

三因素齐向好 券商股有望迎估值修复

研究结论

- **三因素决定券商股中期走势：**在当前时点，佣金率的变化情况、创新业务的开展以及证券市场的走势决定了券商股的中期走势。其中佣金率和创新业务决定在一轮行情后，券商股能否跑赢大盘，即能否产生 Alpha。而市场中期走势则影响证券公司的交易量和自营收益，进而决定券商股的走向，即 Beta。我们认为目前以上三大因素均在转好，券商股有望迎来估值修复行情。
- **二季度上市券商佣金率已明显企稳：**无论是行业协会公布的数据亦或是部分上市券商公布的半年报，均显示在监管加强的背景下，证券公司佣金率已于今年 2 季度企稳。而即使是 1 季度佣金率的下滑也更多是去年年底的翘尾影响。我们与部分券商的交流也显示，近期多数证券公司佣金率环比稳定，且均在严格执行各地区行业协会制定的佣金监管政策。相较于过去两年每年 20% 以上的下滑，佣金率的中期企稳将在很大程度上改善市场对证券公司的预期。
- **创新业务助力券商股盈利改善：**根据我们最新预测，我们预计在经纪业务收入下滑接近 10% 的背景下，上市券商中期业绩整体仍能基本持平，主要原因就在于创新业务的增量收入。包括直投和融资融券等创新业务均已对部分上市券商带来实质的业绩贡献，而新业务的开展情况也成为衡量上市券商中报盈利增长的关键因素之一。中信证券、海通证券及光大证券等创新业务有优势的券商业绩增速明显好于以传统通道业务为主的中小券商。而展望未来，券商可以拓展的新业务还有很多，而这也是我们长线看好证券股的理由之一。（详见《证券业长期价值报告系列》）
- **市场近期的下跌忽视诸多积极因素：**根据我所策略观点，近期内地市场跟随外围暴跌的过程中，投资者可能忽视了以下几个积极现象：（1）通胀或将进入平稳下行通道；（2）工业和投资仍稳定，经济下行风险有限；（3）危机中政策将更稳妥。基于此，后市市场有理由“战胜非理性，期待估值修复”（详见《突出重围，日升东方》策略报告）。在市场见底反弹的背景下，券商也有望展现其向上的 beta。
- 经过此轮下跌，中信、海通等主流券商 2011 年动态 PB 已不足 1.5X，即使从动态 PE 角度看，也不到 18X。我们维持中信证券（买入）和海通证券（买入）的投资组合，并建议积极关注拥有较高 Beta 的方正证券（未评级）和东北证券（买入）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

银行与证券行业分析师

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

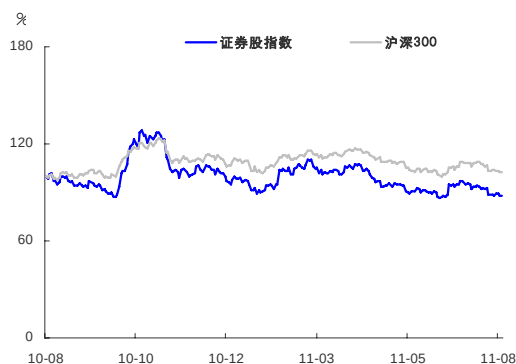
行业评级 **看好** 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区 中国/A 股

行业 证券

报告发布日期 2011 年 8 月 10 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009	2010	2011E	2012E	评级
中信证券	1.35	1.14	0.64	0.74	买入
海通证券	0.55	0.45	0.50	0.58	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn