

券商股估值比较及交易特点

金融/资本市场

投资要点：

- 从上市券商来看，券商股虽属于同一板块，但个股之间估值差别比较大，反映在市值规模上也是如此，同等盈利能力，同等资产规模的券商，市值规模有的相去甚远。
- 概括来说，通过 IPO 上市的券商估值普遍高；总股本或流通股本比较小的券商估值水平相对也高；总股本及流通股本比较大的大券商估值水平比较低。
- 对于小券商来说，股价回调的同时，业绩也出现下跌，并且有可能业绩比股价下降的幅度还快，因此，小券商的估值突显出来，显得比较高。
- 通过 IPO 上市的券商，由于原始股股东有三年的锁定期，并且网下申购的机构投资者也有 3 个月的锁定期，因此，相对来说，上市初期，流通股本较小。由于流通盘小，这些股票具有较好的价格弹性，可操作性强，往往成为资金追逐的对象，因此，这类券商在业绩下滑的情况下，由于股价高悬，市盈率比较高。
- 相对于其他行业来说，券商股的业绩与股票市场的走势高度相关。只要市场翻转，券商股的业绩急剧提高，券商股必然大涨。券商股的贝塔值高、弹性大，在市场翻转时，股价一般会跑赢大盘。在行业或个股选择困难的情况下，券商股因为具备类似指数基金的通用性，并且弹性大，往往成为投资者的首选。
- 在投资券商股方面，投资者一直面临着买“大券商”还是买“小券商”的取舍。流通盘较大的券商股，估值往往低于板块平均水平，被认为更具备安全边际，但股价弹性相对较小，难以赚取到较大规模的绝对收益；而流通盘小的券商股，尽管估值水平较高，但具有较好的波动性和价格弹性，可操作性强。市场翻转时，尽管小盘券商股估值水平高，但资金追逐强烈，股价涨幅较大。

同步大势

维持评级

发布时间：2011 年 9 月 19 日

走势图



重要公司

评级

广发证券	谨慎推荐
兴业证券	谨慎推荐
西南证券	谨慎推荐
国海证券	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

TEL: (8621)6336 7000—258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、券商股估值比较

从上市券商来看，券商股虽属于同一板块，但个股之间估值差别却比较大，反映在市值规模上也是如此，同等盈利能力，同等资产规模的券商，市值规模有的相去甚远。

概括来说，通过 IPO 上市的券商估值普遍高；总股本或流通股本比较小的券商估值水平相对也高；总股本及流通股本比较大的大券商估值水平比较低。总之，大券商估值水平比较低，小券商估值水平普遍高，特别是流通盘比较小的券商估值水平更高。

表 1、上市券商综合指标比较

单位：亿元/亿股

证券简称	总股本	流通 A 股	总市值	流通市值	收盘价（元）	盈利预测	PE
太平洋	15.03	14.84	116.66	115.18	7.76	0.19	40.8
山西证券	24.00	4.00	193.90	32.30	8.08	0.21	38.5
兴业证券	22.00	2.63	326.04	38.98	14.82	0.4	37.1
西南证券	23.23	7.98	260.36	89.47	11.21	0.36	31.1
广发证券	29.60	7.75	903.58	236.59	30.53	1.15	26.5
国金证券	10.00	10.00	131.63	131.63	13.16	0.51	25.8
国海证券	7.17	1.47	104.51	21.37	14.58	0.59	24.7
国元证券	19.64	19.64	196.02	196.02	9.98	0.49	20.4
长江证券	23.71	23.71	206.53	206.53	8.71	0.46	18.9
华泰证券	56.00	17.72	569.52	180.16	10.17	0.56	18.2
光大证券	34.18	10.93	400.59	128.10	11.72	0.67	17.5
招商证券	46.61	24.56	554.20	291.97	11.89	0.69	17.2
宏源证券	14.61	14.61	209.24	209.24	14.32	0.86	16.7
中信证券	99.46	99.22	1201.44	1198.55	12.08	0.78	15.5
海通证券	82.28	82.28	654.93	654.93	7.96	0.52	15.3

资料来源：WIND

注：券商股盈利预测来自于 WIND 的市场一致预测，收盘价取自 9 月 16 日的个股收盘价。

表 2、券商股盈利能力与估值比较

单位：万元

公司名称	营业收入	净利润	总资产	净资产	净资本	总市值（亿元）	PE
太平洋	45546	13524	474388	209414	188777	116.66	40.8
国海证券	75,021	15,533	1,438,249	305,859	213,703	104.51	24.7
国金证券	70,399	20,536	968,597	322,090	293,955	131.63	25.8
山西证券	54,393	11,363	1,388,033	627,152	462,400	193.9	38.5
宏源证券	155,533	61,429	2,380,772	744,902	498,828	209.24	16.7
兴业证券	138,735	38,166	2,356,424	873,896	614,336	326.04	37.1
西南证券	82,129	33,504	2,044,120	1,145,981	929,400	260.36	31.1
长江证券	109,573	41,513	3,257,962	1,166,879	937,452	206.53	18.9
国元证券	103,538	43,978	2,451,182	1,487,384	1,075,488	196.02	20.4
广发证券	327,080	134,303	7,028,547	1,953,574	1,183,145	903.58	26.5
光大证券	264,993	113,026	5,228,286	2,284,186	1,560,152	400.59	17.5

招商证券	324,519	147,589	7,596,680	2,435,490	1,390,029	554.2	17.2
华泰证券	339,484	114,358	9,240,776	3,350,888		569.52	18.2
海通证券	524,651	223,478	10,596,779	4,629,976	3,327,053	654.93	15.3
中信证券	870,872	336,503	15,472,579	7,268,180	4,269,294	1201.44	15.5

资料来源：WIND

1、大券商业绩同比上升，估值水平低

对于大券商来说，业务收入渠道丰富，在市场低迷的情况下，业绩同比尚有所增长，因此，估值水平低。

2011 年中期，尽管股市低迷，但中信证券、海通证券、招商证券、光大证券等大券商的业绩同比都是上升的。这跟大券商的业务收入结构有关，从业务结构上来看，大券商的经纪业务收入占比普遍较低，因此，大券商受市场波动的影响较小。相对来说，大券商创新业务开展的比较好，业务来源渠道比较丰富，业务收入相对稳定。特别是大券商都完成了融资，净资本规模比较大，公司存款规模扩大，在升息的环境下，利息收入增加。利息收入上升，有利于对冲在弱势环境下业绩的周期性波动。因此，尽管市场低迷，但大券商业绩同比还是上升的。

随着股市的下跌，大券商股价普遍回调，但大券商的业绩同比上升，因此大券商的估值水平下降幅度较大，大券商的估值水平普遍较低。

表 3、2011 年中期大券商业绩同比

	中信证券	海通证券	招商证券	光大证券
营业收入	-5.0%	19.7%	17.3%	36.0%
营业支出	-12.0%	12.7%	16.1%	24.0%
营业利润	2.1%	25.3%	18.1%	48.0%
利润总额	0.3%	23.7%	18.0%	33.9%
归属母公司所有者净利润	13.1%	21.3%	7.8%	36.3%

资料来源：公司公告

表 4、大券商业务收入结构

	中信证券	海通证券	招商证券	光大证券
经纪业务	27.2%	35.1%	42.1%	41.1%
承销业务	7.7%	10.2%	21.9%	17.1%
资产管理业务	1.4%	8.3%	1.6%	10.6%
利息净收入	9.4%	19.5%	10.1%	18.5%
投资收益	31.2%	19.7%	20.8%	12.3%
其他业务收入	0.9%	0.3%	0.1%	0.4%

资料来源：公司公告

2、中小券商业绩同比下降，估值水平高

中小券商经纪业务收入占比普遍较高，中小券商受市场波动的影响较大，市场低迷的情况下，交易额大幅度下降，影响了中小券商的业务收入。2011 年中期，大部分中小券商的业绩同比都是下降的。

对于小券商来说，股价回调的同时，业绩也出现下跌，并且有可能业绩比股价下降的幅度还快，因此，小券商的估值突显出来，显得比较高。

表 5、2011 年中期小券商业绩同比

	长江证券	宏源证券	国金证券	山西证券
营业收入	-11.5%	-9.0%	-13.7%	-9.1%
营业支出	5.1%	-0.5%	5.6%	20.6%
营业利润	-27.1%	-15.5%	-34.4%	-46.7%
利润总额	-20.0%	-15.6%	-30.6%	-46.7%
归属母公司所有者净利润	-15.4%	-15.9%	-30.6%	-44.9%

资料来源：公司公告

表 6、小券商业务收入结构

	长江证券	宏源证券	国金证券	山西证券
经纪业务	64.5%	43.6%	46.9%	64.0%
承销业务	7.2%	18.0%	32.5%	6.2%
资产管理业务	3.8%	1.1%	0.0%	0.5%
利息净收入	9.7%	5.7%	11.9%	24.2%
投资净收益	13.3%	16.6%	4.3%	-1.1%
其他业务收入	0.2%	0.7%	0.0%	0.3%

资料来源：公司公告

表 7、大券商估值水平变动趋势

	中信	海通	光大	招商	华泰	广发
2010 年 10 月	23	27	26	25	25	33
2010 年 11 月	19	22	21	22	21	28
2010 年 12 月	19	21	22	20	20	33
2011 年 1 月	11	21	23	20	23	28
2011 年 2 月	13	23	25	22	24	28
2011 年 3 月	12	22	24	21	23	24
2011 年 4 月	12	21	21	20	23	23
2011 年 5 月	11	19	20	20	22	23
2011 年 6 月	12	19	19	20	21	26
2011 年 7 月	11	17	17	19	21	23
2011 年 8 月	10	16	16	17	18	25

资料来源：WIND

表 8、小券商估值水平变动趋势

	宏源	国元	长江	国金	西南	太平洋	兴业	山西
2010 年 10 月	24	31	24	39	43	76	50	-
2010 年 11 月	19	26	19	33	36	68	41	62
2010 年 12 月	18	26	18	30	33	64	40	63
2011 年 1 月	19	25	19	33	31	82	38	56
2011 年 2 月	21	27	23	36	34	88	51	60
2011 年 3 月	20	26	23	35	34	83	47	55
2011 年 4 月	21	26	22	30	28	75	47	58
2011 年 5 月	19	24	20	28	28	67	42	52
2011 年 6 月	20	24	21	29	28	63	46	53
2011 年 7 月	19	22	20	39	28	48	43	61
2011 年 8 月	18	21	17	38	27	42	40	56

资料来源：WIND

3、通过 IPO 上市的券商估值普遍高

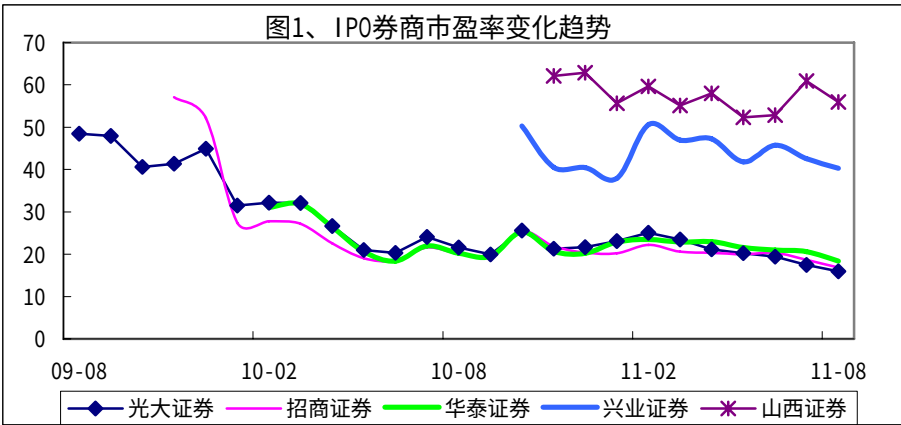
通过 IPO 上市的券商，由于原始股东有三年的锁定期，并且网下申购的机构投资者也有 3 个月的锁定期，因此，相对来说，上市初期，流通股本较小。由于流通盘小，这些股票具有较好的价格弹性，可操作性强，往往成为资金追逐的对象，因此，这类券商即使业绩下降幅度较大，但由于股价高悬，市盈率比较高。

通过 IPO 上市的券商，在上市初期，市盈率都比较高，但随着网下申购股本的解禁，流通股本扩大，市盈率会慢慢下降。

表 8、IPO 券商上市初期市盈率

	光大证券	招商证券	华泰证券	兴业证券	山西证券	方正证券
上市当月	48.5	57.1	31.07	50.28	62.15	30.55
第 2 月	47.96	52.15	31.9	40.56	62.92	
第 3 月	40.66	27.41	26.42	40.48	55.66	
第 4 月	41.4	27.77	20.58	37.92	59.65	

资料来源：WIND



资料来源：WIND

表 9、2010 年年报兴业证券股权结构

机构股东名称	机构类型	持股数量(股)	占流通 A 股比例(%)
中银持续增长股票型证券投资基金	基金	5,038,332	2.39
华泰柏瑞盛世中国股票型证券投资基金	基金	2,519,157	1.2
汇添富均衡增长股票型证券投资基金	基金	2,519,157	1.2
富国天丰强化收益债券型证券投资基金	基金	1,511,494	0.72
华泰柏瑞积极成长混合型证券投资基金	基金	1,259,578	0.6
景顺长城内需增长贰号股票型证券投资基金	基金	1,259,578	0.6
广发大盘成长混合型证券投资基金	基金	1,100,000	0.52
上投摩根成长先锋股票型证券投资基金	基金	909,600	0.43
汇添富上证综合指数证券投资基金	基金	772,888	0.37
嘉实回报灵活配置混合型证券投资基金	基金	755,747	0.36
广发聚富证券投资基金	基金	755,747	0.36
银华富裕主题股票型证券投资基金	基金	755,747	0.36
银华-道琼斯 88 精选证券投资基金	基金	755,747	0.36
广发稳健增长开放式证券投资基金	基金	755,747	0.36
泰达宏利行业精选证券投资基金	基金	755,747	0.36
长城消费增值股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
易方达策略成长二号混合型证券投资基金	基金	503,831	0.24
鹏华价值优势股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
华安策略优选股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
长盛同德主题增长股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
易方达积极成长证券投资基金	基金	503,831	0.24
景顺长城内需增长开放式证券投资基金	基金	503,831	0.24
易方达价值精选股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
易方达 50 指数证券投资基金	基金	503,831	0.24
易方达策略成长证券投资基金	基金	503,831	0.24
建信优化配置混合型证券投资基金	基金	503,831	0.24
泰达宏利市值优选股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
汇丰晋信动态策略混合型证券投资基金	基金	503,831	0.24
汇丰晋信龙腾股票型开放式证券投资基金	基金	503,831	0.24
汇丰晋信大盘股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
长盛同庆可分离交易股票型证券投资基金	基金	503,831	0.24
合计		40,213,092	19.11

资料来源：WIND

表 10、2010 年年报山西证券股权结构

机构股东名称	机构类型	持股数量(股)	占流通 A 股比例(%)
工银瑞信双利债券型证券投资基金	基金	2,440,497	0.76
工银瑞信信用添利债券型证券投资基金	基金	2,440,460	0.76
工银瑞信增强收益债券型证券投资基金	基金	2,440,460	0.76
建信稳定增利债券型证券投资基金	基金	2,135,402	0.67
益民创新优势混合型证券投资基金	基金	1,525,287	0.48

华商盛世成长股票型证券投资基金	基金	1,220,230	0.38
华商领先企业混合型开放式证券投资基金	基金	1,220,230	0.38
嘉实多元收益债券型证券投资基金	基金	1,159,218	0.36
海富通稳固收益债券型证券投资基金	基金	999,960	0.31
银华信用债券型证券投资基金	基金	915,172	0.29
中银稳健增利债券型证券投资基金	基金	762,643	0.24
建信收益增强债券型证券投资基金	基金	610,115	0.19
海富通稳健添利债券型证券投资基金	基金	610,115	0.19
华商收益增强债券型证券投资基金	基金	549,103	0.17
万家稳健增利债券型证券投资基金	基金	488,092	0.15
易方达积极成长证券投资基金	基金	381,321	0.12
易方达平稳增长证券投资基金	基金	381,321	0.12
东方龙混合型开放式证券投资基金	基金	305,057	0.1
东吴行业轮动股票型证券投资基金	基金	305,057	0.1
嘉实债券开放式证券投资基金	基金	265,400	0.08
银华-道琼斯 88 精选证券投资基金	基金	61,011	0.02
博时平衡配置混合型证券投资基金	基金	61,011	0.02
东吴进取策略灵活配置混合型证券投资基金	基金	61,011	0.02
中欧稳健收益债券型证券投资基金	基金	1,500	0
合计		35,925,027	11.23

资料来源：WIND

二、 券商股的交易特点

对于非券商行业来说，行情到来时，这个行业必须处于景气周期的上升阶段，或者这个行业必须有较明朗的发展预期及其他政策性利好因素，这个行业中的股票才有上涨的机会。否则，即使大盘上涨，如果这个行业的个股业绩不配合，个股难以大涨，顶多是估值修复而已。在市场上涨趋势确立的情况下，行业及个股的选择是个难题。

相对于其他行业来说，券商股的业绩与股票市场的走势高度相关。只要市场翻转，券商股的业绩急剧提高，券商股必然大涨。券商股的贝塔值高、弹性大，在市场翻转时，股价一般会跑赢大盘。在行业或个股选择困难的情况下，券商股因为具备类似指数基金的通用性，并且弹性大，往往成为投资者的首选。

回顾 A 股市场历次的反弹，券商股往往是在市场大跌过后反弹行情中的“风向标”和“领头羊”。

基于这种特点，一些搏取反弹的资金，在市场大幅下跌后，为赚取短期利润，便早早埋伏于券商股当中，正因为有资金支撑，券商股的股价难以大幅下跌，估值保持相对的高位。随着大盘的上涨，尽管券商的股价也在上涨，但由于业绩反弹得更快，券商股的估值水平反而会有所摊薄。

在投资券商股方面，投资者一直面临着买“大券商”还是买“小券商”的取舍。流通盘较大的券商股，估值往往低于板块平均水平，被认为更具备安全边际，但股价弹性相对较小，难以赚取到较大规模的绝对收益；而流通盘小的券商股，尽管估值水平较高，但具有较好的波动性和价格弹性，可操作性强。市场翻转时，尽管小盘券商股估值水平高，但资金追逐强烈，股价涨幅较大。

所以，在底部逐渐确立，行情翻转的情况下，因为行业选择的明确性和股价较好的价格弹性，估值较高的小券商股反而成为首选的投资标的。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。