

证券研究报告—深度报告

证券

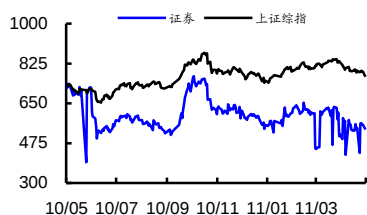
证券行业 2011 上半年投资策略

中性

(维持评级)

2011 年 6 月 9 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《证券行业 2011 年度投资策略：市场误解带来交易性投资机会》——2010-12-14

《证券行业点评：预计经纪业务盈亏平衡佣金率 4.44%》——2010-7-19

《证券行业 6 月报：屋漏偏逢连雨天》——2010-6-28

《证券行业 2010 年中期投资策略：佣金战之殇》——2010-5-26

证券分析师：邵子钦

电话：0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120052

证券分析师：田良

电话：0755-82130470

E-mail: tianliang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120041

行业半年度投资策略

佣金战尚未结束，新业务难挑大梁

● 全年业绩下降似无悬念。

2010 年全行业经纪业务收入占比依然高达 53%，其他业务增长难以弥补经纪业务的下滑。

● 经纪佣金价格战结束言之尚早。

营业部的无限供给是佣金率的杀手。2010 年营业部数量同比增长 22.26%，而且证监会正在做设立轻型营业部的可行性调研。TOP10 市场份额占比 2008-2010 年持续下降。为了维持市场份额和佣金率，经纪业务投入持续上升，导致利润比收入降速更快。美国和台湾的经验表明，经纪业务收入占比下降是行业转型的标志之一。

● 转融通公司设立是放大杠杆的前提。

台湾经验表明，赚钱效应是最重要的驱动因素。预计 2011 年全行业融资融券利差收入和佣金收入合计 31.76 亿元。

● 新三板短期利润贡献有限。

预计 2011 年全行业收入为 1000 万元。长期盈利有待 200 人限制和转板通道标准化的政策突破。

● 直投有赖产业基金业务发展。

目前行业自有资金投资上限 406 亿元。中信、海通、华泰已陆续进入收获期。未来发展有赖地方产业基金和其他第三方基金审批的放开。

● 盈利未见拐点，行业整体估值偏高。

我们将券商业务划分为通道业务（卖方）和资本消耗性业务（买方）两类，通道业务按 10 倍 PE 扣除，则目前股价隐含的买方业务 PB 为 1.65 倍，其对应的 ROE 只有 2%。发展资本消耗性业务、提升杠杆率和资金利用效率是提升估值的唯一解决之道，给予行业“中性”评级。因中信证券在资本消耗性业务方面具有深厚的文化、人才储备、清晰的定位和管理层的支持，维持“谨慎推荐”评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘(元)		EPS		PE 2011E	投资评级
			11/05/27		2010	2011E		
600030	中信证券	1,234	12.41		1.14	0.60	20.54	谨慎推荐
600837	海通证券	730	8.87		0.45	0.43	20.54	中性
601688	华泰证券	708	12.65		0.61	0.54	23.64	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

其他业务增长难以弥补经纪业务下滑	3
预计 2011 年全行业经纪业务利润下降 88.56 亿元	3
其他业务利润增长无法弥补经纪业务下滑	3
经纪佣金价格战结束言之尚早	3
营业部的无限供给是佣金率的杀手	3
海外经验证明网点扩张将导致佣金率加速下滑	5
经纪业务收入占比下降将是证券行业转型的标志之一	5
利润比收入降速快	5
转融通公司设立是放大杠杆的前提	6
融资融券业务发展的四个前提	6
转融通公司成立是放大杠杆的前提	6
预计全年全行业融资融券收入 31.76 亿元	6
新三板短期利润贡献有限	7
园区范围有望扩大至 10 家	7
三板市场 13 家公司筹备 IPO	7
短期贡献挂牌费收入有限	7
长期盈利有待政策突破	8
直投有赖产业基金业务发展	8
自有资金投资上限 406 亿元	8
项目平均投资期限 2.8 年	9
部分公司开始进入收获期	9
盈利拐点未现，整体估值偏高	9
中信证券定位清晰，相对优势明显	10

图表目录

图 1: 2010 年证券行业业务线收入（亿元）	3
图 2: 2010 年证券行业收入结构	3
表 1: 经纪业务 TOP10 券商市场份额	4
图 3: 证券行业营业部总数（家）	4
图 4: 证券行业新增营业部数（家）	4
图 5: 新增营业部加速佣金价格战	4
图 6: 台湾证券网点数量与佣金率	5
表 2: 台湾与大陆融资融券要素比较	6
表 3: 新三板与中小板、创业板盈利指标比较	8
表 4: 券商系产业基金概况	8
表 5: 直投为行业贡献盈利敏感性测算	9
表 6: 上市券商直投项目统计	9
表 6: 上市券商直投项目统计	10
表 7: 证券行业分业务 PE、PB	11
表 8: 证券行业整体 PE、PB	11

其他业务增长难以弥补经纪业务下滑

经纪业务收入依然占据半壁江山

2010 年全行业经纪收入 1144 亿元 (占比 53%), 投资收入 329 亿元 (占比 15%), 投行收入 248 亿元 (12%), 利息收入 179 亿元 (8%), 资管收入 35 亿元 (2%), 其他收入 216 亿元 (10%)。

预计 2011 年全行业经纪业务利润下降 88.56 亿元

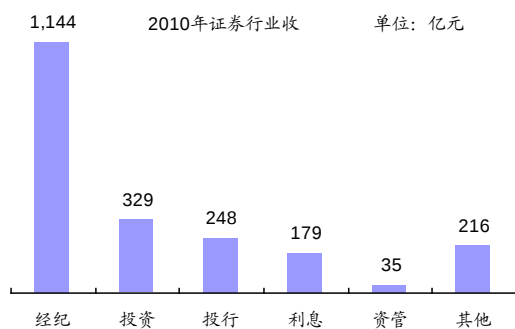
假设 2011 年佣金率同比降幅 15.00%, 成交额同比增长 10.48%, 经纪业务营业成本率上升 500 个 BP (50% 升至 55%), 据此测算经纪业务营业利润将同比减少 88.56 亿元。

$$1144 \times 50\% - (1144 \times (1 - 15\%) \times (1 + 10.48\%)) \times 45\% = 88.56$$

其他业务利润增长无法弥补经纪业务下滑

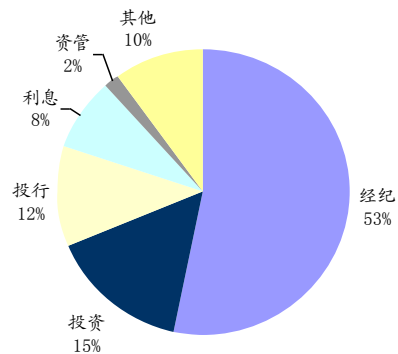
投资收入随行情波动, 具有较大的不确定性, 利息收入、资管收入和其他收入短期难以大幅增长, 唯一可弥补经纪利润下滑的就是投行收入。然而 88.56 亿元的经纪利润下滑需要 221.40 亿元的投行收入增长额来弥补 (投行业务 40% 营业利润率), 相对去年整个投行 248 亿元的收入, 221.40 亿元的收入增长接近翻一番, 不切实际。

图 1: 2010 年证券行业业务线收入 (亿元)



注: 经纪收入=代买卖证券业务净收入, 投资收入=投资收益+公允价值变动损益, 投行收入=承销业务净收入, 资管收入=资产管理净收入
资料来源: wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2010 年证券行业收入结构



资料来源: wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

经纪佣金价格战结束言之尚早

营业部的无限供给是佣金率的杀手

佣金率作为价格, 其决定因素是供求。2009 年营业部放开以来, 网点年复合增长率 17.66%。2010 年新增营业部 383 个, 网点总数同比增长 22.26%。截至 2011 年 2 月底, 包含春节因素在内, 新增营业部 80 个。TOP10 市场份额 2008-2010 年持续下降。在经纪业务服务体系尚未建设完成之前, 佣金价格战难以止息。不仅

如此，为了促进券商转型和弥补网点不足的劣势，证监会欲加大网点扩张力度，正在做设立轻型营业部的可行性调研。轻型营业部主要承担开户、业务办理和投资者教育职能，依靠总部或基地营业部支持，通过网络服务客户。预计设立轻型营业部的标准，侧重于考核券商的营销和服务能力，在加速佣金下行的情况下，对评级较高的大型券商相对有利，长期来看将加速产业整合。

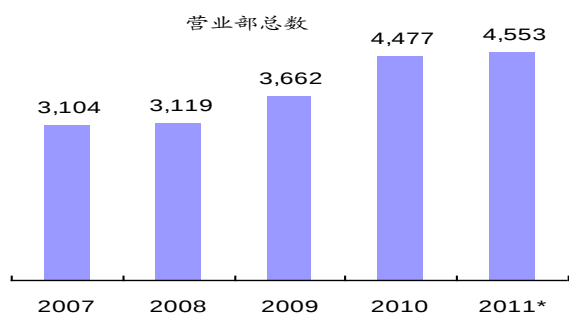
表 1: 经纪业务 TOP10 券商市场份额

	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
银河证券	6.40	6.34	6.10	5.59	5.16	5.13
国泰君安	6.47	6.05	6.85	5.38	4.87	5.01
国信证券	4.15	4.38	4.31	4.55	4.46	4.44
海通证券	3.90	4.11	4.41	4.06	4.02	4.18
招商证券	3.47	3.40	3.80	4.10	4.02	4.03
申银万国	4.53	4.40	3.72	3.61	3.76	3.79
华泰证券	2.10	3.31	4.50	3.76	3.79	3.79
中信建投	3.12	3.19	3.14	3.26	3.28	3.28
光大证券	2.69	2.27	3.12	3.13	3.15	3.14
TOP10 合计	40.53	41.23	43.70	41.33	40.64	40.99

注: 2011 年为 1-2 月累计数

资料来源: Wind 资讯

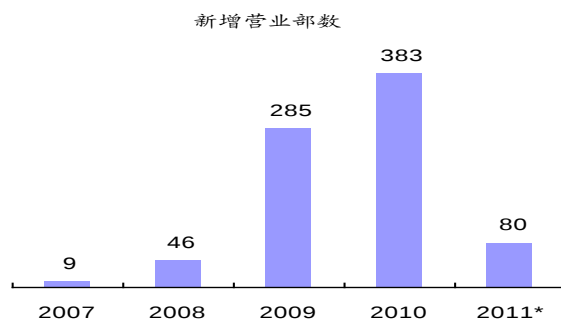
图 3: 证券行业营业部总数 (家)



注: 2011*数据截止 2 月

资料来源: Wind 资讯

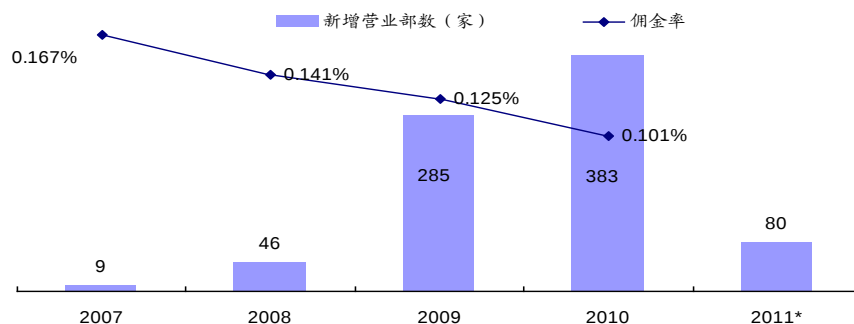
图 4: 证券行业新增营业部数 (家)



注: 2011*数据截止 2 月

资料来源: Wind 资讯

图 5: 新增营业部加速佣金价格战

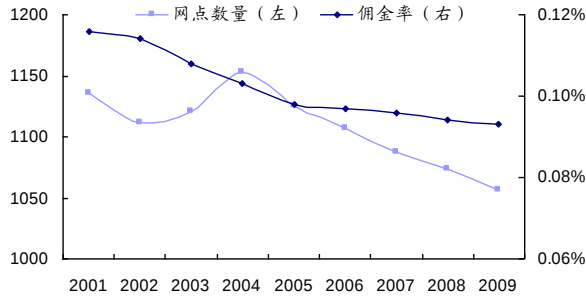


资料来源: Wind 资讯, SAC

海外经验证明网点扩张将导致佣金率加速下滑

网点扩张是价格战的导火索。美国在 1978-1986 年期间、台湾在 2002-2004 年期间都经历了佣金率加速下滑阶段。

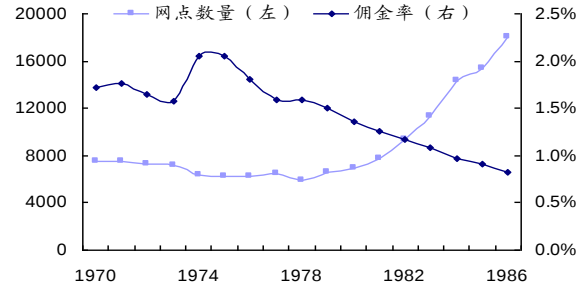
图 6：台湾证券网点数量与佣金率



注：台湾 2000 年实行佣金率自由化

资料来源：永丰金证券，国信证券经济研究所整理

图 7：美国证券网点数量与佣金率



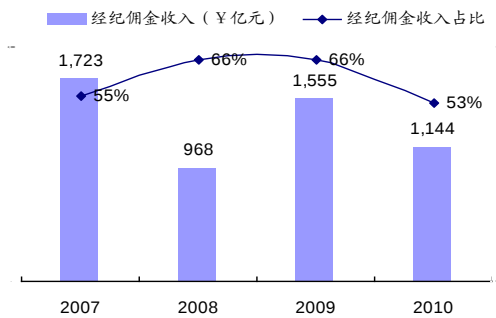
注：美国 1975 年实行佣金率自由化

资料来源：SEC，国信证券经济研究所整理

经纪业务收入占比下降将是证券行业转型的标志之一

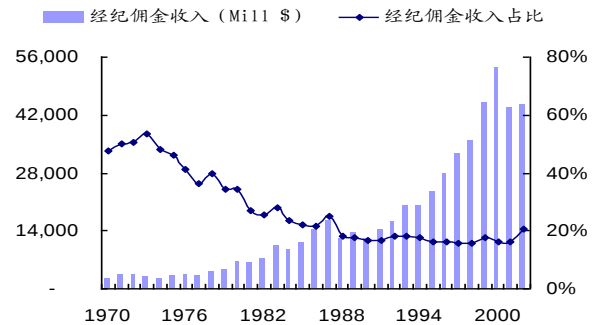
从美国证券经验来看，1975 年佣金自由化改革后，由于其他业务发展迅速，经纪收入在营业收入中的占比持续下降，由 1970 年的 48% 降至 2002 年的 21%。对比而言，国内佣金战只带来经纪业务收入的下降和行业整体收入蛋糕的下降，而占比下降缓慢，2010 年在经纪佣金收入下降 26.43% 的情况下，在营业收入中的占比依然高达 53%。随着其他业务的增长，经纪业务收入占比将慢慢降下来。

图 8：中国证券行业经纪收入规模及占营业收入比重



资料来源：wind 资讯，SAC，国信证券经济研究所整理

图 9：美国证券行业经纪收入规模及占营业收入比重

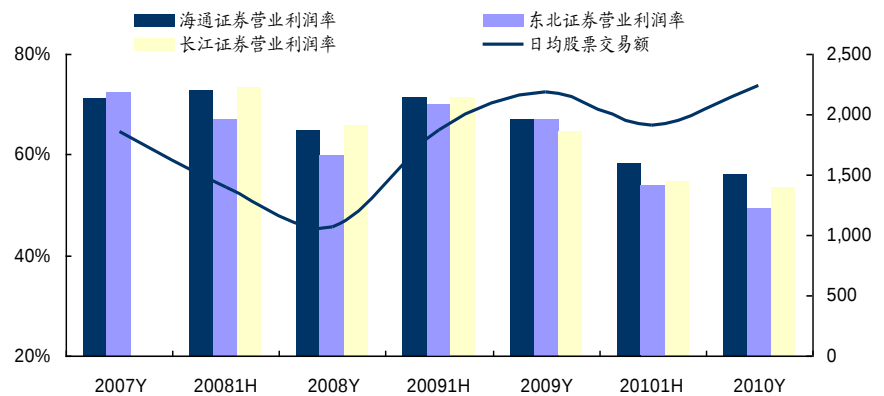


资料来源：SEC，国信证券经济研究所整理

利润比收入降得快

在佣金收入下降的同时，券商为了维持市场份额和稳定佣金率，正在持续加大成本投入。其中包括：新设网点、招募和培训经纪人、IT 平台建设、业务流程再造、创建和丰富产品体系等。成本率的提升必然导致利润率的持续下降，这一点从已披露 2007 年以来经纪业务营业利润率数据的海通、东北、长江年报中可以得到印证。

图 10: 日均成交额已创出新高, 经纪业务营业利润率却持续下降



资料来源: wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

转融通公司设立是放大杠杆的前提

融资融券业务发展的四个前提

“赚钱效应”、“标的扩大”、“门槛降低”和“转融通制度”是融资融券业务大发展的四个前提。通过与台湾融资融券要素的比较发现, 我们在投资者门槛和标的股票范围方面还有很大的放松空间。同时台湾的历史数据也表明, 赚钱效应是最重要的驱动因素。

转融通公司成立是放大杠杆的前提

目前融资和融券的利率分别为 8.85% 和 10.85% (按照人民银行公布的半年期人民币贷款基准利率上浮 3 个和 5 个百分点), 而 2010 年证券行业 ROE 为 13.55%, 可见单纯依靠自身资本金开展融资融券难以有效提升资金利用效率, 转融通制度是券商通过杠杆化手段开展融资融券业务, 提升资金利用效率的前提。

预计全年全行业融资融券收入 31.76 亿元

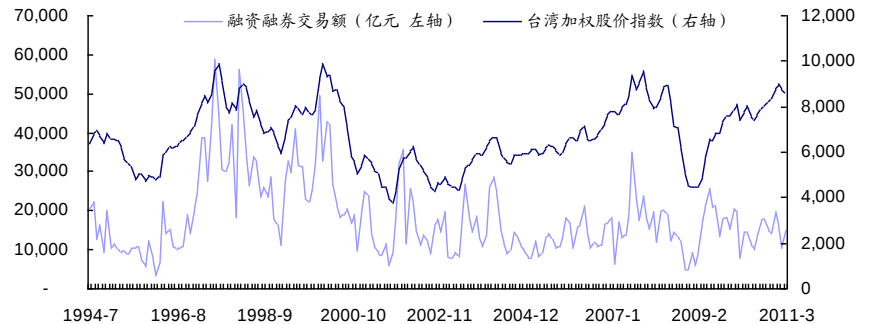
2011 年 1-4 月平均融资融券余额规模为 190 亿元, 我们假设全年平均融资融券余额 350 亿元, 融资融券客户平均持股 10 个交易日, 佣金费率 2.5‰, 则 2011 年融资融券业务为券商带来利差收入 10.50 亿元 (按照利差 3% 计算), 佣金收入 21.26 亿元, 合计收入 31.76 亿元。

表 2: 台湾与大陆融资融券要素比较

要素	台湾	大陆
客户门槛	1) 开立受托买卖账户满三个月;	1) 通过融资融券业务基础知识测试;
标的股票数量	681	90
标的股票占总股票	91.90%	4.02%
融资年息	6.35%	7.86%
融券年息	0.20%	9.86%
担保比例警戒线	不低于 120%	不低于 130%

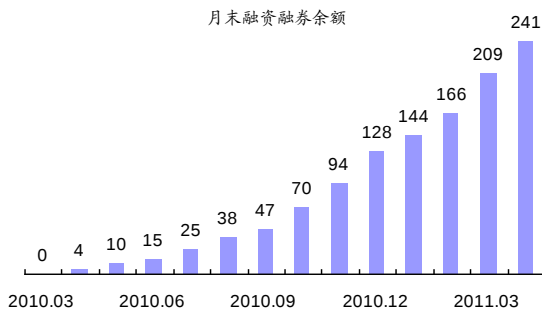
资料来源: 台湾证券交易所, 国信证券经济研究所整理

图 11: 股市赚钱效应将驱动融资融券规模扩大



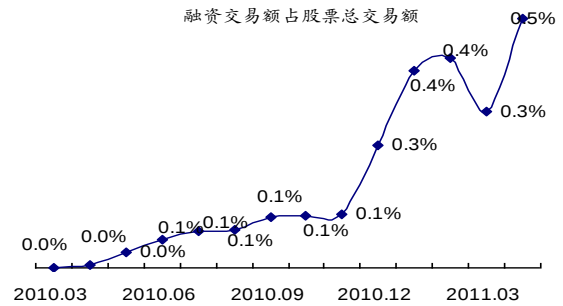
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

图 12: 融资融券月末余额 (亿元)



资料来源: wind 资讯

图 13: 融资融券交易额占总交易额比例



资料来源: wind 资讯

新三板短期利润贡献有限

园区范围有望扩大至 10 家

据相关媒体报道, 武汉东湖新技术开发区、上海市张江高科技园区、苏州高新技术产业开发区、成都高新技术产业开发区等十余家园区有望进入新三板园区范围扩大首批试点名单。

三板市场 13 家公司筹备 IPO

截至 2011 年 4 月 30 日, 已有 86 家中关村园区公司通过中国证券业协会备案确认, 其中 3 家挂牌公司成功上市; 2 家通过 IPO 发审会审核等待发行上市; 13 家公司正在筹备 IPO。截至 2010 年底, 报价转让系统有 16 家公司进行了 17 次定向增发引入战略投资者, 发行平均市盈率约为 17 倍。

短期贡献挂牌费收入有限

目前证券公司从每单新三板公司挂牌业务中收取的费用是十几万到上百万不等, 我们假设新三板园区扩大到 10 家, 今年每家园区申报 2 家公司, 每家收

入 50 万，则全行业收入为 1000 万元。

长期盈利有待政策突破

新三板业务的长期盈利，有赖于做市场制度推出、交易门槛降低、自然人放开等新政实施，短期来看主要障碍在于：

- ① 200 人限制：由于目前新三板定向增资为向特定对象非公开发行股份，属于私募性质，按照定向增资规则，每次新增股东不超过 20 人，增资后股东也不能超过 200 人。因此，挂牌公司大多内部掌握股东总数在 200 人以内。
- ② 转板通道标准化：新三板企业规模小，持续盈利时间短，相对创业板和中小板的上市标准存在一定差距，转板通道的制度化、审核标准化需要经历实践的过程。

突破 200 人限制意味着有更多的投资者可以参与到三板市场中，三板股票才有足够的换手率，做市商才有套利空间。转板通道的标准化和常规化，意味着优秀的新三板公司估值将向创业板和中小板看齐，三板市场的吸引力加大。

表 3：新三板与中小板、创业板盈利指标比较

指标	中小板	创业板	新三板	新三板/中小板	新三板/创业板
平均营业收入（亿元）	16.12	4.08	1.10	7%	27%
平均净利润（亿元）	1.44	0.71	0.11	8%	16%
平均每股收益（元）	0.58	0.67	0.37	-	-

资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

直投有赖产业基金业务发展

自有资金投资上限 406 亿元

券商申请试点将满足以下几项指标：①净资本不低于 20 亿；②完善的内部控制和 risk 管理制度；③较强的投行能力，最近三年主承销项目 10 个或承销金额 150 亿元以上。根据上述条件，目前证券行业具备试点资格的券商共有 27 家，合计资本金规模为 2707 亿元。券商只能使用自有资金对直投公司投资，并且金额不得超过净资本的 15%，即全行业目前投资上限 406 亿元。随着投资能力的提升，未来直投业务发展有赖于地方产业基金和其他第三方基金审批的放开。

表 4：券商系产业基金概况

券商	产业基金	出资额（亿元）	合作政府
中信证券	北京农业产业基金	0.80	北京
	绵阳科技城产业基金	-	绵阳
海通证券	中比产业基金	-	-
	海富金汇产业基金	10	-
招商证券	湘投产业基金	-	湖南
华泰证券	上海金融发展投资基金	10.00	上海
国元股权	安徽战略性新兴产业基金	3.00	安徽

资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

表 5：直投为行业贡献盈利敏感性测算

直投项目年化收益率	直投资金占可用资本金比例	5%	8%	10%	12%	15%
20.00%		27.07	43.31	54.14	64.97	81.21
30.00%		40.61	64.97	81.21	97.45	121.82
40.00%		54.14	86.62	108.28	129.94	162.42
53.71%		72.69	116.31	145.38	174.46	218.07
60.00%		81.21	129.94	162.42	194.90	243.63
70.00%		94.75	151.59	189.49	227.39	284.24

资料来源：国信证券经纪研究所（以上资料依据分析师专业判断）

表 6：上市券商直投项目统计

百万元	直投公司	参股企业	持股数	投资成本	投入时间	解禁日期	股份市值	投资收益	收益率
中信证券	金石投资	神州泰岳	5.25	27.72	2009.05	2012.10.30	166	138	498%
	金石投资	机器人	7.04	25.60	2008.06	2010.10.30	172	147	572%
	金石投资	昊华能源	24.00	151.20	2007.12	2011.03.11	1,393	1,242	822%
	金石投资	丰林木业	19.38	150.00	2008.07	上市 12 月后	-	-	-
	金石投资	恒泰艾普	1.86	24.00	2009.10	2012.10.15	109	85	355%
	金石投资	浙江开山	5.00	40.00	2009.12	2012.12.31	-	-40	-100%
	金石投资	天顺风能	3.00	20.10	2009.12	2011.12.31	61	41	205%
	中信创投	威创股份	16.04	29.41	2007.08	2010.11.27	290	261	887%
	中信创投	理工监测	2.50	6.25	2007.06	2010.12.18	119	112	1800%
	合计			474.28			2,311	1,987	419%
海通证券	海通开元	银江股份	3.00	7.50	2009.03	2010.10.30	38	30	405%
	海通开元	东方财富	5.00	55.00	2009.07	2012.07.22	184	129	235%
	海通开元	中矿资源	3.25	9.67	2009.06	2012.06.24	-	-10	-100%
	合计			72.17			222	150	208%
	青龙管业		1.60	4.00	2009.03	2011.08.03	26	22	544%
	鸿利光电		6.33	20.00	2010.03	2013.03.15	108	88	441%
	天广消防		5.00	15.00	2009.07	2012.07.24	115	100	666%
	安居宝		2.50	8.00	2009.12	2012.12.07	30	22	278%
	合计			79.00			428	349	442%
华泰证券	华泰紫金	通鼎光电	5.00	20.00	2009.09	2011.10.21	85	65	327%

注：由于直投公司坚持并未在上市公司公告，我们未考虑 2011 年到期已减持情况

资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

项目平均投资期限 2.8 年

从上市券商参投的 15 个已上市项目来看，平均投资周期为 2.8 年（投入时点至解禁时点），平均投资收益率为 584%，年化收益率为 98.67%，由于大多为 2008 年金融危机时参投，收益率较高。由于创业板估值水平较高，目前直投入股价格已接近 15 倍 PE，我们假设 2.8 年后以 30 倍 PE 减持，不考虑分红，给予公司 20% 的盈利增长假设，累积投资收益 233%，年化投资收益率 53.71%。

部分公司开始进入收获期

目前上市券商中中信、海通、华泰已有项目上市，并与 2013 年之前陆续解禁，合计浮盈 25.51 亿元。

盈利拐点未现，整体估值偏高

我们将券商业务分为卖方业务和买方业务，其中卖方业务主要是以通道运营为主的业务，涵盖经纪、投行、资管和基金管理，买方业务涵盖自营和直投等资本消耗性

业务。由于卖方业务资本金可用于固定收益类投资，因此不影响净资本计算。受竞争同质化、佣金率下降等影响，卖方业务短期难以增长，我们给予其 10 倍市盈率，按照如下公式：

表 6：上市券商直投项目统计

百万元	直投公司	参股企业	持股数	投资成本	投入时间	解禁日期	股份市值	投资收益	收益率
中信证券	金石投资	神州泰岳	5.25	27.72	2009.05	2012.10.30	166	138	498%
	金石投资	机器人	7.04	25.60	2008.06	2010.10.30	172	147	572%
	金石投资	昊华能源	24.00	151.20	2007.12	2011.03.11	1,393	1,242	822%
	金石投资	丰林木业	19.38	150.00	2008.07	上市 12 月后	-	-	-
	金石投资	恒泰艾普	1.86	24.00	2009.10	2012.10.15	109	85	355%
	金石投资	浙江开山	5.00	40.00	2009.12	2012.12.31	-	-40	-100%
	金石投资	天顺风能	3.00	20.10	2009.12	2011.12.31	61	41	205%
	中信创投	威创股份	16.04	29.41	2007.08	2010.11.27	290	261	887%
	中信创投	理工监测	2.50	6.25	2007.06	2010.12.18	119	112	1800%
	合计			474.28			2,311	1,987	419%
海通证券	海通开元	银江股份	3.00	7.50	2009.03	2010.10.30	38	30	405%
	海通开元	东方财富	5.00	55.00	2009.07	2012.07.22	184	129	235%
	海通开元	中矿资源	3.25	9.67	2009.06	2012.06.24	-	-10	-100%
	合计			72.17			222	150	208%
	青龙管业		1.60	4.00	2009.03	2011.08.03	26	22	544%
	鸿利光电		6.33	20.00	2010.03	2013.03.15	108	88	441%
	天广消防		5.00	15.00	2009.07	2012.07.24	115	100	666%
	安居宝		2.50	8.00	2009.12	2012.12.07	30	22	278%
合计				79.00			428	349	442%
华泰证券	华泰紫金	通鼎光电	5.00	20.00	2009.09	2011.10.21	85	65	327%

注：由于直投公司坚持并未在上市公司公告，我们未考虑 2011 年到期已减持情况

资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

① 卖方业务净利润 × PE（10 倍）= 卖方业务市值；

② 总市值 - 卖方业务市值 = 买方业务市值；

③ 买方业务市值 / 买方业务净资产 = 买方业务 PB；

④ 买方业务净利润 / 买方业务净资产 = 买方业务 ROE

目前股价隐含的平均买方业务 PB 为 1.65 倍而对应的 ROE 只有 2%，显然不支持行业估值整体上移。发展资本消耗性业务，提升杠杆率和资金利用效率是唯一解决之道。

中信证券定位清晰，相对优势明显

从业务结构看，中信证券业务结构最为分散。从整体估值看，剔除华夏基金股权出售一次性收益后，公司 2011 年 PE20.54 倍，PB1.61 倍，分别低于行业平均的 25.48 倍和 2.41 倍。从分业务估值看，股价隐含的买方业务 PB 为 1.22 倍，预计 2011 年 ROE 为 3.49%。中信证券在资本消耗性业务方面具有深厚的文化、人才的储备、清晰的定位和政府的支持，维持“谨慎推荐”评级。

表 7：证券行业分业务 PE、PB

公司	评级	股价体现 总市值	通道业务		买方业务		通道业务		买方业务		ROE
			净利润	净资产	净利润	净资产	PE	市值	市值	PB	
中信	谨慎推荐	123,426	3,456	3,537	2,553	73,055	10	34,563	88,863	1.22	3.49%
海通	中性	72,981	2,787	12,002	767	34,961	10	27,866	45,115	1.29	2.19%
华泰	中性	70,840	2,645	536	351	34,501	10	26,446	44,394	1.29	1.02%
光大	中性	48,707	1,911	7,398	171	17,461	10	19,112	29,595	1.69	0.98%
招商	中性	63,929	2,770	4,592	373	26,841	10	27,700	36,229	1.35	1.39%
宏源	中性	23,116	792	1,803	315	13,224	10	7,917	15,199	1.15	2.38%
东北	中性	12,409	437	14	68	3,828	10	4,371	8,038	2.10	1.78%
国元	中性	22,312	753	3,453	160	11,852	10	7,528	14,785	1.25	1.35%
长江	中性	24,329	873	3,639	388	8,933	10	8,734	15,595	1.75	4.34%
国金	中性	13,923	407	224	30	3,232	10	4,073	9,850	3.05	0.93%

注：业绩预测为 2011 年，中信证券考虑华夏基金 51%股权业绩贡献及股权出售收益，假设宏源证券以 15.10 元/股，增发 4.64 亿股。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所（以上资料依据分析师专业判断）

表 8：证券行业整体 PE、PB

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	2009	2010	2011E
中信	谨慎推荐	1.35	1.14	0.60	9.16	10.91	20.54	9.29	7.08	7.70	1.34	1.75	1.61
海通	中性	0.55	0.45	0.43	16.05	19.80	20.54	5.28	5.40	5.71	1.68	1.64	1.55
华泰	中性	0.79	0.61	0.54	16.05	20.68	23.64	2.89	5.87	6.26	4.38	2.15	2.02
光大	中性	0.83	0.64	0.61	17.23	22.14	23.39	6.57	6.65	7.27	2.17	2.14	1.96
招商	中性	1.04	0.90	0.88	17.15	19.80	20.34	6.30	6.69	7.26	2.83	2.67	2.45
宏源	中性	0.79	0.89	0.57	20.08	17.69	27.53	4.48	5.00	7.81	3.54	3.17	2.03
东北	中性	1.43	0.82	0.79	13.59	23.54	24.56	4.78	5.42	6.01	4.06	3.58	3.23
国元	中性	0.53	0.47	0.46	21.51	24.12	24.46	7.70	7.63	7.79	1.47	1.49	1.46
长江	中性	0.63	0.59	0.53	16.24	17.36	19.29	4.20	4.39	5.30	2.44	2.34	1.94
国金	中性	0.52	0.44	0.44	26.96	31.76	31.84	2.59	3.02	3.46	5.37	4.61	4.03
兴业	中性	0.60	0.36	0.32	26.64	44.41	50.36	2.61	3.82	4.04	6.08	4.16	3.94
成大	中性	1.49	1.40	1.26	17.50	18.65	20.59	7.20	8.33	9.59	3.62	3.12	2.71
教东	中性	2.38	2.16	1.72	14.36	15.85	19.94	10.62	13.58	15.30	3.22	2.52	2.24
平均	中性	-	-	-	17.58	21.90	25.48	-	-	-	3.29	2.82	2.41

注：假设中信 2011 年出售华夏基金 51%股权后的资产；净利润中不考虑华夏基金股权出售收益，假设宏源证券以 15.10 元/股增发 4.64 亿股。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所（以上资料依据分析师专业判断）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	