商板块可适当超配。低估值、业务转型快的品种是投资者需要重点选择的投资标的，首推业绩结构完善、创新业务发展快速的龙头中信证券、海通证券；新三板受益券商广发证券；参股券商中，推荐广发证券的影子股，拥有页岩油项目的辽宁成大。

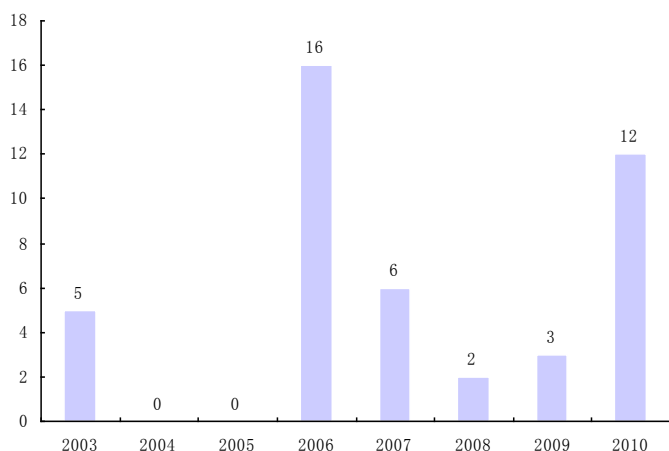
三、创新业务发展步伐加速

1. 新三板市场的扩容，再建一个证券市场

2011 年 1 月，证监会主席尚福林在 2011 年全国证券期货监管工作会议上提出“11 年的重点工作之一就是抓紧启动中关村试点范围扩大工作，加快建设统一监管的全国性场外市场”，至此新三板建设成为 11 年资本市场的主角，更是“两会”的焦点。

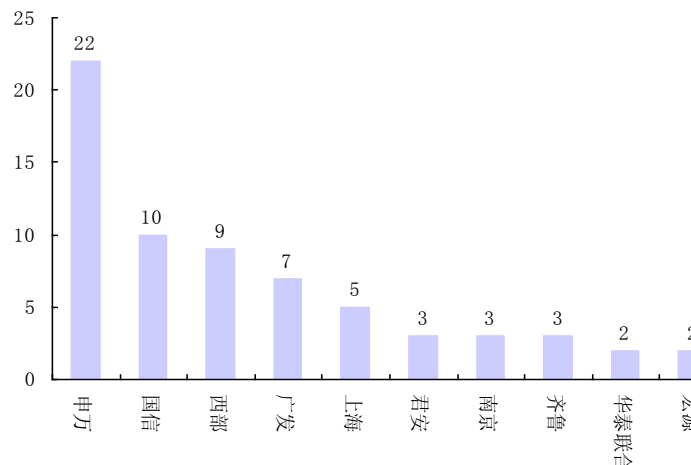
据媒体报道，新三板试点扩容基本敲定，“新三板”扩容的征求意见稿目前已上报国务院。征求意见稿内容主要包括园区试点扩容、交易引入做市商制度和对合格个人投资者开放等三部分，对此，新三板市场至少可从三个方面提高券商贡献业绩，一是经纪业务与做市商体制下的差价收入；二是承销和管理费用收入；三是直投业务收入。

图表 5：主办券商年获批数量



资料来源：证券业协会、华泰证券研究所

图表 6：主办券商所持项目家数

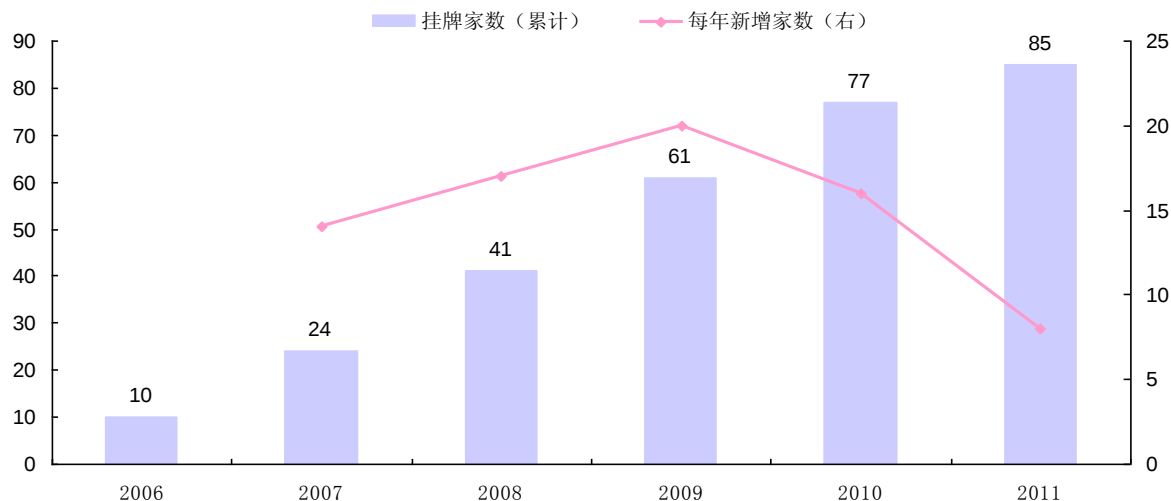


资料来源：深交所、华泰证券研究所

目前券商正在积极备战新三板，调整公司内部人员分配，寻找市场项目，现已有 44 家券商获得主办券商资格，从增速看，10 年新增 12 家，增速明显加快，预计 11 年券商会更积极的申请新

三板主办资格。主办券商业集中度较高,“新三板”挂牌企业为 80 家,申万作为主办券商的有 22 家,列首位;国信证券、西部证券、广发证券推荐家数分别为 10、9、7 家。

图表 7: 新三板市场容量

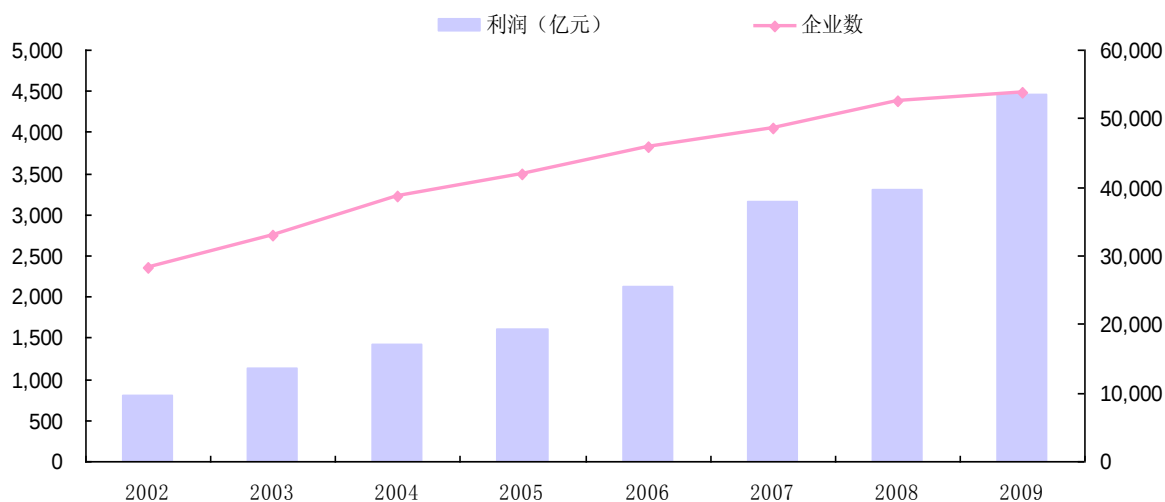


资料来源: Wind、华泰证券研究所

2006 年,自中关村代办股份转让系统进行股份报价转让以来,挂牌家数逐年增多,不考虑转板的项目,目前在“新三板”挂牌企业达 85 家,其中 09 年增加 20 家,年增加数目最多,截止 3 月 25 日,11 年已新增 8 家,增速明显加快,预计在“新三板”扩容政策出台后,市场规模将快速膨胀。

新三板开放 5 年来,新三板企业定向增资活跃,系统融资功能不断增强。2010 年,共有 10 家挂牌企业进行了 11 次定向增资,融资额 6.17 亿元,超过前 4 年的融资总额;累计有 20 家企业进行了 24 次定向增资,市盈率最高达到 84 倍,平均市盈率 22.59 倍,融资额合计 11.73 亿元。

图表 8: 国家高新区企业数目及盈利能力提升快速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

国家积极支持高新技术产业的发展，截止 2009 年高新区企业数目已达 53692 家，2009 年实现利润 4465 亿元，同比提高 35.14%。若“新三板”市场企业占园区企业总量的 1%，规模就能达到 530 家。

据媒体报道，此次可能有 15-20 个园区获得试点资格，以科技部 2008 年专门组织的国家高新区综合实力评价结果为依据，其中武汉东湖、上海张江、西安、天津滨海高新区、成都、深圳等地高新园区获批的可能性较大。

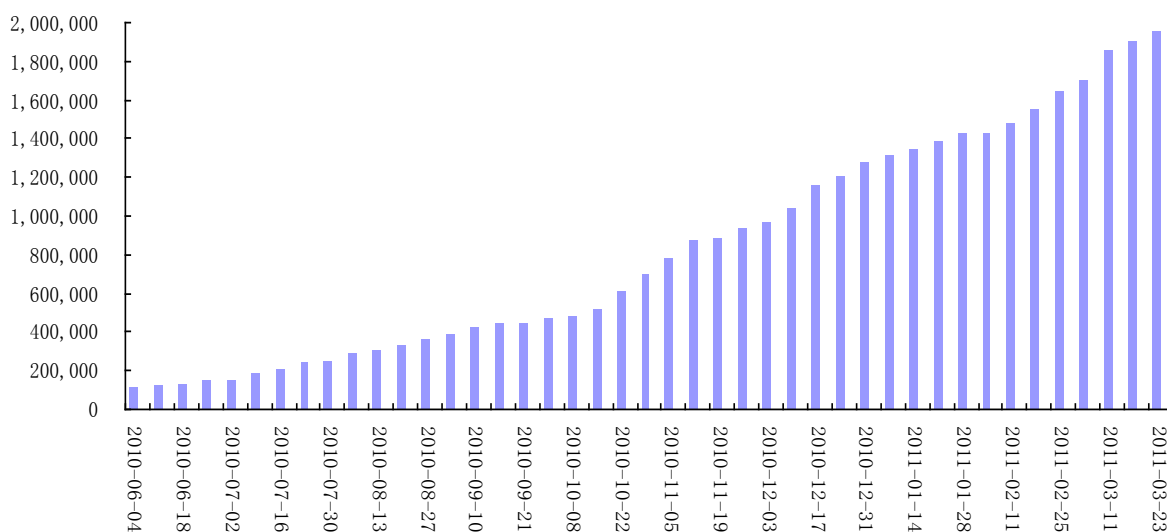
2. 融资融券业绩贡献可观

在试点近一年后，证监会拟将融资融券业务试点转为证券公司常规业务，并在业界征求意见，准备修订相关管理办法和配套规则，降低券商及投资者进入的市场门槛。自去年 3 月底正式启动融资融券业务试点以来，已有三批共计 25 家券商获得试点资格，这些公司评级都是 B 类以上，且最近 6 个月净资本在 30 亿元以上；而参与该业务的投资者的资金门槛为 50 万元，并需在证券公司开户交易 18 个月以上。据媒体报道，以上门槛有望降低，券商的最近 6 个月净资本可能降至 10 亿元，开户交易时间限制或将降至 6 个月。此外，标的证券有望扩大至 280 只，预计将大大提高融资融券交易活跃度及交易量。另有新闻称转融通方案已基本敲定，证监会正在着手开发转融通业务专用软件，适时推出转融通业务。

自 2010 年 3 月推出券商融资融券业务以来，融资融券交易市场迅速扩张，10 年 4 月底融资融券月为 3.85 亿元，截止 11 年 3 月 23 日融资融券余额达到 196.59 亿元，增长了 51 倍，余额约为总流动市场的 0.095% 左右，参照国际市场，融资融券余额约为总市值的 1%-2%，预计 5 年后我国融资融券业务余额约为 3000 亿元，对券商利润贡献可高达 10% 左右。

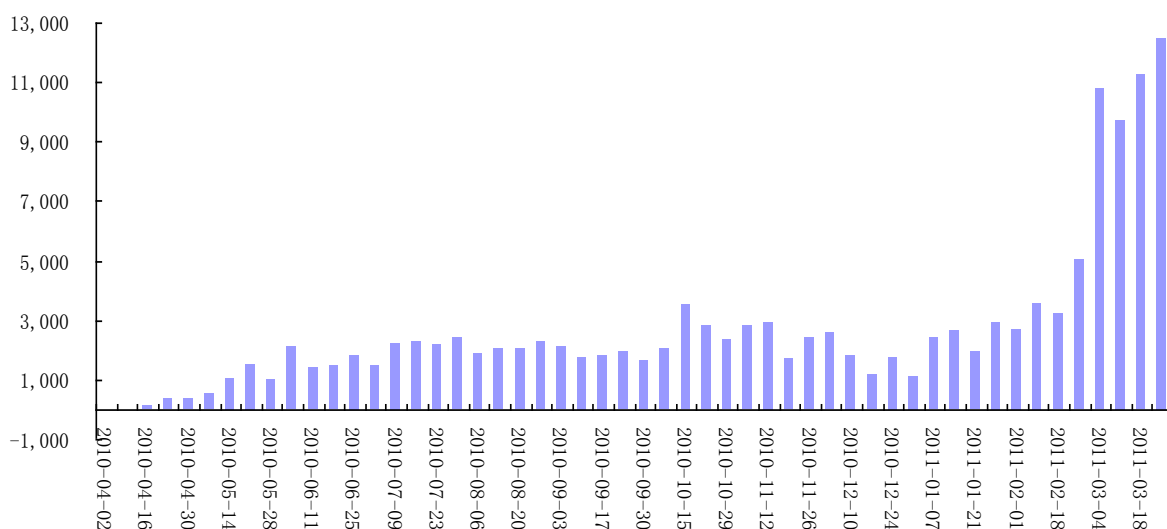
融资融券兼顾做多与做空的机制，在市场乐观时融资余额增幅较大，在市场悲观时融券余额增速较快，在市场震荡特别是宽幅震荡行情时，市场博弈分歧加大诱导融资融券余额均快速增长，这一特征在融资业务中体现尚不很明显，融资余额稳定增长；而融券业务的特征表现的较为明显，2 月市场看多时融券余额明显降低，3 月市场悲观情绪融券余额大幅增长。随着该项业务发展的晚上、投资者关注度的提高，融资融券能充分发挥在市场中的调节作用，市场余额有望快速增长。

图表 9: 融资融券业务融资余额 (万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 10: 融资融券业务融券余额 (万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

在乐观、中性、悲观三种情形下,我们对券商融资融券的收入做了敏感性分析,并测算各券商的双融业务业绩弹性。参照国外融资融券市场,融资融券余额与总市值的比重,美国均值为 1.21%,日本为 0.32%,台湾为 2.9%,若假设中国融资融券余额为流通市值的 1%,则余额可达 2070 亿元。

假设在无转融通时,2011 年市场在三种情形下的融资融券余额为 450 亿元、350 亿元、250 亿元,市场换手率为 30、25、20;若假设转融通在 11 年四季度推出,2011 年市场在三种情形下的融资融券余额为 600 亿元、450 亿元、350 亿元,市场换手率为 40、30、20,市场融资融券业务收入如下表。

图表 11: 无转融通情形下, 市场融资融券收入敏感性分析

	乐观	中性	悲观
融资融券余额 (亿元)	450	350	250
融资融券平均净收益率	8.50%	8%	7%
换手率	30	25	20
融资融券平均佣金率	0.18%	0.15%	0.12%
利息收入 (亿元)	38.25	28.00	17.50
佣金收入 (亿元)	48.60	26.25	12.00
收入总额 (亿元)	86.85	54.25	29.50

资料来源: 华泰证券研究所

图表 12: 转融通情形下, 市场融资融券收入敏感性分析

	乐观	中性	悲观
融资融券余额 (亿元)	600	450	350
融资融券平均净收益率	8.50%	8%	7%
换手率	40	30	20
融资融券平均佣金率	0.18%	0.15%	0.12%
利息收入 (亿元)	51.00	36.00	24.50
佣金收入 (亿元)	86.40	40.50	16.80
收入总额 (亿元)	137.40	76.50	41.30

资料来源: 华泰证券研究所

在无转融通中性情形中, 行业融资融券的利息收入约为 28 亿元, 佣金收入为 26.25 亿元, 共实现收入 54.25 亿元; 在四季度推出转融通中性情形下, 行业融资融券的利息收入约为 36 亿元, 佣金收入为 40.50 亿元, 共实现收入 76.50 亿元。

预测在融资融券市场稳定后, 各券商的市场份额趋于稳定, 以 2010 年营业收入为比较标准, 在无转融通中性情形下, 2011 年, 光大证券的转融通业务收入对营业收入贡献最大达 7.51%, 招商、海通和广发的营业收入贡献均高于 4.9%; 在预期四季度推出转融通中性情形下, 2011 年融资融券业务收入对券商的营业收入贡献基本均高于 4%, 光大贡献度达 10.60%, 招商为 7.69%, 海通、广发为 7.00、6.93%。

图表 13: 无转融通情形下, 各公司融资融券收入对营业收入贡献

	中信	海通	广发	光大	招商	宏源	长江	国元	兴业	西南
市场份额	10%	9%	7%	7%	6%	2%	2%	1%	1%	1%
融资融券业务收入 (亿元)	5.425	4.883	3.798	3.798	3.255	1.085	1.085	0.543	0.543	0.543
收入贡献比例	2.87%	4.96%	4.91%	7.51%	5.46%	3.28%	3.39%	2.42%	1.98%	2.80%

资料来源: 华泰证券研究所

图表 14: 转融通情形下, 各公司融资融券收入对营业收入贡献

	中信	海通	广发	光大	招商	宏源	长江	国元	兴业	西南
市场份额	10%	9%	7%	7%	6%	2%	2%	1%	1%	1%
融资融券业务收入 (亿元)	7.650	6.885	5.355	5.355	4.590	1.530	1.530	0.765	0.765	0.765
收入贡献比例	4.05%	7.00%	6.93%	10.60%	7.69%	4.63%	4.79%	3.41%	2.79%	3.95%

资料来源：华泰证券研究所

3. 直投业务春风得意

目前，已有 20 家券商设立直投公司，中信证券的金石投资有限公司规模最大，注册资本 52 亿元，其次是海通开元投资有限公司，注册资本 30 亿元，排名第三的是光大资本投资有限公司，注册资本 20 亿元，长江证券、宏源证券、太平洋证券均计划通过再融资增加直投业务规模。证监会今年内或会批准国内证券公司资产管理部门试点组建私募股权投资（PE）基金，委托进行直投业务，促进国内券商资产管理业务的发展，促进直投业务规模。

2011 年是部分券商直投业务的收获期，中信、海通、华泰、广发等分别有直投项目可以在二级市场上变现。中信证券通过其控股的金石投资、中信联合创投和中信产业基金子公司已投资项目达 37 个，已经上市的项目达 9 个，如神州泰岳、机器人、昊华能源、东软载波等，项目平均回报率为 4.23 倍，对利润的贡献有望达到 20 亿元以上，将在未来 2-3 年内释放。海通证券通过海通开元投资公司和海通中比基金投资的项目中，已上市项目达 12 个，收益颇丰。

图表 15: 券商设立直投公司概况

券商名称	直投公司名称	总部所在地	批准时间	成立时间	初始注册资本(亿元)	增资情况
中信证券	金石投资有限公司	北京	2007-09	2007-10	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	2007-09	2007-10	1.1	
国信证券	国信弘盛投资有限公司	深圳	2008-06	2008-08	10	
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	南京	2008-07	2008-08	2	2011.1 增资 3 亿
海通证券	海通开元投资有限公司	上海	2008-07	2008-10	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	2008-08	2008-09	3	
国泰君安	国泰君安创新投资有限公司	上海	2008-08	2009-05	5	
光大证券	光大资本投资有限公司	上海	2008-08	2008-11	20	
中银国际	中银国际投资有限责任公司	上海	2008-09	2009-05	1	
广发证券	广发信德投资管理有限公司	广州	2008-10	2008-12	5	2010.6 增资 3 亿元
申银万国	申银万国投资有限公司	上海	2008-10	2009-04	5	
国元证券	国元股权投资投资有限公司	合肥	2009-07	2009-08	5	2011.2 月增资 5 亿元
招商证券	招商资本投资有限公司	深圳	2009-08	2009-08	5	
长江证券	长江成本资本投资有限公司	武汉	2009-08	2009-12	5	
银河证券	银河创新资本管理有限公司	北京	2009-08	2009-10	10	
东海证券	东海投资有限责任公司	常州	2009-09	2009-12	3	
东方证券	上海东方证券资本投资有限公司	上海	2009-11	2010-02	3	
西南证券	西证股权投资投资有限公司	重庆	2010-02	2010-03	2	
宏源证券	宏远创新投资有限公司	乌鲁木齐	2010-02	2010-03	2	
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司	福州	2010-02	2010-05	1	2010.12 月增资 1 亿， 2011.3 拟再增资 5 亿
第一创业	第一创业投资管理有限公司	深圳	2010-02	组建中	2	

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 16: 券商直投项目中已上市项目

	融资方	融资时间	上市日期	投资金额 (万元)	隐含收益 (万元)	隐含收益率	年化收益率
6	金信 北京神州泰岳软件股份有限公司	2009-5-18	2009-10-30	2772	16046	578.86%	192.95%

中信联合创投	沈阳新松机器人自动化股份有限公司	2008-6-15	2009-10-30	2560	23759	928.10%	309.37%
	衡阳中油金鸿天然气输送有限公司	2008-4-20	拟借壳上市				
	北京昊华能源股份有限公司	2007-12-15	2010-3-31	15120	84648	559.84%	139.96%
	宁波理工监测科技有限公司	2007-6-26	2009-12-18	625	20133	3221.28%	1073.76%
	广东威创视讯科技股份有限公司	2007-8-28	2009-11-27	2941	31529	1081.98%	360.66%
中信产业基金	安徽盛运机械股份有限公司	2009-7-1	2010-06-25	3900	26800	687.36%	229.12%
海通开元	东方财富信息股份有限公司	2009-7-15	2010-3-19	5500	21590	392.55%	130.85%
	银江股份有限公司	2009-3-28	2009-10-30	375	6840	912.00%	304.00%
海通中比基金	武汉中元华电科技股份有限公司	2009-1-22	2009-10-30	2362.5	16201	685.80%	228.60%
	浙江双箭橡胶股份有限公司	2007-10-25	2010-4-2	2880	27760	963.89%	240.97%
	芜湖长信科技股份有限公司	2006-12-31	2010-5-26	1800	43425	2412.50%	482.50%
	浙江海利得新材料股份有限公司	2006-10-18	2008-1-23	4312	21433	497.04%	124.26%
	南京云海特种金属股份有限公司	2005-12-9	2007-11-13	4330	13160	303.92%	60.78%
	新疆金凤科技股份有限公司	2005-9-16	2007-12-26	4000	317560	7939.01%	1323.17%
	湖南辰州矿业股份有限公司	2005-1-28	2007-8-16	4700	25083	533.67%	106.73%
	百川股份	2007-7	2010-8-03	3590	24451	581.39%	145.35%
	赣锋锂业	2007-6-18	2010-8-10	350	39683	11238%	2809.5%
	东光微电	2007-8	2010-11-18	4000	66224	1556%	389%
国信宏盛	江西三川水表股份有限公司	2009-6-20	2010-3-26	780	2640	338.40%	112.80%
	北京钢研高纳科技股份有限公司	2009-5-19	2009-12-25	1400	7917	565.50%	188.50%
	广州阳普医疗科技股份有限公司	2009-5-11	2009-12-25	1064	8979	843.87%	281.29%
	金龙机电股份有限公司	2009-3-13	2009-12-25	1876	5327	283.96%	94.65%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

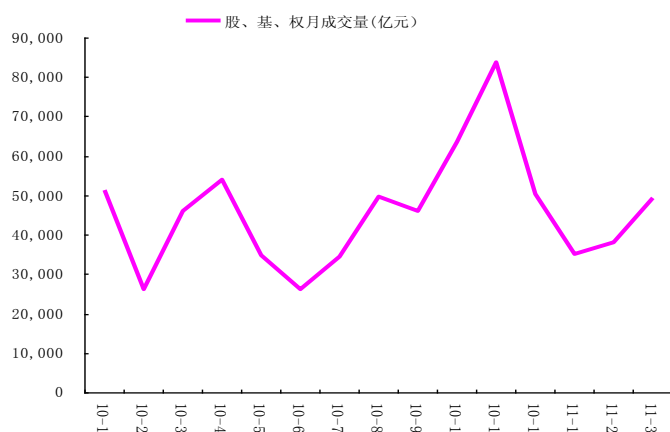
随着新三板市场的扩容, 直投业务的投资机会快速增多, 且作为新三板市场的主办券商, 对各高新技术园区内企业更为熟悉, 提高投资的成功率和回报率, 且设立 PE 基金是市场发展的必然趋势, 国内 PE 投资有望迎来爆发式增长。

四、市场交投活跃度回升, 佣金率下降空间有限

1. 市场交投活跃度环比有望提升

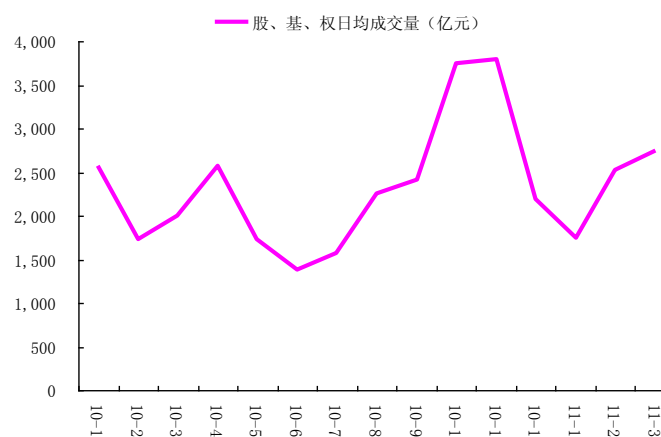
两市成交额在 10 年 11 月份达到顶峰, 之后再经历了两个月持续回落之后, 2、3 月强劲反弹, 截止 3 月 24 日, 两市 2011 年 1 季度股基权总成交额为 12.22 万亿元, 由于交易日减少, 同比下降了 0.78%; 日均成交额 2339.40 亿元, 同比上升 11.51%。由于市场悲观因素影响, 2011 年第 1 季度市场交投活跃度环比出现下滑。在经济回稳、市场规模继续扩大的情景下, 预计 2 季度市场交投活跃度环比均有望提升。

图表 17: 两市股、基、权月度成交量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 18: 两市股、基、权日均成交量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2. 政策对抑制券商恶性价格战决心大

2009 年以来,佣金率下滑是制约券商表现的重要因素,2010 年整个行业佣金率同比下滑达到 16.9%,各券商经纪业务收入均出现下滑。由于经纪业务依然是券商收入的主要来源,因此经纪业务的业绩复苏,特别是佣金率的走势是影响券商股表现的主要考虑因素之一。

图表 19: 2010 年单季度券商佣金变化情况

	10Q1	10Q2	10Q3
中信系	0.094%	0.095%	0.082%
广发系	0.108%	0.105%	0.092%
海通证券	0.121%	0.117%	0.104%
华泰系	0.085%	0.085%	0.081%
招商证券	0.085%	0.082%	0.075%
光大证券	0.085%	0.079%	0.074%
西南证券	0.103%	0.101%	0.086%
长江证券	0.103%	0.105%	0.097%
宏源证券	0.134%	0.126%	0.113%
国元证券	0.112%	0.106%	0.102%
太平洋	0.156%	0.148%	0.144%
国金证券	0.110%	0.118%	0.102%
东北证券	0.138%	0.136%	
兴业证券			0.072%
山西证券			0.123%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

在证券业协会发布《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》之后,各地协会纷纷针对当地的实际情况制定了最低佣金政策,例如浙江规定最近佣金率不得低于 0.08%、江苏规定最近佣金率不得低于 0.1%、广东规定最近佣金率不得低于 0.06%,对新设营业部的佣金率有更加严格的监管,而目前上市券商部分营业部的佣金水平已经接近甚至是低于当地

协会规定的最低佣金率，例如中信系的整体佣金率是 0.082%、招商为 0.075%、光大为 0.074%，均处于行业较低位置。

图表 20：部分地区协会佣金政策

日期	佣金政策
2010.10	浙江证券业协会日前对辖区内证券营业部佣金率标准进行明确，规定新增客户实际执行佣金率不低于万分之八的佣金标准。
2011.1	江苏证券业协会日前对辖区内证券营业部佣金率标准进行明确，规定新增客户实际执行佣金率不低于千分之一；新设营业部正式开业 6 个月内为佣金优惠期。
2011.1	广西证券业协会通知辖区内证券营业部佣金率从 2011 年 1 月 1 日其执行新的最低标准，最低佣金率在 0.13%到 0.18%。
2011.1	广东证券期货业协会对 5 家个别客户佣金率远低于成本的证券营业部进行通报批评，这是中国证券业协会佣金新规实施以来，由地方证券业协会开出的首张低佣金罚单。
2011.3	广东证券期货业协会下发通知到各营业部，称已测算营业部佣金平均水平，虽未公开数据，但有消息称监管局希望券商营业部万分之六的佣金率为行业下限。
2011.3	中国证监会下发《关于新设营业部强化客户服务能力和科学制定证券交易佣金政策有关问题复函》，明确表示强化对证券新设营业部客户服务能力和科学制定佣金的监管。

资料来源：政府报告、华泰证券研究所

2010 年佣金大幅下滑的原因之一是券商服务部升级和新设营业部较多，截止 10 年 12 月底全国共有证券营业部 4573 个，10 年营业部新增 871 家，增长 23.5%，全国 25 家省市的许多区域进入证券营业网点相对饱和和区域名单，主要集中在省会城市或经济相对发达的大中城市中心区域。目前服务部升级已经结束，在营业部相对饱和的城市，新增营业部速度预期大幅降低，佣金下降压力明显减弱，而部分二三线城市佣金压力相对较大。我们认为券商尤其是大型上市券商的营业部主要分布在发达地区，佣金率已经处于行业较低水平，向下的空间有限，佣金率有望率先趋稳；部分二、三线城市佣金率仍处于较高位置，随着新营业部的进驻，预计还有向行业平均回归的需求。

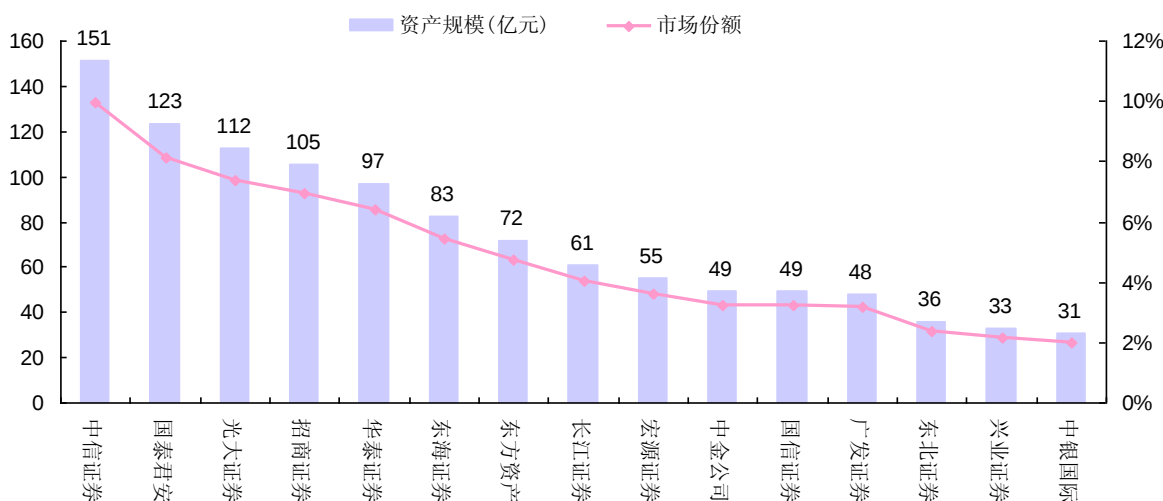
五、制度变迁将引领券商理财进入新纪元

据媒体报道，证监会拟取消券商集合资产管理计划的审批，改为事前告知性备案管理。制度差异是基金和券商集合理财规模出现巨大差异的重要原因，相对于基金业 2.5 万亿元的资产管理

规模，券商的 1500 亿元显得微不足道。但是这一情况在制度变迁之后会出现根本性的改变，一旦券商集合理财由审批制转为备案制，券商理财产品有望促进券商理财产品规模增长，券商资产管理业务有望进入历史新纪元。

截止 3 月 24 日，市场理财产品净值达 1519.62 亿元，市场产品共 203 支。1 季度新成立产品 20 只，发行份额为 116.86 亿份。

图表 21：主要券商理财产品市场份额



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 22：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	理财产品净值	1 季度新增产品
中信证券	10	151.13	中信贵宾 2 号
光大证券	10	112.29	光大阳光新兴产业
招商证券	9	105.46	招商智远避险、招商海外宝
华泰证券系	12	96.98	华泰紫金龙大中华
长江证券	11	61.21	长江超越理财可转债
宏源证券	3	55.08	宏源 3 号
广发证券系	4	48.19	广发金管家策略 1 号
东北证券	3	35.79	
兴业证券	4	32.67	玉麒麟 1 号
海通证券	5	26.14	
西南证券	1	18.52	
国元证券	3	8.45	

资料来源：Wind、华泰证券研究所

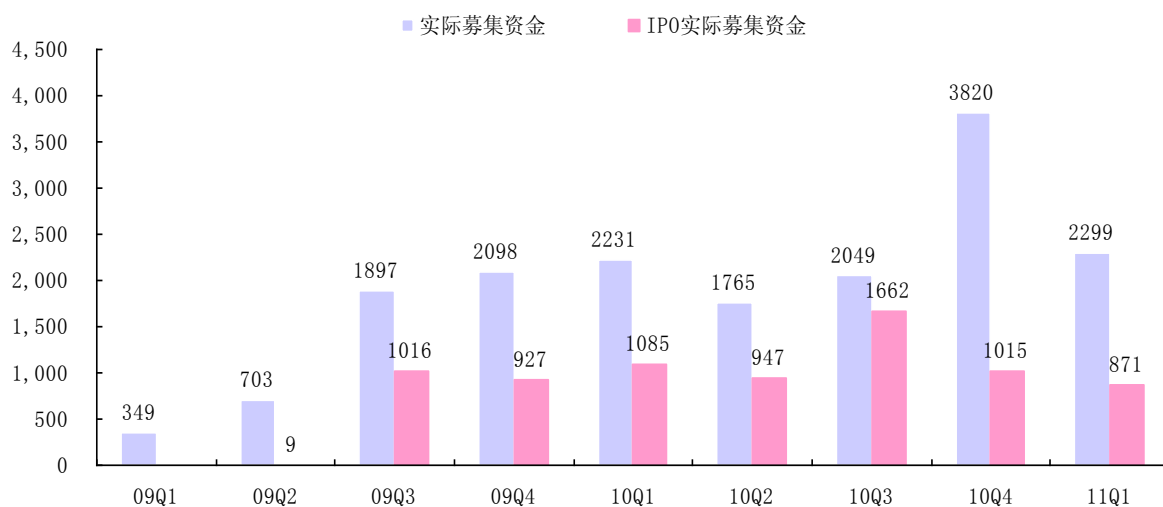
六、投行收入环比将快速回升

截止 3 月 24 日，2011 年 1 季度市场实际募集资金 2298 亿元，同比略增 3%，环比回落 39.8%，预计 2 季度市场募资金额环比将快速回升。IPO 实际募集资金 871 亿元，同比下降 19.7%，IPO

家数 88 家，同比减少 3 家，平均市盈率为 61.94，同比提高 2.96，市场 IPO 项目规模有所减小。

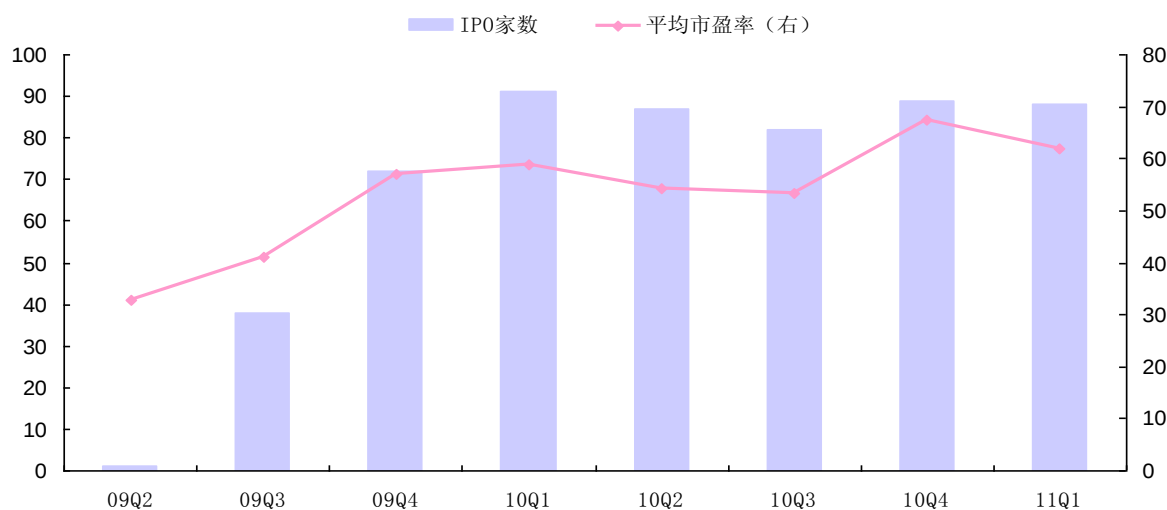
2010 年市场首发、增发、配股共募集资金 8679 亿元，相比 09 年增加 142%，上市券商共实现承销收入 63 亿元，同比增长 258%，相对 2010 年一级市场的巨大融资额，2011 年券商投行业务增速可能会减慢，但两交易所“十二五”规划，到 2015 年，沪市上市公司将达到 1200 家以上，深市中小板 1200 家以上，创业板 1000 家以上，且各地方政府积极支持企业上市，信贷市场的收缩及信贷成本的提高，促进更多的企业选择直接融资，预计投行业务仍将保持较高的景气度。

图表 23：一级市场募集资金额有所回落



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 24：IPO 家数、首发市盈率双双下降



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2011 年是券商传统业务与创新业务对接的一年，在市场规模、资金供应扩大的情形下，预期 2 季度市场交投活跃度会继续提高，交易量和交易额稳步提升，佣金新规监管、稳定佣金的效果会慢慢显现，券商经纪业务有望逐步改善，投行业务在市场扩容进程中直接受益，传统业务业绩逐渐平稳；创新业务将成为券商新的业绩增长点。

从估值角度看，整体券商板块在市场中处于相对低估状态，在利好政策不断出台的刺激下，券商板块可适当超配。低估值、业务转型快的品种是投资者需要重点选择的投资标的，首推业绩结构完善、创新业务发展快速的龙头中信证券、海通证券；明显受益于新三板推进的广发证券；参股券商中，推荐广发证券的影子股，拥有页岩油项目的辽宁成大。

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将成为公司新的增长点。除去市场和行业性因素之外，公司 2010 年股价受制于“一参一控”的合规要求，表现低迷。2010 年末，中信建投 53%的股权已经处理完毕，华夏基金 51%的股权也已经挂牌出售，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 0.57 元、0.70 和 0.80 元，给予公司“推荐”评级。

宏源证券（000562）

宏源证券垄断了新疆地区 64%的市场份额，在新疆地区具有绝对优势。公司受益于新疆大开发，随着新疆振兴计划的实施，新疆地区企业面临利用资本市场的良好机遇，公司的投行和经纪业务有望借此东风迈上新的台阶。公司经营稳健，是少数 2010 年业绩保持增长的证券公司之一，2010 年业绩同比增长 14.2%，在上市券商中名列前茅，给予公司“推荐”评级。

辽宁成大（600739）

公司拥有广发证券 24.93%的股份，是广发证券第一大股东。除了控股广发证券之外，公司本身的业务在 2011 年具有众多看点，首先是高油价下的主题投资机会，油页岩项目——桦甸油页岩已经于 2010 年 8 月底点火出油，目前处于设备紧张调试阶段，新疆项目投产之后，将会成为油页岩的龙头企业；其次是狂犬疫苗将进入爆发性增长期，成大生物在 2011 年的分拆上市预期已经较

为确定，这将成为公司价值重估的催化剂，给予公司“推荐”评级。

海通证券（600837）

公司作为行业内处于领先企业，一直秉承稳健的经营风格，各项业务发展均衡，连续三年获得分类监管“AA”评级证券公司。2010年在市场整体低迷的背景下，公司依靠投行业务的强劲增长，业绩下滑幅度小于同业。公司创新业务走在行业前列，融资融券业务，直投业务均有良好表现。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的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；

一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

一报告发布日后的 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；

一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。