

信贷紧缩推动多元化金融发展

报告要点

■ 信贷紧缩下多元金融板块表现分化

2011 年初以来信贷紧缩环境的持续给多元金融板块带来了不同影响：信托租赁股受益于信贷紧缩，而证券股则会产生波段效益。具体而言，信贷总量限制极大地促生了对银行以外融资渠道的资金需求，在信托与租赁规模扩张的同时，其利差空间随之扩大，从而使信托租赁业持续繁荣；而信贷紧缩初期二级市场下跌，成交量下滑，严重影响了券商自营与经纪业务，但信贷紧缩的阶段性放松预期，又使市场存在阶段性机会，成交量触底回升。

■ 利差空间扩大持续利好信托租赁业

2011 年以来，受净资本管理办法和房地产信托窗口指导政策影响，信托公司新发产品规模及增速有所放缓，但由于信贷紧缩下利差持续扩大，导致信托公司业绩同比仍实现较快增长：据信托业协会数据，2011 年一季度信托公司共实现收入 70.67 亿元，同比增长 82.14%，实现利润总额 47.19 亿元，同比增长 80.80%，预计信托及租赁行业全年可实现 30%-40% 的业绩增速。

■ 成交量回暖，券商业绩预期提升

成交量是影响券商业绩和股价的核心因素：在佣金费率逐渐企稳的背景下，经纪业务依赖于成交量，自营业务也需要在良好的市场热度下才能获得绝对收益；投行及资管业务持续景气与增长也需要二级市场成交量为支撑。

上半年成交量相对低迷，我们预计上市券商中报业绩小幅下降约 3%-5%；而随着换手率上升和成交量回暖，以及券商经营指标改善和创新业务加速增长，在 2011 年成交量有望同比增长 8.7%，上市券商业绩同比略整 0.5%。

■ 信贷紧缩大环境下寻找兼具弹性与成长优势标的

我们认为：今年以来券商、信托和租赁等多元金融股的表现虽然略逊于大盘，但已优于多数行业指数，前期已基本企稳，近期将在券商股的带动下进入超跌反弹的阶段。

再次我们建议：择机增持兼具估值优势和成长性的**中信证券**、**宏源证券**，并可阶段性配置弹性较好的**广发证券**；在信托租赁板块，认为信贷紧缩并不会叫停地产信托，保障房信托项目也有望快速增长，租赁业资产规模持续扩大，因此持续看好**安信信托**、**经纬纺机**和**ST 汇通**，维持行业看好评级。此外，随着下半年 PE 机构减持力度的加大，在创投概念股中我们看好**钱江水利**、**大众公用**，预计其参股的 PE 机构对其业绩贡献率能提升 75% 以上。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
000562	宏源证券	推荐
600030	中信证券	推荐
000776	广发证券	谨慎推荐
000666	经纬纺机	推荐
000415	ST 汇通	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

宏源证券	10A	11E	12E
PE	18.51	18.60	17.10
PB	3.31	2.80	2.40

中信证券	10A	11E	12E
PE	11.32	12.70	14.90
PB	1.81	1.60	1.40

相关研究

《换手率与券商股投资相关性分析》2011-6-27

《多元金融 2011 年中期投资策略：信贷紧缩推动多元化金融发展》2011-6-24

《证券信托业 6 月报：持续紧缩政策制约成交量和信托业业绩》2011-6-10

分析师：

刘俊

(8627)65799532

liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208090171

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjif@cjsc.com.cn

正文目录

信贷紧缩下多元金融股表现突出	5
利差空间扩大持续利好信托租赁业	6
信托租赁受益信贷紧缩	6
信贷紧缩，物极必反	8
成交量回暖、券商业绩预期提升	9
成交量低预期下券商超跌反弹	9
预计上半年经纪业务收入同比下降 24%	12
部分券商佣金费率逐步企稳	13
投行业务持续景气	14
衍生收益占比提升平抑自营业绩波动	17
资产管理业务：发行规模及收入占比稳定	18
上市券商成本收入比从高位开始滑落	20
政策环境呵护，创新业务进入盈利快速增长期	21
融资融券：规模扩大同时业绩贡献凸显	21
股指期货：成交量与二级市场高度相关	22
直投业务：券商系直投子公司进入盈利期	23
信贷紧缩大环境下寻找兼具弹性与成长优势标的	24
成交量回升趋势中增持低估值、高弹性券商股	24
信贷紧缩的趋势不改，信托和租赁业仍将快速发展	27
创投概念股进入业绩回报期	29

图表目录

图 1: 券商与信托指数超大盘（沪深 300）表现	5
图 2: 2010 年至 2011 年 6 月底季度新发信托产品规模及数量	6
图 3: 2010 年至 2011 年一季度末季度新发信托规模及数量	6
图 4: 2010 年 5 月-2011 年 5 月固定收益信托产品收益情况	7
图 5: 2010 年至 2011 年一季度末信托公司业绩情况	7
图 6: 2011 年初至今 SHIBOR 及 LIBOR 走势	8
图 7: 2011 年 1-4 月房地产信托发行数量及同比	8
图 8: 2011 年 1-4 月房地产信托发行规模及同比	9
图 9: 2007 年至今年度股基成交量情况	9
图 10: 2010 年至今月度及月度日均股基交易额变动	10
图 11: 2011 年初至今上证综指和券商股指数较年初涨跌变化	10
图 12: 2011 年初至今沪深 300 日交易量及换手率变动情况	11
图 13: 2011 年 1-6 月股基成交额同比增长约 7%.....	12
图 14: 2011 年一季度上市券商佣金费率同比下滑 22%	12
图 15: 2011 年一季度上市券商佣金费率同比变动	13
图 16: 2011 年一季度上市券商佣金费率环比变动	13
图 17: 2011 年一季度末上市券商佣金费率情况	14
图 18: 2009 年至今季度股票发行情况	14
图 19: 2009 年以来股票、企业及公司债发行规模	15
图 20: 上市券商投行收入占比变动	15
图 21: 上市券商自营收入占比变动	18
图 22: 主要上市券商衍生投资收益及其占比	18
图 23: 2011 年初至今集合理财产品发行数及发行规模;	19
图 24: 上市券商资产管理收入占比变动	19
图 25: 上市券商整体成本收入变动情况	20
图 26: 2011 年一季度末上市券商成本收入比情况	20
图 27: 沪深两市融资融券余额变动及预测	21
图 28: 股指期货持仓量及成交额变动情况	23
图 29: 上市券商费用与营业收入和经纪收入的比值变化预测	25
图 30: 2011 年全年两市成交量预测	25
图 31: 2006-2010 年公司净利润变动及 2011 年业绩预测（单位：亿元）	28
图 32: 2009 年至 2011 年一季度 PE 基金募集资金总量的季度环比比较	29
图 33: 2009 年至 2011 年一季度 PE 基金投资总量的季度环比比较	29
表 1: 2011 年初至今主要市场指数、金融股指数、券商、信托及租赁个股涨跌幅	5
表 2: 2010 年金融系租赁公司资产及业绩增幅	7
表 3: 市场近期成交量及日均换手率筑底反弹情况	11
表 4: 2011 年 1-5 月上市券商股票发行明细（单位：亿元）	15
表 5: 2011 年 1-5 月上市券商企业债发行明细（单位：亿元）	16
表 6: 2011 年初至今上市券商股票发行情况一览	16

表 7: 2011 年初至今上市券商企业债发行排名	17
表 8: 2011 年初至今公司债发行规模排名	17
表 9: 2011 年 1-5 月上市券商资产管理产品发行明细 (单位: 亿份)	19
表 10: 2010 年上市券商融资融券利息收入及占利息收入比重	21
表 11: 截至 2011 年 5 月底上市券商深交所两融余额	22
表 12: 2011 年融资融券业务弹性测算 (基于 A 股市场股票成交额的计算)	22
表 13: 2010 年上市券商期货子公司净利润及其变动情况	23
表 14: 2011 年 1-6 月券商系直投子公司已上市项目一览	24
表 15: 主要上市券商直投业务隐含收益业绩贡献	24
表 16: 主要上市券商业绩下半年及 2012 年业绩预测	26
表 17: 成交量不同阶段经纪业务对业绩的影响	26
表 18: 综合弹性比较	27
表 19: 海航旗下关联租赁公司业务发展方向	28
表 20: 渤海租赁关联租赁公司一览	28
表 21: 截止 2011 年 3 月底天堂硅谷及其管理的基金未减持的已上市项目	30
表 22: 创投产业 2011 年为钱江水利的预计利润贡献	30
表 23: 钱江水利分部估值	31
表 24: 公司参股的创投公司 2008-2010 年的净利润贡献情况	31
表 25: 公司参股的深创投公司 2006-2010 年的每股收益贡献情况	31
表 26: 目前深创投持有的今年可出售的已上市项目	32
表 27: 兴烨创投投资项目的盈利情况	32
表 28: 大众公用分部估值	32
表 29: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	33

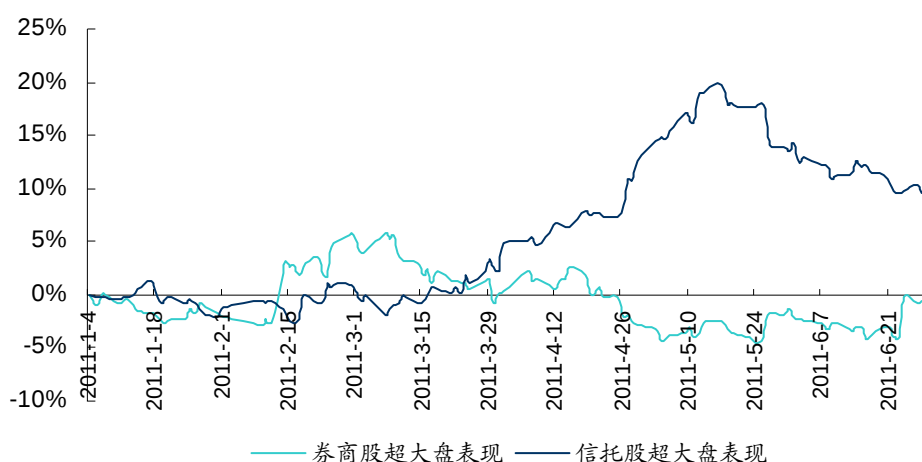
信贷紧缩下多元金融股表现突出

2011 年初以来信贷紧缩环境的持续给多元金融板块带来了不同影响：信托租赁股受益于信贷紧缩，而证券股则会产生波段效益。具体而言，信贷总量限制极大地促生了对银行以外融资渠道的资金需求，在信托与租赁规模扩张的同时，其利差空间随之扩大，从而使信托租赁业持续繁荣；另一方面，信贷紧缩导致二级市场下跌与成交量下滑，严重影响了券商自营与经纪业务但信贷紧缩的阶段性放松预期，又使市场存在阶段性机会，成交量触底回升。

信贷紧缩对二级市场和多元金融业影响突出表现在股价的变化上：截至 2011 年 6 月 30 日，上证综指较年初下跌 3.17%，中小板及创业板指数分别下跌 15.67%和 26.77%；在多元金融板块，受益于信贷紧缩的信托股指数较年初上涨 4.70%，而券商股指数较年初下跌 6.71%；

就个股表现来看：信托租赁板块，经纬纺机与 ST 汇通上半年分别增长 13.37%和 17.51%；而在券商板块，我们持续推荐的中信证券增长 5.15%，宏源证券则下降 1.51%，远低于行业平均降幅。

图 1：券商与信托指数超大盘（沪深 300）表现



资料来源：长江证券研究部

表 1：2011 年初至今主要市场指数、金融股指数、券商、信托及租赁个股涨跌幅

指数	涨跌幅	股票	涨跌幅	股票	涨跌幅
上证指数	-3.17%	中信	5.15%	国元	-6.35%
深证成指	-4.75%	华泰	-10.51%	东北	-10.08%
沪深 300	-4.56%	广发	-27.14%	国金	-2.09%
中小板指数	-15.67%	海通	-6.77%	西南	0.17%
创业板指数	-26.77%	招商	-4.67%	山西	-24.09%
银行	0.12%	光大	-7.07%	太平洋	-14.75%
保险	-15.31%	兴业	5.40%	经纬纺机	13.37%
信托	4.70%	长江	-6.99%	ST 汇通	17.51%
证券	-6.71%	宏源	-1.51%		

资料来源：长江证券研究部

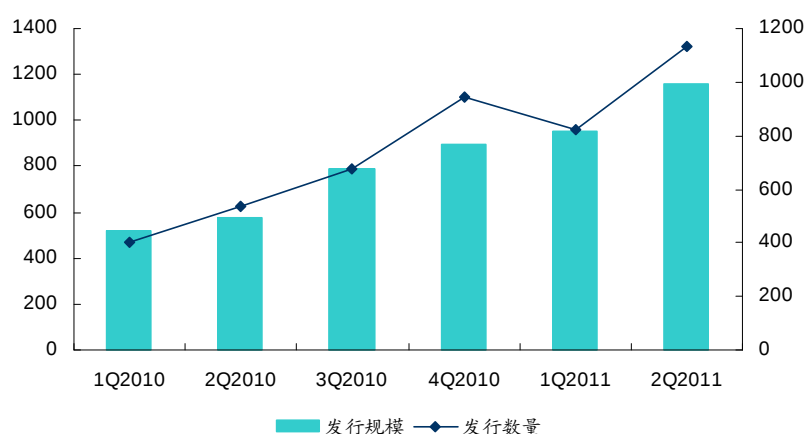
利差空间扩大持续利好信托租赁业

信托租赁受益信贷紧缩

信贷紧缩加大了对银行以外融资渠道的资金需求,从而导致去年下半年以来信托租赁规模增长,利差空间持续扩大:据信托业协会数据,2010 年信托公司共实现总收入 528.45 亿元,利润总额达 326.33 亿元;与此同时,主要金融系租赁公司 2010 年实现净利润合计 24.58 亿元,较上年增长 115.24%;

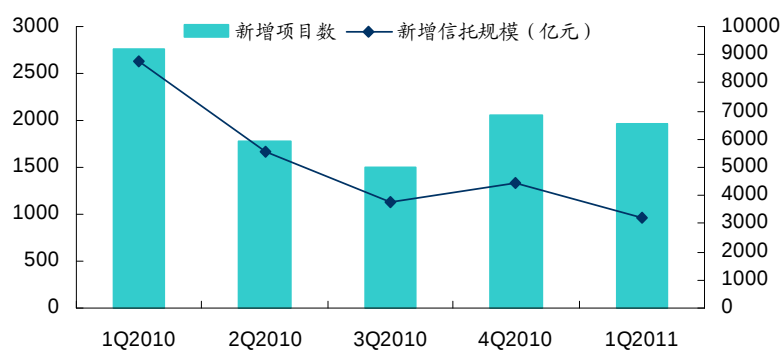
2011 年以来,受净资本管理办法和房地产信托窗口指导政策影响,信托公司新发产品规模及增速有所放缓,但由于信贷紧缩下利差持续扩大,导致信托公司业绩同比仍实现较快增长。据信托业协会数据,2011 年一季度信托公司共实现收入 70.67 亿元,同比增长 82.14%,实现利润总额 47.19 亿元,同比增长 80.80%,鉴于 2010 年下半年信托业规模和利差上升较快,预计信托及租赁行业 2011 年可实现 30%-40%的业绩增速。

图 2: 2010 年至 2011 年 6 月底季度新发信托产品规模及数量



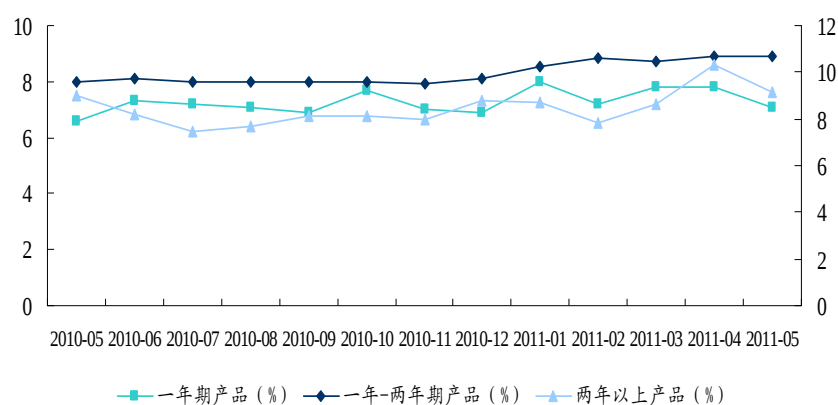
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 3: 2010 年至 2011 年一季度末季度新发信托规模及数量



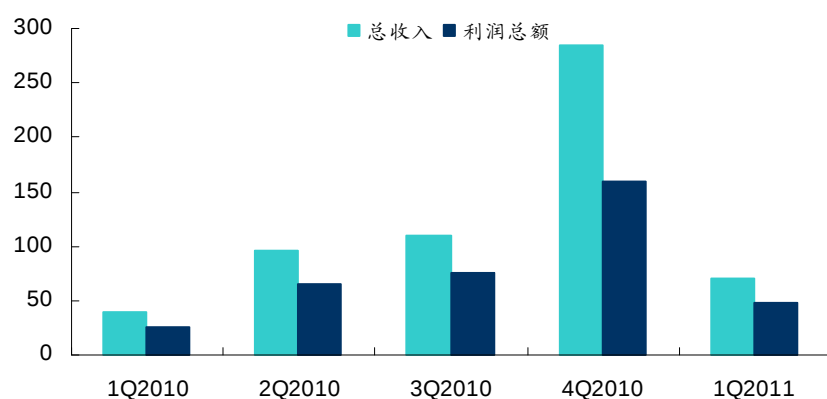
资料来源: 信托业协会, 长江证券研究部

图 4：2010 年 5 月-2011 年 5 月固定收益信托产品收益情况



资料来源：好买基金网，长江证券研究部

图 5：2010 年至 2011 年一季度末信托公司业绩情况



资料来源：信托业协会，长江证券研究部

表 2：2010 年金融系租赁公司资产及业绩增幅

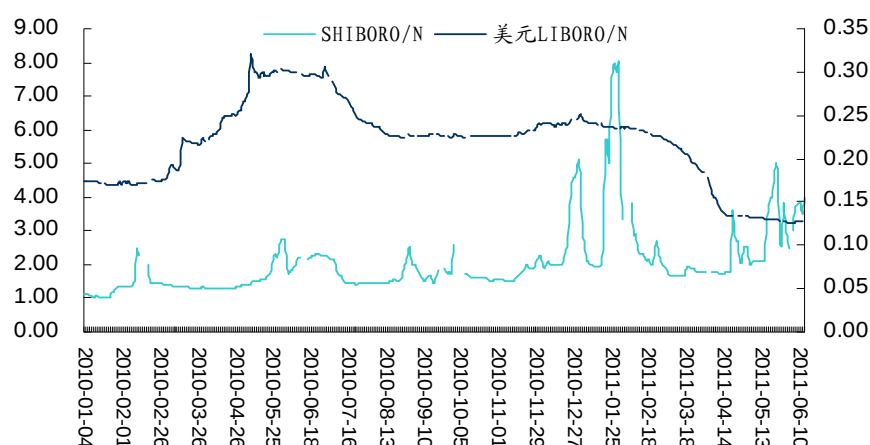
	总资产			净利润		
	2009	2010	同比增长	2009	2010	同比增长
国银租赁	362	588	62.34%	4.3	7.04	63.72%
工银租赁	331	559	68.97%	1.82	5.8	218.68%
民生租赁	236	415	75.77%	1.61	4.95	207.45%
招银租赁	102	225	119.94%	0.9	2.66	195.56%
交银租赁	149	300	101.00%	1.55	2.43	56.77%
建信租赁	82	243	196.68%	1.24	1.7	37.10%
光大租赁	N/A	42	N/A	N/A	0.3	N/A
农银租赁	N/A	20	N/A	N/A	0.2	N/A

资料来源：长江证券研究部

信贷紧缩，物极必反

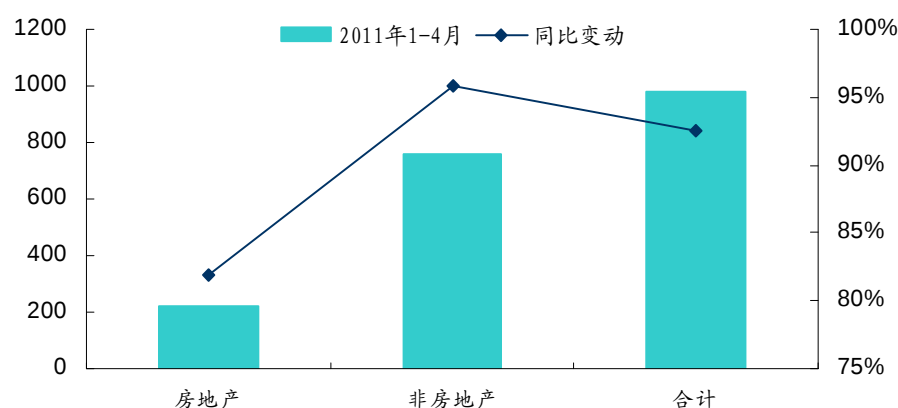
尽管信托租赁持续收益于信贷紧缩，但信托租赁业快速增长的背后，也面临着多重困境：一方面，面对房地产信托规模占比高、增速快的现象，银监会陆续出台信托公司净资本管理办法与窗口指导政策，限制新增房地产信托规模；另一方面，在加息环境下，租赁公司，特别是非银行系租赁公司也面临拆借资金成本不断提高的困境。

图 6：2011 年初至今 SHIBOR 及 LIBOR 走势



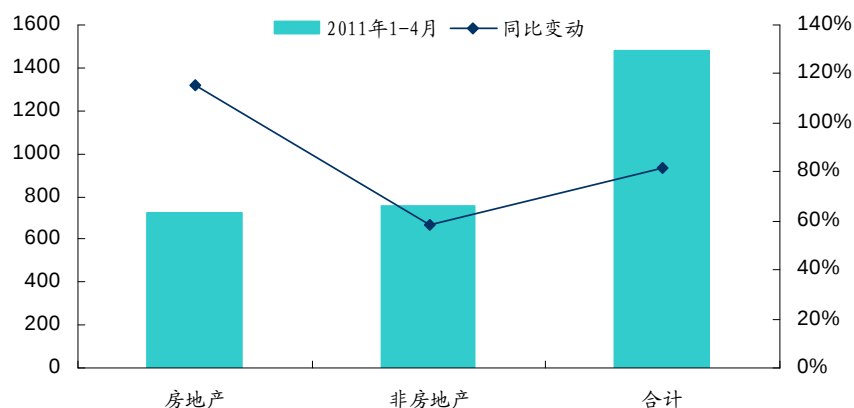
资料来源：长江证券研究部

图 7：2011 年 1-4 月房地产信托发行数量及同比



资料来源：长江证券研究部

图 8：2011 年 1-4 月房地产信托发行规模及同比



资料来源：长江证券研究部

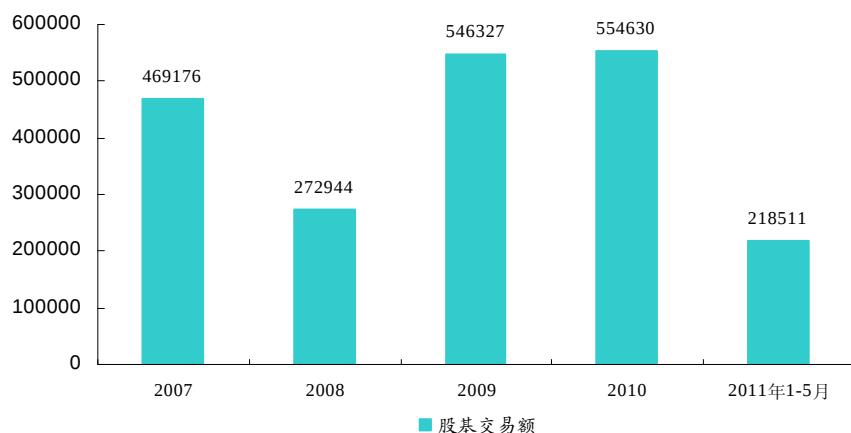
成交量回暖、券商业绩预期提升

成交量低预期下券商超跌反弹

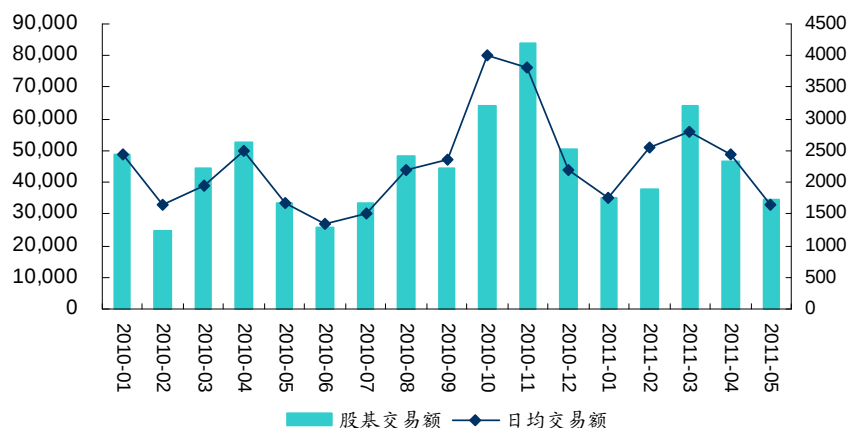
成交量是影响券商业绩的关键因素。在佣金费率逐渐企稳的背景下，经纪业务依赖于成交量，自营业务也需要在良好的市场热度下才能获得绝对收益；与此同时，投行及资管业务持续景气与增长也需要二级市场成交量为支撑。

受信贷紧缩及加息影响，二季度以来市场成交量持续下滑，2011 年 4-5 月日均成交量仅为 2025 亿元，较一季度下滑 14.58%；2011 年 1-5 月，两市成交量为 21.85 万亿元，较去年同期仅增长 6.83%，低于市场预期。

图 9：2007 年至今年度股基成交量情况



资料来源：长江证券研究部

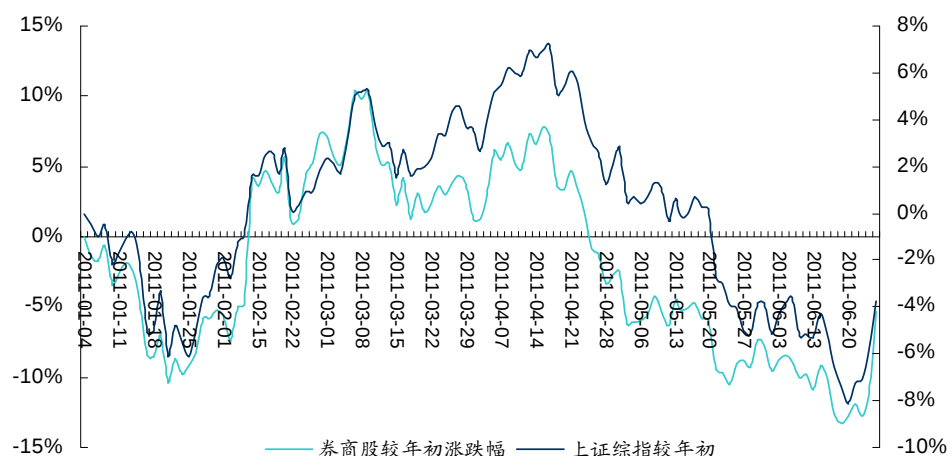
图 10：2010 年至今月度及月度日均股基交易额变动


资料来源：长江证券研究部

根据我们对市场成交量和换手率的持续跟踪，研究发现在成交量向下、换手率走低的阶段，券商股整体表现一般，甚至会先于大盘下跌，但随着市场换手率达到低位后企稳，成交量也相应回升，那么券商股市场热度回升阶段券商股能获得与大盘同步、甚至超越大盘的投资机遇。

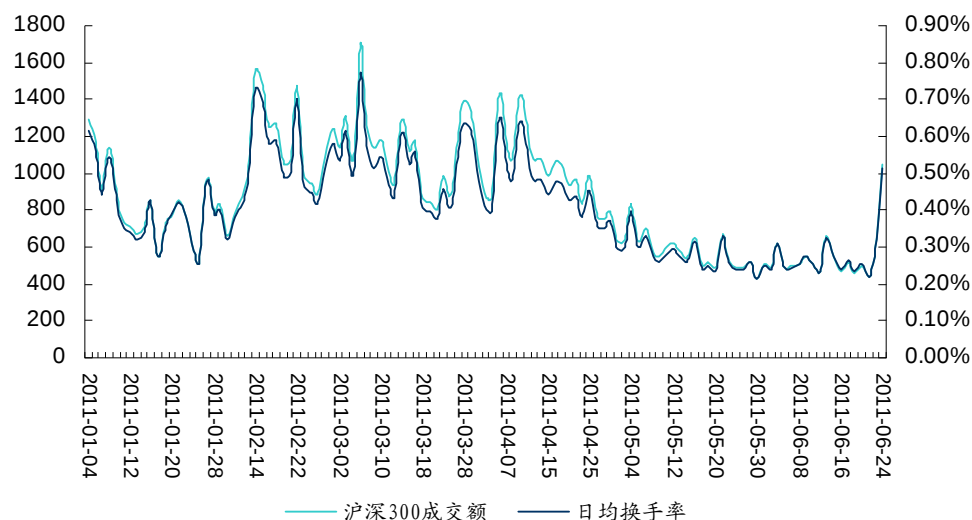
以近期市场及券商股阶段性反弹为例：在 2011 年 5 月 20 日沪深 300 日成交量和换手率分别为 489.67 亿元和 0.21%，市场换手率首次触底，5 月 30 日沪深 300 日成交量和换手率第二次触底，分别为 429.60 亿元和 0.21%，而在接下来的 22 个交易日，日成交量及换手率在低位徘徊，到 6 月 22 日市场换手率又达到 0.22% 的历史低位，6 月 24 日沪深 300 成交量及换手率迅速回升至 1049.73 亿元和 0.51% 水平，反弹曙光初现。

目前沪深 300 日换手率已走出低点，券商板块存在阶段性反弹机会。

图 11：2011 年初至今上证综指和券商股指数较年初涨跌变化


资料来源：长江证券研究部

图 12: 2011 年初至今沪深 300 日交易量及换手率变动情况



资料来源：长江证券研究部

表 3: 市场近期成交量及日均换手率筑底反弹情况

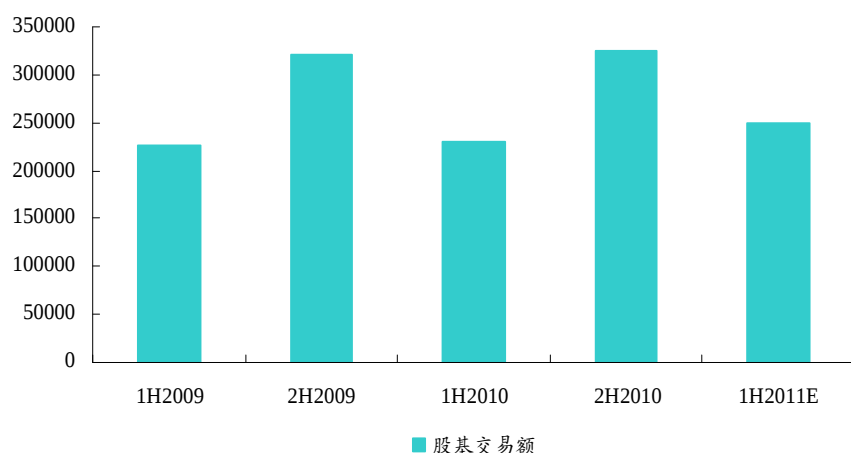
	沪深 300 成 交额	日均换手率	券商股较年 初涨跌幅	上证综指较 年初	沪深 300 较 年初
2011-05-20	489.67	0.23%	-5.92%	0.20%	-2.13%
2011-05-23	669.76	0.33%	-9.46%	-2.74%	-5.23%
2011-05-24	529.72	0.26%	-9.66%	-3.00%	-5.12%
2011-05-25	486.04	0.24%	-10.55%	-3.89%	-6.25%
2011-05-26	483.46	0.24%	-9.10%	-4.07%	-6.62%
2011-05-27	520.2	0.26%	-8.86%	-5.00%	-7.10%
2011-05-30	429.6	0.21%	-9.31%	-5.13%	-7.37%
2011-05-31	505.53	0.25%	-7.27%	-3.83%	-5.90%
2011-06-01	490.6	0.24%	-7.86%	-3.82%	-5.82%
2011-06-02	617.48	0.31%	-9.57%	-5.17%	-7.34%
2011-06-03	492.74	0.24%	-8.80%	-4.37%	-6.37%
2011-06-07	498.59	0.25%	-8.49%	-3.80%	-5.81%
2011-06-08	511.23	0.25%	-8.88%	-3.59%	-5.68%
2011-06-09	553.81	0.28%	-10.06%	-5.23%	-7.45%
2011-06-10	509.43	0.25%	-9.76%	-5.17%	-7.14%
2011-06-13	469.91	0.24%	-10.91%	-5.34%	-7.50%
2011-06-14	661.59	0.33%	-9.16%	-4.30%	-6.15%
2011-06-15	544.68	0.27%	-10.10%	-5.16%	-7.10%
2011-06-16	470.67	0.24%	-12.61%	-6.60%	-8.53%
2011-06-17	516.47	0.26%	-13.30%	-7.36%	-9.33%
2011-06-20	454.17	0.23%	-12.83%	-8.11%	-9.87%
2011-06-21	501.61	0.25%	-11.87%	-7.23%	-8.80%
2011-06-22	432.64	0.22%	-12.80%	-7.13%	-8.81%
2011-06-23	552.77	0.28%	-11.20%	-5.76%	-7.28%
2011-06-24	1049.73	0.51%	-5.29%	-3.73%	-5.09%

资料来源：长江证券研究部

预计上半年经纪业务收入同比下降 24%

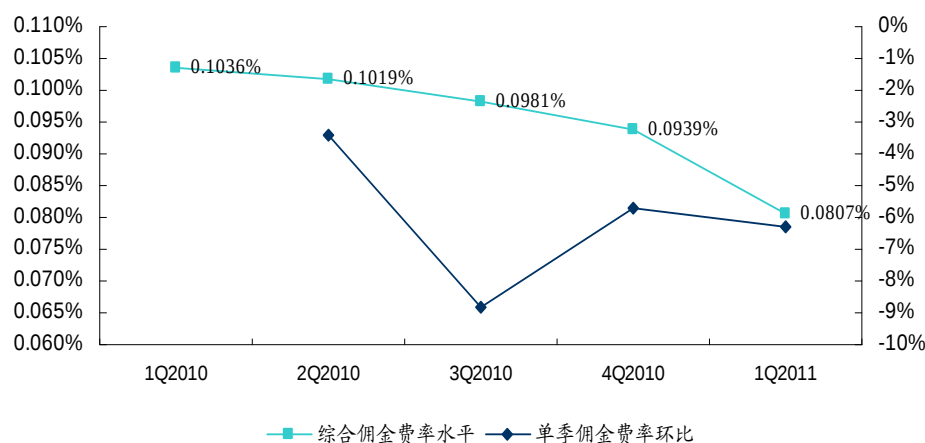
在二季度成交量低迷的情况下，我们预计 2011 年 1-6 月股基成交量同比增长仅为 7%；与此同时，2011 年一季度上市券商佣金费率同比仍下滑 22%，预测二季度佣金费率环比小幅上升约 1%-2%，并考虑成本同比增长，预计 2011 年上半年上市券商经纪业务同比仍将下降 24%。

图 13: 2011 年 1-6 月股基成交额同比增长约 7%



资料来源：长江证券研究部

图 14: 2011 年一季度上市券商佣金费率同比下滑 22%

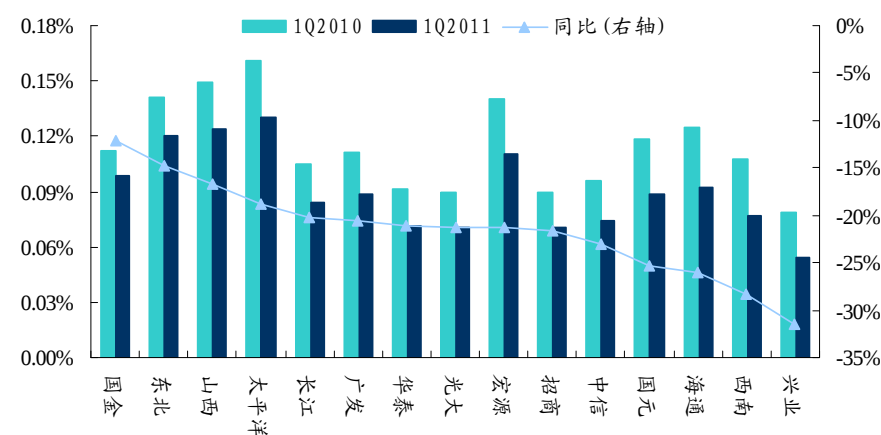


资料来源：长江证券研究部

部分券商佣金费率逐步企稳

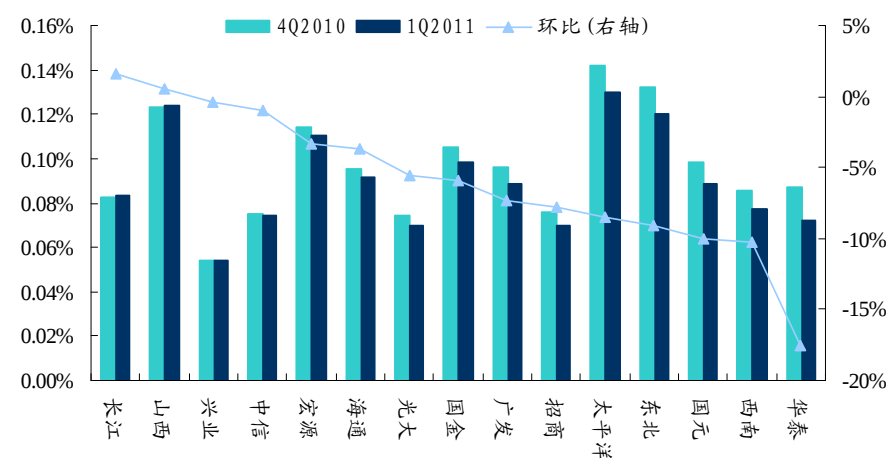
就 2011 年一季度上市券商佣金费率环比变动来看，佣金新政的成效初显，上市券商佣金费率一季度环比降幅趋缓，其中西南、兴业及中信等券商环比降幅相对较小。

图 15：2011 年一季度上市券商佣金费率同比变动



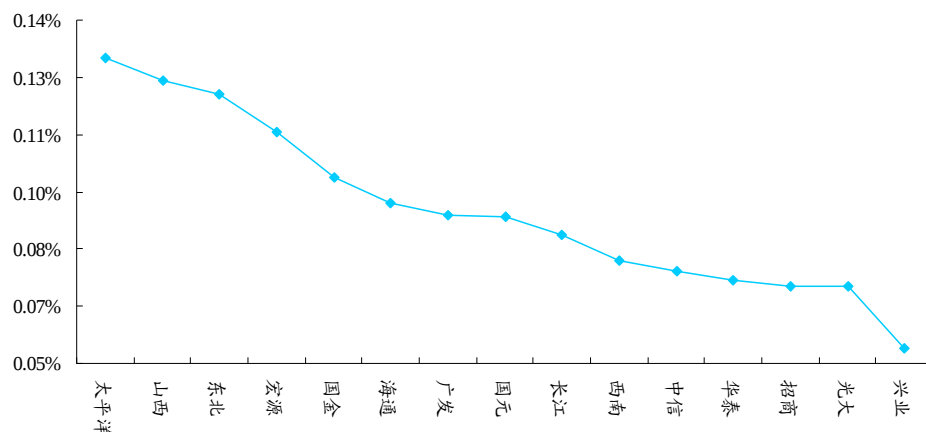
资料来源：长江证券研究部

图 16：2011 年一季度上市券商佣金费率环比变动



资料来源：长江证券研究部

就个股而言，截至 2011 年一季度末，兴业、光大、华泰和中信证券综合佣金费率分别为 0.0539%、0.0692%、0.0718%和 0.0741%，随着佣金新政进一步贯彻落实，上述券商佣金费率水平有望率先企稳。

图 17：2011 年一季度末上市券商佣金费率情况


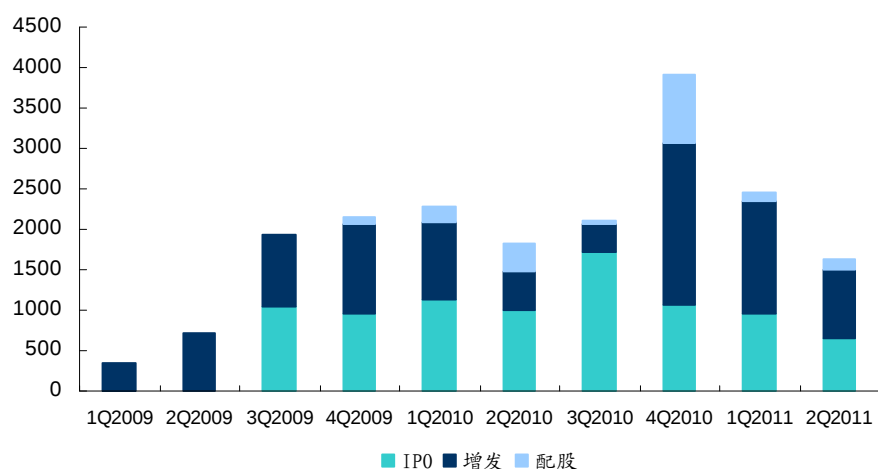
资料来源：长江证券研究部

投行业务持续景气

受二级市场波动影响，2011 年上半年券商经纪及自营业绩都受到不同程度影响，但就一级市场来看，股票发行持续繁荣，而企业及公司债发行速度有所增长。

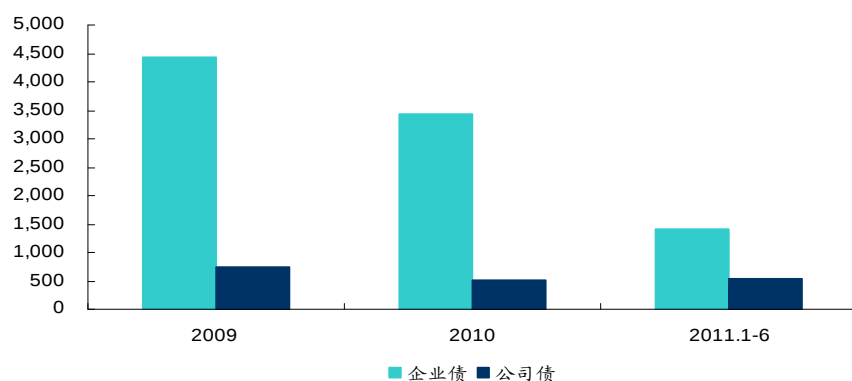
2011 年 1-6 月股票发行规模达 4077.71 亿元，与去年同期基本持平，其中 IPO 发行规模 1607.75 亿元，较去年同期减少 24.60%；2011 年 1-6 月企业及公司债发行规模 1936 亿元，为去年全年发行规模的 48.91%。

随着投行业务景气持续，投行收入占比稳步提升：2010 年投行收入占比为 11.92%，较 2009 年的 6.05% 增加近 6 个百分点，2011 年一季度投行收入占比为 13.89%，较上年同期增长 39.93%。

图 18：2009 年至今季度股票发行情况


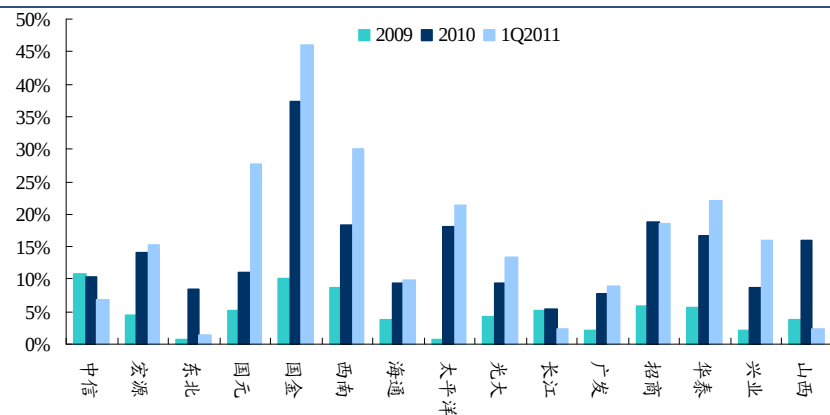
资料来源：长江证券研究部

图 19: 2009 年以来股票、企业及公司债发行规模



资料来源: 长江证券研究部

图 20: 上市券商投行收入占比变动



资料来源: 长江证券研究部

在经纪及自营业务受影响的情况下，投行业务将成为券商上半年业绩超预期的重要影响因素，总体来看，招商、中信及广发证券股票及债券发行规模居上市券商前列，投行业绩贡献超预期。

表 4: 2011 年 1-5 月上市券商股票发行明细 (单位: 亿元)

券商	发行规模	发行家数	IPO 项目明细	券商	发行规模	发行家数	IPO 项目明细
中信	174.02	IP03 家, 增发 4 家	东软载波、聚光科技、九牧王	国金	57.53	IP04 家, 增发 2 家, 配股 1 家	元力股份、东方铁塔、鸿特精密、通裕重工
招商	173.33	IP06 家, 增发 5 家, 配股 1 家	大华农、唐人神、日科化学、好想你、海能达、陇化工	广发	129.08	IP04 家, 增发 2 家, 配股 1 家	鸿路钢构、东方国信、纳川股份、鸿利光电

西南	12.61	IP01 家, 增发 3 家	佐力药业	光大	86.63	IP07 家, 配股 1 家	金新农、世纪油轮、亚威股份、中京电子、金运激光、正海磁材、双星材
宏源	27.97	IP03 家, 增发 1 家	司尔特、吉鑫科技、上海钢联	长江	19.27	IP01 家, 增发 1 家	天喻信息
华泰	46.89	IP06 家	秀强股份、中电环保、新联电子、千红制药、南方轴承、舒泰神	太平洋	23.37	IP01 家, 增发 1 家, 配股 1 家	骆驼股份
华泰联合	22.45	IP04 家	捷成股份、佳讯飞鸿、千山药机、万昌科技	兴业	23.03	IP03 家	汉得信息、江南水务、恒顺电气
海通	85.05	IP06 家, 增发 4 家	中化岩土、三江购物、徐家汇、高盟新材、国电清新、闽发铝业	山西	47.30	IP01 家	华锐风电
国元	44.42	IP03 家, 增发 2 家	洽洽食品、顺荣股份、科大智能				

资料来源：长江证券研究部

表 5：2011 年 1-5 月上市券商企业债发行明细（单位：亿元）

券商	发行规模	发行家数	项目明细
中信证券	15.00	2	新奥债、金城债
中德证券	7.50	1	供销债
招商证券	32.00	3	晨鸣控股债、北港债、广西农垦债
兴业证券	12.00	2	渝津债、合城债
西南证券	20.00	1	渝富债
太平洋	44.00	4	景德镇、汉中债、绥化债、临汾债
华泰联合	5.00	1	邹平债
宏源证券	92.50	9	诸城开投债、高密国投债、皖投债、南京钟山债、如东东泰债、淮南矿业债、陕电子债、邹城国资债、晋中公投债
海通证券	33.58	4	清河投资债、广汇债、常州中小债、湘电集团债
广发证券	50.50	5	镇国投债、中煤建、淮南矿业债、新余债、粤广业债
光大证券	17.50	2	沈国资、南太湖债
长江证券	11.00	2	汉江水电债、武经发投债

资料来源：长江证券研究部

表 6：2011 年初至今上市券商股票发行情况一览

行业排名	机构名称	合计		首发		增发		配股	
		项目总数	总规模	项目数	规模	项目数	规模	项目数	规模
2	招商证券	14	218.31	8	83.59	5	110.24	1	24.48
4	中信证券	7	174.03	3	45.76	4	128.26	0	0.00
6	广发证券	9	136.57	6	39.15	2	13.96	1	83.46
9	中德证券	2	114.66	1	47.30	1	67.36	0	0.00

11	海通证券	12	94.50	7	56.39	5	38.12	0	0.00
12	光大证券	8	86.63	7	62.34	0	0.00	1	24.29
14	西南证券	7	72.50	4	51.19	3	21.31	0	0.00
15	国金证券	7	57.53	4	47.40	2	7.84	1	2.28
17	华泰证券	6	46.89	6	46.89	0	0.00	0	0.00
18	国元证券	5	44.42	3	30.81	2	13.61	0	0.00
21	宏源证券	6	37.94	4	25.99	2	11.95	0	0.00
27	兴业证券	4	24.99	4	24.99	0	0.00	0	0.00
28	太平洋证	3	23.36	1	15.44	1	4.15	1	3.78
29	华泰联合	4	22.45	4	22.45	0	0.00	0	0.00
32	长江证券	2	20.63	1	7.96	1	12.67	0	0.00

资料来源：长江证券研究部

表 7：2011 年初至今上市券商企业债发行排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计
1	宏源证券	11	124.50
5	太平洋	5	64.00
9	广发证券	5	50.50
13	海通证券	6	40.58
15	西南证券	2	35.00
16	招商证券	3	32.00
20	兴业证券	3	22.00
25	光大证券	2	17.50
27	中信证券	2	15.00
29	长江证券	2	11.00
39	华泰联合	1	5.00

资料来源：长江证券研究部

表 8：2011 年初至今公司债发行规模排名

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计
4	广发证券	3	50.00
7	西南证券	2	15.50
8	宏源证券	2	15.00
9	兴业证券	2	13.33
10	长江证券	2	13.33
12	中信证券	1	13.33

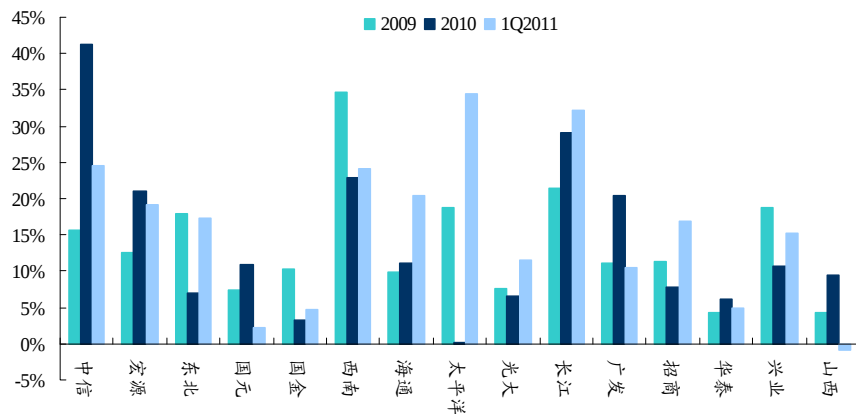
资料来源：长江证券研究部

衍生收益占比提升平抑自营业绩波动

2011 年一季度，上市券商共实现自营收入 29.32 亿元，同比增长 62.42%；自营收入占比为 16.65%，同比增长 57.88%；与此同时，券商自营规模中债券占比较大；并通过股指期货套期保值，在实现投资收益的同时平抑了自营业绩波动。

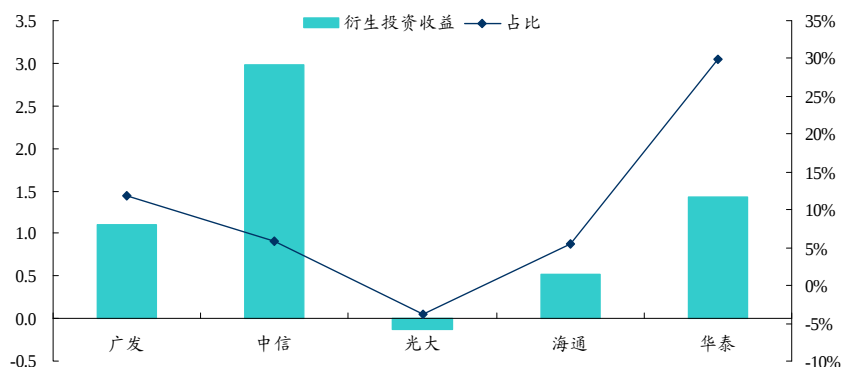
此外，由于今年股指跌幅小于去年同期，从上市券商的经营业绩看，今年股票自营的亏损情况对业绩的负面影响也相对有限。

图 21：上市券商自营收入占比变动



资料来源：长江证券研究部

图 22：主要上市券商衍生投资收益及其占比



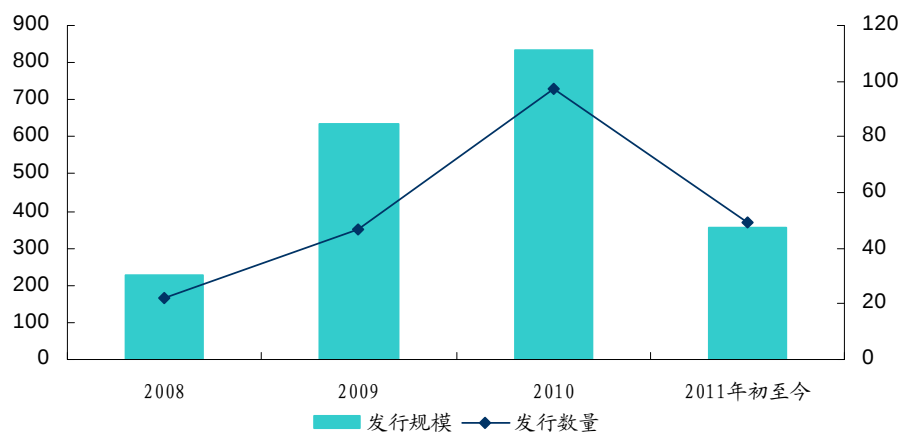
资料来源：长江证券研究部

资产管理业务：发行规模及收入占比稳定

尽管受二级市场波动影响，2011 年初至今，券商集合理财产品发行仍保持较快速度：2011 年 1-6 月共发行券商集合理财 49 只，发行规模为 355.47 亿元，而去年上半年产品发行数和规模分别为 40 只和 357.30 亿元，与去年同期基本持平；随着二级市场回暖上涨，预计下半年资管产品发行规模将有所增长。

随着规模的稳定增长，券商资管业务占比也稳中有升：2010 年上市券商资管收入占比为 2.45%，较 2009 年增长 10.55%，2011 年一季度资管收入占比升至 2.80%。

图 23：2011 年初至今集合理财产品发行数及发行规模；



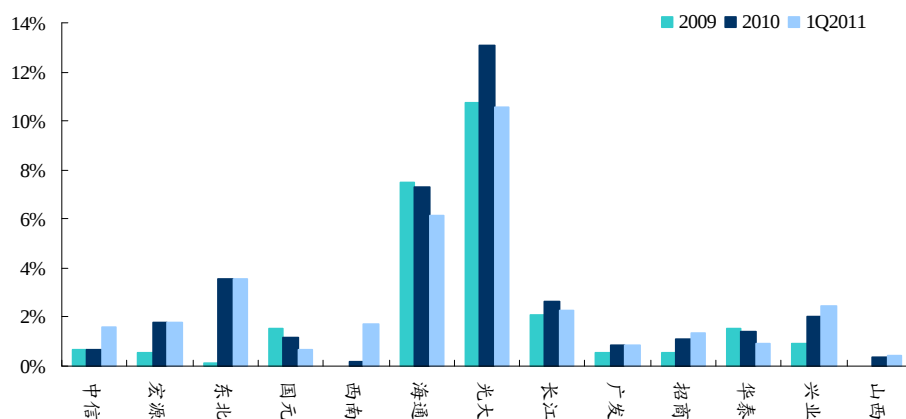
资料来源：长江证券研究部

表 9：2011 年 1-5 月上市券商资产管理产品发行明细（单位：亿份）

券商	成立规模	成立家数	产品明细
长江证券	19.86	2	长江超越理财宝 3 号、长江超越理财可转债
东北证券	1.83	1	东北证券融通一期
光大证券	14.80	2	光大全球灵活配置、光大阳光新兴产业
广发证券	51.33	2	广发理财 5 号、广发金管家策略 1 号
海通证券	14.98	1	海通海蓝内需价值优选
宏源证券	31.85	1	宏源 3 号
华泰证券	1.92	1	华泰紫金龙大中华
兴业证券	5.85	2	兴业证券玉麒麟 1 号、兴业证券玉麒麟 2 号
招商证券	26.63	2	招商海外宝、招商智远避险
中信证券	29.75	3	中信贵宾 2 号、中信贵宾 3 号、中信卓越成长

资料来源：长江证券研究部

图 24：上市券商资产管理收入占比变动



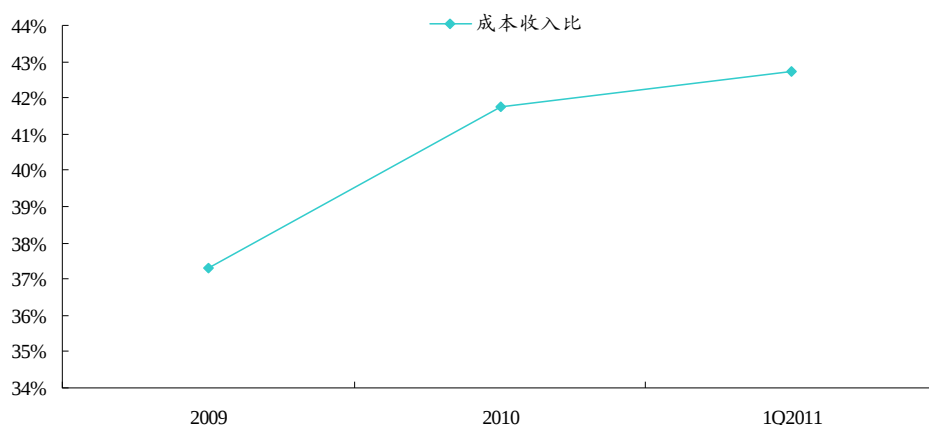
资料来源：长江证券研究部

上市券商成本收入比从高位开始滑落

服务部升级,新设网点,使券商成本费用不断上升,2011 年一季度上市券商成本费用为 75.24 亿元,同比增长 9.21%;

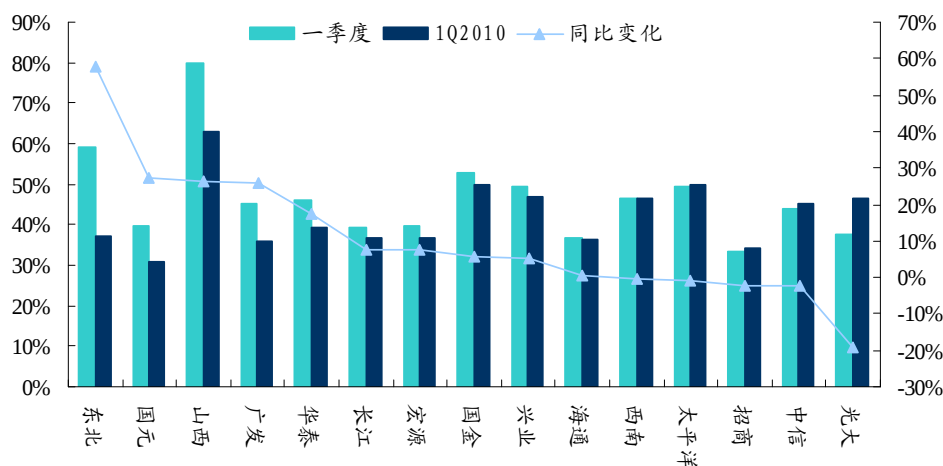
就费用收入比来看,同样地,由于成员扩张,券商成本收入比处于较高水平,2011 年一季度成本收入比为 42.73%,较去年同期的 40.25%有所增长;但从今年一季度和 2010 年四季度相比,成本收入比有所下降。

图 25: 上市券商整体成本收入变动情况



资料来源: 长江证券研究部

图 26: 2011 年一季度末上市券商成本收入比情况



资料来源: 长江证券研究部

政策环境呵护，创新业务进入盈利快速增长期

随着近期成交量与换手率的筑底回升，以及佣金费率的企稳和券商的费用收入比的下降，经纪和投行等传统业务已进入恢复增长的经营拐点；而在经纪、投行等传统业务恢复增长的同时，创新业务在行业政策利好下也进入盈利快速增长期。

融资融券：规模扩大同时业绩贡献凸显

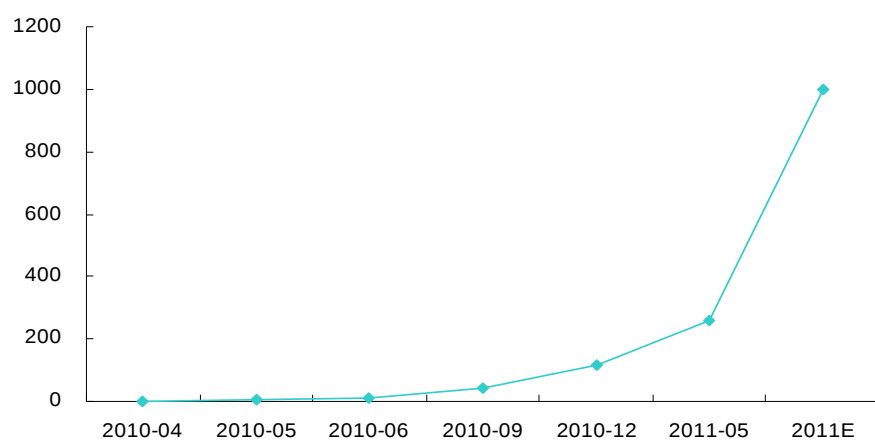
融资融券业务方面，截至 2011 年 5 月底，沪深两市融资融券余额已接近 300 亿元，预计年内两市融资融券月度平均余额可达 600 亿元，年末余额有望达到 1000 亿元，对券商净利润的提升幅度就能达到 8%-12%以上。

表 10：2010 年上市券商融资融券利息收入及占利息收入比重

	2010 年	占利息收入比
招商	9045.52	11.06%
中信	7703.24	4.23%
光大	2950.60	3.31%
国元	843.85	2.27%
海通	3687.30	2.24%
广发	2477.46	2.19%
华泰	828.09	0.60%
长江	13.01	0.04%
宏源	6.27	0.025%
兴业	1.31	0.0037%
合计	27556.66	3.07%

资料来源：长江证券研究部

图 27：沪深两市融资融券余额变动及预测



资料来源：长江证券研究部

表 11：截至 2011 年 5 月底上市券商深交所两融余额

券商名称	融资融券余额（亿元）	份额
海通证券	9.01	9.75%
光大证券	8.31	8.99%
中信证券	7.08	7.66%
广发证券	6.74	7.29%
招商证券	6.25	6.76%
华泰证券	5.62	6.08%
宏源证券	2.04	2.20%
兴业证券	1.83	1.98%
国元证券	1.45	1.56%
长江证券	1.25	1.35%
西南证券	0.42	0.46%

资料来源：长江证券研究部

表 12：2011 年融资融券业务弹性测算（基于 A 股市场股票成交额的计算）

	融资融券余额		佣金收入		利息收入		融资融券收入		收入占比	
	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2
中信	36	54	1.44	2.16	3.06	4.59	4.50	6.75	1.49%	2.24%
海通	33	49.5	1.32	1.98	2.81	4.21	4.13	6.19	3.81%	5.72%
光大	18.66	27.99	0.75	1.12	1.59	2.38	2.33	3.50	4.20%	6.29%
广发	25.2	37.8	1.01	1.51	2.14	3.21	3.15	4.73	2.80%	4.20%
招商	24.6	36.9	0.98	1.48	2.09	3.14	3.08	4.61	3.22%	4.83%
华泰	33	49.5	1.32	1.98	2.81	4.21	4.13	6.19	3.92%	5.88%
西南	4.2	6.3	0.17	0.25	0.36	0.54	0.53	0.79	2.47%	3.70%
国元	7.2	10.8	0.29	0.43	0.61	0.92	0.90	1.35	3.74%	5.62%
宏源	10.8	16.2	0.43	0.65	0.92	1.38	1.35	2.03	3.71%	5.57%
兴业	6.6	9.9	0.26	0.40	0.56	0.84	0.83	1.24	2.74%	4.11%
长江	12	18	0.48	0.72	1.02	1.53	1.50	2.25	4.27%	6.40%

资料来源：长江证券研究部

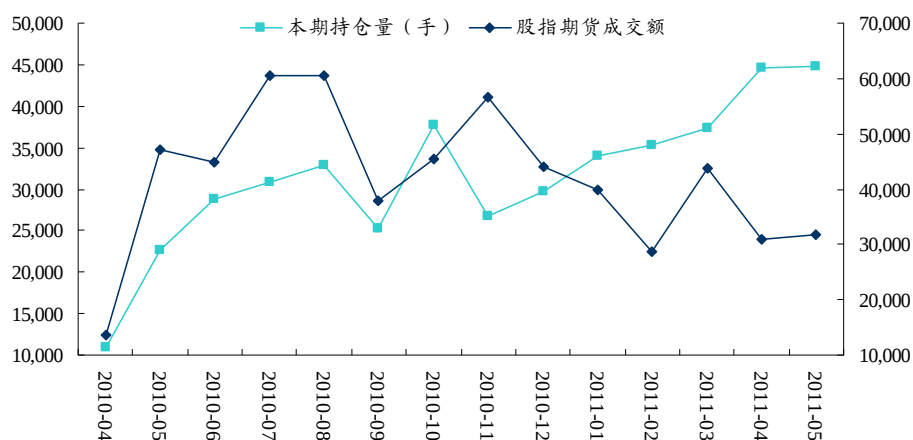
股指期货：成交量与二级市场高度相关

股指期货开闸以来，期货持仓量呈持续增长态势，截至 2011 年 5 月底，股指期货持仓量达 44796 手；

股指期货成交量与二级市场波动和股基成交量高度相关，2011 年 1-5 月股指期货成交额达 175014 亿元，占同期股基成交额的 80%；

就券商系期货子公司业绩变动来看，2010 年券商系期货子公司共实现净利润 3.78 亿元，同比增长 141.16%，预计 2011 年全年券商系期货子公司业绩增幅在 50%以上。

图 28：股指期货持仓量及成交额变动情况



资料来源：长江证券研究部

表 13：2010 年上市券商期货子公司净利润及其变动情况

	2009 年	2010 年	变动
广发	0.59	0.93	58.11%
华泰	0.54	0.80	48.34%
海通	0.14	0.51	264.29%
中信	0.12	0.43	257.57%
招商	-0.14	0.42	395.10%
光大	0.10	0.34	234.57%
宏源	0.00	0.23	8199.82%
东北		0.10	
兴业	0.02	0.04	73.97%
国金	0.08	0.00	-97.26%
国元	0.11	-0.02	-115.75%
合计	1.57	3.78	141.16%

资料来源：长江证券研究部

直投业务：券商系直投子公司进入盈利期

上半年一级市场的景气推动券商系直投业务发展。2011 年 1-6 月，券商系直投子公司已上市项目 11 个，初始投资额 2.55 亿元，隐含收益达 14.05 亿元；

此外，上述 11 个项目给证券公司投行带来承销及保荐收入约 5.35 亿元，充分证明了“直投+投行”模式的优势。

随着市场回暖下解禁高峰的持续，预计全年直投业绩贡献将进一步凸显，部分券商直投业绩占比可达 5%以上。

表 14：2011 年 1-6 月券商系直投子公司已上市项目一览

投资机构	所属券商	所投企业	投资时间	上市时间	限售解禁日	初始投资(亿元)	隐含收益	持股比例
国信弘盛	国信证券	腾邦国际	2009-6-26	2011-2-15	2012-2-15	0.16	0.37	1.71%
国信弘盛	国信证券	中海达	2009-4-17	2011-2-15	2012-2-15	0.15	0.69	3.61%
国信弘盛	国信证券	维尔利	2009-12-1	2011-3-16	2012-12-1	0.19	1.39	5.09%
国信弘盛	国信证券	张化机	2009-4-1	2011-3-1	2012-3-1	0.46	1.28	3.11%
国元直投	国元证券	顺荣股份	2009-12-1	2011-3-1	2014-3-1	0.2	1	5.15%
平安财智	平安证券	N 贝因美	2009-9-30	2011-4-12	2012-4-12	0.64	7.25	4.41%
平安财智	平安证券	金禾实业	2010-6-29		2013-6-29	0.05	0.06	0.50%
平安财智	平安证券	N 方直	2010-8-26	2011-6-29	2013-8-26	0.11	0.22	5.00%
广发信德	广发证券	纳川股份	2009-8-12	2011-4-7	2012-4-7	0.15	1.04	4.35%
广发信德	广发证券	海南瑞泽	2009-12-25		2012-12-25	0.2	0.41	5.00%
金石投资	中信证券	九牧王	2010-3-23	2011-5-30	2013-3-26	0.25	0.34	0.51%

资料来源：长江证券研究部

表 15：主要上市券商直投业务隐含收益业绩贡献

券商	2011 年		2012 年	
	投资收益	业绩占比	投资收益	业绩占比
中信	5.03	5.13%	2.29	2.03%
海通	1.41	2.23%	2.55	3.51%
广发	4.25	8.19%	1.79	2.92%

资料来源：长江证券研究部

信贷紧缩大环境下寻找兼具弹性与成长优势标的

成交量回升趋势中增持低估值、高弹性券商股

上半年上市券商业绩预测

预计上市券商上半年业绩小幅下降约 3%至 5%，主要原因是：

1、经纪业务收入下降

2011 上半年，预计两市成交量约 24.58 万亿元，同比增长约 6.7%；而上半年佣金费率约 0.804%，同比下降 21.09%；上半年佣金收入同比下降约 24%。

2、投行收入小幅增长

根据我们的监测，上半年上市券商投行收入约 43.7 亿元，同比小幅下降 5.76%。投行收入的下降有上市券商中剥离中信建投的原因。

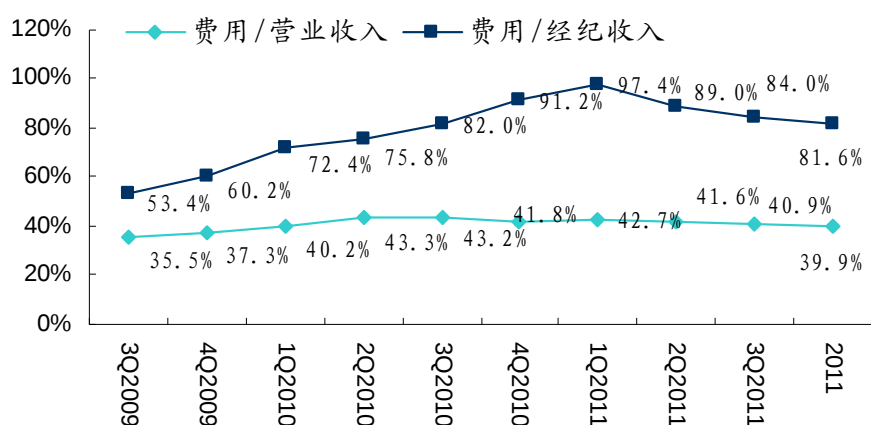
3、成本压力有望持续缓解

自 2009 年下半年开始，证券公司由于营业网点和从业人员的扩张，使营业费用急剧增加，费用与营业收入的比值上升，随着网点竞争格局的稳定和佣金战对成本的控制，自 2011 年一季度开始，证券公司的费用增速下降，费用收入比出现下降趋势。

注：2010 年四季度上市券商的费用收入比由 43.2% 下降至 41.8%，主要中信证券出售中信建投股权，使营业收入虚增所致，如果剔除此因素，2010 年四季度的费用收入比高于 2011 年一季度。

预计 2011 上半年上市券商的管理费用同比下降 10.57%，费用收入比为 41.6%。

图 29：上市券商费用与营业收入和经纪收入的比值变化预测



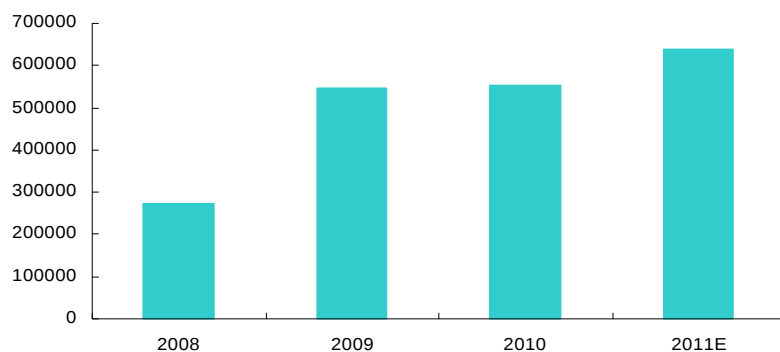
资料来源：长江证券研究部

下半年及明年业绩展望

假设 2010 年市场成交量为 60.2 亿元，日均成交量为 2490 亿元，较 2010 年同比增长 8.5%，佣金费率同比下降 17%，费用收入比持续小幅改善，投行业务和资产管理业务与去年基本持平，投行业务收入下降 15%，剔除 2010 年中信证券和广发证券的股权出售收益，上市券商全年业绩将同比小幅增长 0.05%。

假设 2011 年市场成交量较 2010 年增长约 8.6%，日均成交量约为 2500 亿元，佣金费率平稳，则上市券商业绩较去年略微增 0.5%。

图 30：2011 年全年两市成交量预测



资料来源：长江证券研究部

表 16: 主要上市券商业绩下半年及 2012 年业绩预测

EPS—累计	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2011E	2012E
中信	1.35	0.23	0.26	0.40	1.14	0.74	0.88
海通	0.55	0.12	0.22	0.33	0.45	0.50	0.61
宏源	0.79	0.29	0.50	0.77	0.89	0.90	0.98
国元	0.69	0.13	0.21	0.34	0.47	0.45	0.66
东北	1.43	0.31	0.17	0.52	0.82	0.55	0.76
国金	0.52	0.09	0.30	0.33	0.44	0.37	0.49
西南	0.54	0.07	0.08	0.20	0.39	0.31	0.39
太平洋	0.27	0.05	0.04	0.10	0.14	0.16	0.19
光大	0.83	0.10	0.24	0.41	0.64	0.67	0.81
招商	1.04	0.22	0.38	0.57	0.90	0.89	1.01
广发	1.87	0.41	0.66	1.10	1.62	1.17	1.49
华泰	0.82	0.16	0.27	0.44	0.63	0.50	0.72
兴业	0.53	0.09	0.17	0.31	0.39	0.42	0.55
山西	0.26	0.03	0.09	0.13	0.22	0.12	0.17

资料来源：长江证券研究部

注：上表中对中信证券今年的业绩预测，不包括出售中信建投和华夏基金的股权投资收益的影响。

在传统业务业绩拐点来临，创新业务增速加快的情况下，我们认为部分上市券商目前的动态 PE 不足 20 倍，而市场成交量具有较大的提升空间，换手率有望随着成交量的放大而稳步上升，因此我们看好本轮反弹中券商股的表现，并强烈建议择机增持兼具估值优势和成长性的中信证券、宏源证券，并可阶段性配置弹性较好的广发证券。

表 17: 成交量不同阶段经纪业务对业绩的影响

	日均 3000	日均 3500	日均 4000
广发	13.46%	25.06%	36.65%
山西	13.29%	26.57%	39.86%
东北	12.40%	26.40%	40.41%
太平洋	12.34%	24.68%	37.03%
招商	11.64%	23.28%	34.92%
宏源	11.02%	22.05%	33.07%
国金	10.87%	21.75%	32.62%
光大	10.80%	21.59%	32.39%
华泰	9.66%	23.01%	35.28%
国元	10.36%	20.72%	31.09%
长江	9.86%	19.71%	29.57%
海通	9.75%	19.50%	29.26%
兴业	8.97%	17.93%	26.90%
中信	7.51%	15.01%	22.52%
西南	6.34%	12.69%	19.03%

资料来源：长江证券研究部

表 18：综合弹性比较

	日均 3000	日均 3500	日均 4000
山西	19.58%	33.60%	47.63%
广发	17.43%	29.43%	41.43%
海通	17.05%	27.46%	37.86%
国元	16.53%	27.47%	38.41%
东北	16.26%	30.74%	45.23%
中信	14.56%	22.56%	30.55%
华泰	13.62%	26.22%	38.81%
兴业	13.51%	22.85%	32.19%
太平洋	12.52%	24.88%	37.24%
光大	12.45%	23.40%	34.36%
招商	11.77%	23.42%	35.08%
长江	11.20%	21.18%	31.16%
宏源	11.16%	22.19%	33.23%
国金	11.12%	22.02%	32.92%
西南	8.56%	15.04%	21.51%

资料来源：长江证券研究部

注：由于广发证券 2010 年业绩包含出售广发华福股权所获投资收益，若扣除该部分收益，广发证券 2011 年业绩增幅更为显著。

信贷紧缩的趋势不改，信托和租赁业仍将快速发展

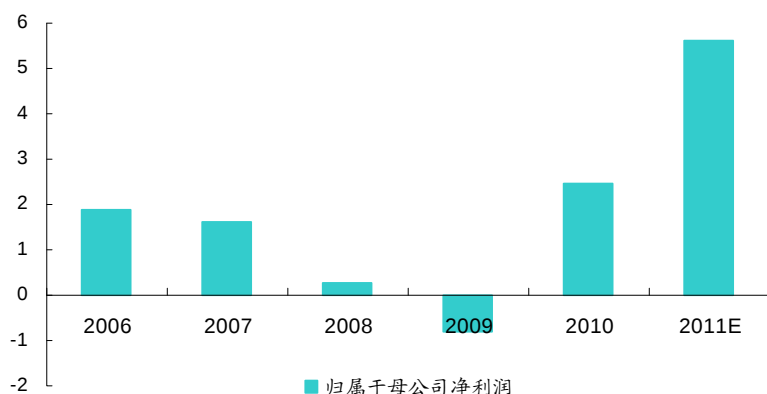
预计信贷紧缩政策短期内难以进一步紧缩，保障房建设项目有望成信托公司新的盈利点。根据我们前期草根调研的情况，部分大型地产信托新发产品已纳入窗口指导，但并未全面叫停，目前仍可以接受地产企业客户意向融资，只是审批进程需延长。此外，规模并不大的中小信托公司目前仍在积极拓展地产信托项目，并未受调控影响。

随着下半年保障房建设进程的加快，监管部门将引导信托公司加快保障房信托产品的发售，虽然这类项目利差空间不及普通地产项目的一半，但可能不受净资本规模的限制，也是新的盈利来源，因此，在信托租赁板块，我们持续看好安信信托、经纬纺机和 ST 汇通。

经纬纺机——主业与信托双重利好下，增发进程加快

受益于纺织机械行业恢复性增长与信贷紧缩下信托规模与利差扩大，自 2010 年以来，公司一直处于发展的黄金时期：公司一季度纺织机械主业毛利率维持在 15% 的水平上，且订单保持较快增速，预计 2011 年全年纺织机械主业可实现 1.5-2 亿元净利润。

就公司参股 36% 的中融信托来看，尽管银监会出台措施限制了房地产信托的扩张速度，但利差空间持续扩大使得中融信托 2011 年全年仍可实现 40% 以上的业绩增速，此外，公司增发进程加快，预计公司 2011 年 EPS 为 0.91 元（增发摊薄后 0.78 元），同比增长 90% 以上。

图 31：2006-2010 年公司净利润变动及 2011 年业绩预测（单位：亿元）


资料来源：长江证券研究部

ST 汇通——项目规模扩张，关联资产注入可期

公司已于 2011 年 5 月 17 日接到证监会关于公司重大资产置等事宜的批复，而资产重组完成后，大股东海航实业旗下还有长江租赁、扬子江租赁、大新华租赁、香港国际和香港国际航空租赁等 5 家租赁公司，其注册资本合计 55.80 亿元，2009 年营业收入为 5.06 亿元，净利润为 0.91 亿元。随着渤海租赁顺利上市，上述 5 家租赁公司的业务有可能进一步整合，未来渤海租赁有望被打造成为集大型基础设施、机械设备、飞机及航空器材租赁的为为一体的租赁业龙头。

与此同时，受益于信贷紧缩，渤海租赁 2011 年新增项目规模及利润率提升，预计 2011 年渤海租赁 EPS 可达 0.75 元。

表 19：海航旗下关联租赁公司业务发展方向

	成立日期	主营业务
长江租赁	2000 年 6 月	国内民用飞机租赁、飞机发动机以及航空器材租赁业务。截止 2010 年 4 月底，长江租赁所属飞机租赁资产共计 56 架，是国内最大的内资飞机融资租赁企业
扬子江租赁	1992 年 12 月	中国国内较早涉足民用、通用飞机及飞机发动机租赁业务的公司，现有业务集中于飞机以及航空器材。截至 2010 年 4 月底，扬子江租赁已起租 8 架飞机共计 1.73 亿美元，已起租飞机发动机等航空器材共计 4.79 亿元
大新华租赁	2009 年 10 月	国内第一家专业从事航运类船舶租赁的融资租赁公司，截至 2010 年 4 月底尚未开展具体租赁业务
香港国际租赁	2007 年 2 月	境外飞机租赁、飞机发动机及其他航空器材租赁、船舶租赁业务；截至 2010 年 4 月底，香港国际租赁已起租项目标的包括 5 架飞机和一台飞机发动机
香港航空租赁	2010 年 3 月	境外飞机租赁和投融资业务，截至 2010 年 4 月底，已起租 64 架飞机

资料来源：长江证券研究部

表 20：渤海租赁关联租赁公司一览

	注册资本	净资产	营业收入	净利润
长江租赁	28	40.18	3.39	0.56
扬子江租赁	1.14 亿美元	8.65	1.25	0.16
大新华租赁	17	5	0.002	0.00098
香港国际租赁	3.89 亿港元	3.90 亿港元	0.50 亿港元	0.22 亿港元
香港航空租赁	0.01 亿港元			

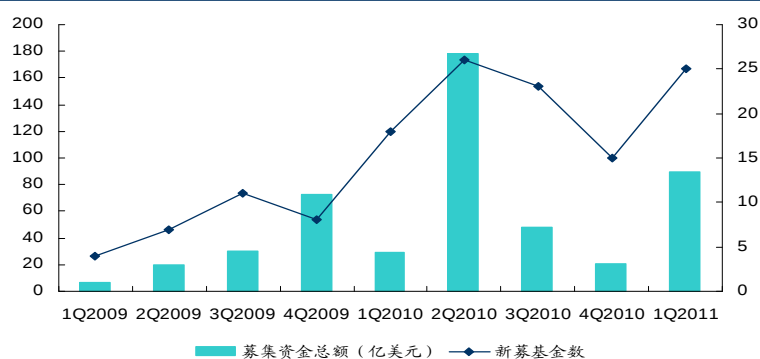
资料来源：长江证券研究部

创投概念股进入业绩回报期

金融危机以后，中国 PE 产业进入加速增长阶段，特别是 2010 年以来，中国私募股权投资市场上新募基金数创下了历史新高，而募资金额也同比实现了大幅度上升。从投资金额来看，2009 年 IPO 的重新启动、创业板的开启使得中国 PE 产业的由播种开始进入收获期。

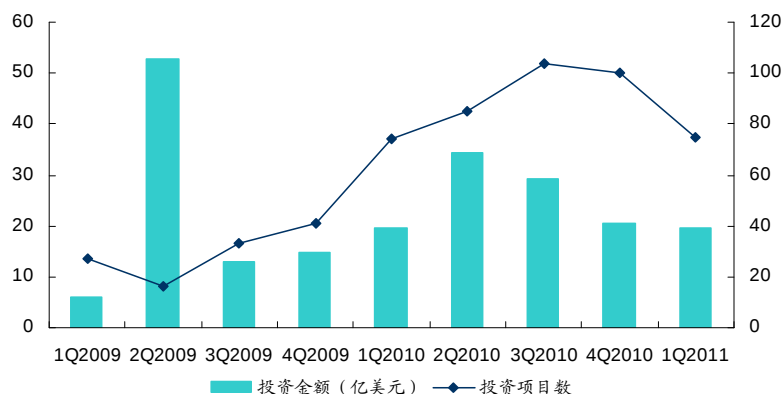
随着创投和 PE 产业的加速增长，上市公司所参股的创投企业的也是硕果累累，储备的资源也十分丰富。而参股创投的上市公司得益于创投公司的良好业绩也有较好的业绩表现，随着创投公司所持股份的逐步解禁，这些上市公司的后续业绩也有了较稳定的保障。

图 32：2009 年至 2011 年一季度 PE 基金募集资金总量的季度环比比较



资料来源：长江证券研究部

图 33：2009 年至 2011 年一季度 PE 基金投资总量的季度环比比较



资料来源：长江证券研究部

在众多参股创投公司的上市公司中，我们建议重点关注所参股的创投公司业绩贡献具有可持续性的钱江水利和大众公用。

钱江水利——参股天堂硅谷创投，业绩持续提升

公司近几年收购兰溪等水厂，供水规模进一步扩大，随着公司在建水厂的进一步完工以及各大水厂的整合，预计未来公司供水业务毛利率将有所提升，此外，随着公司旗下的房地产公司钱江水利置业实现对锦天房地产业务的全资控股，锦天岛上项目实际建筑面积达到 167 亩，主要是以独栋别墅为主，预计于 2011 年下半年正式对外销售，2011 年-2013 年房地产业

务为公司贡献的每股收益分别是 0.13、0.26、0.53。

在供水主业稳定增长的同时，公司通过参股创投公司获益丰厚。公司对天堂硅谷参股比例达到 27.9%，而天堂硅谷及其管理基金目前持有 13 个已上市但是未退出的项目，其中有 9 个项目将于 2011 年实现解禁，最高收益率达 6700%。而参与的一些增发项目收益也十分稳定，预计创投产业 2011 年将为钱江水利贡献的每股收益为 0.24 元，超过了公司 2010 年每股收益 0.41 的 50%。

表 21：截止 2011 年 3 月底天堂硅谷及其管理的基金未减持的已上市项目

投资方	投资项目	投资时间	持有的总股份(万股)	所持股份(万股)	浮盈(亿元)	隐含收益率	解禁时间	备注
天堂硅谷	鑫富药业	--	647.66	647.66	1.34	6700%	2011/8/13	IPO
天堂硅谷	瑞凌股份	2010/12/22	70.00	70.00	-0.02	-9%	2011/12/29	新股申购
天堂硅谷	亚厦股份	2007/12/16	350.00	350.00	2.30	1317%	全部解禁	IPO
鲲鹏基金	桂林旅游	2010/3/3	1300.00	350.00	0.14	51%	全部解禁	增发
鲲鹏基金	三峡水利	2010/6/29	122	122	0.14	165%	2011/6/29	增发
湖北益龙	三峡水利	2010/6/29	615	615	0.70	165%	2011/6/29	增发
盈通基金	吉恩镍业	2010/6/22	500	500	0.37	46%	2011/6/22	增发
鲲鹏基金	深纺织 A	2010/7/21	1424.52	1424.52	0.53	40%	2011/7/21	增发
盈丰基金	六国化工	2010/8/24	1000	1000	0.45	43%	2011/8/24	增发
武汉科创投	鼎龙股份	2008/4/28	162.50	99.94	0.43	990%	全部解禁	IPO

数据来源：wind，长江证券研究部

表 22：创投产业 2011 年为钱江水利的预计利润贡献

投资方	投资项目	浮盈(亿元)	已实现的收益(亿元)	为天堂硅谷贡献的收益(亿元)	为钱江水利贡献的每股收益(元/股)
自有资金	鑫富药业	0.67	---		
(按照 50%减持)	瑞凌股份	-0.01	----	1.37	0.13
	亚厦股份	1.15	----		
鲲鹏基金	桂林旅游	0.14	0.44		
	三峡水利	0.14	----		
	达意隆	----	0.10		
湖北益龙	三峡水利	0.70	----	0.38	0.05
盈通基金	吉恩镍业	0.37	----		
鲲鹏基金	深纺织 A	0.53	----		
盈丰基金	六国化工	0.45	----		
武汉科创投	鼎龙股份	0.43	0.30	0.23	
	基金分红			----	0.01
	提取的管理费			0.47	0.05
	汇总			3.80	0.24

数据来源：长江证券研究部

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.61、0.77、1.26 元，估值存在一定的提升空间。

表 23：钱江水利分部估值

项目	EPS 分拆			对应估值股价		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
供水业务	0.12	0.15	0.22	3.53	4.61	6.60
房地产销售	0.13	0.26	0.53	2.60	5.20	10.60
创投产业	0.24	0.27	0.35	6.00	6.75	8.75
其他	0.12	0.09	0.16	3.60	2.70	4.86
总计	0.61	0.77	1.26	15.73	19.26	30.81

数据来源：长江证券研究部

从另一个角度，以天堂硅谷目前管理的 40 亿元未上市资产，保守的假设创投项目收益回报率为 400%（考虑 IPO 及协议转让的多种退出方式），以创投公司业绩提成平均幅度为 20% 计算，则天堂硅谷隐含的收益价值为 32 亿元，不考虑钱江水利以自有资金参与项目投资的情况，钱江水利的隐含市值提升幅度也能达到 9 亿元，即提升目前市值约 22%，予以谨慎推荐评级。

大众公用——环保运营和创投双引擎式增长

公司旗下的大众交通、大众燃气以及已经运营的市政项目是盈利的稳定来源，而随着徐州污水处理项目收购和扩张，利润率较高的污水处理成为主业亮点；

与此同时，公司通过参股深创投（持股 13.93%）、兴烨创业（持股 20%）以及设立全资子公司大众资本较早的进入了创投产业。随着参股创投公司手中上市项目的逐步解禁，我们预计创投产业的也即将为未来三年实现爆发性增长，预计 2011-2013 年将为公司贡献的每股收益为 0.16 元、0.20 元和 0.20 元。

表 24：公司参股的创投公司 2008-2010 年的净利润贡献情况

参股创投公司名称	2008	2009	2010
	净利润贡献比例	净利润贡献比例	净利润贡献比例
深圳市创新投资集团有限公司	36.87%	25.44%	17.78%
上海兴烨创业投资有限公司	0.05%	-0.04%	0.56%
上海杭信投资管理有限公司	0.07%	0.04%	0.33%
新华基金管理有限公司	-0.77%	0.78%	-0.48%
汇总	36.22%	26.22%	18.20%

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 25：公司参股的深创投公司 2006-2010 年的每股收益贡献情况

年份	2006	2007	2008	2009	2010
贡献的投资收益（亿元）	0.25	0.64	0.83	0.79	0.65
股本（亿股）	9.23	12.46	14.95	14.95	16.45
贡献的每股收益（元/股）	0.027	0.052	0.056	0.047	0.040

资料来源：大众公用年报，长江证券研究部

表 26：目前深创投持有的今年可出售的已上市项目

投资项目	投资时间	投资金额 (亿元)	所持股份价值 (亿元)	浮盈 (亿元)	隐含收益率	年化收益率	解禁时间
怡亚通	2006/9/1	0.06	0.42	0.36	600.18%	150.05%	已全部解禁
中科电气	2008/9/8	0.11	0.68	0.57	512.81%	170.94%	已全部解禁
东方日升	2008/8/10	0.45	3.97	3.52	781.91%	260.64%	2011.9.2
乐视网	2008/8/5	0.19	1.83	1.64	869.05%	289.68%	2011.8.12
天马精化	2007/10/23	0.10	0.82	0.72	721.21%	180.30%	2011.7.20
多氟多	2007/12/26	0.39	2.99	2.60	665.73%	166.43%	已全部解禁
当升科技	2007/11/30	0.06	1.32	1.26	2093.28%	523.32%	已全部解禁
三维丝	2008/6/1	0.27	1.42	1.15	430.22%	143.41%	已全部解禁
中青宝	2007/12/28	0.01	0.95	0.94	9566.54%	2391.63%	已全部解禁
鼎龙股份	2008/4/28	0.09	1.38	1.29	1375.20%	458.40%	已全部解禁
齐峰股份	2008/4/18	0.15	0.64	0.49	326.55%	108.85%	2011.12.11
信维通信	2009/7/18	0.29	2.51	2.23	772.92%	386.46%	2011.11.5
新国都	2008/6/1	0.11	0.52	0.41	388.46%	129.49%	2011.10.19
郑煤机	---	0.61	5.75	5.14	842.08%	280.69%	2011.8.3
达实智能	2000.09	0.05	0.44	0.39	881.68%	80.15%	2011.6.3

数据来源：wind，长江证券研究部

表 27：兴烨创投投资项目的盈利情况

投资项目	投资时间	目前持股 数(万股)	投资金额 (亿元)	股份价值 (亿元)	浮盈 (亿元)	隐含 收益率	年化 收益率	解禁时间
鼎汉技术	2009/3/5	172.80	0.06	0.55	0.49	860.78%	286.93%	2012/10/30
先河环保	2009/4/7	567.81	0.10	0.91	0.81	807.37%	269.12%	2012/4/27
恒顺电气	2010/6/21	150	0.098	0.31	0.21	220.15%	73.38%	2013/6/29

数据来源：长江证券研究部

我们考虑到大众交通经营的稳定性，通过参考大众交通的市值，预计大众交通 2011-2013 年为大众公用贡献的每股收益为 0.07 元，0.08 元，0.09 元，对净利润的贡献还将继续保持较高比例。

深创投在近两年创投业的复苏中表现突出，虽然一季度大众公用的每股收益仅有 0.029 元，但是我们认为在接下来的三个季度公司的各大产业的利润将会逐步释放，尤其是创投产业的 IPO 项目的解禁将为公司带来业绩的大幅度增长。

综合上述分析，我们预计公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.30、0.37、0.40 元，未来三年业绩提升的潜力很大，予以谨慎推荐评级。

表 28：大众公用分部估值

项目	EPS 分拆			对应估值股价		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
燃气产业	0.02	0.03	0.03	0.53	0.63	0.70
市政环境业务	0.05	0.07	0.08	1.47	1.95	2.46
交通运输产业	0.07	0.08	0.09	1.75	2.00	2.25
创投产业	0.16	0.19	0.20	2.4	2.85	3
总计	0.30	0.37	0.40	6.15	7.43	8.41

数据来源：长江证券研究部

表 29：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
600030	中信证券	13.45	1.14	0.74	0.88	11.8	18.2	15.3	1.9	1.7	1.5	推荐	推荐
600837	海通证券	9.24	0.45	0.50	0.61	20.5	18.5	15.1	1.7	1.6	1.4	谨慎推荐	中性
000562	宏源证券	17.18	0.89	0.90	0.98	19.3	19.1	17.5	3.4	2.9	2.4	推荐	推荐
000728	国元证券	11.59	0.47	0.45	0.66	24.7	25.8	17.6	1.5	1.4	1.3	中性	中性
000686	东北证券	21.30	0.82	0.55	0.76	26.0	38.7	28.0	3.9	3.5	3.1	中性	中性
600109	国金证券	14.77	0.44	0.37	0.49	33.7	39.9	30.1	4.9	4.3	3.7	中性	中性
600369	西南证券	11.87	0.39	0.31	0.39	30.4	38.3	30.4	2.5	2.3	2.1	中性	中性
601099	太平洋	9.69	0.14	0.16	0.19	71.3	60.6	51.0	7.5	6.6	5.8	中性	中性
601788	光大证券	13.96	0.64	0.67	0.81	21.8	20.8	17.2	2.1	1.9	1.7	中性	中性
600999	招商证券	18.86	0.90	0.89	1.01	21.0	21.2	18.7	2.8	2.5	2.1	中性	中性
000776	广发证券	39.90	1.62	1.17	1.49	24.6	34.1	26.8	5.2	4.4	3.7	谨慎推荐	谨慎推荐
601688	华泰证券	12.60	0.63	0.50	0.72	20.0	25.2	17.5	2.1	2.0	1.7	中性	中性
601377	兴业证券	17.36	0.39	0.30	0.42	44.5	57.9	41.3	4.5	4.2	3.8	中性	中性
002500	山西证券	9.40	0.22	0.12	0.17	42.7	78.3	55.3	3.6	3.5	3.2	中性	中性
000666	经纬纺机	14.00	0.41	0.91	1.00	22.9	10.3	9.4	2.7	2.4	2.1	推荐	推荐
000415	ST 汇通	14.09	0.003	0.75	1.21	3133.3	12.5	7.8	15.9	0.6	1.7	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 7 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。