

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025 xiepj@ccnew.com

创新助力发展转型，尚待配套制度明确

——证券行业 2011 年 2 季度投资策略

研究报告——行业策略

同步大市（维持）

发布日期: 2011 年 4 月 20 日

重点个股盈利一览（截至 4 月 19 日）

股票简称	10EPS	11EPS	11PE	评级
海通证券	0.47	0.51	19.98	增持
广发证券	1.62	1.85	20.50	增持
华泰证券	0.62	0.69	20.33	增持
长江证券	0.55	0.63	19.22	增持
宏源证券	0.89	0.97	18.89	增持

证券业近一年相对沪深 300 指数表现



相关研究

证券行业月度报告

成长中的困惑 期待创新发力——证券业 2010 年投资策略
略.....2009 年 11 月 9 日

抓“大”放“小” 静候创新发力——证券业 2010 年 2 季度投资策略.....2010 年 3 月 29 日

业绩下滑中“看淡” 超跌反弹中抓“机会”——证券业 2010 年下半年投资策略.....2010 年 6 月 9 日

证券行业发展机遇之市场篇.....2011 年 3 月 15 日

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

关键要素:

结合二季度市场走势的判断,我们预计市场成交量或与一季度基本持平,行业整体业绩与一季度基本持平,但好于去年同期;二季度最值得关注的是创新业务的进展情况。券商板块目前估值远高于上证综指,而各项配套机制推出时机尚待观察,暂维持行业“同步大市”的投资评级。

投资要点:

● **一季度券商股表现。**一季度, A 股市场呈现探底回升的走势,截至 3 月 31 日收盘,上证综指报收 2928.11 点、期间上涨 4.27%;券商板块按流通股加权平均计算的涨幅为 4.93%、略强于同期大盘。中信证券和长江证券表现较好、期间涨幅均超 10%,位居涨幅前两位,而广发证券期间下跌 27.49%、位居跌幅之首。

● **年报业绩中的启示。**纵然 2010 年证券承销业务规模翻倍、股基交易额同比略增,佣金率大幅下滑、自营投资收益下降等因素仍使得证券行业整体净利润同比下滑近两成,但券商单一化的收入结构有所改善,而激烈的佣金战也凸显了服务转型的迫切性。

● **一季度行业经营情况。**券商月度经营情况明显好转,但单季度的盈利同比仍有所下滑。一季度,沪深两市 A 股日均成交 2324.53 亿元,同比增长、环比下滑;有 88 只新股上市、募集资金 959.91 亿元,股票融资总体呈现稳步增长态势;有 22 只集合理财产品设立、受托管理资金 201.05 亿元;截至 3 月 31 日,融资融券余额达 209.08 亿元,股指期货成交额累计达 52.30 万亿元。

● **二季度展望。**结合二季度市场走势的判断,我们预计市场成交量或与一季度基本持平,行业二季度业绩与一季度基本持平、但好于去年同期;新三板扩容等多项政策提升了市场对券商各项业务的预期,但相关配套机制的推进速度可能会制约业务发展,二季度最值得关注的是创新业务的进展情况。目前券商板块估值远高于上证综指,而配套机制推出时机尚待观察,暂维持行业“同步大市”的投资评级,建议关注创新业务领先的优质大券商如广发、华泰、海通证券等。

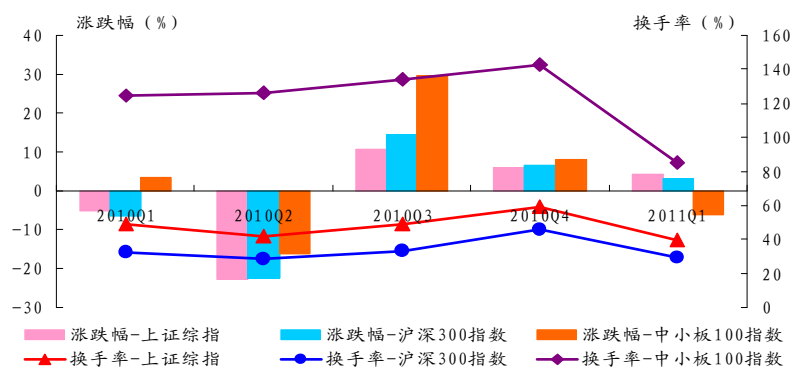
1. 一季度券商股表现

1.1 市场运行概况

一季度，A股市场呈现探底回升的走势，受通胀扩散、市场流动性收紧等因素影响，上证综指在 2800 点左右盘整两周后失守开始向下调整，创下了阶段性低点 2661.45 点；随着 1 月 CPI 数据公布，同比上涨 4.9%、低于市场普遍预期，上证综指一路上行，此后受利比亚局势、日本地震、央行公开市场操作等多因素影响，上证综指呈现震荡上行态势，期间两次上冲 3000 点、均未能有效突破，主板市场的低估值、高增长开始逐渐获得市场的认同，市场热点逐渐从小盘股到大盘股切换。

截至 3 月 31 日收盘，上证综指报收于 2928.11 点、期间上涨 4.27%；而相较于大盘股而言，小盘股则表现惨淡，截至 3 月 31 日收盘，中小板 100 指数报收 6397.67 点、期间下跌 6.32%，创业板指数报收 1008.30 点、期间大幅下跌 11.37%。

图 1: A 股市场主要指数的季度涨跌幅情况



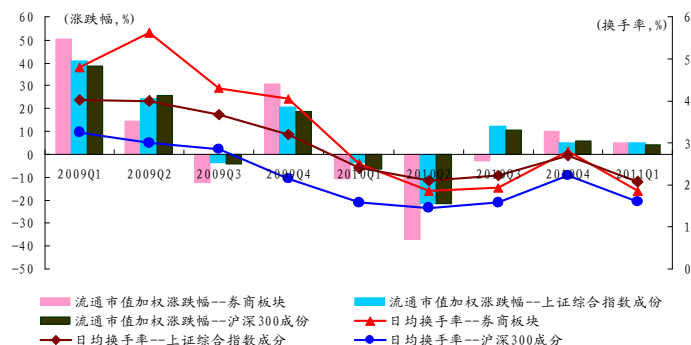
资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

1.2 券商板块整体表现及估值情况

板块表现——走势略强于大盘，换手率回落。一季度，券商板块延续了 2010 年四季度以来超越同期大盘的走势，15 只券商股按流通股加权平均计算的期间涨幅为 4.93%，较之 2010 年四季度因受益于成交量大幅放大、期间涨幅 10.16% 的表现有较大下滑，但仍略强于同期大盘。从反映交易活跃度的区间日均换手率来看，一季度券商板块交易活跃度明显下滑，区间日均换手率未能延续 2010 年三季度以来回升态势、开始有所回落，日均换手率仅 1.85%、较上一季度下滑 0.95 个百分点，下滑幅度远超于同期上证综指。

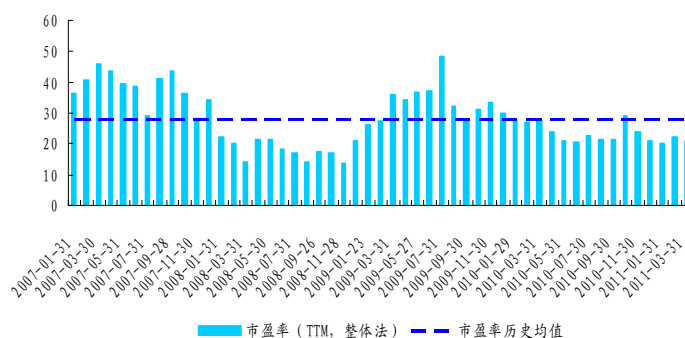
板块估值——低于历史均值但远高于上证综指。从估值水平来看，截至一季度末，券商板块的市盈率水平（TTM，整体法）为 20.79 倍，低于板块估值历史均值 27.99 倍，但远高于同期上证综指成份股 16.29 倍和沪深 300 成份股 15.14 倍的市盈率水平。

图 2：券商板块与市场指数季度涨跌幅、换手率比较



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 3：券商板块目前估值低于历史均值



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

1.3 券商个股表现——一个股表现迥异

虽然一季度券商板块整体走势略强于同期大盘，但表中数据显示，上市券商个股之间表现迥异，大小券商之间差异也较大。

作为行业龙头，中信证券各项业务均走在行业转型的前列，期间上涨 10.96%、位居上市券商第一，领涨整个券商板块；长江证券，虽期间发生增发前的意外事件，但期间仍上涨 10.80%、位居上市券商第二，领涨区域性券商；而广发证券，因受增发等因素影响期间下跌 27.49%，位居券商板块下跌幅度之首；山西证券期间下跌 17.19%、位居跌幅第二位。

表 1：2011 年一季度上市券商的市场表现情况

	收盘价 (元)	区间涨 跌幅 (%)	相对沪深 300 涨跌幅 (%)	区间日均换 手率 (%)	区间振幅 (%)	PE (TTM)	PB	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
中信证券	13.97	10.96	7.92	1.16	31.77	20.69	2.19	1389.41	1376.84
海通证券	10.05	4.25	1.21	0.69	20.44	22.11	1.90	826.90	826.90
光大证券	15.14	1.27	-1.77	1.07	17.39	21.92	2.35	517.49	165.48
招商证券	18.58	-2.00	-5.04	0.34	15.88	19.99	2.90	666.18	350.96
华泰证券	13.98	1.90	-1.15	1.59	19.31	23.24	2.46	782.88	247.66
广发证券	38.53	-27.49	-30.53	3.34	34.12	35.52	5.38	965.96	298.59
长江证券	12.52	10.80	7.76	1.06	30.35	21.28	3.20	296.88	296.87
宏源证券	17.49	4.48	1.44	0.78	22.76	19.56	3.50	255.56	255.56
东北证券	21.88	-1.84	-4.88	0.72	20.68	26.54	4.04	139.88	139.88
国元证券	12.26	0.00	-3.04	0.56	17.29	26.03	1.61	240.80	240.80
国金证券	15.26	4.38	1.34	0.59	19.56	31.77	5.20	152.64	152.64
西南证券	11.87	2.06	-0.98	1.33	17.28	34.23	2.48	275.69	45.03
太平洋	11.29	3.96	0.92	0.32	17.86	66.87	8.91	169.72	167.35
兴业证券	16.80	3.70	0.66	8.59	36.85	46.95	4.40	369.60	44.18
山西证券	10.07	-17.19	-20.23	5.10	22.37	52.11	7.93	241.66	40.26

注：市盈率 PE (TTM) 以最近四个季度每股盈利计算的市盈率；收盘价采取前复权方式

资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

2、券商运营跟踪

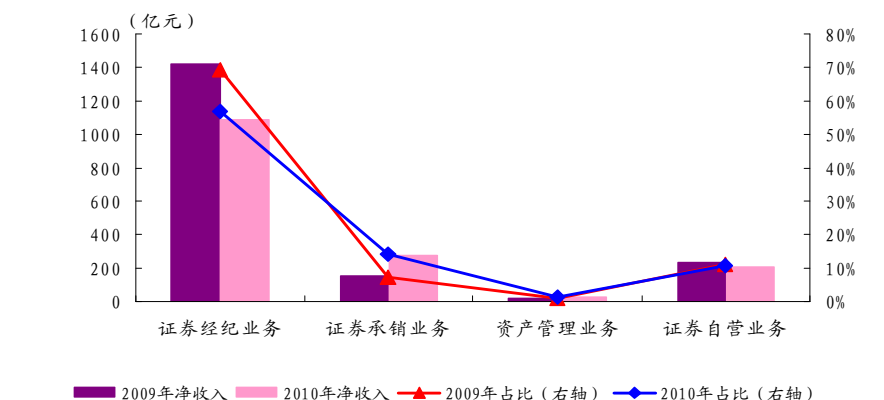
2.1 年报业绩中的启示

据中国证券业协会数据显示，2010 年，证券行业实现营业收入 1911.02 亿元、净利润 775.57 亿元，较之 09 年分别下滑 6.91%、16.92%；分业务看，经纪业务净收入 1084.90 亿元、同比下滑 23.57%，证券承销业务（含保荐及财务顾问）净收入 272.32 亿元、同比大幅增长 79.61%，资产管理业务净收入 21.83 亿元、同比增长 36.78%，证券投资收益（含公允价值变动）206.76 亿元、同比下滑 10.78%。

通过对证券业协会及部分上市券商年报数据的分析显示，2010 年证券承销业务规模翻倍、股票基金交易额同比略增 1.53%，但经纪业务佣金率的大幅下滑、自营投资收益下降、业务及管理费大幅提高是致使各券商乃至行业净利润同比下滑的主要因素。仔细地琢磨 2010 年证券行业的整体经营情况，我们从中得到了些许启示：

1) 单一化的收入结构有所改善。从 2010 年证券行业收入结构来看，经纪业务收入占比为 56.77%，较之 2009 年大幅下滑 12.46 个百分点；证券承销（含财务顾问）收入占比为 14.25%，较之 2009 年增加 6.86 个百分点；资产管理业务收入占比为 1.14%，较之 2009 年增加 0.36 个百分点；证券自营业务收入占比为 10.82%，较之 2009 年下滑 0.48 个百分点。证券承销业务的大幅增长，使得证券公司原先严重依赖于证券经纪业务的收入结构得到了一定的改善，虽然经纪业务仍是券商营业收入的主要贡献力量、但其贡献率逐年下降，而未来随着各项创新业务的发展，收入结构有望更多元化。

图 4：证券行业传统业务净收入及占比情况（2009-2010 年）



资料来源：中原证券研究所，中国证券业协会

2) 激烈的佣金战，凸显服务转型的迫切性。券商“靠天吃饭”格局由来已久，虽然经纪业务服务模式已逐步由原先“提供交易通道、收取交易佣金”的通道式服务转向“量身定制”的个性化服务，但目前还处于转型初级阶段，同质化程度仍较高，竞争形势日益严峻，尤其在营业网点新设放开后，各券商均加大了“跑马圈地”的力度，加速营业网点扩张，而佣金价格战则

成了争夺客户资源的必要手段，从行业佣金率由 09 年的 0.1308% 降至 2010 年底的 0.0985%、降幅达 24.69% 中可见一斑。虽然监管层针对性地出台了佣金管理办法，但对券商而言，如何提高综合服务能力、通过加强研究咨询及其他差异化增值服务获得客户认可，进而维持市场份额才是未来业务竞争的方向，也是最值得需要思考的地方。

3) 积极推进创新业务，未来发展空间大。作为资本市场的“创新元年”，各项创新业务在 2010 年不断地推出，融资融券和股指期货业务试点分别于 3 月 31 日、4 月 16 日成功推出，新三板的扩容也被提上议事日程，而券商自身也积极进行业务创新，从券商中报、年报中能看到自营部门参与股指期货套保交易的些许内容。随着各项配套机制的不断成熟，创新业务加速发展，未来都有望为券商增加新的利润增长点。

2.2 一季度经营概况

2.2.1 盈利概况

据上市券商披露的月度经营数据显示，券商月度经营情况明显好转。1 月券商整体业绩环比大幅下降，15 家上市券商合计实现营业收入 35.64 亿元、环比下滑 71.86%；净利润 12.08 亿元、环比下滑 77.45%，考虑到中信证券（母公司）和广发证券 12 月存在一次性的股权转让收益，扣除该部分后的 1 月盈利环比下滑 20.90%；2 月券商整体业绩环比大幅增长，实现营业收入 47.28 亿元、环比增长 32.66%，净利润 20.85 亿元、环比大幅增长 72.60%；3 月券商业绩延续 2 月以来的增长态势，实现营业收入 70.63 亿元、环比增长 49.39%，净利润 32.24 亿元、环比增长 54.63%。券商月度经营趋于改善的主要原因在于，A 股市场有所回暖（尤其是春节后），改善了券商的市场环境，投资者参与的积极性明显提升，带动了第一季度各月的市场成交量环比呈现增长态势，增加券商经纪业务收入和自营投资收益；再加上，新股发行稳步推进及再融资的加速，保证了券商投行业务稳步增长。

从单季度盈利情况看，据测算，第一季度 13 家上市券商（山西和兴业证券暂无 2010 年一季度数据，故剔除）合计实现营业收入 144.52 亿元、净利润 62.39 亿元，较之去年同期分别下滑 4.17%、5.33%（已剔除中信建投和广发华福的业绩影响）。究其原因主要在于，第一季度，行业佣金率水平较之去年同期下滑超 25%，虽然日均成交额较之去年同期增长约 16%，经纪业务收入同比出现下滑。

表 2：上市券商月度营业收入及净利润情况

单位：亿元

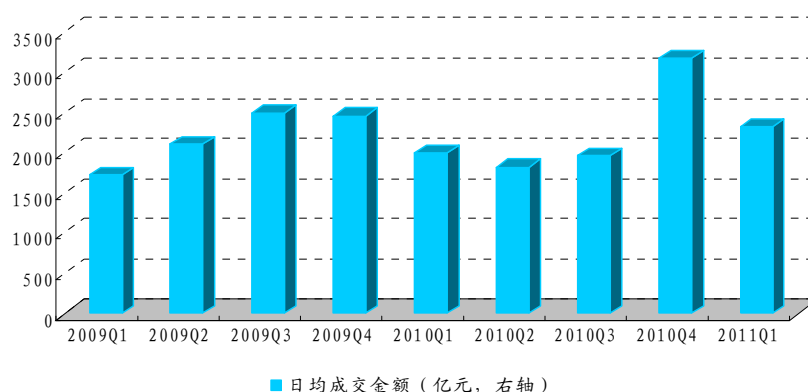
	营业收入				净利润			
	2011.3	2011.2	2011.1	2010.12	2011.3	2011.2	2011.1	2010.12
东北证券	1.57	1.36	0.47	1.40	0.60	0.53	-0.24	0.05
国元证券	2.09	2.83	0.68	2.62	0.85	1.48	0.06	0.53
长江证券	2.26	2.97	1.84	1.44	0.95	1.79	0.61	-0.38
宏源证券	3.37	2.01	2.52	1.40	1.43	0.80	1.1	0.04
招商证券	6.55	3.6	5.11	6.59	3.15	1.63	2.49	3.79
国金证券	1.98	0.91	1.82	0.94	0.74	0.22	0.64	-0.11
西南证券	2.41	1.24	2.06	2.18	0.95	0.56	1.46	1.05
海通证券	10.47	6.01	5.73	10.21	5.71	2.82	2.53	2.76
光大证券	5.04	3.7	3.06	5.97	2.42	1.74	1.08	2.65
太平洋	1.21	1.11	0.32	0.73	0.52	0.41	-0.01	0.24
广发证券	7.08	5.76	3.69	32.16	2.78	2.50	1.29	15.84
中信系	13.20	7.09	3.16	45.70	6.64	2.93	0.34	24.74
华泰系	8.35	6.38	3.51	11.56	3.50	2.78	0.61	2.81
兴业证券	3.66	1.55	1.21	2.16	1.77	0.53	0.26	0.13
山西证券	1.39	0.76	0.46	1.6	0.23	0.13	-0.14	-0.56
合计	70.63	47.28	35.64	126.66	32.24	20.85	12.08	53.58

资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

2.2.2 主要业务情况

经纪业务——成交额同比增长、环比大幅下滑。据 wind 资讯数据显示，一季度沪深两市 A 股实现成交金额 134822.6 亿元、较之去年同期增加 16.45%，环比则大幅下滑、下滑了 26.80%；实现日均成交额 2324.53 亿元，环比下滑 30.40%，但较之 2010 年日均成交额 2241.79 亿元小幅增加了 3.69%。我们认为，主要原因是 2010 年 10 月份市场持续回暖带动了成交量的大幅提升，使得 2010 年四季度成交额基数较高。

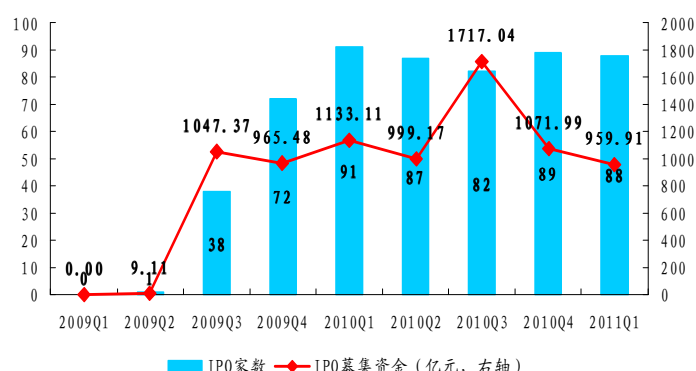
图 5：2009 年-2010Q1 的季度日均成交情况



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

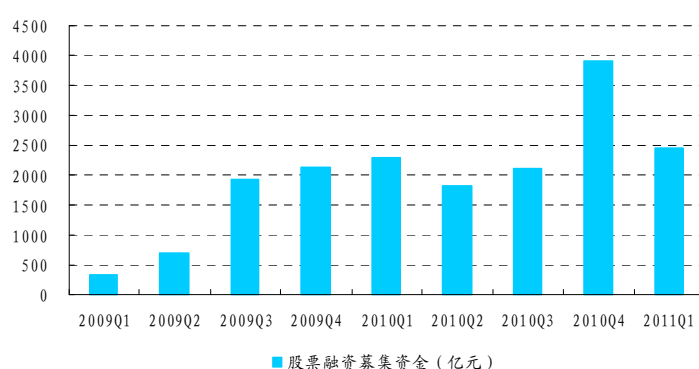
证券承销业务稳步增长：股票承销方面，据 Wind 资讯数据显示，一季度共有 88 家企业顺利完成新股发行上市，募集资金合计 959.91 亿元、较之去年同期减少 15.28%，环比也出现下滑；包括增发、配股在内的股票融资，一季度共完成融资规模 2456.47 亿元、较之去年同期增加 7.46%，虽然股票融资规模期间有所下滑，但总体呈现稳步增长的态势。**债券承销方面**，一季度证券行业承销的各类债券共计 118 家，募集资金规模合计 1473.41 亿元、较之去年同期增加 4.11%，环比微幅增长 0.95%。一季度共有 55 家券商参与证券承销市场，国信、平安证券位列承销家数前 2 位，而瑞银、国信证券位居承销金额前 2 位。

图 6：2009-2011Q1 的季度 IPO 发行情况



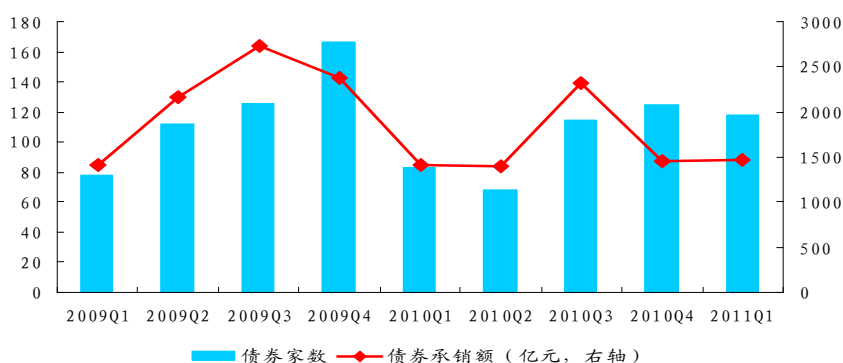
资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

图 7：2009-2011Q1 的季度股票融资规模



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

图 8：2009-2011Q1 的单季度债券承销情况



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

资产管理业务平稳推进：一季度共有 22 只集合理财产品设立，合计受托管理资金 201.05 亿元，较之去年同期增加 19.91%，而较之去年四季度减少 33.09%，主要原因是 2010 年 12 月集合理财产品审批发行提速，使得 2010 年四季度产品规模基数较高；一季度成立的产品平均规模为 9.14 亿元/只，虽略低于前一季度但仍高于 2010 年全年发行产品平均规模。从资产净值变化情况看，截至一季度末，券商集合理财产品资产净值合计 1527.56 亿元，

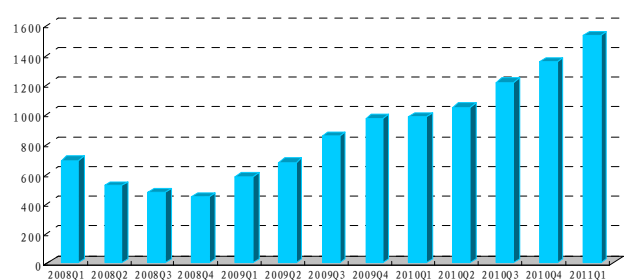
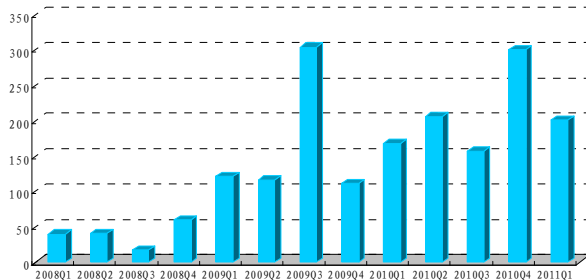
较之去年同期增长 56.24%，较之去年四季度增长 13.31%。但较之公募基金、阳光私募而言，券商集合理财产品规模仍偏小，未来仍有较大的发展空间。

图 9：集合理财产品单季度成立规模

单位：亿元

图 10：集合理财产品季度净值变化情况

单位：亿元



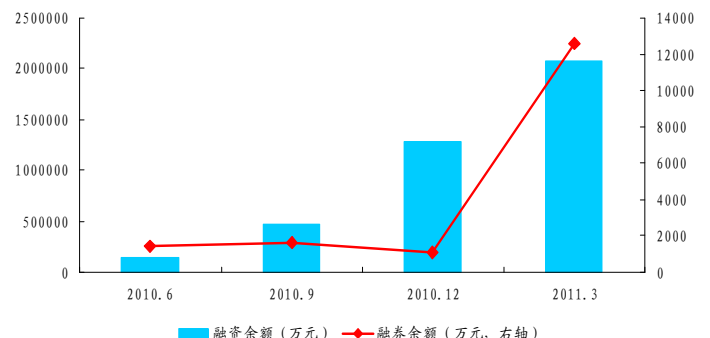
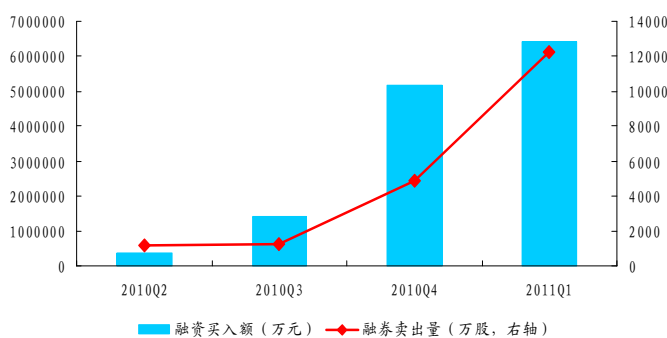
资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

融资融券业务：融资融券试点启动以来，随着试点资格券商不断获批并积极参与进来，融资买入及融券卖出均呈现大幅增长的态势，市场规模也不断扩大。一季度实现融资买入额 640.89 亿元，环比增加 23.55%；融券卖出量 12242.8 万股，环比大幅增加 150.02%。截至一季度末，沪深两市融资融券余额达 209.08 亿元，其中：融资余额 207.82 亿元、融券余额 1.26 亿元。

图 11：2010 年 4 月以来，各季度融资买入及融券卖出情况

图 12：各季度末，沪深两市融资、融券余额情况



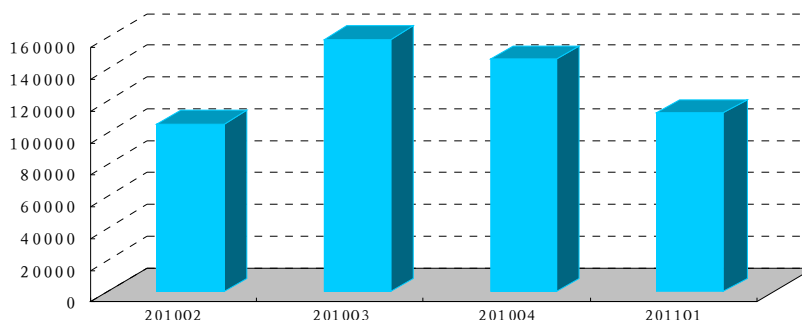
资料来源：中原证券研究所，沪深证券交易所

资料来源：中原证券研究所，沪深证券交易所

股指期货业务：一季度，股指期货成交继续延续 2010 年四季度以来的下滑态势。一季度实现成交额 112337.1 亿元、环比减少 23.13%，日均成交额 1936.85 亿元，低于 2010 年 2232.06 亿元的平均成交额。股指期货与现货（沪深 300 指数成份股）的日均成交金额之比为 342.68%、较 2010 年四季度大幅下降 168.37 个百分点；截至 3 月底，股指期货累计成交额达 52.30 万亿元。

图 13: 股指期货单季度成交额变化情况

单位: 亿元



资料来源: 中原证券研究所, 中金所

2.3 一季度关注热点

佣金水平是否止跌趋稳: 2010 年证券行业经历了白热化的佣金战, 券商经纪业务佣金率水平较之 2009 年下滑近 30%, 监管层也针对性的出台了《佣金管理办法》来遏制恶性竞争。进入 2011 年, 券商佣金率水平能否在佣金管理办法及各地佣金行政指导线的指引下止跌趋稳, 成了市场热议的焦点。因交易所不再披露券商的月度交易数据, 我们尚不清楚一季度行业佣金率水平, 但我们认为佣金管理办法等行政手段短期内会对券商佣金率大幅下滑起到一定的抑制作用, 中长期的效果还有待进一步的考证。

政策向好: 作为“十二五”的开局之年, 关系着资本市场及行业未来发展前景的各项政策备受市场关注。在“十二五”规划对资本市场的期望和展望——“显著提高直接融资比重”等政策指引下, 资本市场的加速扩容成为必然趋势, 投行业务发展有保障; 新三板扩容、集合理财产品有望逐步由审批制向备案制过渡、融资融券业务有望转常规等多项政策, 都将不断推动证券公司各项创新业务的发展, 为优化收入结构奠定基础。保监会近日也拟将证券公司纳入代销保险的范畴, 将使得目前“试水”的投顾业务有更多产品配置选择, 为客户提供更全面的金融服务、全方位的理财规划, 助推经纪业务转型。

3. 二季度展望

3.1 市场趋势判断

结合本研究所近日发布的《二季度 A 股市场投资策略: 行情再现新一轮循环, 投资三类主题》对二季度 A 股市场或将冲高回落、上证综指运行区间为 2600~3200 点的走势判断, 我们预计二季度市场成交量或将与第一季度基本持平, 日均成交金额保持在 2400 亿元左右的水平。

3.2 券商业务判断

从具体业务看：

1) 经纪业务：在目前佣金率水平下滑趋缓的趋势下，结合二季度市场成交量与一季度基本持平的判断，我们预计二季度经纪业务收入将在 260 亿元左右，与一季度相当；

2) 投行业务：我们认为二季度 IPO 和再融资将继续保持较高的扩容速度，结合目前新股发行节奏，预计 IPO 家数将达 100 家、募资规模约 1200 亿元，再融资规模将维持 3000-3500 亿元，预计二季度投行业务实现收入约 75 亿元；

3) 自营业务、资产管理业务：结合此前对市场趋势的判断，我们对自营投资收益和资管业务相关业绩提成难言乐观、但业绩或将好于去年同期，而在集合理财产品拟由审批制向备案制过渡的政策背景下，集合理财产品发行将稳步推进，预计二季度集合理财产品发行规模与一季度持平，资管业务实现收入约 18 亿元。

综合上述分析，我们认为证券行业二季度业绩或与一季度基本持平、但好于去年同期。

3.3 投资策略

就业务发展而言，基于前述对二季度市场走势的判断，我们预期二季度市场成交量或与一季度基本持平，在佣金率下滑趋缓的趋势下，经纪业务有望趋于改善，投行业务受益于市场扩容加速将稳步发展，集合理财产品发行稳步推进，但对于自营业务我们难言乐观，我们预计证券行业二季度整体业绩将呈现“环比持平、同比增长”。

就政策而言，显著提高直接融资比重、新三板扩容、融资融券转常规等政策指引，已然提升了市场对券商各项业务的预期，但相关配套机制的推进速度可能会制约创新业务发展及其业绩贡献，一旦推出或将成为板块股价表现的催化剂，二季度最值得关注的是各项创新业务的进展情况。

目前券商板块估值低于历史平均值但仍高于同期上证综指，而相关配套机制的推出时机尚待观察，暂维持行业“同步大市”的投资评级。建议关注资本实力雄厚、创新业务领先的优质大券商，如广发、华泰、海通证券等。

4. 风险提示

证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。