



综合金融

2011.06.13

拐点

——2011 年中期策略报告



梁静



021-38676850



liangjing@gjtas.com

编号

S0880511010005

本报告导读：

市场交易额和 PB 估值已见底，把握新业务面临成长拐点带来的投资机遇。

摘要：

- **短期转型，长期成长。**中长期看，创新带来的制度红利将驱动证券行业进入新一轮成长周期；但短期而言，行业仍处于由规模驱动到创新驱动的转型期。
- **转型将好于预期。**2011 年继续转型，传统业务费率下降、成本上升继续挤压行业利润；但在规范竞争和新业务放松管制两大因素的推动下，行业的转型将好于预期。从具体的时间区间来判断，2011 年上半年政策主题是规范经纪竞争，下半年则将是放松创新管制。
- **创新业务成长的拐点也隐约可见。**创新业务正处于由试点期向常规化迈进的政策拐点；资产管理由审批制转向备案制、融资融券标的范围扩大和转融通推出、新三板扩容，等等，都将使得这些业务陆续进入发展的拐点；但新业务给券商带来的业绩拐点还需要等待。
- **业绩存在下调风险，交易额和 PB 估值已经见底。**尽管月度佣金率已企稳，但佣金率同比基数高，市场持续低迷将使得行业面临业绩持续下滑的巨大压力。但从日均换手率来看，市场交易额已经见底；从大券商的 PB 估值来看，也已处于历史底部区域。基于以上两点，我们判断，尽管行业业绩可能低于预期，但证券公司的估值已经具备较高的安全边际，投资价值已经显现。
- **维持行业增持评级。**券商股行情基本同步于市场，我们认为，对于券商股的最优投资策略就是在底部买入等待弹性显现，目前行业已处于底部区域。下半年，新业务由政策拐点向业务发展拐点迈进使得行业具备了投资机遇。可以从市场弹性和新业务弹性两个方面把握新业务拐点期带来的投资机会。
- **维持对辽宁成大/中信证券/宏源证券/吉林敖东/广发证券/安信信托的推荐。**

评级：

增持

上次评级：

增持

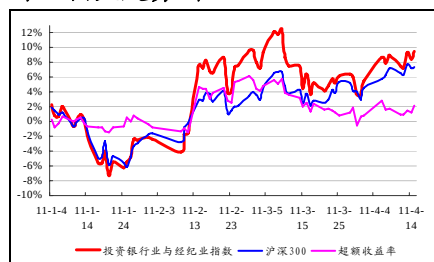
细分行业评级

信托	增持
投资银行业与经纪业	增持
期货	中性
典当	增持
金融控股公司	无评级

主要上市公司评级

辽宁成大	增持
宏源证券	增持
吉林敖东	增持
中山公用	增持
国元证券	增持
中信证券	增持
海通证券	增持
广发证券	增持
中大股份	谨慎增持
光大证券	谨慎增持
锦龙股份	增持
东北证券	谨慎增持
华泰证券	谨慎增持
招商证券	谨慎增持
长江证券	增持
安信信托	增持
香溢融通	谨慎增持

行业指数走势图



相关报告

投资银行业与经纪业：《推进多层次市场建设信号明确》

2011.06.07

投资银行业与经纪业：《交易额见底，方正证券上会》

2011.05.30

投资银行业与经纪业：《日均换手 4 年新低，国际板渐行渐近》

2011.05.23

投资银行业与经纪业：《轻型营业部设立可期，融资融券扩容起航》

2011.05.16

投资银行业与经纪业：《自营投资范围松绑》

2011.05.09

目 录

1. 证券业的分析逻辑：转型.vs.成长	3
2. 创新驱动成长：路径已清晰可见	3
3. 传统业务转型：步伐将好于预期	5
3.1. 2011 年：转型特征依然明显	5
3.2. 经纪业务：规范竞争，佣金率企稳超乎预期	5
3.3. 承销业务：再融资和债券支撑增长	6
4. 新业务：由转型到成长，拐点隐现	7
4.1. 政策拐点已至	7
4.2. 新业务全面铺开，发展拐点可期	8
4.3. 业绩拐点尚需等待	13
5. 投资策略：把握拐点期的阶段性机会	14
5.1. 业绩存下调风险，但交易额和估值已见底	14
5.2. 把握拐点期的阶段性机会	15
5.3. 重点公司推荐	17

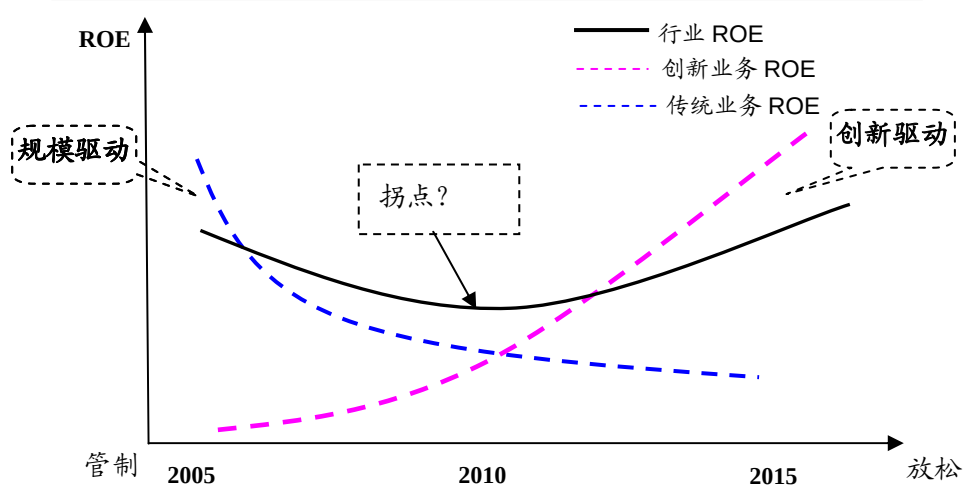
图表目录

图 1 证券行业处于由规模驱动到创新驱动的转型中	3
图 2 企业债和股票融资占社会融资规模的不足 15%	4
图 3 证券行业发展的三因素模型	4
图 4 创新业务将是证券行业成长的助推剂——美国的借鉴	4
图 5 上市券商 1 季报股票佣金率变化	6
图 6 2011 年定增和公司债仍能推动承销额快速增长(1-5 月)	7
图 7 美国市场：债券承销规模远超股票	7
图 8 2010 年来集合理财产品月均发行产品数量迅速增长	9
图 9 美国投行资产管理业务迅速发展(1980-2006)	10
图 10 市场变化和门槛降低是推进融资融券规模化的两大动力	10
图 11 境外市场外国上市公司数量差异较大	12
图 12 纽交所外国上市公司数量及市值变化	13
图 13 市场交易额和大券商的估值已基本见底	15
图 14 证券行业指数与交易额高度相关	15
图 15 上市券商对交易额和市场指数的弹性比较	16
图 16 上市券商对融资融券的弹性比较	16
表 1 年初政策目标及其实施情况	8
表 2 2010 年创新业务已经全面铺开	9
表 3 常规化之后融资融券的潜在规模和收益贡献巨大	11
表 4 主要上市券商直投业务开始进入拐点	11
表 5 新三板 3 年内可望成长为券商的重要收入来源	12
表 6 国际板给证券业带来的收入贡献测算	13
表 7 上市券商创新业务发展情况（2010）	14
表 8 上市券商盈利预测及估值	17

1. 证券业的分析逻辑：转型.vs.成长

行业在何处？我们仍承继 2010 年以来系列策略报告的观点，即，**短期转型，长期成长**。中长期看，创新带来的制度红利将驱动证券行业进入新一轮成长周期；但短期而言，行业仍处于由规模驱动到创新驱动的转型期。2010 年，虽然主营业务量有所增长，但佣金率的加速下滑，使得行业陷入了转型阵痛。**2011 年转型继续，但在规范竞争和放松管制两大因素的推动下，行业的转型将好于预期，而创新业务成长的拐点也隐约可见。**从具体的时间区间来判断，2011 年上半年政策主题是规范经纪竞争，下半年则将是放松创新管制。

图 1 证券行业处于由规模驱动到创新驱动的转型中



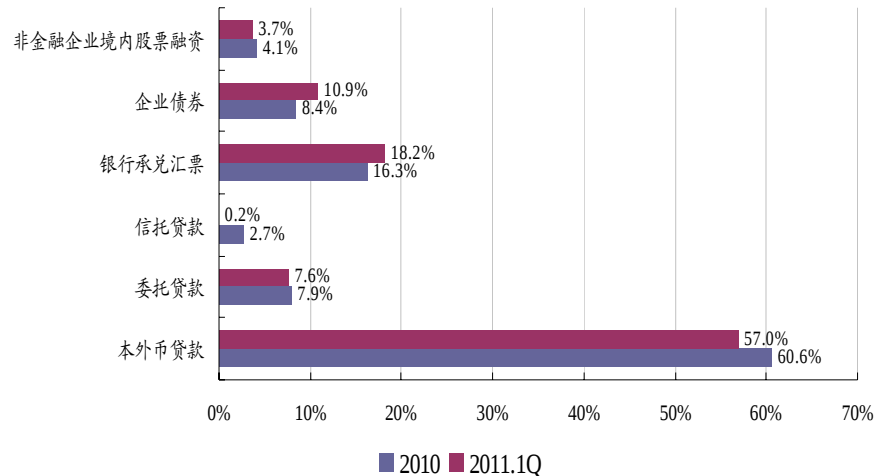
数据来源：国泰君安证券研究

2. 创新驱动成长：路径已清晰可见

如图 1 所示，上一轮的成长周期(2006-2007)来自于市场的规模扩张，股改带来的制度红利是其根本的驱动因素。而从行业管制的因素来看，在市场规模快速扩张带来需求膨胀的同时，由于严格的管制，证券业务的通道供给却没有同步放大，这也支撑了行业盈利迅速攀上顶峰。

目前，股改红利已经消失，传统业务的管制已日益放松，支撑证券行业上一轮成长的两大驱动因素已不复存在。行业是否还有成长？我们的回答是肯定的。在上轮成长周期过后，尽管我国沪深股票总市值已跃居世界第二位，但这并未从根本上改变我国以间接融资为主导融资体系，2011 年 1 季度，包括企业债和股票在内，直接融资在社会融资总额中比重不足 15%、比例仍偏低（图 2）；我国经济的证券化程度还显著落后于发达国家；资本市场的市场体系和产品结构过于单一，场外市场、企业债券市场和金融衍生品市场都刚起步、急需发展。这些都意味着我国资本市场仍有着巨大的发展潜力，有赖于此，证券行业也将可能迎来第二轮成长期。

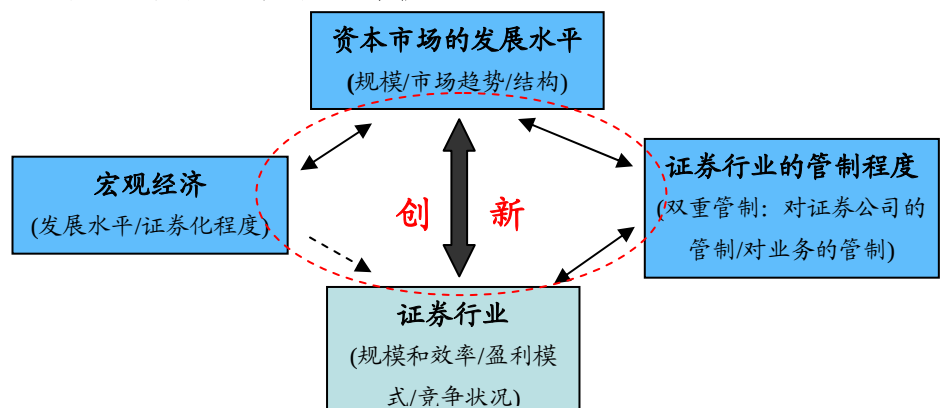
图 2 企业债和股票融资占社会融资规模的不足 15%



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

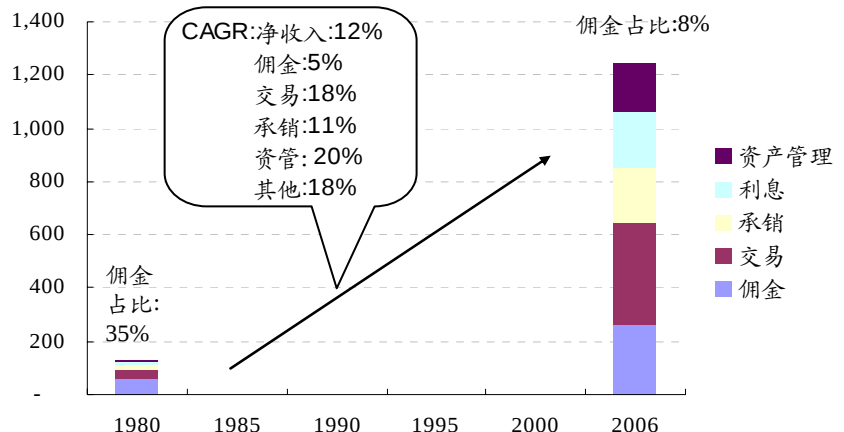
什么因素能够驱动行业重归成长？毫无疑问，在规模驱动力减弱甚至消失之后，传统业务的成长性逐步消失；但放松管制将推动创新快速推进，而后者也将成为引领市场和行业新一轮成长的引擎。具体而言，市场结构创新、金融产品创新、业务模式创新，不仅将助推证券公司业务规模的快速增长，而且将带来证券行业盈利模式的根本性变革。

图 3 证券行业发展的三因素模型



数据来源：国泰君安证券研究

图 4 创新业务将是证券行业成长的助推剂——美国的借鉴



数据来源：国泰君安证券研究

我国推进资本市场发展的政策指向已日益明确。今年3月份通过的“十二五”规划草案纲要明确指出，“继续鼓励金融创新，显著提高直接融资比重”，“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”。提高直接融资比例带来市场规模的扩张；市场结构升级和管制放松将加速市场创新、金融工具创新和业务模式创新，这也是行业成长的最大催化剂。这也意味着，未来5年，在推进资本市场发展战略指引下，我国证券行业将有望步入创新驱动的快速成长阶段。

3. 传统业务转型：步伐将好于预期

3.1. 2011年：转型特征依然明显

一如我们系列策略报告中所预期，2010年，证券行业的转型特征已十分明显，这表现为：一方面，主要传统业务的业务量同比虽均有增长，但佣金率快速下滑、同时业务及管理费率显著上升，导致增量难增利；另一方面，创新业务已经陆续放开，证券公司也普遍加大了对新业务的投入，但新业务的培育需要周期，短时间内难以有效贡献业绩。这两大因素叠加在一起，直接导致了行业业绩的快速下滑。

我们认为，对于依靠通道和行政垄断而获取超额利润的经纪等传统业务，尽管随着经济发展和市场扩张，规模有可能继续增长，但业务门槛的放松将导致竞争日趋激烈，费率持续下行以及毛利持续走低不可避免。而同时，为在激烈竞争中为获取竞争优势、或者提升盈利能力而做出的投入也越来越大。这些都将成为证券公司转型期的常态，并将持续相当长一段时间。在这期间，行业业绩将难言增长。

从2011年上半年的管制及市场变化来看，这种转型期的特征依然十分明显，由于佣金率同比基数高，半年度业绩仍将面临下滑风险；但管理层规范竞争的力度、以及推进多层次市场建设的力度都超出预期，这也意味着2011年证券公司的转型步伐应好于预期，证券行业也有望从2010年的谷底开始逐步恢复。

3.2. 经纪业务：规范竞争，佣金率企稳超乎预期

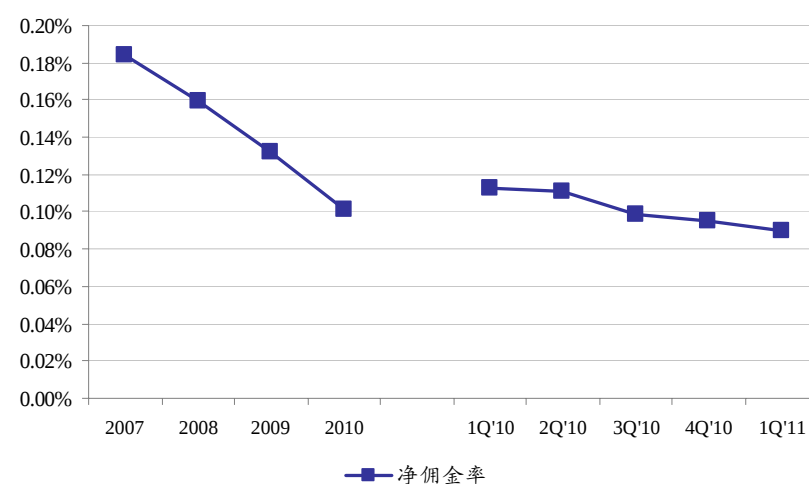
为规范竞争，去年4季度，中国证券业协会出台了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》并于2011年1月开始实施，而后，地方证券业协会积极跟进、并有多地区规定了佣金下限。对于违规者，将采取监管谈话、通报批评甚至更为严厉的监管措施，监管力度超出预期。

从实施效果来看，今年以来，典型证券公司的月度佣金率环比已企稳。从季度数据来看，上市证券公司1季度平均佣金率为0.089%，环比降低近3%，降幅已趋缓，尽管由于基数高，较2010年全年平均仍下降12%，但无疑，佣金率竞争最坏的时候已经过去。我们认为，佣金率的企稳，除得益于佣金自律的政策环境外，营业部设立放缓的市场环境以及券商

不再将份额而是将收入作为营业部考核依据的经营环境也起着不可或缺的作用。

中长期来看，行政管制带来的佣金价格企稳并不一定牢靠，随着网点设立的逐步市场化，佣金率后向下的概率仍较大。但可以肯定的是，2009年以来佣金率加速下滑的态势已不再；而短期来看，基于佣金自律的可持续性、以及券商佣金率已快速接近成本佣金率的判断，我们认为佣金率继续企稳是可以期待的。另一方面，证券公司目前已开始尝试的差异化竞争若能够显现成效，也将对佣金率有着较强的支撑。

图 5 上市券商 1 季报股票佣金率变化



数据来源：国泰君安证券研究

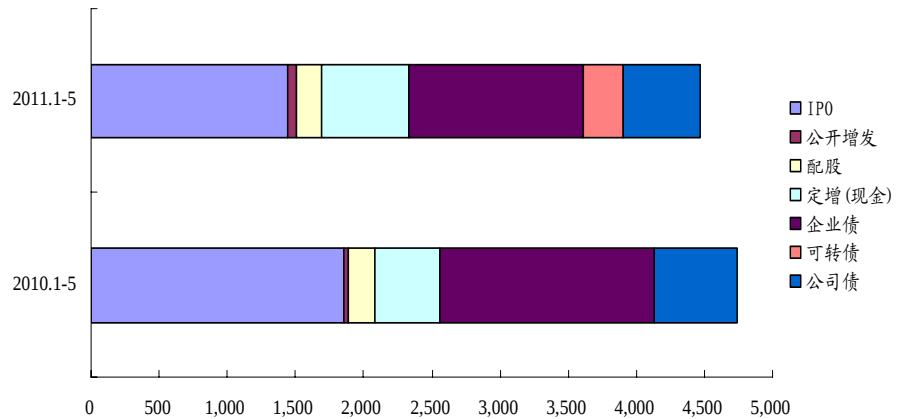
3.3. 承销业务：再融资和债券支撑增长

承销业务是 2010 年证券行业最大的亮点，得益于中小企业的快速发行以及资金超募，股票承销业务价量双升，推动承销净收入同比增长 180%。2011 年承销业务量继续呈现快速增长势头。首先，IPO 节奏有增无减，但由于超募规模萎缩，前 5 个月 IPO 同比下降 6%。其次，定向增发和公司债等再融资方式的运用更为频繁，使得前 5 个月证券市场融资总额仍达到 4467 亿元，同比增长 2.2%。

全年来看，承销业务的持续增长应无悬念。首先，2010 年股票融资额虽创出历史新高，但股票融资/GDP 为 2.25%、距 2007 年的 3.17%仍有差距；其次，2011 年的全国证券期货监管工作会议已将“显著提高直接融资比重”作为今年的工作的重中之重。为确保这一目标的实施，股票发行节奏只快不慢。其中，尤其是公司债市场，作为“提高直接融资的关键”，已得到管理层更多的眷顾，并被列入今年的一项重点工作。为推动债券融资，上半年，证监会已从多个方面简化公司债审核程序，并拟定了简化公司债审核的制度安排。前 5 个月，公司债和可转债发行达 859 亿元，同比增长 41%。公司债有望继续快速增长。

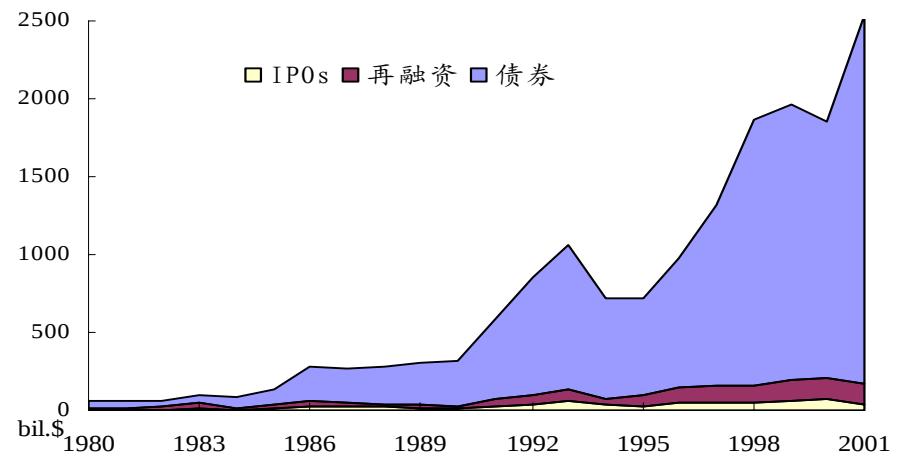
从美国经验来看，在承销业务结构中，已经形成了债券融资>股票融资；股票再融资>股票 IPO 的发展趋势。公司债市场的快速发展也切合了我国证券业转型的大方向。这也可能使得行业转型步伐超出预期。

图 6 2011 年定增和公司债仍能推动承销额快速增长(1-5 月)



数据来源：国泰君安证券研究

图 7 美国市场：债券承销规模远超股票



数据来源：国泰君安证券研究

4. 新业务：由转型到成长，拐点隐现

4.1. 政策拐点已至

今年初召开的中国证券期货监管工作会议，将“加快建设多层次资本市场体系，扩大直接融资”、“深入推进市场创新，增强市场发展活力”，并将新三板扩容、融资融券转融通和推进国际板建设作为今年的三大任务，发出了推动创新的明确信号。

梳理本次监管会议上明确的政策目标，今年以来，尽管进度各有参差，但均已开始逐步落实。如债券发行监管改革、加强市场化并购重组制度建设、推进商品期货上市等都已取得阶段性成果。作为 2011 年重点推进的工作，新三板、转融通和国际板三大创新虽未能在上半年推出，但其准备已然成熟。相比于其他政策目标而言，这三大创新牵涉面更广，特别是对市场的影响比较复杂，这也是上半年迟迟未能推出的主要原因。但我们认为，既然三大创新是今年既定的政策目标，在技术准备已充分的情况下，年内就没有不推出的理由，所等待者，无非是市场的变化而已。从目前的市场趋势来判断，3 季度应是推出的绝佳的一个时间窗口。

时至今日，监管层对创新业务的政策取向大致经历了三个阶段，即：对业务的全面规范→新业务在规范基础上的逐步试点→全面试点阶段。2010年在推出融资融券和股指期货之后，证券公司的创新业务进入全面试点的阶段。而今年，融资融券常规化、集合理财备案制若能如期推出，则标志着创新业务将开始由全面试点到全面常规化的迈进，这也意味着创新政策将进入拐点。

表 1 年初政策目标及其实施情况

领域	主要的政策目标	后续政策跟进	创新的实际进展
OTC	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	2011.2，民建中央建议，尽快启动新三板的扩容进程； 2011.3，尚福林表示，相关制度安排已基本到位，但还有些技术细节要继续努力。目前并无具体时间表，等到条件具备的时候就会择机推出。 2011.5，媒体报道，监管部门通过部际会议等方式，对新三板扩容方案的六大关键政策进行协调和论证，目前已进一步达成共识，正在进入会签程序。 2011.6，国务院发布《国务院批转发展改革委关于 2011 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》提出，推进场外交易市场建设，研究建立国际板市场，进一步完善多层次资本市场体系。	挂牌公司和主办券商的扩容悄然展开。挂牌企业由年初的 81 家增加到 90 家；主办券商则由 44 家扩容到 49 家。
融资融券	稳步发展融资融券业务，逐步将融资融券转为证券公司常规业务，推出转融通业务。	2011.3，上交所有关人士表示，转融通机制年内可推出，但目前没有时间表。	年前，中登公司将《融资融券试点登记结算业务实施细则（修订稿）》名称及相关条款中的“试点”字样全部删除 5 月份，12 只 ETF 获批纳入融资融券标的
期货	推进条件具备的商品期货上市，稳妥推进期货品种和业务创新。		证监会先后批准铅期货和焦炭期货分别在上海期交所和大连期交所上市
国际板	研究制定国际板制度规则，全面做好有关技术准备，推进国际板建设。	2011.5，尚福林在陆家嘴论坛上表示，国际板已越来越接近； 2011.6.3，（同上）国务院提出，研究建立国际板市场，进一步完善多层次资本市场体系； 2011.6.6，上海副市长屠光绍指出，国际板所有条件基本准备到位，已明确表达在国际板挂牌意愿的企业超 60 家。 2011.6.9，发改委官员表示，国际板年内在沪择机推出	
小 QFII	深入推进证券公司、基金公司香港子公司小 QFII 试点。	2011.5，证监会官员表示，小 QFII 投资办法已基本形成，相关配套措施已初步完成，希望能尽快推行。 2011.6，港交所总裁表示，小 QFII 定会实施，但规模不是重点。人证港币交易通将于 9 月底基本完成 2011.6，已有约 10 家中资金融机构向香港银行及券商提交“小 QFII”基金产品数据	

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 新业务全面铺开，发展拐点可期

如前所述，自 2006 年资产管理业务开始试点至今，各项主要的创新业务均已先后开始试点。以资产管理为代表的这些业务经过多年的试点，风控完备、流程成熟，已经具备了由试点到常规化的条件，一旦管制放松，这些业务将进入加速发展的拐点。具体而言，资产管理、融资融券和直接投资将成为最先进入拐点的创新领域。下半年，资产管理将迎来

由审批制到备案制的突破性转变；融资融券，门槛降低和转融通推出将使得业务进入加速增长的拐点。

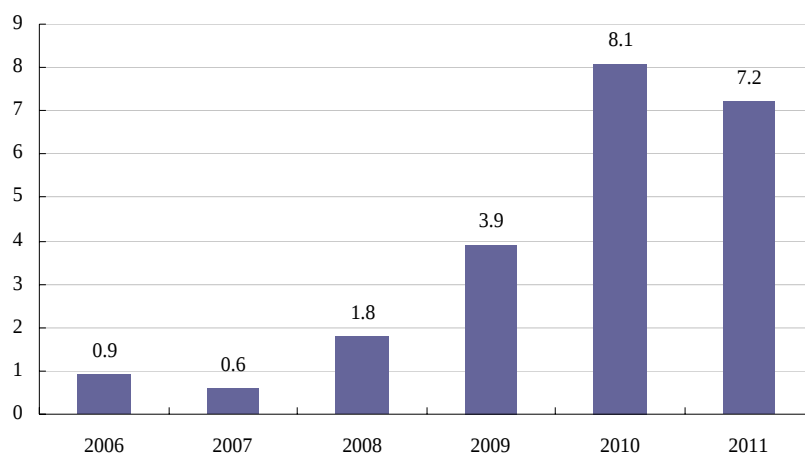
表 2 2010 年创新业务已经全面铺开

业务	试点时间	进展情况	拐点的触发事件及时间判断
资产管理	2006	资产管理业务已常规化，共 50 家券商发行集合理财产品。截至到 5 月份，存续集合理财产品 200 只，总计规模 1537 亿元。2010 年，银行间市场券商资产管理业务收入 22 亿元，营业净收入占比为 1.1%，收入同比增长 37%，但占比 1.1%基本持平。	申报由审批制改为备案制 2011 年年中
融资融券	2010.3	共有三批共 25 家券商获得融资融券试点资格，券商和营业部数量占比分别为 23.6%和 53%，可投入的额度至少在 800 亿元。到 5 月末，融资融券余额 253 亿元、为流通市值的 0.13%；年度累计交易额 1081 亿元、交易额占比为 0.51%	融资融券标的股票池扩充及投资者准入门槛降低； 转融通制度推出。 2011 年第 3 季度
股指期货	2010.4	主要券商均控股期货公司，券商系期货公司在股指期货中独占鳌头。今年以来交易额累积 17 万亿元，为同期 A 股交易额的 82%。对佣金收入贡献在 5%-10%；主要券商开始运用期货工具进行套保等操作，自营盈利模式有望改善	新的金融期货品种推出上市； 估计最早要等到明后年
直接投资	2007.9	共有 29 家券商获得直投业务资格，注册资本合计超过 150 亿元。按照 15%的净资本上限计，可投入资本 350 亿元。中信、海通、广发等直投业务已初具规模。	差异化较大，视各公司项目投入情况而定
国际业务	2005	共有 15 家券商获得香港业务资格，今年以来呈明显加速态势	

数据来源：国泰君安证券研究

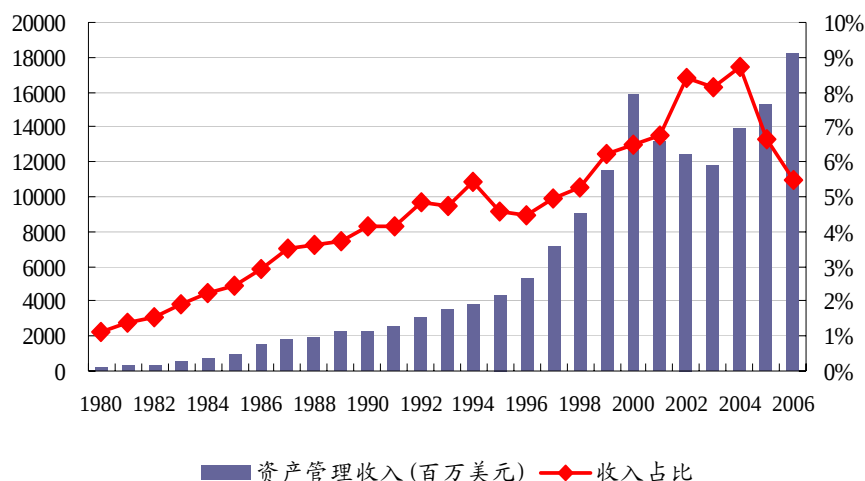
资产管理：备案制推动业务发展进入拐点。美国投行资产管理近 30 年的复合增速达到 20%，收入占比达到 5%-10%。而我国资产管理虽于 2006 年就开始试点，但到 5 月末，券商集合理财产品数仅 225 只、资产管理规模也仅 1537 亿元，仅分别及公募基金和信托规模的 6.3%和 5.1%，在券商的收入中占比约 1%。规模偏小，我们认为这是监管过严使然。随着业务模式的成熟，管理层已开始放松管制，如 2010 年来松绑了产品审批流程、加快了审批速度，集合理财产品发行速度明显加快，发行规模迅速提升。今年，管理层进一步酝酿将产品的审批制改为备案制，并已于年初开始征求意见，年内有望实施。这将从根本上推动资产管理业务进入加速发展的拐点，复制美国同行的速度成为可能。

图 8 2010 年来集合理财产品月均发行产品数量迅速增长



数据来源：国泰君安证券研究

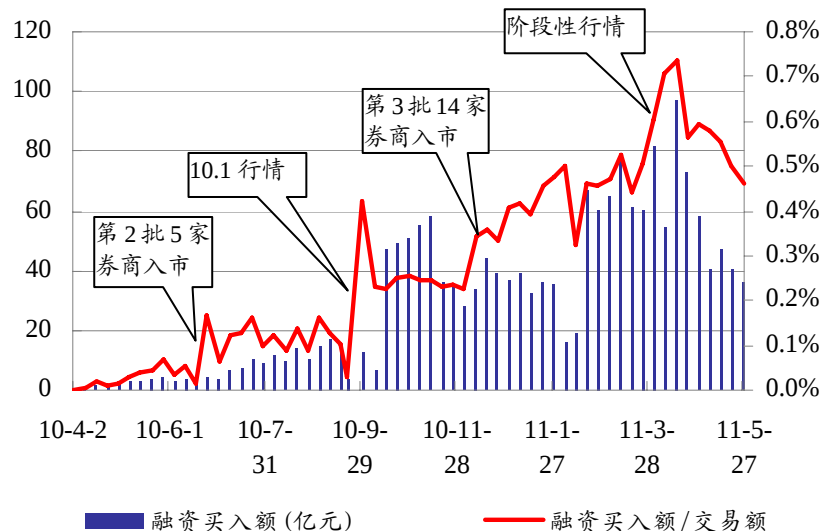
图 9 美国投行资产管理业务迅速发展(1980-2006)



数据来源：SIMFA，国泰君安证券研究

融资融券：常规化和转融通推动双向扩容，规模化拐点将现。融资融券试点已试点 1 年有余，但余额及交易额占比分别仅为 0.13% 和 0.51%，这主要是准入门槛高和缺乏转融通使然。尤其是标的券只有 90 只、仅为 A 股数量的 4.1%，这极大限制了融资融券业务的开展。管制放松是下一步发展的必然。基于此，证监会已将常规化和转融通作为今年的工作重点之一，技术准备也已经成熟，下半年推进应无悬念。5 月份，将 ETF 纳入标的股票池，也意味着标的券的扩容之旅已开启。这必然意味着标的券、投资者及券商门槛的全面降低，以及资券来源的快速扩大，将从供需两方面推动融资融券业务的发展。尤其是转融通一旦推出，不仅将成为融资融券业务规模化的拐点，而且意味着**券商可以使用杠杆，这对行业具有革命性的意义**。就 25 家试点券商来看，其潜在融资融券额度约 900 亿元，如全部用满，带来的净收入可达 100 亿元、贡献度超过 5%；而引入转融通机制，则 50% 的杠杆对应的净收入贡献度可望提升至 8% 甚至更高，规模化效应十分明显。我们进一步预期，若顺利的话，未来 3-5 年融资融券对证券业净收入的贡献将达到 10%-15%。

图 10 市场变化和门槛降低是推进融资融券规模化的两大动力



数据来源：国泰君安证券研究

表 3 常规化之后融资融券的潜在规模和收益贡献巨大

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
净资本(亿元)	2,934	3,227	4,100	4,510	4,961	5,457
融资融券规模/净资本	4.4%	13%	20%	30%	40%	50%
融资融券余额(亿元)	128	420	820	1,353	1,984	2,729
融资融券净收入(百万元)	979	4,468	10,057	18,449	29,621	43,897
净收入/营业净收入	0.7%	2.8%	5.5%	8.8%	12.3%	15.8%
其中:利息收入(百万元)	366	2,353	5,330	9,344	14,351	20,266
融资利息率	7.65%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%
融券利息率	10.65%	11.60%	11.60%	11.60%	11.60%	11.60%
增量手续费(百万元)	613	2,014	3,936	6,494	9,525	13,097
换手率	12	12	12	12	12	12
佣金率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
交易额(亿元)	3,065	10,068	19,680	32,472	47,626	65,485
杠杆收入(百万元)		101	791	2,611	5,745	10,534
杠杆率		5%	20%	40%	60%	80%
利差		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

数据来源: 国泰君安证券研究

直投业务: 领先券商进入拐点。由于准入门槛高、综合实力差异较大, 券商直投业务发展状况参差不齐。但中信、海通和广发等领先券商业务开展早, 已形成多元化业务平台和规模化项目投入。而创业板的顺利推出和成功运行, 也使得直投项目有了最佳的退出平台, 由此, 领先券商的直投业务开始陆续进入收获期。借助于退出所获投资收益的再投入, 领先券商的直投业务已经实现了“投入→退出→再投入”的良性循环, 加速发展可期。

表 4 主要上市券商直投业务开始进入拐点

持股公司	投资对象	代码	投入时间	持股数 (万股)	投资成本 (万元)	预期收益(万元,E)			上市时间
						承销	直投	小计	
中信证券						39,127	201,243	240,370	
金石公司	神州泰岳	300002	2009.5.18	525	2,772	12,096	13,157	25,253	2012-10-30
金石公司	机器人	300024	2008.6.3	704	2,560	3,000	13,787	16,787	2010-10-30
金石公司	昊华能源	601101	2007.12.17	2,400	15,120	4,000	133,656	137,656	2011-03-31
金石公司	天顺风能	002531	2009.12.29	300	2,001	5,600	3,813	9,413	2011-12-31
金石公司	东软载波	300183	2009.12.11	300	2000	5,699	10,933	16,632	2014-02-22
中信创投	威创股份	002308	2007.8.28	1,604	2,941	5,592	14,895	20,487	2010-11-27
中信创投	理工监测	002322	2007.6.26	250	625	3,140	11,003	14,142	2010-12-18
海通证券					25,243	10,731	55,962	66,693	
中比基金	中元华电	300018	2009.1.22	730	2,363	2,931	865	3,796	2010-10-30
中比基金	长信科技	300088	2007	1,500			5,819	5,819	2011-05-26
中比基金	海源机械	002529	2007.12.10	1,241	5,000		1,628	1,628	2011-12-24
中比基金	东光微电	002504	2005.12.12	2,041	4,000		3,833	3,833	2013-11-18
中比基金	赣锋锂业	002460	2007.12.18	750	750		1,931	1,931	2011-08-10
中比基金	百川股份	002455	2007.7.28	700	4,001		684	684	2011-08-03
中比基金	双箭股份	002381	2007.10.25	800	2,880		1,109	1,109	2011-04-02

中比基金	金风科技	002202	2005	16,128		4,800	25,353	30,153	2010-12-26
海通开元	银江股份	300020	2009.3.28	300	750	3000	3,000	6,000	2010-10-30
海通开元	东方财富	300059	2009.7.22	500	5,500		11,740	11,740	2011-03-19
广发证券					7,448	9,349	32,270	41,619	
广发信德	华仁药业	300110	2009.8.25	1,000	3200	2,258	10,840	13,098	2011-08-25
广发信德	青龙管业	002457	2009.3.12	100	400	1,320	1,445	2,765	2011-08-03
广发信德	纳川股份	300198	2009.8.12	400	1548	3,452	9,064	12,516	2012-04-07
广发信德	安居宝	300155	2009.12.7	100	800		441	441	2014-01-07
广发信德	天广消防	002509	2009.7.24	500	1500	2,319	10,480	12,799	2011-11-23

数据来源：国泰君安证券研究。其中，中比基金投资按照 10% 计算

新三板&国际板：多层次资本市场体系建设面临拐点。具备完善的多层次市场体系是资本市场成熟的重要标志。在中小板和创业板成功推出之后，新三板和国际板的建设已成为资本市场下一步建设的重点。按照近日国务院的指示，“推进场外交易市场建设，研究建立国际板市场”，这意味着新三板的扩容和国际板推出应没有悬念。

新三板：下半年扩容和制度建设将同时展开。最终的挂牌企业数量将可能达 5000 家、是现有股票市场的 2-3 倍。但短期看仍然是“先试点后铺开”。按首批可能选择 10-15 家园区试点、10% 的挂牌率测算，未来 1-2 年内挂牌企业数量将达 500-800 家、为现有挂牌企业数量的 6-10 倍。来自新三板净收入对证券业的贡献约 1%；但未来 3 年内，新三板市值和交易额将均达到 5000 亿元的量级。由此带来的增量收入可达 170 亿元左右、贡献度约在 6% 左右，将成为证券公司的重要收入来源。

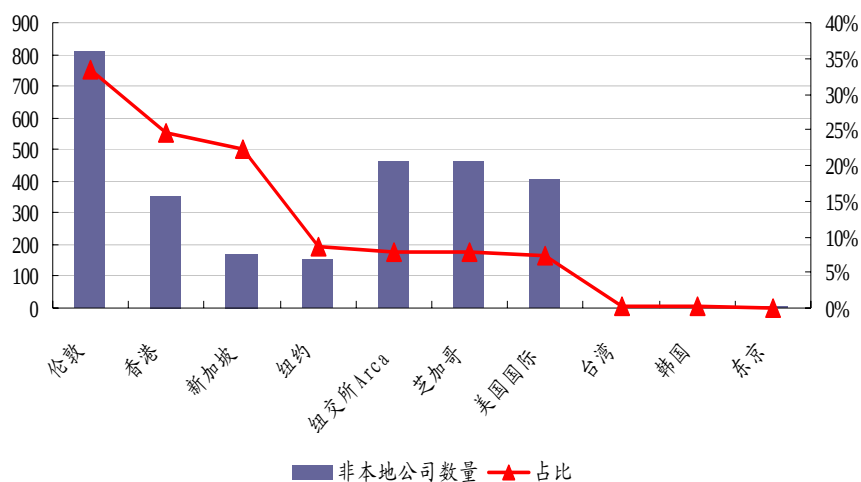
表 5 新三板 3 年内可望成长为券商的重要收入来源

(单位：百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
挂牌相关收入	0.41	2.55	10.54	39.05
定向增资收入	0.18	0.89	3.73	13.94
转板承销费	0.49	2.22	6.21	17.39
交易佣金收入	0.03	0.83	3.51	11.78
做市商价差收入	0	2	16	88
新三板收入合计	1.10	8.22	39.57	170.49
收入贡献度	0.06%	0.37%	1.57%	5.87%

数据来源：国泰君安证券研究

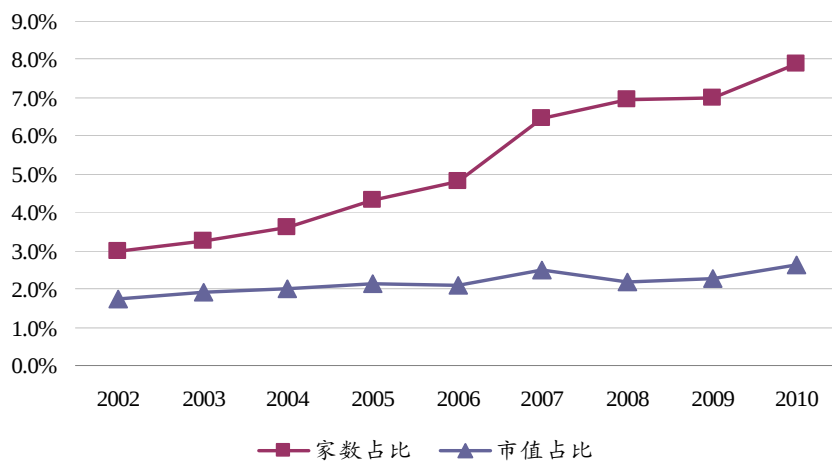
国际板。国际板的所有准备已基本到位，管理层对其舆论导向也越来越密集。但考虑到其牵涉面更广，我们认为其推出应在 OTC 市场之后，但同样会采取循序渐进的策略。境外市场外国上市公司数量参差不齐，参照美国的情况，应在 10%、也即 200 家左右。按照 30 家/年的发行频率计算，约在 5 年后达到稳定规模。则届时国际板给行业带来 4%-5% 的收入贡献。

图 11 境外市场外国上市公司数量差异较大



数据来源：国泰君安证券研究

图 12 纽交所外国上市公司数量及市值变化



数据来源：国泰君安证券研究

表 6 国际板给证券业带来的收入贡献测算

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
国际板净收入(亿元)	29	53	80	99	119	140
收入占比	1.93%	3.19%	4.41%	4.99%	5.44%	5.80%
其中:承销业务收入	20	32	45	49	54	59
筹资额	700	1,120	1,540	1,694	1,863	2,050
IPO 频率(家/年)	14	22	31	34	37	41
发行规模/家	50	50	50	50	50	50
承销费率	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
经纪佣金净收入	9	20	35	50	65	80
交易额(亿元)	4,760	12,376	22,848	34,367	47,038	60,977
上市公司家数	14	36	67	101	138	179
市值(亿元)	1,904	4,950	9,139	13,747	18,815	24,391
换手率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
佣金率	0.090%	0.081%	0.077%	0.073%	0.069%	0.066%

数据来源：国泰君安证券研究

4.3. 业绩拐点尚需等待

我们对于创新业务拐点的顺序判断是，首先是政策拐点，其次是业务发展的拐点，最后是券商业绩的拐点。2011年，创新业务已进入政策拐点；资产管理、融资融券将进入业务发展的拐点，部分券商的直投业务也将进入拐点；但券商业绩的拐点尚待积累。由于管理层对新业务仍以循序渐进为政策取向，同时，各业务规模化的拐点并不一致，这注定了业绩规模化拐点需要等待。如表7所示，大券商扣除基金管理之外的新业务净利润占比均在5%-10%之间，对业绩的影响尚有限。我们判断，这一拐点的出现仍需要2-3年的时间。

表7 上市券商创新业务发展情况（2010）

		中信	海通	广发	华泰	招商	光大
资产管理	规模(亿元)	442	97	51	97	93	100
	净收入(百万元)	181	18	85	128	76	193
基金管理	权益规模(亿元)	2,248	412	864	617	717	473
	净收入(百万元)	3,408	696				468
	投资收益(百万元)	1,006	81	525	262	365	74
融资融券	余额(亿元)	15.6	20.9	10.6	8.65	14.69	10.3
	利息收入(百万元)	45	37	25	8	22	30
直接投资	注册资本(亿元)		30	13	5	5	20
	已投项目数	35		27	4	6	5
	投资规模(亿元)	21		8.23	1	1.8	5.11
	净收入(百万元)	582	106	5	2	16	
	净利润(百万元)	414	61	117	-5	6	39
	上市数	5	2	3	1	0	0
产业基金	注册资本(亿元)	18	0.2				
	净收入(百万元)	237	98				
	净利润(百万元)	45	40				
香港业务	注册资本(mil.hk\$)	37	40	2.3	3	8	2
	净收入(mil.hk\$)	186	848	43	42	400	
	净利润(mil.hk\$)	141	183	1.3	3	168	0
股指期货	注册资本(亿元)	3	5	4	6	3	3.5
	净收入(百万元)	150	264	291	268	94	
	净利润(百万元)	43	51	93	80	42	34
衍生金融工具投资收益(百万元)		730	77	163	160	n.a.	-13
合计	净收入(百万元)	6,140	2,186	1,030	873	987	566
	贡献度	22.1%	22.4%	10.1%	9.8%	15%	11.2%
	净利润(百万元)	1,819	586	743	533	666	463
	贡献度	26.1%	15.9%	18.5%	15.6%	20.6%	21.0%
	贡献度(扣除基金)	11.7%	11.0%	5.4%	7.9%	9.3%	9.8%

数据来源：国泰君安证券研究。收入和利润单位为百万元；规模为亿元。

5. 投资策略：把握拐点期的阶段性机会

5.1. 业绩存下调风险，但交易额和估值已见底

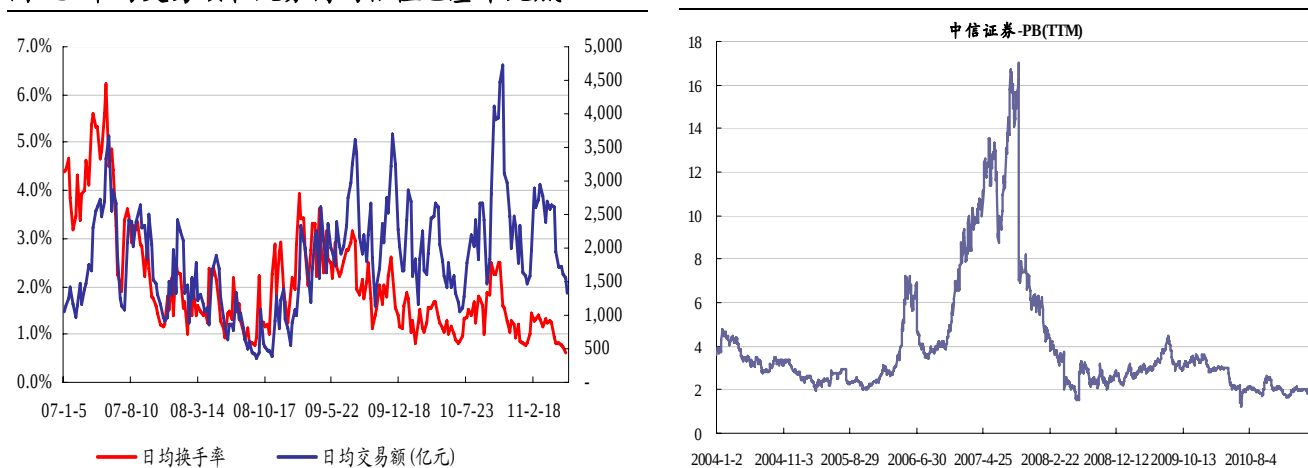
如前文，虽然新业务的政策拐点已现，但业绩拐点尚需等待；同时，传统业务面临转型的压力，尤其是经纪业务业绩下降压力较大。

经纪业务将面临量价双降的风险。今年以来虽然月度佣金率降幅趋缓甚至企稳，但基数高企，按照目前的佣金率绝对水平，年内佣金率同比降幅应在 10%-15% 之间；而今年 1-5 月份日均交易额为 2198 亿元、已较 2010 年年均低 3.8%，若市场继续低迷的话，经纪业务将低于预期。

承销业务稳中有升。2011 年新股发行节奏不减，发行费率也有增无减，尽管由于市场下行可能导致超募资金减少，但再融资和债券发行将会有显著增长，这也是今年以来股债承销额均有增长的主要原因。在管理层屡次强调要显著提升直接融资规模，特别是公司债规模的政策背景下。我们判断，承销业务今年仍将是一个明确的业绩增长点。

交易额和估值已经见底。从近几周的日均换手率已经到了 0.6%-0.7%，为近 4 年来的新低，这也意味着交易量已经到底；而中信证券/海通证券等 PB 也已处于历史底部。基于以上两点，我们判断，尽管行业业绩可能低于预期，但证券公司的估值已经具备较高的安全边际。

图 13 市场交易额和大券商的估值已基本见底



数据来源：国泰君安证券研究

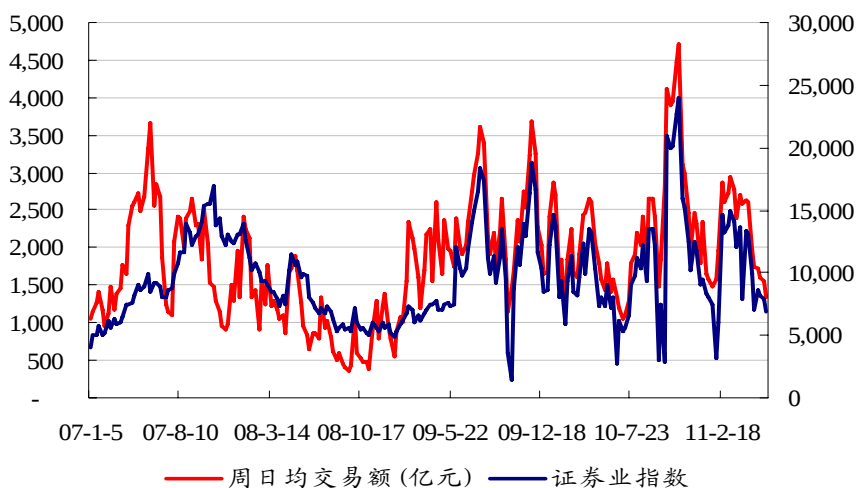
5.2. 把握拐点期的阶段性机会

从历史看，券商股行情基本同步于市场，我们认为，对于券商股的最优投资策略就是在底部买入等待弹性显现。目前市场交易额已处于底部区域，券商 PB 已处于历史低位，券商股已具备较高的安全边际，投资价值已经显现。我们继续维持对整个行业的增持评级。

那么弹性何时显现？我们判断，下半年的弹性可望在两个方面显现出来：

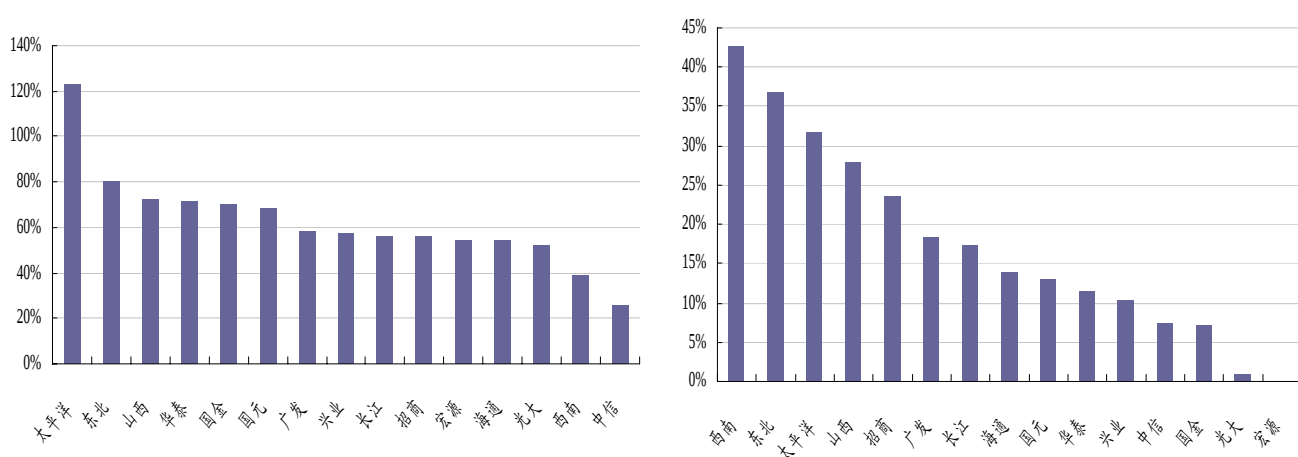
首先是市场弹性。高度依赖于经纪和自营，使得券商对市场交易额和指数的弹性永远是投资的主题。从对交易额的弹性来看（经纪利润/利润总额），我们认为东北和华泰是交易额弹性较好的标的；对指数弹性来看，西南和东北最大，这也是这两家公司 5 月份大幅亏损的主要原因。

图 14 证券行业指数与交易额高度相关



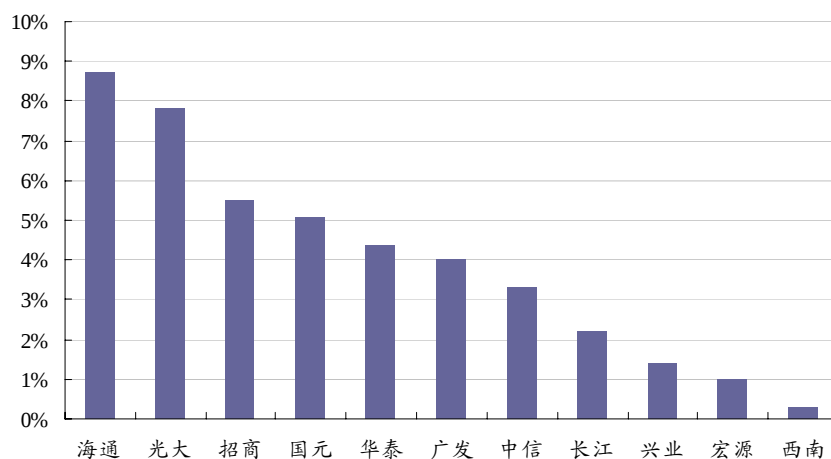
数据来源：国泰君安证券研究

图 15 上市券商对交易额和市场指数的弹性比较



其次是新业务的弹性。大券商资本充足、业务起步早、规模化，将更大程度的收益于市场结构层次的完善（新三板/国际板）以及新业务的松绑（融资融券/资产管理），这些创新在下半年已面临推出的绝佳窗口，推出应是大概率事件。以融资融券为例，弹性居前的为海通和光大。

图 16 上市券商对融资融券的弹性比较



5.3. 重点公司推荐

辽宁成大：目前股价仅包含了对广发和成大生物的预期，尚未开始反映油业务的预期，安全边际高。年内桦甸项目正式投产、新疆项目开工预期明确，油业务将增厚估值9元/股。3季度，油业务预期将逐步反映在股价中。关注油业务的事件驱动。

中信证券：子公司股权转让将尘埃落定，新业务全面领先，以直投业务为代表的新业务已进入拐点，将是新业务松绑的最大受益者。估值已处于历史低位。关注新业务松绑对股价的驱动。

宏源证券：注册地在新疆，但大股东是中国建投，定位独特。未来的发展将双重受益于区域优势和股东背景。机制到位，经营稳健，PE估值有优势。增发提升竞争力。关注增发进程。

吉林敖东：具备券商股和“人工肝”的双重弹性，主业持续增长，人工肝项目、人参项目和大高酵素项目等前景可观，铁矿即将正式投产。关注人工肝项目的获批进程。

广发证券：估值已具备安全边际，经纪份额持续提升，新业务成长潜力大。自年初三新业务解禁以来，资产管理规模迅速提升，直投、期货和融资融券等也居行业前列。增发将提升竞争力。

表8 上市券商盈利预测及估值

上市公司	年涨幅	EPS			PE			PB	市值	评级
		2010	2011	2012	2010	2011	2012			
吉林敖东	4%	2.16	2.08	2.76	14	14	11	2.29	202	增持
西南证券	2%	0.35	0.40	0.47	34	30	25	2.41	276	中性
中信证券	-1%	1.14	0.74	0.83	11	17	15	1.85	1,241	增持
宏源证券	-4%	0.89	0.94	1.08	18	17	15	3.04	232	增持
光大证券	-5%	0.64	0.69	0.85	21	20	16	2.37	469	谨慎增持
国金证券	-6%	0.44	0.57	0.66	31	24	21	4.35	138	中性
兴业证券	-7%	0.36	0.37	0.45	42	40	33	3.86	332	中性
招商证券	-7%	0.90	0.99	1.14	20	18	15	2.55	633	谨慎增持
国元证券	-7%	0.47	0.51	0.62	24	22	18	1.48	218	增持
海通证券	-9%	0.45	0.49	0.58	19	18	15	1.57	718	增持
长江证券	-11%	0.52	0.52	0.62	19	19	16	1.93	238	中性
华泰证券	-12%	0.61	0.66	0.75	20	18	16	2.01	675	谨慎增持
辽宁成大	-13%	1.37	1.63	2.05	19	16	13	3.07	240	增持
东北证券	-19%	0.82	0.98	1.21	22	18	15	3.38	115	谨慎增持
山西证券	-27%	0.21	0.25	0.29	43	36	31	3.43	214	中性
广发证券	-39%	1.61	1.67	2.04	20	19	16	4.08	815	增持

数据来源：国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		