

证券行业 2011 年四季度投资策略

反弹行情中将率先上涨

金融/资本市场

优于大势

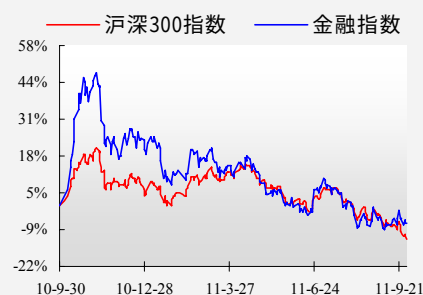
维持评级

发布时间：2011 年 9 月 30 日

投资要点：

- 最近几年，随着佣金率的大幅度降低，券商经纪业务的营业利润率尽管有所下降，但仍保持在 50% 左右的营业利润率。
- 网上交易占比提升保证了券商经纪业务较高的营业利润率。最近几年，证券公司积极建设包括新一代网上交易、网上营业厅、手机炒股等项目在内的电子商务工程平台，通过打造“电子商务+呼叫中心+营业部”的展业模式，网上交易、手机委托等方式的交易量占比不断上升。网上交易，因为是非现场交易，没有物流环节，大大节约了券商的经营成本，提高了经纪业务的营业利润率。
- 转融通机制推出以后，融资融券业务将从目前以自营性质为主的业务转变为以代理性质为主的业务，券商的经营风险可控，积极性大大提高，将增加其中间业务收入。
- 目前，券商直投项目已经陆续上市。创业板的开启推动直投业务的规模化发展和投资收益率的提升。新三板推出将为券商直投提供了更宽广的退出渠道。券商的直投项目已陆续进入了收获期。
- 预计进入 10 月份以后，通胀有望进一步得到控制，而各方面的政策也会趋于明朗。但随着通胀下行趋势的确认、紧缩货币政策的放松以及经济基本面的预期改善，市场将会出现恢复性的上涨。
- 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，券商股一般要上涨。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”。
- 在券商股选择方面，我们一方面推荐创新业务开展较好、具有较高安全边际的中信证券、海通证券等公司。另一方面，我们推荐流通股本较小、股价弹性较大的广发证券、国海证券等公司。

走势图



重要公司

评级

中信证券	谨慎推荐
海通证券	谨慎推荐
长江证券	谨慎推荐
宏源证券	谨慎推荐
广发证券	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、行业发展状况

1、经纪业务对比

2011 年 1—8 月，沪深两市交易额为 324192.7 亿元，同比上涨 6.3%。受欧美债务危机的影响，发达国家股市暴跌，国内投资者信心也受到冲击，1—8 月份沪深 300 指数下跌 9%，市场交易萎靡，券商的业务收入下降。

表 1、1—8 月份沪深两市交易额同比及环比

单位：亿元

	2010 年	2011 年	同比	环比
1 月份	47674.8	34492.6	-27.70%	
2 月份	24202.6	37393	54.50%	8.40%
3 月份	43939.9	62983.6	43.30%	68.40%
4 月份	51693.9	45653.6	-11.70%	-27.50%
5 月份	32710.2	33813.9	3.40%	-25.90%
6 月份	25196.9	31164.7	23.70%	-7.80%
7 月份	32512	41940.3	29.00%	34.60%
8 月份	47132	36751	-22.00%	-12.40%
合计	305062.2	324192.7	6.30%	

资料来源：WIND

表 2、1—8 月份上市券商交易额对比

单位：万元

	2010 年	2011 年	同比
广发证券	260094425	241400974	-7.2%
海通证券	257920423	241193833	-6.5%
招商证券	259519348	234449099	-9.7%
华泰证券	251045805	222300162	-11.5%
光大证券	203080891	180372896	-11.2%
中信证券	155391136	161585448	4.0%
中信金通	124092656	115306328	-7.1%
华泰联合	132756286	101885308	-23.3%
方正证券	112589215	101264132	-10.1%
长江证券	104160146	101134903	-2.9%
兴业证券	101460417	100245975	-1.2%
宏源证券	83633663	75351541	-9.9%
国元证券	68307905	63770865	-6.6%
中信万通	48859588	42468995	-13.1%
国海证券	41862109	39904783	-4.7%
国金证券	44446232	38321567	-13.8%

资料来源：WIND

2、承销业务对比

2011 年 1—8 月,全行业股票承销额为 3720 亿元，同比减少 25.1%，IPO 规模有所下降，但增发项目规模增加。债券承销规模达到 4423 亿元，同比增长 20.6%。

表 3、1—8 月份全行业股票承销家数同比

单位：个

	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2010 年	515	235	75	18	9	178
2011 年	579	209	102	12	18	238

资料来源：WIND

表 4、1—8 月份全行业股票债券承销额同比

单位：亿元

	总计	首发	增发	配股	可转债	债券	股票合计	债券合计
2010 年	8637	3485.3	887.1	595.4	690	2979.1	4967.9	3669.1
2011 年	8143.9	2007.1	1357.1	355.8	413.2	4010.7	3720	4423.9
同比	-5.70%	-42.40%	53.00%	-40.20%	-40.10%	34.60%	-25.10%	20.60%

资料来源：WIND

表 5、2011 年 1—8 月份上市券商承销金额排名

单位：万元

机构名称	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信证券	9494391	1453565	1282649	878058	383333	5496786
招商证券	3349041	949545	1102404	244759	255333	797000
广发证券	3246849	682544	354723	834582	0	1375000
海通证券	3049253	654832	758502	0	0	1635919
中德证券	2269218	472950	673649	0	0	1122619
宏源证券	1874412	259901	119511	0	0	1495000
西南证券	1480024	511920	213104	0	0	755000
光大证券	1143767	685879	40000	242888	0	175000
太平洋证券	873645	154380	41459	37806	0	640000
兴业证券	739607	325474	60800	0	0	353333
国金证券	612693	474049	115798	22846	0	0
国海证券	478000	160000	0	0	0	318000
国元证券	474227	308100	136127	0	30000	0
华泰证券	468855	468855	0	0	0	0
长江证券	384763	124730	126700	0	0	133333
华泰联合	274462	224462	0	0	0	50000

资料来源：WIND

3、资产管理业务

截至 2011 年 8 月，共有 55 家公司管理 254 只理财产品，资产份额为 1624.16 亿份，资产净值规模为 1584.18 亿元，其中，2011 年前 8 个月新成立资产管理产品 78 只，发行份额 503.5 亿份，同比分别减少 19 只和 331.2 亿元。

表 6、2011 年新成立资产管理产品

单位：亿份

	新成立产品		股票型		混合型		债券型		其它型	
	总数	份额	总数	份额	总数	份额	总数	份额	总数	份额
2010	97	834.7	3	16.8	79	745.5	3	32.1	3	25.56
2011	78	503.5	5	42.8	63	427.5	6	26.9	3	5.4

资料来源：东北证券

表 7、上市券商集合理财产品净值规模及市场份额

单位：亿元/亿份

管理人	产品数量	份额合计	资产净值合计	市场份额
中信证券	15	164.9	166.7	10.5%
广发证券	7	101.9	99.6	6.3%
光大证券	13	98.6	96.5	6.1%
招商证券	8	92.7	90.1	5.7%
华泰证券	14	64.5	65.0	4.1%
长江证券	12	60.2	59.1	3.7%
宏源证券	4	48.0	45.7	2.9%
兴业证券	6	38.1	39.1	2.5%
方正证券	3	27.4	27.1	1.7%
海通证券	7	25.3	23.6	1.5%
国海证券	5	18.5	18.4	1.2%
西南证券	1	16.8	16.6	1.0%
山西证券	2	10.8	10.8	0.7%
国元证券	3	8.0	7.1	0.5%
全行业总计	254	1624.2	1584.2	

资料来源：东北证券

二、业务发展趋势

1、经纪业务营业利润率仍保持较高水平

最近几年，随着佣金率的大幅度降低，券商经纪业务的营业利润率尽管有所下降，但仍保持在 50%左右的营业利润率。

表 8、上市券商经纪业务营业利润率

	2011 年中期
海通证券	59.3%
宏源证券	54.9%
长江证券	46.9%
国元证券	51.7%
招商证券	58.5%
光大证券	49.4%
华泰证券	54.5%
山西证券	48.4%
国金证券	49.7%
兴业证券	53.0%
广发证券	45.9%

资料来源：公司公告

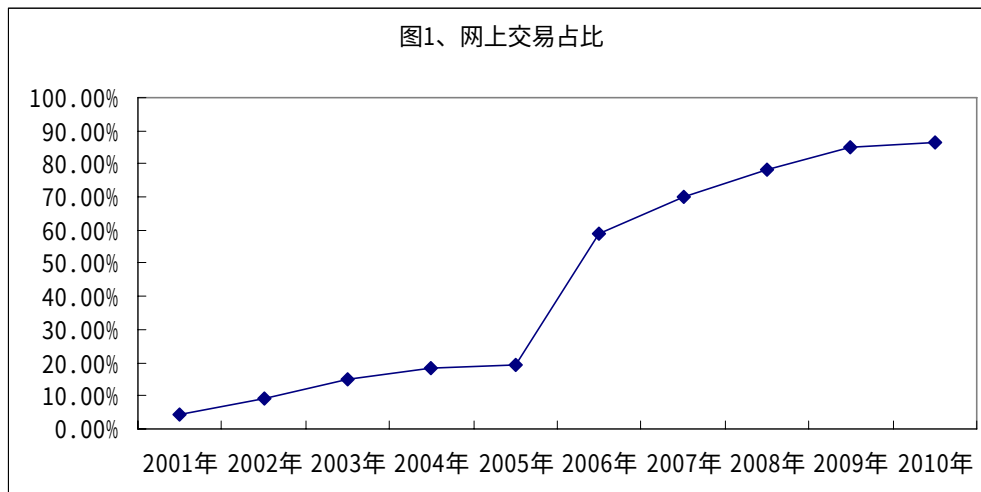
表9、部分上市券商经纪业务营业利润率变动趋势

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年中期
海通	71.08%	64.69%	67.18%	55.91%	59.32%
中信		81.10%	72.20%	71.90%	/
宏源证券		53.60%	60.30%	53.80%	54.90%
长江证券			64.38%	53.40%	46.91%

资料来源：公司公告

网上交易占比提升保证了券商经纪业务较高的营业利润率。最近几年，证券公司积极建设包括新一代网上交易、网上营业厅、手机炒股等项目在内的电子商务工程平台，通过打造“电子商务+呼叫中心+营业部”的展业模式，网上交易、手机委托等方式的交易量占比不断上升。网上交易，因为是非现场交易，没有物流环节，大大节约了券商的经营成本，提高了经纪业务的营业利润率。

但随着网上交易占比的逐渐提高，券商降低经营成本的空间越来越小，如果无限制地新设营业部，佣金率继续下滑，经纪业务的盈利能力将会越来越低。



资料来源：中国证监会、方正证券招股说明书等

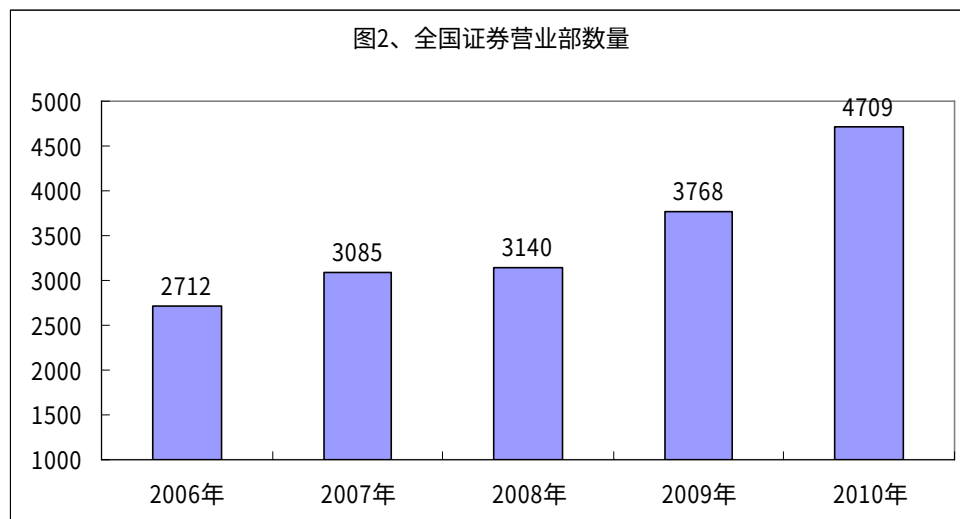
经纪业务营业利润率较高促使营业部快速扩张。最近几年券商营业部扩张速度特别快，整个行业营业部数量从 2006 年的 2712 家发展到 2010 年的 4709 家，5 年的时间增加了 73.6%。由于营业部急剧扩张，经纪业务竞争激烈，降低佣金成了主要的竞争手段，从上市券商来看，自 2006 年以来，佣金率下降幅度都比较大，目前整个行业的佣金率已降到千分之一以下。

表10、佣金率下降趋势

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%	0.11%	0.11%
长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%	0.09%	0.06%
招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%	0.08%	0.08%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%	0.08%	0.07%

宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%	0.12%	0.10%
中信证券系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%	0.08%	0.08%
广发证券	0.22%	0.21%	0.18%	0.16%	0.12%	0.09%

资料来源：公司公告



资料来源：伟海证券网

来自期货行业的启示。

在 1988 年 5 月期货市场试点初期，受行业利益驱使，我国交易所数量和期货公司家数迅猛增加，全国最多的时候出现了 50 多家交易所，300 多家期货经纪公司。尽管经过几年的数量缩减，目前国内期货公司还有 160 多家。由于期货公司众多，再加上业务同质化严重，整个行业长期陷入手续费恶性竞争，有的公司为了追求交易量和交易额排名，规定只要客户缴纳交易所手续费就代理交易，公司本身对代理交易是免费的。期货公司所获取的业务收入主要是从期货交易所那里获得的交易费年终奖励返还和客户保证金的利息收入。

由于竞争激烈，期货公司盈利能力较低。近年来，尽管国内期货市场总体交易规模保持了高速增长，但是行业整体的盈利能力仍无明显改观。统计数据显示，2008 年全国期货行业实现净利润 9.09 亿元，2009 年全国期货行业净利润为 17.36 亿元，平均每家期货公司盈利仅有几百万元，大部分期货公司处在微利状态。

对证券行业来说，随着新设营业部越来越多，佣金率越来越低，为了保证整个行业的有序竞争，保证经纪业务的合理盈利能力，限制营业部的大规模扩张已经很迫切。

2、转融通启动，融资融券业务贡献的利润增加

2011 年 8 月，证监会发布《转融通业务监督管理试行办法》。并且发布融资融券业务试点规则的修改草案，将融资融券业务作为证券公司一项常规业务，取消试点阶段对该业务的刚性门槛。

转融通之前，券商只能依赖自有资金和证券从事融资融券业务，难以形成规模，很大

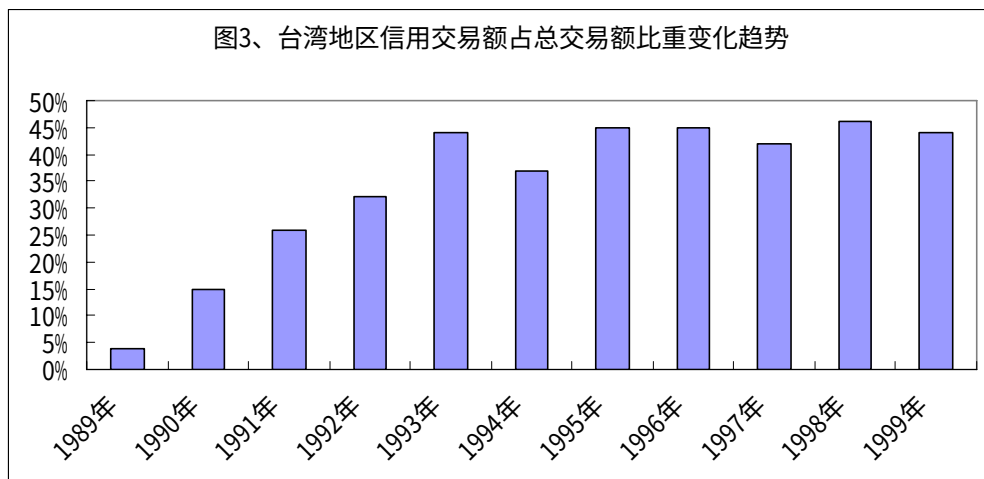
程度上制约了融资融券业务的发展,对券商业务收入贡献较小。转融通制度启动后,融资融券业务的规模将得到迅速扩大。

转融通制度下,将成立一家专门的证券金融公司,证券公司将通过证券金融公司开展融资融券业务。一方面该公司可以通过自身的信用帮助证券公司融资;另一方面,养老基金、保险资金等长期资金可以通过其出借手中的股票,帮助证券公司融券。而转融通制度的建立和专业金融公司的加入,融资融券业务的规模也将得到迅速扩大。

转融通机制能够通过证券金融公司打通货币市场和资本市场的通道,为资本市场注入资金活力。转融通机制的推出,使融资和融券不再受限于证券公司的自有资金和证券,将建立一条完整的资金和证券的供需链,从而打通社会资金和证券市场的融通渠道。

转融通机制的建立给市场带来了增量资金,将进一步增加标的证券的交易活跃度和流动性,提高换手率,从而放大市场的交易量。根据台湾地区的经验,融资融券业务开通以后,信用交易规模迅速扩大,信用交易在总交易规模中的比重占到 40%以上,日本的数据为 15%。大陆推出转融通机制以后,预计融资融券交易额占股票总交易额的比例将并目前大幅度增长。

图3、台湾地区信用交易额占总交易额比重变化趋势



资料来源：东北证券

对于券商来说,转融通业务将促进券商利润增长。

首先,能够增加稳定的利息收入来源。融资融券利息收入是稳定的利润来源,以佣金自由化的香港为例,单纯的佣金收入已无法达到盈亏平衡,但是券商通过融资融券业务获得稳定的利差收益,使行业得以生存。

其次,能够提高佣金收入。无论融资还是融券业务最终都要实现证券的买卖,将直接增加市场的交易量,这一过程直接为券商带来经纪业务的额外收益。

第三、增加中间业务收入。融资融券业务本身所产生的借款费、借券费、咨询服务费等,这些费用是一种类似银行的中介服务业务,券商只承担由市场风险引发的投资者信用风险,在完善的风险控制体系下,这种中介业务的风险较小。

转融通机制推出以后,融资融券业务将从目前以自营性质为主的业务转变为以代理性质为主的业务,券商的经营风险可控,积极性大大提高,将增加其中间业务收入。

3、直投业务进入收获期

自 2007 年 9 月以来，已有三批 30 家券商获得直投业务试点资格。目前，券商直投项目已经陆续上市。创业板的开启推动直投业务的规模化发展和投资收益率的提升。新三板推出将为券商直投提供了更宽广的退出渠道。

表 11、各公司直投子公司

券商名称	直投子公司名称	注册资本（亿元）	注册年度	持有子公司份额
中信	金石投资有限公司	52	2007 年	100%
海通	开元投资有限公司	30	2008 年	100%
光大	光大资本投资有限公司	20	2008 年	100%
广发	信德投资管理有限公司	8	2008 年	100%
招商	招商资本投资有限公司	5	2009 年	100%
长江	长江成长资本有限公司	5	2009 年	100%
国元	国元股权投资有限公司	5	2009 年	100%
华泰	紫金投资有限责任公司	2	2009 年	100%
西南	西证股权投资有限公司	2	2010 年	100%
宏源	宏远创新投资有限公司	2	2010 年	100%
兴业	兴业创新资本有限公司	1	2010 年年	100%

资料来源：东北证券

证券公司依靠“保荐+直投”模式，利用自身投行的承销保荐资格以及在 IPO 和并购项目在人才、管理和服务方面优势，在直投业务方面积累了丰富的项目资源。随着中小企业板和创业板的推出，一些券商的直投项目已陆续进入了收获期。

表12、各公司直投业务项目

券商	参股企业	时间	投资成本（亿元）	
中信证券	昊华能源	2007 年 12 月	1.51	已上市（601101）
	机器人	2008 年 6 月	0.26	已上市（300024）
	神州泰岳	2009 年 5 月	0.28	已上市（300002）
	中油金鸿天然气输送公司	2008 年 4 月	1.55	
	富奥汽车零部件股份公司	2009/9/18	5.8	
	中信房地产股份公司	2008/2/27	4.23	
	广西丰林木业集团公司	2008/9/1	1.5	
	贵州开磷（集团）公司	2008/12/1	4.01	
	内蒙古北方重工业集团	2009/7/16	1.47	
	兰州兰石重型装备公司	2009	1.06	
	上海帝联信息科技公司	2010/2/6	0.12	
	威创视讯	2007 年 8 月	0.29	已上市（002308）
	理工监测	2007 年 6 月	0.06	已上市（002322）
	盛运股份	2009 年 6 月	0.39	已上市（300090）
	恒泰艾普	2009 年 10 月	0.25	已上市（300157）

	天顺风能	2009 年 12 月	0.2	已上市 (002531)
	东软载波	2009 年 12 月	0.2	已上市 (300183)
	会稽山绍兴酒股份公司	2009 年 6 月	1.8	
海通证券	银江股份	2009 年 3 月	0.08	已上市 (300020)
	东方财富	2009 年 7 月	0.55	已上市 (300059)
	银联数据服务公司	2009 年	0.66	
	重庆润江水泥	2009 年	0.57	
	陕西国德电气	2009 年	0.45	
	东方证券	2009 年	0.38	
	山东玲珑轮胎公司	2010 年	0.5	
	金风科技	2005 年 9 月	0.4	已上市 (002202)
	云海金属	2005 年 12 月	0.43	已上市 (002182)
	海利得	2006 年 10 月	0.43	已上市 (002206)
	长信科技	2006 年 12 月	0.18	已上市 (300088)
	双箭股份	2007 年 10 月	0.29	已上市 (002381)
	中元华电	2009 年 1 月	0.24	已上市 (300018)
华泰证券	昆山世名科技有限公司	2010 年		
	通鼎光电		0.2	已上市 (002491)
光大证券	贵州青利集团公司	2009 年		
国元证券	芜湖顺荣汽车部件公司	2009 年		
	安徽山河药用辅料公	2009 年		
	顺荣股份		0.2	已上市 (002555)
广发证券	华仁药业	2009 年 8 月	0.32	已上市 (300110)
	青龙管业	2009 年 3 月	0.04	已上市 (002457)
	安居宝	2009 年 12 月	0.08	已上市 (300115)
	纳川股份	2009 年 8 月	0.13	已上市 (300198)

资料来源：东北证券

三、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 13、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	8.0	0.19	42.1
山西证券	24	4	193.9	32.3	8.6	0.21	40.8

兴业证券	22	2.63	326.04	38.98	14.5	0.4	36.3
西南证券	23.23	7.98	260.36	89.47	10.7	0.36	29.7
广发证券	29.6	7.75	903.58	236.59	30.8	1.15	26.8
国金证券	10	10	131.63	131.63	11.9	0.51	23.4
国海证券	7.17	1.47	104.51	21.37	17.0	0.59	28.8
国元证券	19.64	19.64	196.02	196.02	10.0	0.49	20.5
长江证券	23.71	23.71	206.53	206.53	8.9	0.46	19.3
华泰证券	56	17.72	569.52	180.16	10.0	0.56	17.9
光大证券	34.18	10.93	400.59	128.1	12.1	0.67	18.1
招商证券	46.61	24.56	554.2	291.97	11.5	0.69	16.7
宏源证券	14.61	14.61	209.24	209.24	14.9	0.86	17.3
中信证券	99.46	99.22	1201.44	1198.55	11.5	0.78	14.8
海通证券	82.28	82.28	654.93	654.93	8.0	0.52	15.4

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 28 日的个股收盘价。

表 14、券商股盈利能力与估值比较

单位：万元/亿元

公司名称	营业收入	净利润	总资产	净资产	净资本	总市值	PE
太平洋	45546	13524	474388	209414	188777	116.66	42.1
国海证券	75,021	15,533	1,438,249	305,859	213,703	104.51	28.8
国金证券	70,399	20,536	968,597	322,090	293,955	131.63	23.4
山西证券	54,393	11,363	1,388,033	627,152	462,400	193.9	40.8
宏源证券	155,533	61,429	2,380,772	744,902	498,828	209.24	17.3
兴业证券	138,735	38,166	2,356,424	873,896	614,336	326.04	36.3
西南证券	82,129	33,504	2,044,120	1,145,981	929,400	260.36	29.7
长江证券	109,573	41,513	3,257,962	1,166,879	937,452	206.53	19.3
国元证券	103,538	43,978	2,451,182	1,487,384	1,075,488	196.02	20.5
广发证券	327,080	134,303	7,028,547	1,953,574	1,183,145	903.58	26.8
光大证券	264,993	113,026	5,228,286	2,284,186	1,560,152	400.59	18.1
招商证券	324,519	147,589	7,596,680	2,435,490	1,390,029	554.2	16.7
华泰证券	339,484	114,358	9,240,776	3,350,888		569.52	17.9
海通证券	524,651	223,478	10,596,779	4,629,976	3,327,053	654.93	15.4
中信证券	870,872	336,503	15,472,579	7,268,180	4,269,294	1201.44	14.8

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 15、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 16、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，小券商的估值凸显出来，显得比较高。

表 17、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 18、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 19、大券商估值水平变动趋势

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

资料来源：WIND

表 20、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，由于原始股东有较长时间的锁定期，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

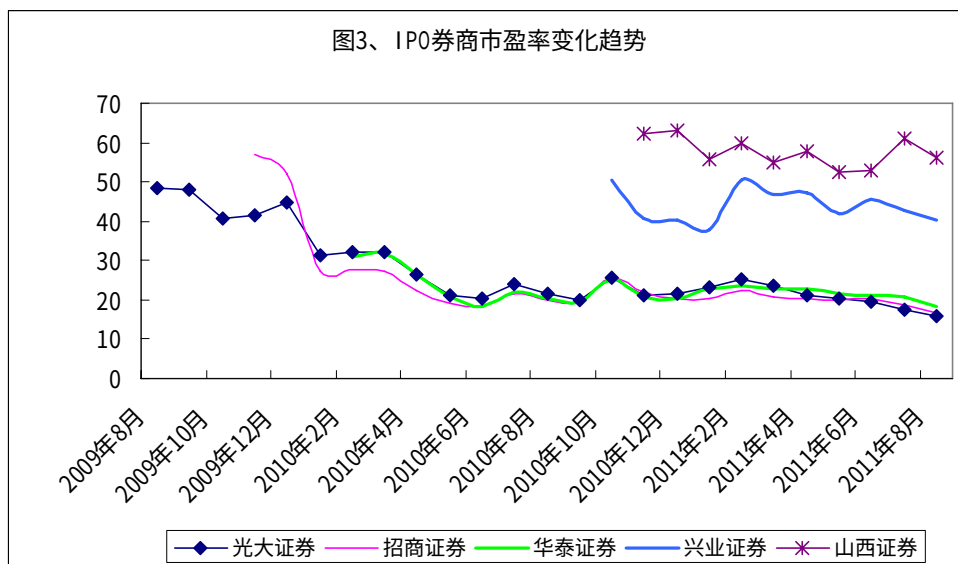
类券商在业绩下降幅度较大的情况下，由于股价高悬，市盈率比较高。

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 21、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

四、行业投资评级

造成本轮行情下跌的因素，从国内来看主要是不断走高的物价和持续收紧的货币政策；从国际上看，主要是欧美债务危机和持续低迷的经济走势。

但是从目前情况来看，四季度制约行情走势的因素都在变化。从国内通货膨胀来看，8 月份，国内物价上涨的势头得到了抑制，根据各种数据判断，在 CPI 今后几个月将会继续回落。因此，上半年高频率的宏观调控措施，在下半年可能不会再推行。

从国际上来看，欧洲债务危机尽管很严重，但一些应对措施正在商讨和实施；美国刺激经济的措施也在不断修正和出台。

预计进入 10 月份以后，通胀有望进一步得到控制，而各方面的政策也会趋于明朗。但随着通胀下行趋势的确认、紧缩货币政策的放松以及经济基本面的预期改善，市场最终会出现恢复性的上涨。

基于我们对后市的乐观预期，因此给予证券行业跑赢大市的投资评级。

五、券商股投资策略

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。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”。

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。

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。

在券商股选择方面，我们一方面推荐创新业务开展较好、具有较高安全边际的中信证券、海通证券、长江证券、宏源证券等公司。另一方面，我们推荐流通股本较小、股价弹性较大的广发证券、国海证券和山西证券等公司。

六、各公司每股收益敏感性分析

(1) 中信证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，中信证券 2011 年每股收益大约为 0.70 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则中信证券的每股收益为 0.95 元。目前对应的市盈率在 12—16 倍之间，给予谨慎推荐的投资评级。

表22、中信证券每股收益敏感性分析

单位：元

每股收益		日均交易量							
		1000	1200	1400	1700	1900	2200	2500	3000
投资收益率	-5.00%	0.50	0.54	0.58	0.64	0.68	0.74	0.80	0.90
	0.0%	0.55	0.59	0.63	0.69	0.73	0.79	0.85	0.95
	5.0%	0.60	0.64	0.68	0.74	0.78	0.84	0.90	1.00
	7.5%	0.63	0.67	0.71	0.77	0.81	0.87	0.93	1.03
	10.0%	0.65	0.69	0.73	0.79	0.83	0.89	0.95	1.05
	12.5%	0.68	0.72	0.76	0.82	0.86	0.92	0.98	1.08
	15.0%	0.70	0.74	0.78	0.84	0.88	0.94	1.00	1.10
	17.5%	0.73	0.77	0.81	0.87	0.91	0.97	1.03	1.13
	20.0%	0.75	0.79	0.83	0.89	0.93	0.99	1.05	1.15
	22.5%	0.78	0.82	0.86	0.92	0.96	1.02	1.08	1.18
	25.0%	0.81	0.84	0.88	0.94	0.98	1.04	1.10	1.20

	27.5%	0.83	0.87	0.91	0.97	1.01	1.07	1.13	1.23
	30.0%	0.86	0.90	0.94	0.99	1.03	1.09	1.15	1.25

(2) 海通证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，海通证券 2011 年的 EPS 大约为 0.32 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设下，则海通证券的 EPS 大约为 0.55 元。对应市盈率大约为 14——25 倍，给予谨慎推荐评级。

表23、海通证券每股收益敏感性分析

单位：元

每股收益		日均交易量							
		1200	1500	1700	2000	2200	2500	2700	3000
投资收益率	-5.00%	0.17	0.22	0.26	0.32	0.35	0.41	0.44	0.50
	0.0%	0.22	0.27	0.31	0.36	0.40	0.46	0.49	0.55
	5.0%	0.27	0.32	0.36	0.41	0.45	0.50	0.54	0.60
	7.5%	0.29	0.35	0.38	0.44	0.47	0.53	0.57	0.62
	10.0%	0.32	0.37	0.41	0.46	0.50	0.55	0.59	0.64
	12.5%	0.34	0.40	0.43	0.49	0.52	0.58	0.61	0.67
	15.0%	0.37	0.42	0.46	0.51	0.55	0.60	0.64	0.69
	17.5%	0.39	0.44	0.48	0.54	0.57	0.63	0.66	0.72
	20.0%	0.41	0.47	0.51	0.56	0.60	0.65	0.69	0.74
	22.5%	0.44	0.49	0.53	0.58	0.62	0.68	0.71	0.77
	25.0%	0.46	0.52	0.55	0.61	0.65	0.70	0.74	0.79
	27.5%	0.49	0.54	0.58	0.63	0.67	0.72	0.76	0.82
	30.0%	0.51	0.57	0.60	0.66	0.69	0.75	0.79	0.84

(3) 广发证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，广发证券 2011 年的 EPS 大约为 0.79 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则广发证券的 EPS 大约为 1.57 元。给予谨慎推荐评级。

表 24、广发证券每股收益敏感性分析

单位：元

每股收益		日均交易量						
		1200	1500	1800	2100	2300	2500	3000
投资收益率	-5.00%	0.35	0.55	0.75	0.95	1.08	1.21	1.54
	0.0%	0.47	0.67	0.87	1.07	1.20	1.33	1.66
	5.0%	0.59	0.79	0.99	1.19	1.32	1.45	1.78
	7.5%	0.65	0.85	1.05	1.25	1.38	1.51	1.84
	10.0%	0.71	0.91	1.11	1.31	1.44	1.57	1.90
	12.5%	0.77	0.97	1.17	1.37	1.50	1.63	1.96
	15.0%	0.83	1.03	1.23	1.43	1.56	1.69	2.02
	17.5%	0.89	1.09	1.29	1.49	1.62	1.75	2.08
	20.0%	0.95	1.15	1.35	1.55	1.68	1.81	2.14
	22.5%	1.01	1.21	1.41	1.61	1.74	1.87	2.20

	25.0%	1.07	1.27	1.47	1.67	1.80	1.93	2.26
	27.5%	1.13	1.33	1.53	1.73	1.86	1.99	2.32
	30.0%	1.19	1.39	1.59	1.79	1.92	2.05	2.38

(4) 长江证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，长江证券 2011 年的 EPS 大约为 0.26 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则长江证券的 EPS 大约为 0.54 元。给予谨慎推荐的投资评级。

表25、长江证券每股收益敏感性分析

单位：元

		日均交易量						
		1200	1500	1700	1900	2200	2500	3000
投资 收益 率	-5.00%	0.05	0.11	0.15	0.19	0.26	0.32	0.42
	0.0%	0.12	0.18	0.23	0.27	0.33	0.39	0.50
	5.0%	0.20	0.26	0.30	0.34	0.40	0.47	0.57
	7.5%	0.23	0.30	0.34	0.38	0.44	0.50	0.61
	10.0%	0.27	0.33	0.37	0.42	0.48	0.54	0.64
	12.5%	0.31	0.37	0.41	0.45	0.51	0.58	0.68
	15.0%	0.34	0.41	0.45	0.49	0.55	0.61	0.72
	17.5%	0.38	0.44	0.48	0.53	0.59	0.65	0.75
	20.0%	0.42	0.48	0.52	0.56	0.62	0.69	0.79
	22.5%	0.45	0.52	0.56	0.60	0.66	0.72	0.83
	25.0%	0.49	0.55	0.60	0.64	0.70	0.76	0.86
	27.5%	0.53	0.59	0.63	0.67	0.74	0.80	0.90
	30.0%	0.57	0.63	0.67	0.71	0.77	0.83	0.94

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。