

创新业务呼声渐高 行业估值优势显现

——证券行业 2011 年二季度投资策略

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 4 月 11 日

联系人

陈韶秀

010-6878 4251

chensx@bhzq.com

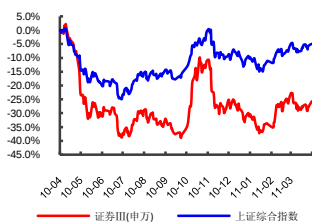
子行业评级

证券 看好

股票池

宏源	强烈推荐
广发	强烈推荐
中信	强烈推荐
招商	强烈推荐
华泰	强烈推荐
光大	推荐
长江	推荐
海通	推荐

最近一年行业相对走势



相关研究报告

《行情主导今天 转型决定未来——2011 年证券行业投资策略》
2010/11/25

投资要点：

- **行业政策导向明确，创新业务呼声渐高**
 - “十二五”规划进一步明确资本市场未来发展方向，加快多层次金融市场体系建设。
 - 新三板潜在市场规模巨大，相关业务的开展将进一步完善券商的盈利结构，我们预测在未来 2-3 年，新三板仅经纪业务和投行业务的年收入将有望超过 200 亿元。
 - 预期年内融资融券业务常态化、标的扩容和“转融通”的推出将揭开融资融券业务发展的新篇章，未来 2 年融资融券市场规模将超过 1,000 亿元，2011 年和 2012 年融资融券业务收入有望达到 30 亿和 130 亿左右，约占总收入的 3%和 7%。
 - 直接投资业务加速发展，有望常态化。
 - 股指期货套期保值的受益范围有望扩大，对券商盈利的提升空间较大，估计 2011 年股指期货对券商的业绩提升在 4%-10%。
 - 备兑权证的推出将推动我国衍生品市场的发展。
 - “国际板”推出呼声渐高，券商加快海外市场布局，国际化是行业发展趋势。
- **经营环境有所改善，传统业务持续增长**
 - 投行业务仍是券商业绩表现的一大亮点。
 - 证券市场持续扩容以及对经济平稳增长和保持适度的流动性水平的预期均对日均成交额构成一定支撑，谨慎预计 2011 年日均股基交易额在 2600 亿元左右。
 - 佣金新政改善券商经营环境的效果值得期待，经纪业务转型刻不容缓已成券商共识。
 - 资产管理业务作为券商提供综合财富管理的一个重要平台，规模持续扩张。
- **行业市场表现&股票池**
 - 证券板块在 1 月 20 日-3 月 7 日期间涨幅达 23.1%，跑赢大盘 11.2 个百分点，符合年度策略把握阶段性投资机会的投资建议，6 只重点推荐股票中 4 只涨幅位居前五。
- **投资策略：行业估值优势显现，关注建仓机会**

今年以来，在上证综指位于 3000 点左右，日均股基交易额达 2300 亿元的背景下，证券行业的 PB 约在 2-5 之间，已经处于历史相对底部位置。从行业发展来看，佣金率下滑这一最大的经营风险已经逐步得到释放，“十二五”规划进一步明确资本市场未来发展方向，券商作为金融产品和服务的主要提供者将直接受益于我国资本市场的发展，迎来黄金发展机遇期。预期未来传统业务如投行、资管等仍保持较快发展，融资融券、股指期货、直接投资、新三板、备兑权证、国际板等创新业务的推出和规模扩张将逐步扩大券商的利润增长点，完善其盈利结构。目前股价具备较高的安全边际，行业未来发展空间广阔，估值优势显现，建议投资者关注相关的建仓机会。我们维持对证券行业的看好评级。我们的投资策略是：（1）关注资本实力雄厚、创新意识和能力较强的券商；（2）关注具备地域优势且成长性较强的券商。我们强烈推荐：宏源、广发、中信、招商、华泰。

目 录

1.行业政策导向明确，创新业务呼声渐高	4
1.1 “十二五”规划进一步明确资本市场未来发展方向，将加快多层次金融市场体系建设，行业发展空间广阔.....	4
1.2 新三板扩容将进一步完善券商的盈利结构.....	4
1.3 预期年内融资融券业务常规化、标的扩容和“转融通”的推出将揭开融资融券业务发展的新篇章.....	10
1.4 直接投资业务加速发展，有望常规化	12
1.5 股指期货套期保值的受益范围有望扩大，对券商盈利的提升空间较大	13
1.6 预期备兑权证的推出将推动我国衍生品市场的发展	14
1.7 “国际板”推出呼声渐高，券商加快海外市场布局，国际化是行业发展趋势	15
2 经营环境有所改善，传统业务持续增长	16
2.1 投行业务仍是券商业绩表现的一大亮点.....	16
2.2 证券市场持续扩容以及对经济平稳增长和保持适度的流动性水平的预期均对日均成交额构成一定支撑	18
2.3 佣金新政改善券商经营环境的效果值得期待，经纪业务转型刻不容缓已成为多数券商共识	21
2.4 作为券商提供综合财富管理的一个重要平台，资产管理业务规模持续扩张.....	22
2.5 自营业务业绩增长有待考验	23
3 市场表现	24
3.1 行业指数涨跌情况	24
3.2 股票池.....	24
4 投资策略	25
4.1 行业估值优势显现，关注建仓机会	25
4.2 推荐公司	26

图 目 录

图 1 2002-2009 年国家级高新区企业发展情况	6
图 2 主办券商对应挂牌企业数目	7
图 3 美国 OTCBB 市场概况	8
图 4 台湾兴柜股票市场概况	8
图 5 融资融券余额历史统计	10
图 6 融资融券交易历史统计	10
图 7 股指期货交易情况	14
图 8 交易各产品的交易所占全部会员单位的比例（2003 年）	15
图 9 2006 年世界衍生品市场交易总量分布	15
图 10 股票融资规模统计	17
图 11 核心债券融资规模统计	17
图 12 新股发行分板块比较	17
图 13 2006 年以来股票流通市值与换手率	18
图 14 2010 年以来月度新增股票基金账户情况	19
图 15 M1&M2 增速	20
图 16 集合理财产品发行统计	23
图 17 2006 年以来上证综指、股票日成交金额及 PB 变动情况	24
图 18 2006 年以来上证综指、股票日成交金额及 PB 变动情况	25
图 19 上市券商 ROE 及 PB 比较	26

表 目 录

表 1 中关村科技园区股份报价市场概况	5
表 2 2009 年高新区主要经济指标	6
表 3 新三板经纪&投行业务收入预测	9
表 4 2011 年 2 月深交所融资融券会员信息	11
表 5 2011 年以来中国创业投资暨私募股权投资市场概况	13
表 6 2011 年以来 VC/PE 支持中国企业境内外上市数量计	13
表 7 2011 年 1-3 月主承销统计	18
表 8 各券商经纪业务市场份额	20
表 9 2010 年以来月度营业部变动情况	22
表 10 各券商佣金率季环比变动情况	22
表 11 截至最近理财产品合计	23
表 12 证券板块一季度分阶段表现	24
表 13 2011 年一季度券商股行情表现	25
表 14 公司估值	27

1. 行业政策导向明确，创新业务呼声渐高

1.1 “十二五”规划进一步明确资本市场未来发展方向， 将加快多层次金融市场体系建设，行业发展空间广阔

2011 年初以来，证券行业相关利好政策密集出台。其中最重要的是“十二五”规划进一步明确资本市场未来发展方向，将加快多层次金融市场体系建设，具体包括：大力发展金融市场，继续鼓励金融创新，显著提高直接融资比重。拓宽货币市场广度和深度，增强流动性管理功能。深化股票发审制度市场化改革，规范发展主板和中小板市场，推进创业板市场建设，扩大代办股份转让系统试点，加快发展场外交易市场，探索建立国际板市场。积极发展债券市场，完善发行管理体制，推进债券品种创新和多样化，稳步推进资产证券化。推进期货和金融衍生品市场发展。促进创业投资和股权投资健康发展，规范发展私募基金市场。加强市场基础性制度建设，完善市场法律法规。继续推动资产管理、外汇、黄金市场发展。根据“十二五”规划纲要，未来五年股市有望实现发行规模、资金规模的“双向扩容”，直接融资比重的提高将为投资银行和直接投资业务提供广阔的发展空间；加快场外市场建设也将促进证券公司新三板业务的开展，成为公司新的盈利来源；上市公司数量的显著增加、证券市场市值的扩容、投资者人数的增加以及金融创新产品的推出都将为证券公司经纪业务和资产管理业务的加速发展提供了有利的支持。展望未来，资本市场在我国经济增长方式和产业结构转型中所发挥的引导资源配置的基础性作用将日益显著，迎来黄金发展机遇期。

另一方面，稳定增长的宏观经济也将促进我国证券市场持续高速发展。根据“十二五”规划纲要，我国经济将保持平稳较快发展，国内生产总值年均增长 7%，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长 7%以上。宏观经济的持续稳定增长有利于企业提高盈利水平，产生融资需求，同时也促进企业和居民投资需求的增长，从而带动金融产品创新。券商作为金融产品和服务的主要提供者将直接受益于我国证券市场的发展。

1.2 新三板扩容将进一步完善券商的盈利结构

证监会主席尚福林在全国证券期货监管工作会议上指出，启动中关村试点范围扩大工作，建设统一监管的全国性场外市场，将被作为年内重点工作之一。证监会日前表示，“十二五”期间，场外交易市场建设将分步推进：一是鉴于国家级高新技术产业开发区相关基础准备工作相对成熟，将首先允许国家级高新技术产业开

发区内具备条件的未上市股份公司进入证券公司代办股份转让系统进行股份公开转让，进一步探索场外交易系统运行规律和管理经验；二是在制度体系和工作机制基本形成并稳定运行后，将市场服务范围扩大到全国具备条件的股份有限公司。目前，扩大试点的各项准备工作正在积极稳妥推进。

1.2.1 新三板潜在市场规模巨大，关注具有先行优势和地域优势的券商

目前，处于试点阶段的新三板市场规模较小。截至 2011 年 4 月 1 日，共有 82 家企业在中关村代办股份转让系统挂牌，挂牌率仅为 0.47% 左右。此外，已有 3 家企业完成转板（另有佳讯飞鸿已通过创业板发审）。2010 年中关村科技园区股份报价市场共成交金额 4.17 亿元，仅为 A 股成交金额的 0.001%。包括中关村科技园区在内，当前我国共有 83 个国家级高新区，区内企业从 2002 年的 2.83 万家增长到 2009 年的 5.37 万家（其中，中关村科技园区内企业占比达到 1/3），实现利润从 2002 年的 801 亿元增长到 2009 年的 4465 亿元，复合增长率分别为 10% 和 28%。预计新三板扩容首批试点园区在 15 家左右，规模较大的上海张江高新区、深圳高新区、广州高新区、武汉东湖高新区、成都高新区、苏州高新区等入围可能性较大。我们估计未来 2 年内新三板挂牌企业将达到 1000 多家，市场成交额也将大幅度攀升，“新三板”潜在市场规模巨大。

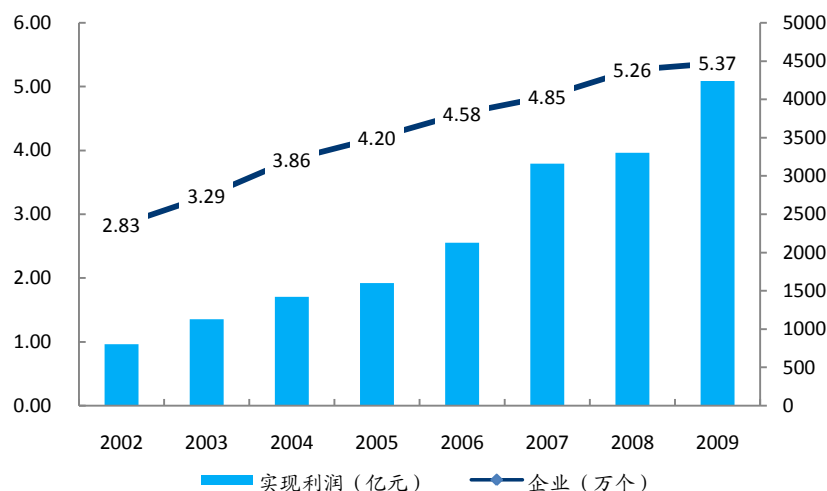
目前已有 46 家券商获得代办系统主办券商业务资格，开展业务的有 25 家。排名靠前的包括申银万国、国信、西部和广发。分地区来看，北京、上海、深圳、江苏、四川、湖北、广东、吉林等地的高新区规模较大，更有利于在承销中小企业方面具有优势的当地券商开展新三板相关业务。综上，建议关注对于“新三板”业务具有先行优势和地域优势的券商，包括广发、海通、华泰、招商、国金、西南、东北、长江等。

表 1 中关村科技园区股份报价市场概况

	挂牌公司(家)	总股本(亿股)	成交笔数(笔)	成交股数(亿股)	成交金额(亿元)	定向增发(亿元)
2006	10	5.77	235	0.15	0.78	1.10
2007	24	12.36	499	0.43	2.25	0.82
2008	41	18.86	479	0.54	2.93	2.29
2009	59	23.59	874	1.07	4.82	1.35
2010	74	26.90	635	0.69	4.17	5.62

资料来源：中国证券业协会 渤海证券研究所

图 1 2002-2009 年国家级高新区企业发展情况



资料来源：证券行业协会网站 渤海证券研究所

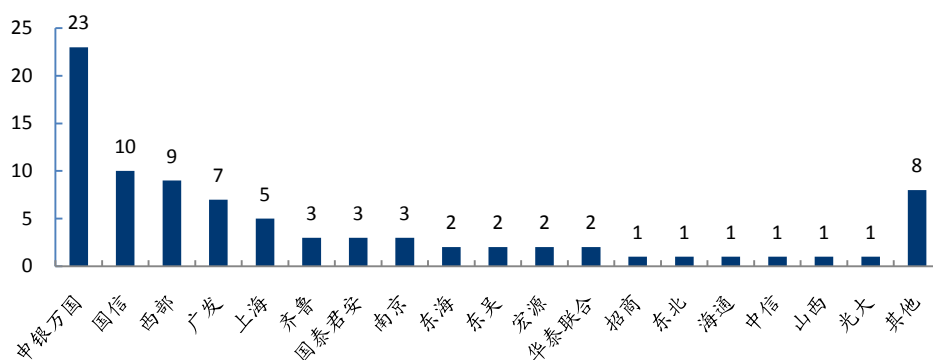
表 2 2009 年高新区主要经济指标

省份	城市	企业数 (家)	%	工业总产值 (亿元)	%	营业总收入 (亿元)	%	净利润 (亿元)	%
北京	北京	16948	32%	4193	7%	12995	17%	957	21%
上海	上海	1403	3%	3374	6%	4867	6%	300	7%
深圳	深圳	399	1%	2551	4%	2669	3%	148	3%
江苏	无锡	1075	2%	2506	4%	2509	3%	129	3%
	南京	253	0%	2256	4%	2390	3%	113	3%
	苏州	1022	2%	1859	3%	2002	3%	94	2%
	常州	1072	2%	1209	2%	1208	2%	63	1%
	泰州	224	0%	368	1%	355	0%	20	0%
四川	成都	1398	3%	2090	3%	2271	3%	147	3%
	绵阳	114	0%	597	1%	476	1%	14	0%
陕西	西安	3471	6%	2016	3%	3137	4%	147	3%
	宝鸡	372	1%	742	1%	751	1%	42	1%
	杨凌	126	0%	46	0%	74	0%	-1	0%
湖北	武汉	2194	4%	1976	3%	2261	3%	132	3%
	襄樊	275	1%	655	1%	675	1%	29	1%
吉林	长春	885	2%	1900	3%	1947	2%	174	4%
	吉林	742	1%	891	1%	931	1%	33	1%
广东	广州	1751	3%	1882	3%	2666	3%	120	3%
	佛山	443	1%	1544	3%	1505	2%	49	1%
	珠海	521	1%	1146	2%	1174	1%	52	1%
	中山	423	1%	900	1%	862	1%	32	1%
	惠州	158	0%	646	1%	631	1%	20	0%
天津	天津	2779	5%	1569	3%	2322	3%	182	4%
湖南	长沙	720	1%	1362	2%	1501	2%	97	2%
	株洲	202	0%	610	1%	616	1%	24	1%
	湘潭	232	0%	513	1%	510	1%	15	0%

辽宁	沈阳	813	2%	1226	2%	1502	2%	65	1%
	大连	1757	3%	1020	2%	1353	2%	92	2%
	鞍山	535	1%	719	1%	809	1%	47	1%
山东	淄博	426	1%	1174	2%	1237	2%	34	1%
	潍坊	326	1%	925	2%	1031	1%	64	1%
	济南	522	1%	892	1%	1204	2%	94	2%
	青岛	138	0%	832	1%	1021	1%	45	1%
	威海	211	0%	771	1%	786	1%	43	1%
安徽	合肥	398	1%	1072	2%	1074	1%	74	2%
山西	太原	891	2%	977	2%	1078	1%	39	1%
浙江	杭州	1589	3%	965	2%	1576	2%	102	2%
	宁波	318	1%	691	1%	937	1%	48	1%
内蒙	包头	573	1%	928	2%	908	1%	28	1%
福建	厦门	290	1%	927	2%	967	1%	45	1%
	福州	178	0%	419	1%	412	1%	18	0%
黑龙江	哈尔滨	479	1%	916	1%	1009	1%	44	1%
	大庆	400	1%	726	1%	761	1%	38	1%
河南	郑州	615	1%	858	1%	981	1%	67	1%
	洛阳	460	1%	655	1%	753	1%	44	1%
河北	石家庄	500	1%	734	1%	935	1%	40	1%
	保定	159	0%	551	1%	524	1%	34	1%
江西	南昌	285	1%	627	1%	669	1%	26	1%
重庆	重庆	520	1%	612	1%	863	1%	37	1%
云南	昆明	240	0%	555	1%	751	1%	34	1%
甘肃	兰州	451	1%	516	1%	651	1%	24	1%
广西	南宁	686	1%	454	1%	580	1%	37	1%
	桂林	277	1%	375	1%	322	0%	21	0%
贵州	贵阳	121	0%	302	0%	339	0%	8	0%
海南	海南	122	0%	169	0%	171	0%	8	0%
新疆	乌鲁木齐	210	0%	163	0%	204	0%	38	1%
	合计	53692	100%	61151	100%	78707	100%	4465	100%

资料来源：中国科技统计网站 渤海证券研究所

图 2 主办券商对应挂牌企业数目

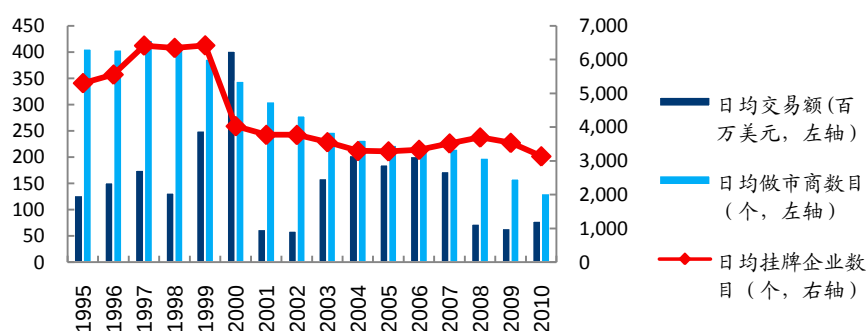


资料来源：Wind 渤海证券研究所

1.2.2 新三板扩容将进一步完善券商的盈利结构

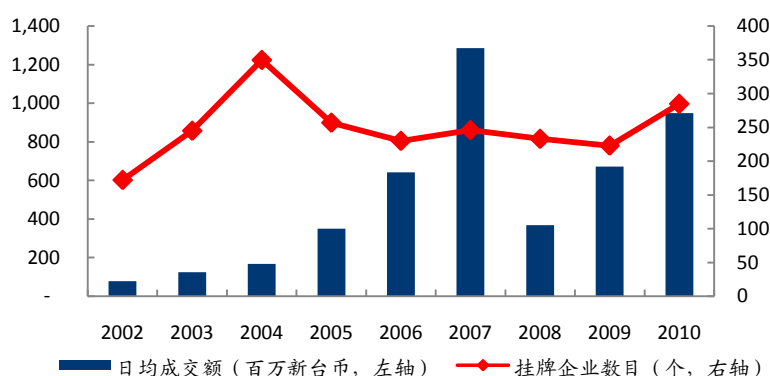
目前，券商新三板业务主要的盈利来源包括挂牌费、年费、定向增资收费、转板的承销保荐费用以及通过撮合交易获得的交易佣金收入。未来还可能引入做市商制度以增强市场的流动性。目前美国 OTCBB、日本 JASDAQ、英国 PLUS、台湾兴柜股票市场等均采用了做市商制度。其中，OTCBB 市场的挂牌企业数目在 2000 年达到最高水平 6418 家，2010 年该数目为 3136 家，超过美国上市公司数量的 50%。2010 年日均做市商数目为 131 家，当年日均交易额为 0.79 亿美元，约为 NYSE 日均交易额的 0.2%。截至 2010 年底，我国台湾兴柜股票市场挂牌企业数目为 285 家，日均成交额为 949 百万新台币，较 2002 年增长了 11 倍。

图 3 美国 OTCBB 市场概况



资料来源：OTCBB，渤海证券研究所

图 4 台湾兴柜股票市场概况



资料来源：台湾证券柜台买卖中心 渤海证券研究所

我们预测随着新三板的扩容，投资标的、主办券商以及投资者数目的逐步增加，其业务规模将逐步扩大，为证券公司的经纪、投行和直投业务的盈利提升打开了新的发展空间。我们初步估计新三板的经纪业务和投行业务将为证券公司在 11、

12 年带来 6 亿元与 25.52 亿元收入，分别占 2010 年行业收入的 0.3%和 1.3%。此外，新三板市场的拓展将有效提高直接投资业务的活跃程度：一方面为直投业务选择优质的投资标的扩宽了渠道，扩大了上市资源储备；另一方面也可成为继主板、中小板和创业板外，直投项目资本的又一退出途径。新三板对直投业务收入提高将不可估量。

表 3 新三板经纪&投行业务收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
新三板扩容基数预测:					
国家级高新区企业数 (个)	53692	56377	59195	62155	65263
增速		5%	5%	5%	5%
试点园区企业数 (个)	17353	27765	38871	50532	60638
增速		60%	40%	30%	20%
挂牌率	0.43%	1%	2%	4%	6%
挂牌企业总数 (个)	74	278	777	2021	3638
总市值 (亿元)	173	649	1817	4725	8506
1 经纪业务预测:					
年换手率	2.4%	15%	50%	80%	100%
交易额 (亿元)	4.2	97	909	3780	8506
佣金率	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
做市商交易占比	0%	10%	20%	40%	60%
1.1 传统经纪业务收入 (亿元)	0.01	0.28	2.45	9.07	17.86
做市价差 (亿元)		5%	4%	3%	2%
1.2 做市商收入 (亿元)		0.49	7.27	45.36	102.07
经纪业务合计收入 (亿元)	0.01	0.76	9.72	54.44	119.93
2 投行业务预测:					
挂牌费率 (万/家)	50	80	100	120	150
2.1 挂牌费收入 (亿元)	0.09	1.63	5.00	14.93	24.26
2.2 年费收入 (亿元)	0.04	0.14	0.39	1.01	1.82
定向增资率	14%	20%	25%	30%	35%
定向增资额 (亿元)	6	33	116	361	758
定向增资费率	3%	3%	3%	3%	3%
2.3 定向增资收入 (亿元)	0.19	0.99	3.47	10.83	22.75
转板率	1.36%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
募集资金金额 (亿元)	11.55	49.56	138.77	360.80	649.44
承销费率	4.23%	5%	5%	5%	5%
2.4 承销收入 (亿元)	0.49	2.48	6.94	18.04	32.47
投行业务合计收入 (亿元)	0.80	5.24	15.80	44.81	81.30
经纪业务和投行业收入合计 (亿元)	0.81	6.00	25.52	99.25	201.23

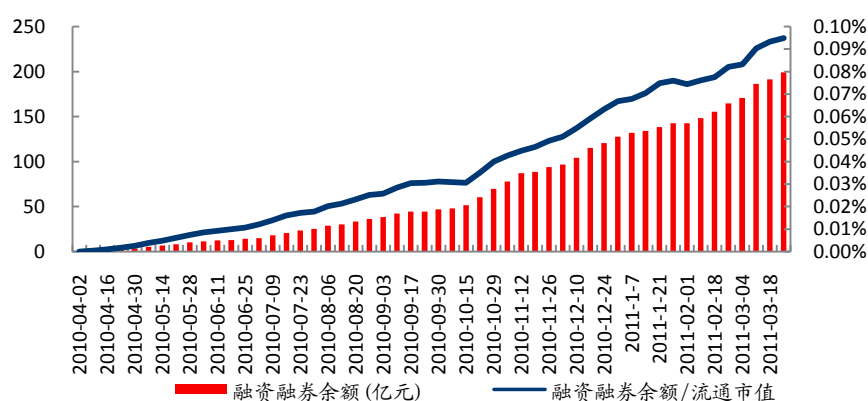
资料来源：渤海证券研究所

1.3 预期年内融资融券业务常规化、标的扩容和“转融通”的推出将揭开融资融券业务发展的新篇章

1.3.1 融资融券业务推出一周年，融资融券余额占 A 股流通市值的比例以及融资买入额占 A 股交易额的比例均稳步上升

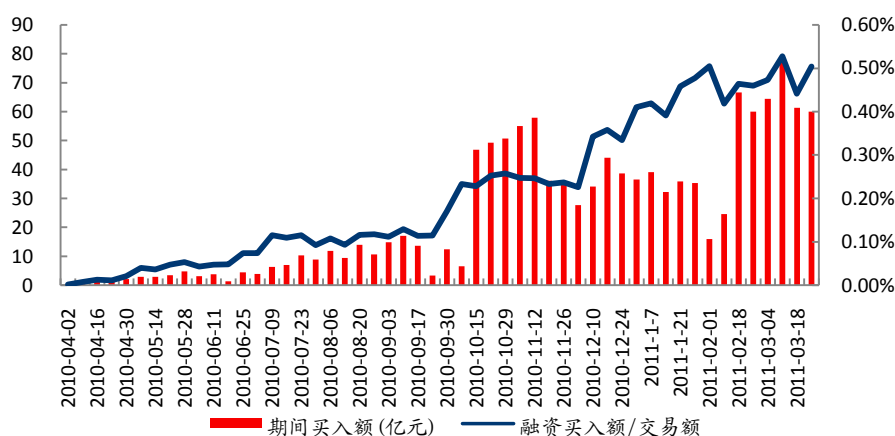
截至 3 月 30 日，融资融券业务推出满一周年。当日融资、融券余额分别为 204.6 亿元与 1.29 亿元，融资融券余额占流通市值的比例约为 0.13%。全年融资买入额合计 1321.8 亿元，占 A 股交易的 0.24%。最近 1 个月，融资买入占 A 股交易额的比例约为 0.5% 左右。从深交所的统计来看，上市券商中海通、华泰、光大、招商、中信、广发的融资融券业务发展居于行业前列。

图 5 融资融券余额历史统计



资料来源：Wind 渤海证券研究所

图 6 融资融券交易历史统计



资料来源：Wind 渤海证券研究所

表 4 2011 年 2 月深交所融资融券会员信息

会员名称	本月累计融资买入额 (百万元)	月末融资余额 (百万元)	月末融券余额 (百万元)	月末融资融券余额 (百万元)
海通	1,365	728	13	741
华泰	586	385	1	386
国泰君安	507	550	1	550
中国银河	475	292	0	292
申银万国	472	341	2	344
光大	472	459	17	476
招商	426	479	0	479
中信	422	690	3	693
广发	341	479	8	487
国信	222	375	2	377
国元	160	119	0	119
中信建投	150	74	1	74
东方	142	194	0	194
长江	112	56	0	56
安信	100	72	0	72
建银投资	77	87	0	88
平安	74	58	1	60
长城	59	50	0	50
兴业	49	46	0	46
齐鲁	33	20	0	20
中金	23	38	0	38
宏源	20	21	0	21
国都	11	9	0	9
方正	4	6	0	6
西南	3	7	0	7

资料来源：深交所 渤海证券研究所

1.3.1 转融通的推出将扩大融资融券的业务规模，放大市场交易量，长远来看对证券行业和资本市场的影响都十分巨大

目前国外主要存在 3 种融资融券交易业务模式，都涉及了转融通制度，具体包括以美国为代表的市场化信用交易模式（或称分散授信模式）、以日本为代表的集中授信交易模式以及以台湾为代表的中间型信用交易模式（或称双轨制授信模式）。其中，以美国为代表的分散授信模式基于其证券市场较为发达，不设立专门从事信用交易融资的机构，主要由市场上相关证券公司通过信贷、回购等多种形式的市场工具来开展融资融券业务，对融资融券渠道没有严格限制；以日本为代表的集中授信交易模式则设立了专门的证券金融公司，由具有融资融券业务资格的证券公司通过该公司间接向银行、保险、基金等金融机构融取证券，获得抵押贷款

等，因此通过控制证券金融公司的放款额度、集中监管和相关利率调节即可以间接控制证券市场的信用规模；融合了分散授信模式和集中授信模式的台湾地区推行的双轨制主要特点是：普通投资者申请融资融券交易业务的时候，可以选择从有许可证的证券公司申请，也可以通过无许可证的证券公司向证券金融公司申请；证券公司可以向证券金融公司申请融资融券业务进行转融通，也可以从银行和货币市场拆借资金开展融资融券交易业务。考虑到我国金融市场的发展水平以及相关的风险控制和宏观调控需要，我们认为下一阶段设立证券金融公司，以集中授信交易模式开展转融通业务最为可能。

根据国外经验，成熟的融资融券交易大致占全市场交易量的 20% 左右，以台湾地区为例，从 1990 到 1999 年间，其融资融券交易额占比从 14.87% 上升到 45% 左右。且在推出转融通后，台湾融资融券的规模占券商净资产的比例均值为 70% 左右，峰值可达 100%。

我们预计年内随着融资融券试点业务常规化、投资标的的扩大以及转融通业务方案的拟定和推出，融资融券的规模将逐步扩大，市场交易量也将随之放大，长远来看对证券行业和资本市场的影响都十分巨大。我们预期未来 2 年融资融券市场规模将超过 1,000 亿元，2011 年和 2012 年融资融券业务收入有望达到 30 亿和 130 亿左右，约占总收入的 3% 和 7%。

1.4 直接投资业务加速发展，有望常规化

近年来私募股权市场发展势头强劲，清科研究中心发布的数据显示 2010 年中国私募股权（PE）投资市场募资、投资、退出案例数量均创下历史新高，全年共有 82 支可投资于中国大陆地区的私募股权投资基金（PE）完成募集，募集金额 276.21 亿美元；全年共发生投资案例 363 起，交易总额 103.81 亿美元；退出活动方面，2010 年共计发生退出案例 167 笔，其中 IPO 方式退出 160 笔，股权转让退出 5 笔，并购退出 2 笔，打破 2007 年创下的 95 笔退出案例的最高记录。据统计，2010 年国内市场 VC/PE 支持上市企业平均投资回报达 10.67 倍。

2011 年以来，中国创业投资暨私募股权投资市场持续保持活跃态势，其中 VC/PE 支持中国企业境内外上市数量以及融资额均占上市总数的 40%-50%。根据 ChinaVenture 投中集团统计显示，目前已有 30 家左右的券商获得了直投业务试点资格，其中有 24 家券商成立了直投公司。今年以来，安居宝、恒泰艾普、中海达、腾邦国际、东软载波、顺荣股份和张家港化工机械等多家公司顺利通过 IPO，分别为国信弘盛、金石投资、广发信德和国元股权等券商直投公司创造了 3-7 倍的账面回报。受直投业务高回报的吸引，目前各券商纷纷计划增资直投公司、设

立产业基金。上市券商中华泰证券拟对华泰紫金增资 3 亿元，山西证券拟出资 1 亿元成立龙华启富投资有限公司开展直投业务，国元拟对国元股权投资增资 5 亿元，兴业证券拟对兴业创新资本增资 5 亿元，广发证券拟将其定增募资的一部分增资直投子公司广发信德。此外，广发信德拟与其第一大股东辽宁成大、大连一方集团共同发起设立广发沿海产业基金管理有限公司以及广发沿海产业基金。预期随着直投业务的常规化以及相关运营方式的创新，券商直投业务将加速发展，上市券商中中信、海通的直投业务起步较早，其利润增长有望最先收益于直投业务的高回报。

表 5 2011 年以来中国创业投资暨私募股权投资市场概况

	投资案例 (个)	披露投资金额的案例数 (个)	披露金额合计 (亿美元)	新募集可投资于中国大陆的基金数 (支)	募资金额 (亿美元)
2010 年	363	n.a.	103.81	82	276.21
2011 年 1 月	36	28	9.34	8	8.1
2011 年 2 月	23	14	5.26	11	48.75

资料来源：清科研究中心 渤海证券研究所

表 6 2011 年以来 VC/PE 支持中国企业境内外上市数量计

	中国企业境内外上市情况		VC/PE 支持中国企业境内外上市情况			
时间	数量 (个)	融资 (亿美元)	数量 (个)	占比	融资 (亿美元)	占比
2010 年	476	1,053.54	221	46.4%	395.12	37.5%
2011 年 1 月	39	73.45	18	46.2%	47.46	64.6%
2011 年 2 月	30	37.41	12	40.0%	13.82	36.9%
2011 年 3 月	36	72.73	17	47.2%	33.04	45.4%

资料来源：清科研究中心 渤海证券研究所

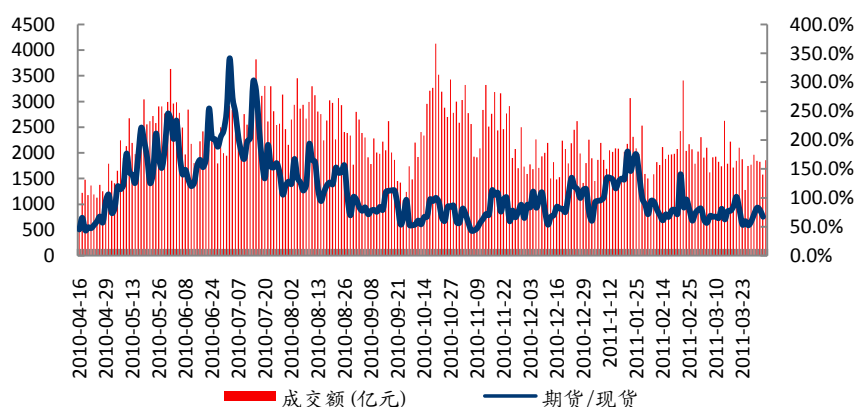
1.5 股指期货套期保值的受益范围有望扩大，对券商盈利的提升空间较大

股指期货自 2010 年 4 月 16 日推出至今，合约的成交金额从 605.38 亿元上涨到最高 4000 亿元左右，股指期货成交额与 A 股成交额的比例最高达到 341.5%，截至目前，该比例的平均水平约为 97%。据统计，2010 年股指期货套期保值持仓量约占全市场持仓量的 30%。29 家证券公司运用股指期货有效对冲股票现货市场风险，减少了现货资产损失近 17 亿元。据悉，机构投资者参与股指期货交易的政策正逐步出台。其中，除证券公司、基金公司参与股指期货交易的政策已颁布实施外，信托公司、保险公司等机构投资者参与股指期货交易的政策正在积极研究推出。

目前大部分券商都拥有绝对控股的期货公司，其中由上市券商控股的占股指期货

市场份额较大的期货公司包括海通证券旗下的海通期货，华泰证券旗下的华泰长城，广发证券旗下的广发期货，光大证券旗下的光大期货以及中信证券旗下的中证期货。估计 2011 年股指期货对券商的业绩提升在 4%-10%。预期随着参与股指期货的投资者逐步增加，且成熟阶段的股指期货成交额与现货成交额的比例可以达到 4-8 倍，那么股指期货的成交额将进一步放大，对券商的业绩贡献也将逐步提升。

图 7 股指期货交易情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

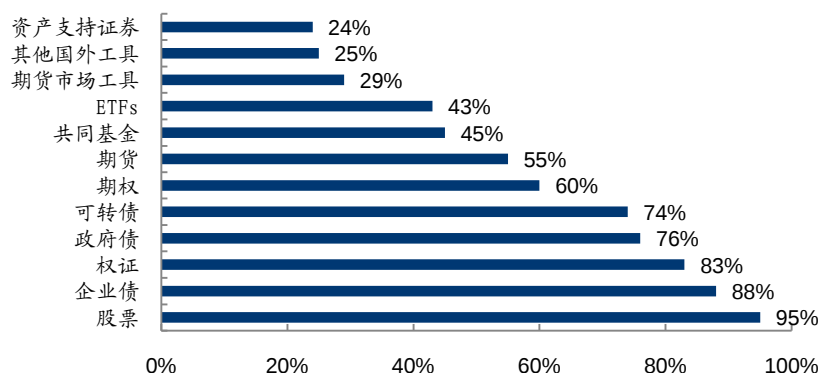
1.6 预期备兑权证的推出将推动我国衍生品市场的发展

根据国际联合会(WFE) 2003 年的一项抽样调查,其 56 个会员交易所中已有 78% (44 个)推出了权证交易,该比例仅次于股票和企业债,权证在当时已成为海外各证券交易所的一类主体交易品种。在国际权证交易市场中,占主导地位的是备兑权证。在 2001 年,当时最大的权证市场德国新上市的备兑权证数量就达到了新上市的权证总数的 72%。从香港和台湾市场来看,2005 年 3 月底,香港市场的备兑权证数量占市场权证总量的 96%,台湾地区证交所交易的权证全部是备兑权证。

我国目前的衍生品市场的发展还比较薄弱。据统计,2006 年全球期货、期权成交量为 118.6 亿手,其中,金融期货、期权成交量为 107.6 亿手,占比达到 90.7%。中国三家期货交易所共成交 2.2 亿手,约占全球总成交量的 1.9%,在 2007 年以后,我国权证交易量日渐萎缩。在此背景下择机推出具备理财、风险管理、和套期保值等多种用途的备兑权证将顺应我国金融产品创新的需要。鉴于备兑权证的派生性和杠杆性的特点,适时谨慎地推出备兑权证将有利于提高市场的交易量和流动性。我们预期随着相关交易规则的确定和准备工作的完成,备兑权证有望在

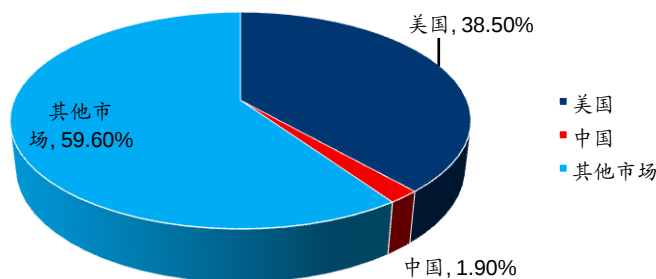
严格控制风险的前提下循序渐进地开展，进而推动我国衍生品市场的发展。该业务将为资信良好、资本雄厚、综合实力较强的券商带来更多的机会，增加其承销、经纪、和自营等业务的收入，同时也对开展该业务的券商的风险控制能力提出了更高的要求。

图 8 交易各产品的交易所占全部会员单位的比例（2003 年）



资料来源：《论备兑权证在我国资本市场的发展》 渤海证券研究所

图 9 2006 年世界衍生品市场交易总量分布



资料来源：中国资本市场发展报告 渤海证券研究所

1.7 “国际板”推出呼声渐高，券商加快海外市场布局，国际化是行业发展趋势

对于市场上呼声较高的国际板，监管部门表示相关的法律法规正在梳理，相关工作正在积极研究当中，推进“国际板”建设是 2011 年工作重点之一。海外企业在 A 股上市，有助于推动我国股票交易制度与国际接轨，同时促进境内上市公司提高管理能力和运营效率，进而提升市场价值；同时也对汇率市场、基础设施、

监管制度以及避险工具创新等提出更高要求。国际板的推出对券商经纪和投行等业务发展都有较为直接的促进作用。相关业务的开展更有利于大型企业承销能力较强，国际化程度较高的券商，上市券商中中信证券有望收益最多。

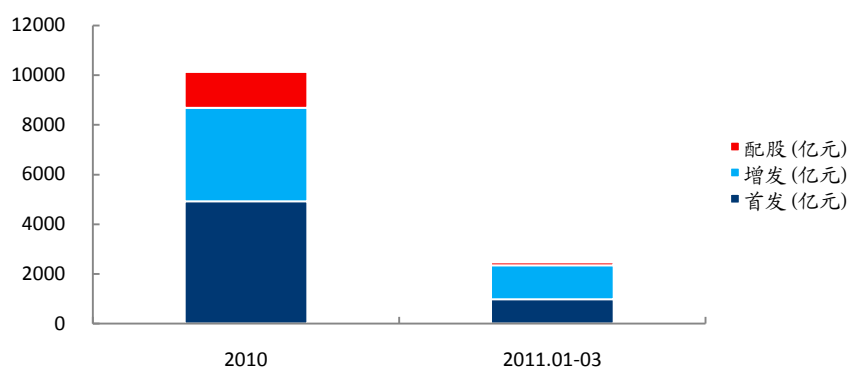
与此同时，各大券商纷纷加大海外市场布局，截至目前已有 14 家券商在香港设立了分支机构。以上市券商为例，近期华泰证券计划对华泰金融控股（香港）增资 10 亿港元；西南证券和 HMC 投资证券株式会社签署战略合作谅解备忘录，双方将在投资银行、研究咨询等领域进行战略合作；光大证券董事会通过对子公司光大证券金融控股（香港）增资 18 亿元的议案等；中信证券拟发行 H 股，并将所募资金全部用来构建海外业务平台，具体投向包括建立或择机收购海外研究、销售及交易网络，以及发展资本性中介业务，公司的国际化战略可见一斑。另有报道，招商证券（香港）、海通国际等筹建衍生产品部，开始涉足由外资行主导的香港窝轮及牛熊证发行。中资券商在港的经纪业务和投行业务的市场份额近年来也逐渐提高。我国证券行业的国际化发展势头将日益明显。

2 经营环境有所改善，传统业务持续增长

2.1 投行业务仍是券商业绩表现的一大亮点

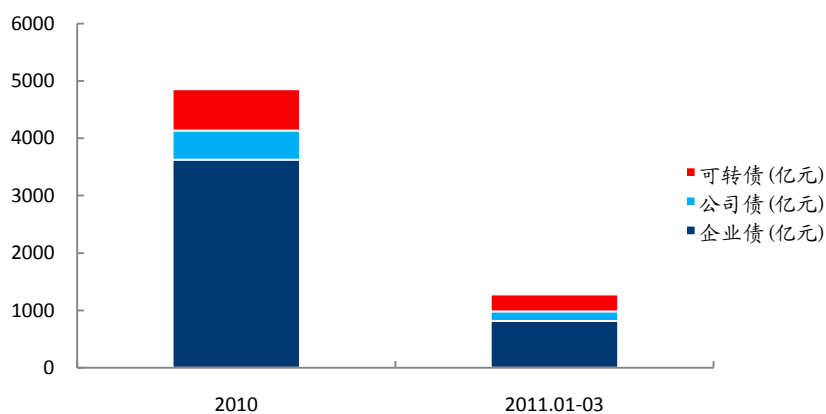
今年以来，券商承销业务仍保持平稳发展的水平。股票首发融资额为 982.43 亿元，增发融资额为 1361.45 亿元，配股融资额为 112.55 亿元，分别占去年全年的 20%，36% 和 8%，而首发、增发和配股的发行费用占去年全年的比重分别为 25%，21%，27%，首发承销费用占比高于募资金额占比的原因是一方面新股超募幅度较高，另一方面是收取的承销费用率较高的创业板上市公司的募资金额占比相对较高。今年以来首发融资的创业板、中小板和主板融资额分别占去年全年的 36% 和 18% 和 13%。此外，1 季度企业债融资额为 815.78 亿元，公司债融资额为 165 亿元，可转债融资额为 295.42 亿元，分别占去年全年的 22%，32% 和 41%。在 IPO 业务方面，上市券商中中德、国金、华泰（含联合）、西南、招商表现较为突出；在债券发行方面，宏源证券债券发行规模居于行业第 4 位，与去年第 14 位的排名相比，进步显著。考虑到未来将推出的国际板所潜在的融资项目，我们预计投行业务将维持较高水平，仍是券商股业绩表现的一大亮点。

图 10 股票融资规模统计



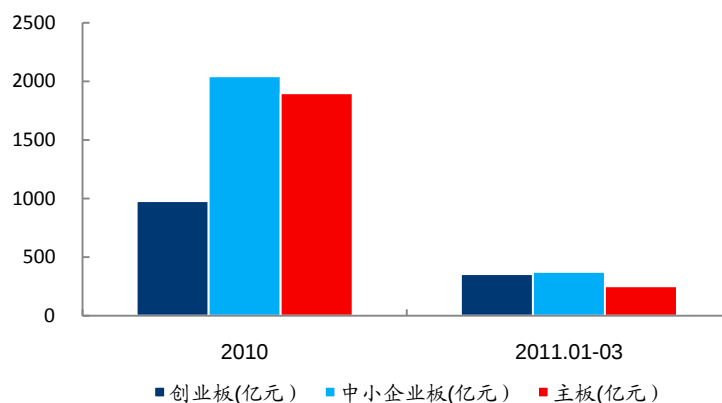
资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 11 核心债券融资规模统计



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 12 新股发行分板块比较



资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 7 2011 年 1-3 月主承销统计

	承销家数 (个)						募集金额 (亿元)					
	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
广发	10	3	2	1	0	4	166	27	14	87	0	39
中信	10	1	2	0	1	6	143	10	54	0	38	40
宏源	11	1	1	0	0	9	102	10	4	0	0	88
海通	11	4	3	0	0	4	100	30	26	0	0	44
招商	8	3	2	0	1	2	98	41	24	0	7	25
中德	4	1	0	0	0	3	88	47	0	0	0	41
西南	5	3	1	0	0	1	69	44	4	0	0	20
光大	6	3	0	1	0	2	61	19	0	24	0	18
国金	6	4	1	1	0	0	53	47	3	2	0	0
太平洋	6	0	1	1	0	4	52	0	4	4	0	44
华泰 (含联合)	6	6	0	0	0	0	46	46	0	0	0	0
兴业	6	2	0	0	0	4	44	19	0	0	0	25
国元	4	2	1	0	1	0	38	26	9	0	3	0
长江承销保荐	3	0	1	0	0	2	26	0	13	0	0	13

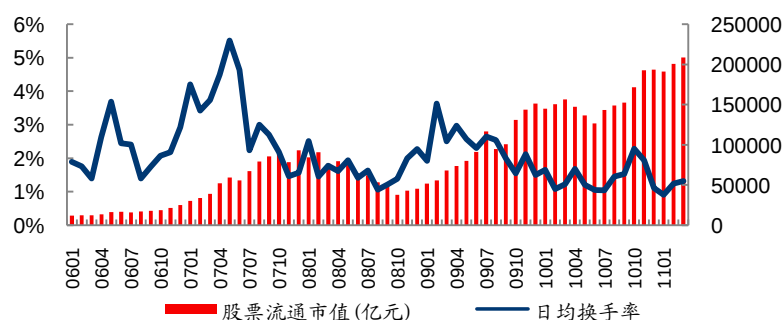
资料来源: Wind 渤海证券研究所

2.2 证券市场持续扩容以及对经济平稳增长和保持适度的流动性水平的预期均对日均成交额构成一定支撑

2.2.1 证券市场持续扩容对日均成交额形成一定支撑, 预计 2011 年日均股基交易额在 2600 亿元左右

近年来股票流通市值的扩容有效抵消了换手率下降的影响, 2011 年以来日均股基交易额为 2362 亿元, 较 2010 年的 2285 元上升 3.4%。我们谨慎预计在未来直接融资比重显著提高, 股市实现发行规模、资金规模的“双向扩容”的背景下, 2011 年日均股基交易额将在 2600 亿元左右。

图 13 2006 年以来股票流通市值与换手率



资料来源: Wind 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2.2.2 经济平稳增长和保持适度的流动性水平的预期也对股市行情和日均成交额形成一定支撑

从宏观经济发展来看，在前一年 GDP 惯性回落的带动下，今年 GDP 有望呈逐季递增态势。2 月份中国制造业 PMI 为 52.2%，3 月 PMI 回升至 53.4%，显示当前经济增长仍处在平稳适度的增长区间。从投资数据来看，今年前两个月投资与工业增加值累计增速分别达到 24.9% 与 14.1%，强于市场预期，显示出良好的内需拉动势头。从消费来看，尽管汽车和房地产消费增速出现回落，但我国当前正处于城市化快速推进和人均 GDP 越过 4000 美元的现阶段，客观上存在消费升级的大量需求有助于消费保持正常增速。此外，我们认为通胀压力在一段时间内仍然存在，但随着涨价因素的弱化，货币政策回收多余流动性、引导投资与消费行为及通胀预期方面的作用也会有所发挥，CPI 增速将会逐步回落。我们预计“十二五”规划提出的产业升级、加快新兴产业发展的战略，将使中国进入朱格拉周期的上升阶段。经济的平稳增长有助于稳定资本市场并增加投资者的投资需求和信心，进而对市场成交量形成有力支撑。

从货币供应量来看，2 月 M2 增速连续第二个月放缓至 15.7%，紧缩政策开始生效，但此时的 M2 余额已达到 2007 年底的 1.82 倍，流动性水平仍然相对充裕；从外部流动性看，在数据显示有资金开始离开新兴市场国家的情势下，中国外汇占款 1 月仍高达 5016 亿元，显示出资金对中国经济的增长前景相对乐观的预期；从资金成本来看，3 月份，SHIBOR 整体仍以下跌为主，隔夜利率从年初最高 8% 左右下跌到在 1.8% 左右。此外，我们预期抑制通胀的手段可能使得房地产市场面临的压力更大，存在部分流动性向股市转移的可能性。总体来看，在紧缩货币政策背景下流动性有所回落，但仍保持适度充裕的态势。在宏观经济维持平稳增长的前提下，我们认为股指运行短期将呈现区间波动特征，中期将有望上行，对经济平稳增长和保持适度流动性水平的预期有助于提升投资者信心，进而提高市场交易量。

图 14 2010 年以来月度新增股票基金账户情况

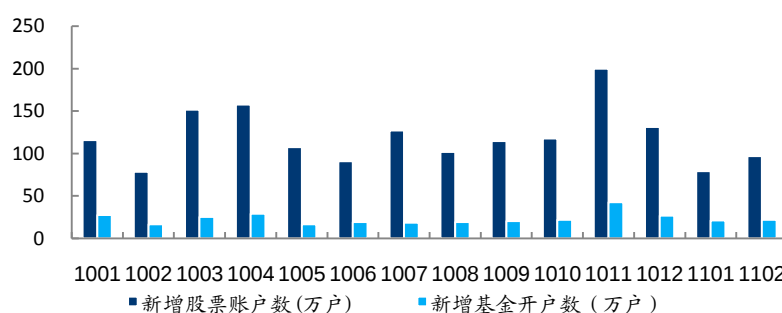
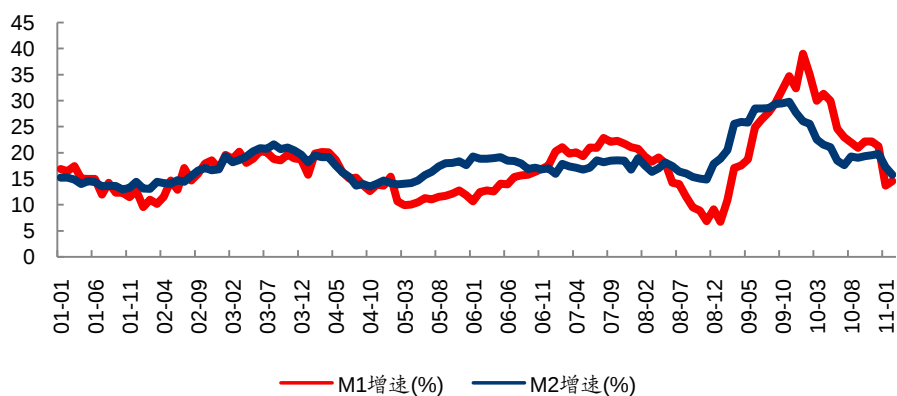


图 15 M1&M2 增速



资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 8 各券商经纪业务市场份额

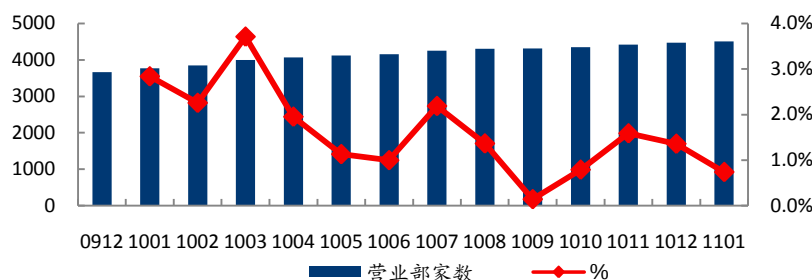
	10 年交易 额占比 (%)	11 年交易 额占比 (%)	11 年交易额 合计 (亿元)	股票 (亿元)	占比 (%)	权证 (亿元)	占比 (%)	基金 (亿元)	占比 (%)	债券 (亿元)	占比 (%)
中信证券	2.7%	3.1%	5437	4059	2.8%	3	0.5%	71	3.4%	1304	4.1%
中信金通证券	1.8%	1.6%	2899	2783	1.9%	6	1.0%	13	0.6%	97	0.3%
中信万通证券	0.7%	0.6%	1051	971	0.7%	2	0.3%	39	1.9%	39	0.1%
中信系合计	5.2%	5.3%	9387	7812	5.5%	10	1.7%	124	6.0%	1441	4.5%
华泰证券	3.6%	3.4%	6059	5408	3.8%	34	5.6%	84	4.0%	533	1.7%
华泰联合证券	1.9%	1.7%	2951	2507	1.8%	12	2.0%	22	1.1%	410	1.3%
华泰系合计	5.5%	5.1%	9010	7915	5.5%	46	7.6%	106	5.1%	943	2.9%
海通证券	4.3%	4.4%	7909	5980	4.2%	20	3.3%	95	4.6%	1813	5.6%
招商证券	4.0%	4.4%	7798	5739	4.0%	48	8.0%	84	4.0%	1927	6.0%
广发证券	3.9%	3.9%	6952	6081	4.2%	11	1.9%	45	2.2%	815	2.5%
光大证券	3.1%	3.0%	5408	4443	3.1%	31	5.1%	98	4.7%	836	2.6%
长江证券	1.8%	2.0%	3640	2518	1.8%	5	0.8%	22	1.1%	1096	3.4%
兴业证券	1.6%	1.9%	3412	2441	1.7%	7	1.1%	109	5.3%	855	2.7%
国元证券	1.2%	1.2%	2159	1485	1.0%	16	2.6%	23	1.1%	635	2.0%
宏源证券	1.2%	1.1%	1979	1806	1.3%	7	1.2%	17	0.8%	149	0.5%
国金证券	0.7%	0.7%	1296	976	0.7%	3	0.5%	5	0.3%	312	1.0%
西南证券	0.7%	0.7%	1279	1073	0.7%	6	1.0%	21	1.0%	180	0.6%
东北证券	0.7%	0.6%	1154	1055	0.7%	3	0.4%	5	0.2%	92	0.3%
山西证券	0.6%	0.6%	1004	806	0.6%	2	0.3%	14	0.7%	182	0.6%
太平洋证券	0.3%	0.3%	450	381	0.3%	1	0.2%	3	0.1%	66	0.2%

资料来源: Wind 渤海证券研究所

2.3 佣金新政改善券商经营环境的效果值得期待，经纪业务转型刻不容缓已成为多数券商共识

根据 2010 年 10 月中国证券业协会出台的《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》，自 2011 年 1 月 1 日起，经纪业务正式步入全成本佣金核算。据了解，江苏等部分地区证券业协会已相继出台当地最低佣金标准，严格限制证券公司利用佣金价格战揽客的行为。2011 年 3 月，证监会下发了《关于新设证券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的复函》，明确表示要强化对各家证券公司新设营业部客户服务能力和科学制定佣金的监管。《复函》指出，证券公司提交设立营业部申请材料时，应当在“申请报告”中重点说明新设营业部的证券交易佣金政策及其具体标准和制定依据，并具体说明其中拓展客户的最低佣金水平以及拟开展业务时如何落实“同类客户同等收费”、“同等服务同等收费”等行业自律的规范要求。最低佣金水平一经报备必须严格执行。《复函》还明确：不以低于报备的最低佣金水平招揽客户；不采取不正当竞争手段；不在客户不知情下随意调高证券交易佣金收取标准；不向客户承诺证券买卖收益或者赔偿损失。如出现以低于报备的最低佣金水平招揽客户等情形，必须整改和及时报告监管部门，并主动申请暂停新开户 3 个月。如发现违规情况，监管部门将严肃查处，采取责令暂停新开户等监管措施，并在证券公司分类评价中予以扣分。证监会首次出台规范佣金管理的文件，其政策导向十分明确，佣金新政的执行效果值得期待。此外，有媒体报道证券业协会日前向各大券商下发《证券公司相关专业能力评价指标》并征求意见，拟调整四项年度分类评价指标，增加两项市场竞争力评价项目，包括鼓励券商开展证券研究报告、投资顾问业务及并购重组等财务顾问业务。对相关指标行业领先的证券公司，证券业协会将建议证监会在年度分类评价时予以加分。与之相对应，为避免佣金价格战的同质化竞争，各家券商都在积极推进投资顾问业务，部分券商已尝试通过建立财富管理中心、推出财富管理套餐、投资咨询产品等提高经纪业务的附加值，经纪业务由简单的通道服务向提供专业化的增值服务转型刻不容缓已成为大多数券商的共识。从部分上市券商的数据可以看到，去年 4 季度部分券商佣金率开始止跌。综合考虑营业部的扩容影响、佣金新政的执行效果以及券商投资顾问业务的开展情况，我们维持佣金率降幅将逐步趋缓的判断。

表 9 2010 年以来月度营业部变动情况



资料来源: Wind 渤海证券研究所

表 10 各券商佣金率季环比变动情况

	10Q1	10Q2	QoQ%	10Q3	QoQ%	10Q4	QoQ%
中信证券	0.094%	0.095%	0.6%	0.082%	-12.9%		
华泰证券	0.085%	0.085%	0.7%	0.081%	-5.4%		
广发证券	0.109%	0.105%	-3.0%	0.092%	-12.2%	0.092%	0.2%
海通证券	0.121%	0.117%	-2.8%	0.104%	-11.2%		
招商证券	0.085%	0.082%	-4.0%	0.075%	-8.1%		
光大证券	0.085%	0.079%	-6.9%	0.073%	-7.1%		
长江证券	0.103%	0.105%	1.8%	0.097%	-7.0%		
宏源证券	0.134%	0.126%	-6.1%	0.113%	-9.9%	0.112%	-0.6%
国元证券	0.112%	0.106%	-5.1%	0.102%	-3.7%	0.098%	-4.4%
东北证券	0.138%	0.136%	-1.2%	0.124%	-8.8%	0.131%	5.4%
国金证券	0.110%	0.118%	6.6%	0.102%	-13.7%		
西南证券	0.103%	0.101%	-2.2%	0.086%	-14.1%	0.085%	-1.2%
太平洋证券	0.156%	0.148%	-4.8%	0.144%	-3.1%		

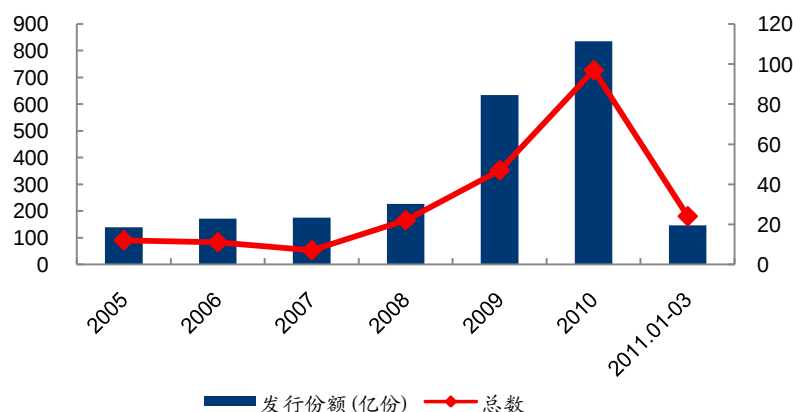
资料来源: Wind 渤海证券研究所

2.4 作为券商提供综合财富管理的一个重要平台，资产管理业务规模持续扩张

2011 年至今共有新成立产品 24 只，约占去年总数的 1/4。截至目前上市券商中中信、光大、招商、华泰、长江、宏源的资产管理业务规模较大，居于行业前 10 名。据悉，证监会将下放证券公司部分事项的审批权，将原来由证监会机构部审批的，包括：证券公司变更公司章程重要条款；设立、收购、撤销分支机构；变更注册资本；变更持有 5%以上股权的股东、实际控制人；增加或者减少经纪、投资咨询、自营、证券资产管理、证券承销等业务时，改为由派出机构审核。此外，证监会将取消对证券公司变更公司形式、变更注册资本的部分审批以及设立集合理财管理计划等事项的审批，改为事前告知性备案管理。这一方案有利于加快券商集合理财产品的推出。

目前，向客户提供综合财富管理服务也成为许多券商的战略转型方向，证券公司可以整合公司的投行、研发、资产管理、直投等资源有针对性地向客户提供精细化的产品和服务。而资产管理业务作为券商提供综合财富管理平台的一个重要平台，我们预计其规模将持续扩张。

图 16 集合理财产品发行统计



资料来源：Wind 渤海证券研究所

表 11 截至最近理财产品合计

	产品数量	份额合计 (亿份)	资产净值合计 (亿元)
中信证券	12	141	151
光大证券	10	105	112
招商证券	8	105	104
华泰证券	12	92	97
长江证券	11	60	61
宏源证券	3	55	55
广发证券	4	46	48
东北证券	3	36	36
兴业证券	4	31	33
海通证券	5	26	26
西南证券	1	19	19
国元证券	3	9	8
山西证券	2	4	4

资料来源：Wind 渤海证券研究所

2.5 自营业务业绩增长有待考验

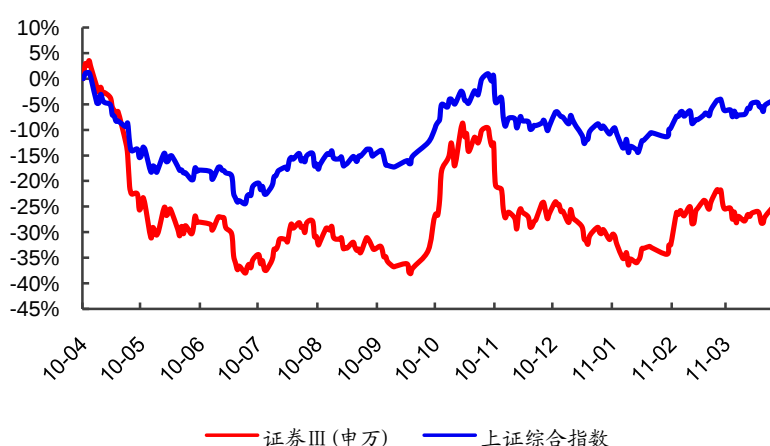
今年以来，A 股股指运行主要呈区间波动走势，如何及时调整自营业务整体投资规模、股票和债券投资的占比以及把握不同板块间轮动的投资机会仍将是 2011

年自营业务的重点。券商自营部门更加注重风险的控制，加大对股指期货等金融产品的研究和投入，利用其套期保值功能平滑自营业务收入的波动风险。

3 市场表现

3.1 行业指数涨跌情况

图 17 2006 年以来上证综指、股票日成交金额及 PB 变动情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

2011 年 1 季度上证综指数上涨 4.3%，证券 III（申万）指数上涨 3.6%，略跑输大盘 0.7 个百分点。分阶段来看，在 2011 年 1 月 20 日-2011 年 3 月 7 日区间内，证券 III（申万）指数上涨 23.1%，跑赢大盘 11.2 个百分点，基本符合我们年度策略报告中的观点，短期需关注行情主导的阶段性投资机会。

表 12 证券板块一季度分阶段表现

	10.12.31-11.01.20	11.01.20-11.03.07	11.03.07-11.03.31
证券 III（申万）指数涨幅	-8.3%	23.1%	-8.3%
上证综指涨幅	-4.6%	11.9%	-2.3%
与上证综指比较	跑输 3.7%	跑赢 11.2%	跑输 6%

资料来源：Wind 渤海证券研究所

3.2 股票池

我们在年度策略中重点推荐了中信、长江、宏源、海通、华泰和广发证券。其中，中信、长江、宏源、海通 4 家公司涨幅位列行业 15 家券商涨幅排名前五名。广

发证券受解禁影响跌幅最大，我们提示过解禁对股价可能产生的影响，但是考虑到公司基本面良好，股价下跌正是买入时机，仍给予长期强烈推荐评级。

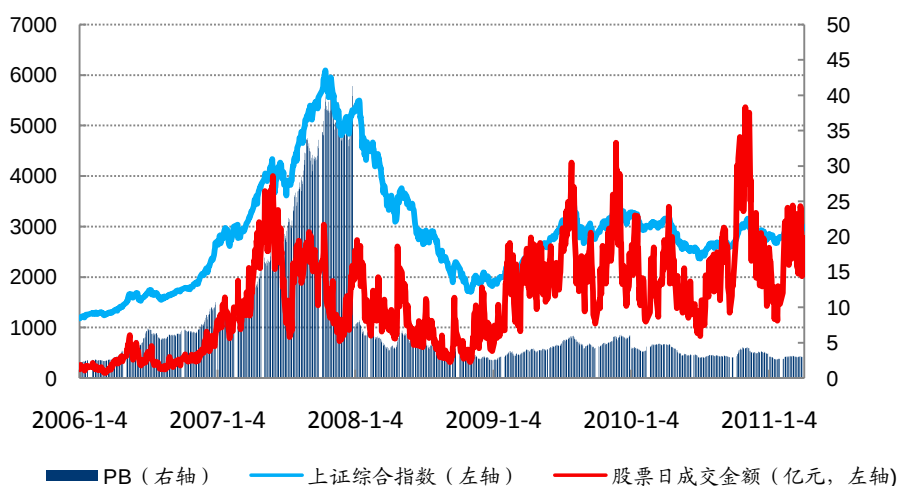
表 13 2011 年一季度券商股行情表现

	季度涨跌幅	11.03.31 收盘价（元）	季度 换手率	季成交金额 （亿元）	总股本 （亿股）	流通 A 股 （亿股）	年度策略投 资评级
中信证券	11.0%	13.97	1.2%	846.27	99.46	98.56	强烈推荐
长江证券	10.8%	12.52	1.0%	160.30	23.71	23.71	强烈推荐
宏源证券	4.5%	17.49	0.8%	107.12	14.61	14.61	强烈推荐
国金证券	4.4%	15.26	0.6%	41.26	10.00	10.00	持有
海通证券	4.3%	10.05	0.7%	330.49	82.28	82.28	强烈推荐
太平洋	4.0%	11.29	0.3%	31.84	15.03	14.82	持有
兴业证券	3.7%	16.8	8.7%	212.14	22.00	2.63	持有
西南证券	2.1%	11.87	1.3%	19.92	23.23	3.79	持有
华泰证券	1.9%	13.98	1.7%	151.71	56.00	17.72	强烈推荐
光大证券	1.3%	15.14	1.1%	104.62	34.18	10.93	推荐
国元证券	0.0%	12.26	0.6%	78.97	19.64	19.64	持有
东北证券	-1.8%	21.88	0.7%	60.29	6.39	6.39	持有
招商证券	-2.0%	18.58	0.3%	71.52	35.85	18.89	推荐
山西证券	-17.2%	10.07	5.2%	117.86	24.00	4.00	持有
广发证券	-27.5%	38.53	3.6%	188.86	25.07	7.75	强烈推荐

4 投资策略

4.1 行业估值优势显现，关注建仓机会

图 18 2006 年以来上证综指、股票日成交金额及 PB 变动情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

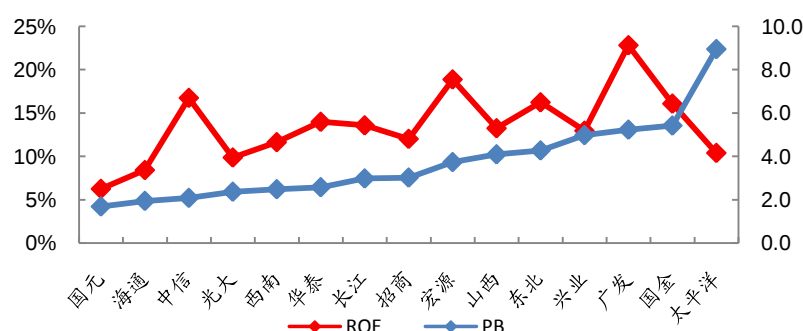
请务必阅读正文之后的免责条款部分

25 of 29

今年以来,在上证综指位于 3000 点左右,日均股基交易额达 2300 亿元的背景下,证券行业的 PB 约在 2-5 之间,已经处于历史的相对底部位置。从行业发展来看,佣金率下滑这一最大的经营风险已经逐步得到释放,“十二五”规划进一步明确了资本市场未来发展的方向,将加快多层次金融市场体系建设。资本市场在我国经济增长方式和产业结构转型中所发挥的引导资源配置的基础性作用将日益显著。券商作为金融产品和服务的主要提供者将直接受益于我国资本市场的发展,迎来黄金发展机遇期。预期未来传统业务如投行、资管等仍保持较快发展,融资融券、股指期货、直接投资、新三板、备兑权证、国际板等创新业务的推出和规模扩张将逐步扩大券商的利润增长点,完善其盈利结构。目前券商股股价具备较高的安全边际,行业未来发展空间广阔,估值优势已经显现,建议投资者关注相关的建仓机会。我们维持对证券行业的看好评级。

4.2 推荐公司

图 19 上市券商 ROE 及 PB 比较



资料来源: Wind 渤海证券研究所

以 2011 年 4 月 6 日股价计算,除了太平洋证券的 PB 值较高,达到 8.9 以外,其他券商的 PB 值均低于 6,其中国元、海通、中信的 PB 值均在 2 左右。中信、华泰、宏源和广发的 ROE 与估值水平近似的券商相比更为突出。

我们的投资策略是:(1)关注资本实力雄厚、创新意识和能力较强的券商:如中信、海通、华泰、广发、招商等;(2)关注具备地域优势且成长性较强的券商,如宏源、长江、兴业等。我们强烈推荐:宏源、广发、中信、招商、华泰

表 14 公司估值

公司名称	股价 (2011.4.8)	10 EPS	11 EPS	PE-10E	PE -11E	评级
宏源	18.72	0.89	1.09	21	17	强烈推荐
东北	23.19	0.82	1.13	28	21	持有
国元	13.05	0.47	0.56	28	23	持有
广发	40.05	1.62	1.93	25	21	强烈推荐
长江	12.98	0.59	0.65	22	20	推荐
山西	10.48	0.22	0.29	48	36	持有
中信	14.80	1.14	0.82	13	18	强烈推荐
国金	15.94	0.48	0.69	33	23	持有
西南	11.87	0.39	0.52	30	23	持有
海通	10.49	0.45	0.61	23	17	推荐
招商	19.43	0.88	1.07	22	18	强烈推荐
太平洋	11.63	0.14	0.20	83	58	持有
兴业	19.10	0.39	0.49	49	39	持有
华泰	14.69	0.69	0.83	21	18	强烈推荐
光大	15.83	0.65	0.78	24	20	推荐

资料来源: Wind 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分