

多元金融股，反弹急先锋

报告要点

■ 投资逻辑概述

2011年8月中旬以来，我们持续跟踪的沪深300指数换手率及成交量屡创年内新低，但券商股较大盘的相对跌幅也随之逐渐收窄，这与2008年9月后成交量见底、券商股相对收益转正的情形非常相似，我们认为市场下跌的动能已是强弩之末，后市换手率成交量持续上升、震荡中反弹的概率较大，而以券商为代表的多元金融股将成为反弹中的先锋。

■ 换手率和成交量回升带动多元金融股反弹

近期市场换手率和成交量持续在底部徘徊，从2011年8月31日至9月20日，沪深300换手率在0.20%以下的水平徘徊了14个交易日，与此同时，券商股较大盘跌幅却由8月中旬的-8%收窄至-0.42%。在2008年9月的反弹中，以券商为首的多元金融股反弹幅度达40%，远超大盘表现。

■ 券商股：反弹中的先锋力量

券商主要经营指标已出现向好拐点，只待成交量反弹。一方面佣金新政的贯彻落实带动了行业佣金费率逐渐企稳，竞争达到相对均衡状态；另一方面尽管券商成本收入比达到很高水平，但成本同比已由高位回落。因此如果指数反弹带动成交量快速回升，券商股将是反弹中的先锋。

个股标的选择方面，我们持续看好各项经营指标增速较快的中信证券、盈利能力逐步改善的宏源证券，以及业绩弹性较高的海通证券。

■ 信托股：持续受益于信贷紧缩趋势，短期个股仍有机会

从月度信贷增速以及M1、M2的变化来看，货币供应量规模难以扩张，信贷紧缩仍将是未来几年的常态，但短期内叫停地产信托将影响明年业绩增速，因此我们更看好超越行业周期的个股——陕国投和安信信托，上述两家公司在分别进行增发和重组后，其资本及信托规模都将实现跨越式增长。

■ 新型金融股：主业转型下的资源优化配置

在新型金融影子股中，我们更看好近期存在资产整合预期的个股在市场反弹中的表现，推荐江苏舜天和华茂股份。

江苏舜天作为江苏省国资整合的平台，将进入金融和PE股权优化、矿产资源整合和收购加速阶段；而华茂股份已公告将出资4.5亿进行矿产股权投资，即将迎来以向上下游延伸的精品纺织业为基础，以创投和矿产股权投资为重要推动力的二次腾飞。

行业内重点公司推荐

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
600837	海通证券	谨慎推荐

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
EPS	0.89	0.9	0.98
PE	16.3	16.12	14.81

中信证券	10A	11E	12E
EPS	1.14	0.74	0.88
PE	10.68	16.45	13.83

相关研究

《2011年上市券商半年报综述》2011-9-2

《证券信托业8月报：震荡下探待反弹》
2011-8-10

《新版券商影子股，桂东电力最受益》2011-7-21

分析师：

刘俊

(8627)65799532

liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120002

联系人：

蒲东君

(8627) 65799537

pudj@cjsc.com.cn

正文目录

投资逻辑概述	4
换手率和成交量低位回升，带动多元金融股反弹.....	4
沪深 300 换手率是判断拐点的重要指标.....	4
换手率和成交量处历史低位，多元金融股弹性空间大.....	5
券商股：行业低谷，只待成交量反弹	7
主要经营指标已出现向好拐点.....	7
业绩低点，成交量回升业绩弹性大.....	9
券商股看好中信、宏源、海通.....	10
信托股：受益于信贷紧缩趋势，个股有看点.....	12
信贷紧缩趋势下信托业持续快速增长.....	12
信托股看好陕国投、安信信托.....	14
新型金融影子股：参股金融，主业转型	17
江苏舜天：国资整合，创投和矿产蕴含亮点	17
华茂股份：精品纺织基础上的多元经营之路	19

图表目录

图 1: 2011 年初至今沪深 300 成交量及换手率变动情况	5
图 2: 近期沪深 300 换手率变动及券商股超大盘表现一览	6
图 3: 2008 年下半年沪深 300 成交量及换手率变化情况	6
图 4: 2008 年 9 月沪深 300 换手率触底反弹情况	7
图 5: 2008 年至 2011 上半年行业佣金费率变化情况	7
图 6: 部分上市券商佣金费率季度环比降幅	8
图 7: 部分上市券商佣金费率水平比较	8
图 8: 2011 上半年上市券商费用收入比及同比变动	9
图 9: 全行业证券公司营业费用同比变动情况	9
图 10: 2011 年 1-8 月上市券商经纪业务市场份额及同比变动	11
图 11: 2011 年上半年上市券商 ROE（平均）比较（%）	12
图 12: 月度信贷增速、M1 和 M2 变动情况	12
图 13: 2006 年至 2011 年二季度信托行业资产规模及增长率	13
图 14: 信托业 2006 年-2010 年行业利润总额持续提升	13
图 15: 2008 年-2011 年二季度信托产品季度发行规模	13
图 16: 2011 年初至今月度新发信托产品规模及数量	14
图 17: 公司 2007-2010 年信托资产规模（亿元）及增长率	15
图 18: 2008 年至今公司新增信托项目个数、资产规模（个、亿元）及趋势	15
图 19: 2008 年至今公司集合、单一和财产权信托占比及其变动	15
图 20: 公司主动管理型、被动管理型信托资产规模占比及其变动	16
图 21: 2007-2010 年主要信托公司费用收入比变动情况	17
图 22: 2007 年至 2011 上半年公司贸易业务毛利率稳步提升（%）	18
图 23: 2008 年至 2011 年上半年公司纺织主业收入及同比变动	20
图 24: 2006 年至今公司纺织主业毛利率变动情况	20
 表 1: 近期沪深 300 成交量及换手率情况一览	5
表 2: 成交量不同阶段下上市券商 2011 业绩预测值变化	10
表 3: 成交量不同阶段上市券商经纪业务弹性一览	10
表 5: 2011 年 1-9 月上市券商股票承销情况一览	11
表 6: 2007-2010 年部分信托公司营业收入一览	16
表 7: 2007-2010 年部分信托公司信托业务收入一览	16
表 8: 截至 2011 年 6 月 30 日舜天西投持有的矿产类公司概况（单位：万元）	18
表 9: 截至 2011 年 6 月 30 日公司所投金融企业一览（亿元）	19
表 10: 公司所投项目成本及持股比例一览	19
表 11: 聚隆股份和江苏东强经营范围及产品优势	19
表 12: 2008 年至今公司持有金融股权所获投资收益及分红收入	21
表 13: 截至目前公司所持金融股权一览（单位：亿元）	21
表 14: 截至目前所投企业金额及持股比例一览（单位：亿元）	21
行业重点上市公司估值指标与评级变化	22

投资逻辑概述

成交量和换手率指标是衡量及判断市场热度及走势的良好指标，正如我们在 2011 年 6 月 26 日的《换手率与券商股投资相关性分析》报告中指出的，在换手率上升的阶段，市场具有良好的热度，券商的经纪、投行、自营、资产管理等业务基本上在市场较活跃的才能进入景气周期，从而使券商股表现优异；而随着换手率的下滑，市场热度也逐步下降，最终将进入暴跌和市场冷清阶段。换言之，由于以券商为代表的多元金融股业绩表现与市场成交量和市场热度息息相关，在成交量和换手率持续向上的阶段，多元金融板块表现能够快速超越大盘。

2011 年 8 月中旬以来，我们持续跟踪的沪深 300 指数换手率及成交量屡创年内新低，而券商股较大盘的相对跌幅也随之逐渐收窄，这与 2008 年 9 月后成交量见底、券商股相对收益转正的情形相似，我们认为市场下跌的动能已是强弩之末，后市换手率成交量持续上升、震荡中反弹的概率较大，而以券商为代表的多元金融股将成为反弹中的先锋，具体观点如下：

换手率和成交量回升带动多元金融股反弹。近期市场换手率和成交量持续在底部徘徊，从 2011 年 8 月 31 日至 9 月 20 日，沪深 300 换手率在 0.20% 以下的水平徘徊了 14 个交易日，与此同时，券商股较大盘跌幅却由 8 月中旬的 -8% 收窄至 -0.42%，与 2008 年 9 月市场触底后券商率先反弹的情形相似，以券商为首的多元金融股即将率先反弹。

券商股：反弹中的先锋力量。目前券商板块整体处于行业低谷，但主要经营指标已出现向好拐点，只待成交量反弹。一方面佣金新政的贯彻落实带动了行业佣金费率逐渐企稳，另一方面尽管券商成本收入比达到很高水平，但成本同比增幅已由高位回落；一旦成交量反弹，在转融通加速等利好政策和经营指标好转的前提下，券商股将是反弹中的先锋。个股标的上，我们持续看好各项经营指标增速较快的中信、盈利能力稳健的宏源，以及业绩弹性较高的海通证券。

信托股：持续受益于信托紧缩趋势。从月度信贷增速以及 M1、M2 的变化来看，货币供应量规模难以扩张，信贷紧缩仍将是未来几年的常态，但短期内叫停地产信托将影响明年业绩增速，因此我们更看好超行业周期的个股陕国投和安信信托，上述两家公司在分别进行增发和重组后，其资本及信托规模都将实现跨越式增长。

新型金融股：主业转型下的资源优化配置。在新型金融影子股中，我们推荐主业转型下存在资产整合预期的江苏舜天和华茂股份。江苏舜天作为江苏省国资整合的平台，将进入金融和 PE 股权优化、矿产资源整合和收购加速阶段；而华茂股份已公告将出资 4.5 亿进行矿产股权投资，即将迎来以向上下游延伸的精品纺织业为基础，以创投和矿产股权投资为重要推动力的二次腾飞。

换手率和成交量低位回升，带动多元金融股反弹

沪深 300 换手率是判断拐点的重要指标

延续我们在今年 6 月报告《换手率与券商股投资相关性分析》观点，换手率的变化暗含市场涨跌信号，因此，沪深 300 换手率是判断市场拐点的重要指标。2011 年 8 月下旬以来，沪深 300 换手率在 0.20% 以下的地位徘徊了 14 个交易日，其中在 9 月 9 日至 20 日的 7 个交易日中，有 4 个交易日换手率仅为 0.16%，而在 9 月 20 日更是创下了 0.15% 的历史新低，

随后沪深 300 换手率虽持续震荡，但未再创新低，我们认为，市场下跌的动能已是强弩之末，后市换手率持续上市，震荡中反弹的概率较大。

表 1: 近期沪深 300 成交量及换手率情况一览

日期	沪深 300 成交量	沪深 300 换手率	日期	沪深 300 成交量	沪深 300 换手率
2011-08-19	484.8	0.25%	2011-09-09	303.48	0.16%
2011-08-22	401.55	0.21%	2011-09-13	300.34	0.16%
2011-08-23	364.42	0.19%	2011-09-14	328.58	0.18%
2011-08-24	419.4	0.22%	2011-09-15	325.07	0.17%
2011-08-25	757.46	0.39%	2011-09-16	297.44	0.16%
2011-08-26	517.59	0.26%	2011-09-19	297.31	0.16%
2011-08-29	498.93	0.26%	2011-09-20	272.74	0.15%
2011-08-30	485.66	0.25%	2011-09-21	591.46	0.31%
2011-08-31	376.25	0.19%	2011-09-22	477.93	0.26%
2011-09-01	351.44	0.18%	2011-09-23	459.34	0.25%
2011-09-02	319.61	0.17%	2011-09-26	404.95	0.22%
2011-09-05	360.4	0.19%	2011-09-27	373.01	0.21%
2011-09-06	337.47	0.18%	2011-09-28	361.96	0.20%
2011-09-07	370.97	0.20%	2011-09-29	377.09	0.21%
2011-09-08	312.09	0.17%	2011-09-30	323.77	0.18%

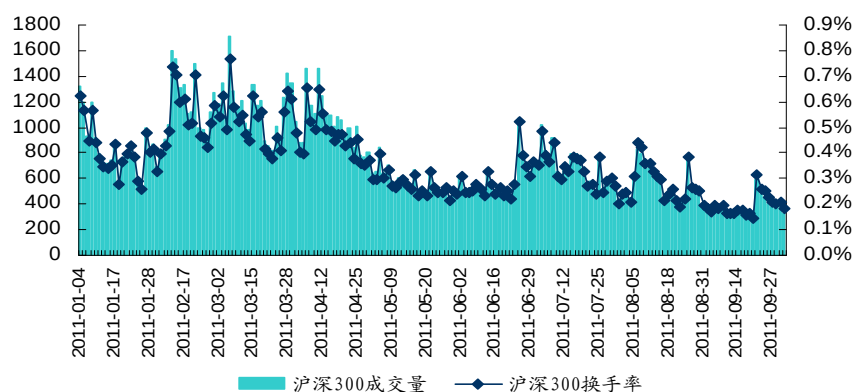
资料来源: wind, 长江证券研究部

换手率和成交量处历史低位，多元金融股弹性空间大

在换手率上升的阶段，市场具有良好的热度，券商的经纪、投行、自营、资产管理等业务基本上在市场较活跃的才能进入景气周期，从而使券商股表现优异；而随着换手率的下滑，市场热度也逐步下降，最终将进入暴跌和市场冷清阶段。换言之，由于以券商为代表的多元金融股业绩表现与市场成交量和市场热度息息相关，在成交量和换手率持续向上的阶段，多元金融板块表现能够快速超越大盘。

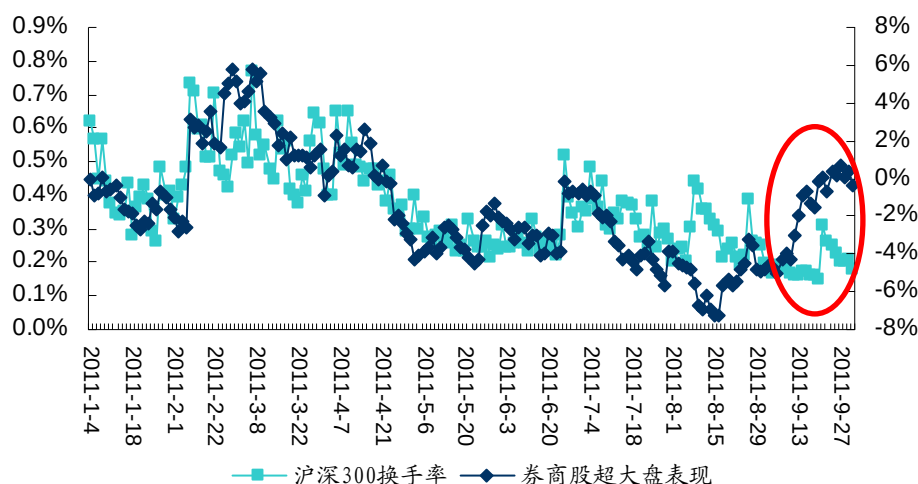
从 2011 年 8 月 31 日至 9 月 20 日，沪深 300 换手率在 0.20% 以下的水平徘徊了 14 个交易日，与此同时，券商股较大盘跌幅却由 8 月中旬的 -8% 收窄至 -0.42%，与 2008 年 9 月市场触底后券商率先反弹的情形相似，以券商为首的多元金融股即将率先反弹。

图 1: 2011 年初至今沪深 300 成交量及换手率变动情况



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 2：近期沪深 300 换手率变动及券商股超大盘表现一览

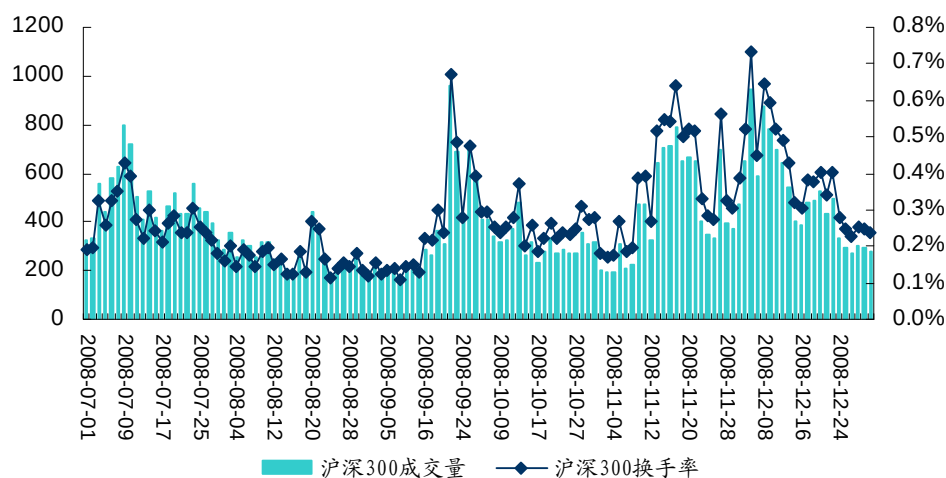


资料来源：wind，长江证券研究部

2008 年 9 月换手率持续探底后市场的反弹上扬行情。2008 年 8 月 4 日至 9 月 12 日，沪深 300 换手率持续低位徘徊，其中 8 月 25 日沪深 300 换手率创 0.11% 最低位，而 9 月 9 日换手率再次下探至 0.11%，而 9 月 16 日以后沪深 300 换手率持续回升，从而带动市场反弹后上扬。

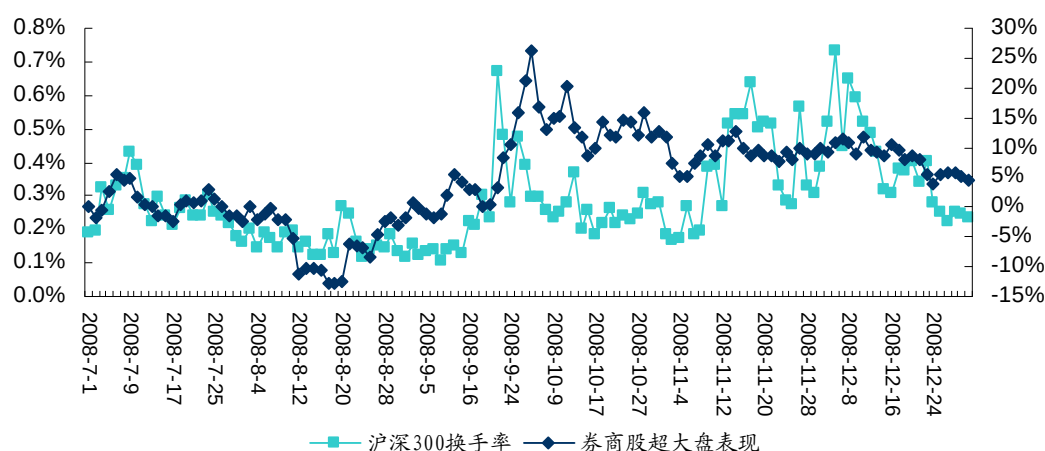
与沪深 300 换手率的变化相对应，在 2008 年 8 月下旬至 9 月上旬间，随着沪深 300 换手率的两次触底，券商股较大盘的相对跌幅也由 -15% 逐渐收窄至 -5% 以内，9 月 16 日以后，随着沪深 300 换手率的持续提升，券商股较大盘相对收益为正，到 10 月初券商股较大盘的相对收益达到 25% 的相对高点，充分说明了在换手率探底后的反弹上扬行情中，券商股的弹性最大。

图 3：2008 年下半年沪深 300 成交量及换手率变化情况



资料来源：wind，长江证券研究部

图 4：2008 年 9 月沪深 300 换手率触底反弹情况



资料来源：wind，长江证券研究部

券商股：行业低谷，只待成交量反弹

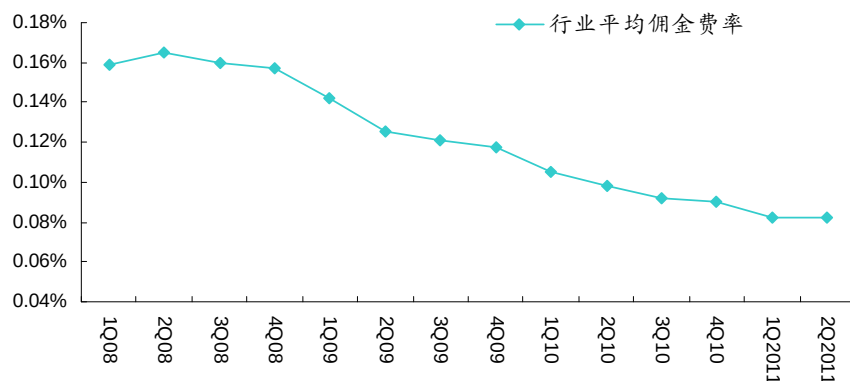
主要经营指标已出现向好拐点

目前券商板块整体处于行业低谷，但主要经营指标已出现向好拐点，只待成交量反弹。一方面佣金新政的贯彻落实带动了行业佣金费率逐渐企稳，竞争格局相对稳定；另一方面尽管券商成本收入比达到很高水平，但成本同比已由高位回落。一旦成交量反弹，在转融通加速等利好政策和经营指标好转的前提下，券商股将是反弹中的先锋。

1、佣金费率企稳

2010 年下半年佣金新政贯彻落实以来，行业佣金费率降幅逐渐趋缓，佣金费率水平明显企稳。截至 2011 年 6 月 30 日，上市券商平均佣金费率水平为 0.8080%，其中 2011 年一季度佣金费率环比仅下滑 5.24%，而 2011 年二季度单季佣金费率环比略微上扬 0.37%。

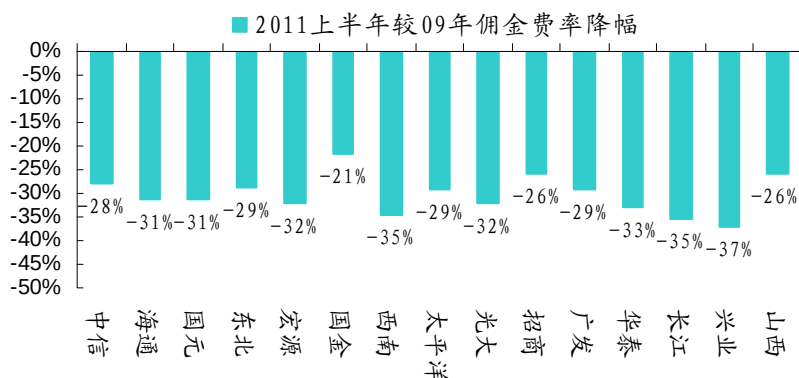
图 5：2008 年至 2011 上半年行业佣金费率变化情况



资料来源：长江证券研究部

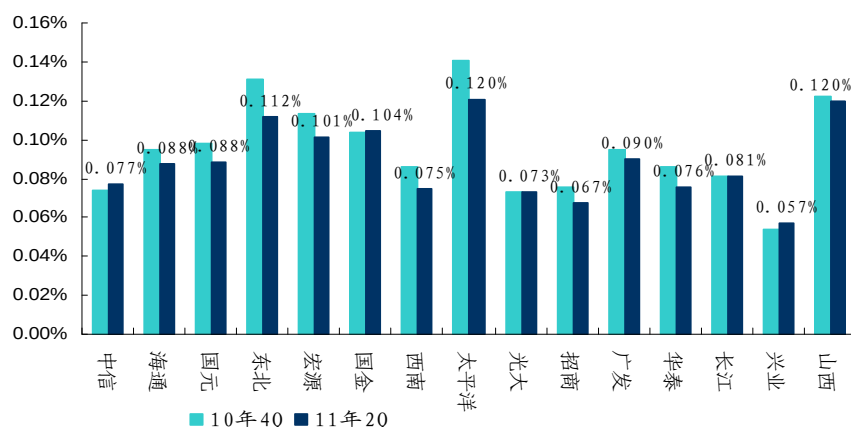
具体来看，上市券商中，中信证券佣金费率率先企稳，2011 年一季度和二季度单季佣金费率环比分别增长 0.21%和 4.46%。

图 6：部分上市券商佣金费率季度环比降幅



资料来源：长江证券研究部

图 7：部分上市券商佣金费率水平比较



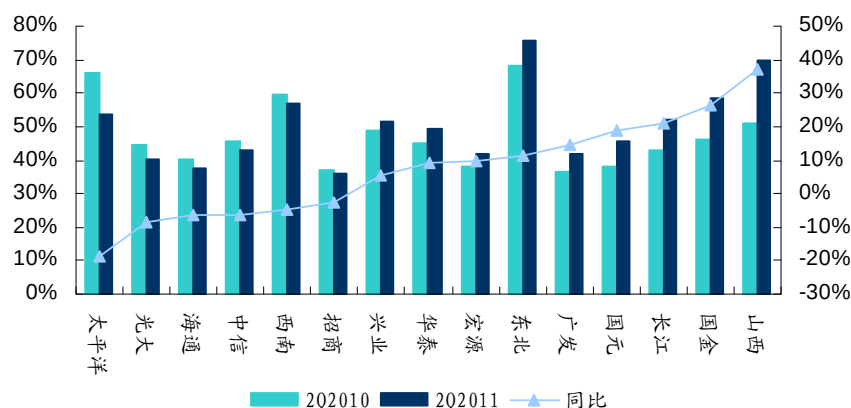
资料来源：长江证券研究部

2、成本收入比达到很高水平，但成本同比由高位回落

由于经纪业务转型中人员和营销费用的增加，以及券商间的并购重组，从 2010 年初至今，上市券商成本收入比已达到相对较高的水平。截至 2011 年 6 月 30 日，上市券商成本收入比为 44.46%，同比增长 2.66%。

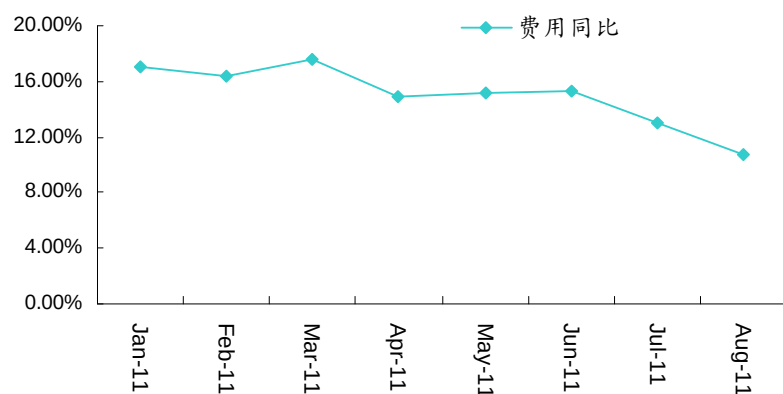
但从成本费用的同比增幅来看，从 2011 年初至今，券商月度成本同比变动已由年初的 16% 以上，回落至 10% 左右的水平。

图 8：2011 上半年上市券商费用收入比及同比变动



资料来源：wind，长江证券研究部

图 9：全行业证券公司营业费用同比变动情况



资料来源：长江证券研究部

业绩低点，成交量回升业绩弹性大

尽管行业佣金费率企稳，但截至 2011 年 6 月 30 日，上市券商佣金费率同比仍下滑 20.68%，而市场成交量同比增幅较小，从而导致券商业绩同比下滑明显。

在上市券商中，经纪业务仍是影响券商业绩最重要的因素，而成交量则是影响经纪业务收入的决定性因素。2011 年 1-8 月，沪深两市成交量为 33 万亿元，同比仅增长 6.02%，其中日均成交量仅为 2015 亿元。

我们假设，一旦成交量回升，市场日均成交量可分别提升至 2500 亿元、3000 亿元，则对上市券商 2011 业绩的提升幅度，较之目前日均成交量 2000 亿元的水平，可分别为 20.03% 和 11.39%，其中某些经纪业务市场份额较大，且经纪业务收入占比较高的券商，如华泰、招商和广发证券等，在成交量回升的阶段，经纪业务业绩提升空间较大。

表 2: 成交量不同阶段下上市券商 2011 业绩预测值变化

	日均 2000	日均 2500	日均 3000
中信	0.57	0.68	0.73
海通	0.46	0.55	0.63
宏源	0.68	0.80	0.90
国元	0.37	0.46	0.50
东北	0.42	0.54	0.61
国金	0.36	0.44	0.46
西南	0.21	0.25	0.28
太平洋	0.13	0.15	0.16
光大	0.60	0.71	0.80
招商	0.64	0.77	0.87
广发	0.98	1.16	1.31
华泰	0.40	0.50	0.57
兴业	0.38	0.43	0.47
山西	0.09	0.11	0.12

资料来源: wind, 长江证券研究部

表 3: 成交量不同阶段上市券商经纪业务弹性一览

券商	日均 2500	日均 3000
中信	19.45%	29.41%
海通	20.63%	38.04%
宏源	17.52%	32.12%
国元	21.45%	33.42%
东北	26.65%	43.79%
国金	20.09%	26.14%
西南	17.78%	32.60%
太平洋	14.79%	24.99%
光大	17.78%	32.61%
招商	19.70%	36.12%
广发	18.84%	34.55%
华泰	23.41%	42.92%
兴业	13.18%	24.16%
山西	26.50%	36.88%

资料来源: 长江证券研究部

但若同时考虑投行、直投等业务, 测算上市券商的综合业务弹性, 则不难发现, 由于海通、中信证券的投行与直投业务贡献相对较大, 在成交量日均 2500 亿元的假设前提下, 海通和中信证券的综合弹性较高。上述弹性测算还不考虑市场回暖阶段自营、投行等业务的收入贡献, 因此如果市场成交量达到 3000 亿元以上时候, 券商的业绩增长幅度更大。

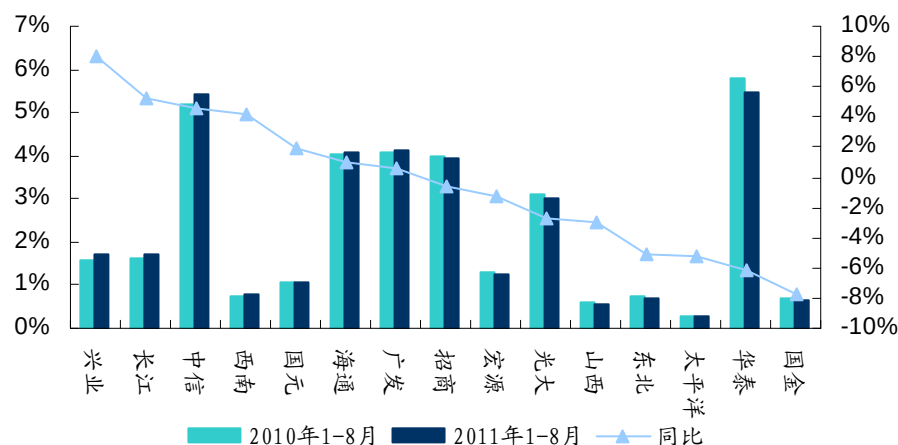
券商股看好中信、宏源、海通

个股标的上, 我们相对看好各项经营指标增速较快的中信、盈利能力稳健的宏源, 以及业绩弹性较高的海通证券。

中信与海通证券: 主要业绩指标稳定且增速较快。经纪业务方面, 截至 2011 年 8 月底, 中信和海通证券经纪业务市场份额分别为 5.41% 和 4.07%, 同比分别增长 4.58%、1.00%, 增幅居上市大券商之首; 投行业务方面, 2011 年 1-8 月, 中信和海通证券股票主承销金额分

别为 361 亿元和 145 亿元，其中中信股票主承销金额居上市券商之首，而海通证券股票主承销金额居上市券商第 4 位，主承销数量居上市券商之首。

图 10：2011 年 1-8 月上市券商经纪业务市场份额及同比变动



资料来源：wind，长江证券研究部

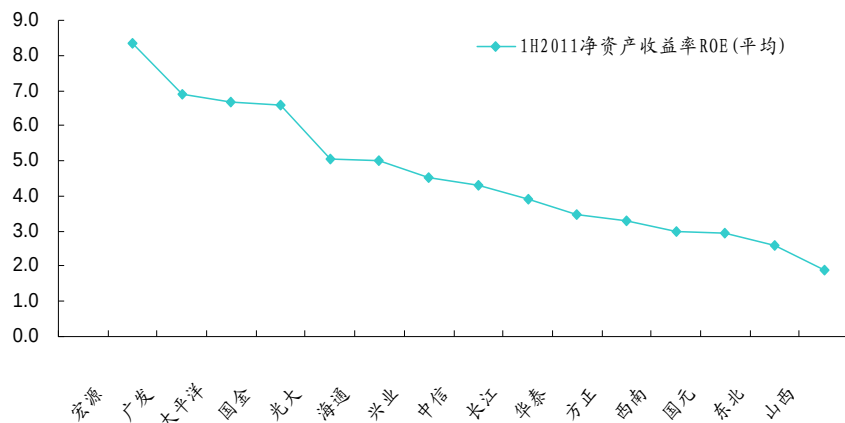
表 5：2011 年 1-9 月上市券商股票承销情况一览

行业排名	券商名称	总承销家数	首发	增发	配股	主承销金额	首发	增发	配股
2	中信	12	7	4	1	361.43	145.36	128.26	87.81
6	招商	18	12	5	1	233.96	99.24	110.24	24.48
7	广发	14	8	5	1	187.18	68.25	35.47	83.46
9	海通	18	10	8	0	145.44	69.59	75.85	0
11	中德	3	1	2	0	119.24	47.30	71.95	0
12	光大	11	9	1	1	103.48	75.19	4.00	24.29
16	西南	7	4	3	0	72.50	51.19	21.31	0.00
20	国金	8	4	3	1	61.27	47.40	11.58	2.28
21	华泰	6	6	0	0	46.89	46.89	0	0
22	宏源	7	4	3	0	46.19	25.99	20.20	0
23	兴业	7	6	1	0	45.21	39.13	6.08	0
25	国元	5	3	2	0	44.42	30.81	13.61	0
30	太平洋	4	2	1	1	29.36	21.44	4.15	3.78
31	长江	3	2	1	0	25.14	12.47	12.67	0
35	华泰联合	4	4	0	0	22.45	22.45	0	0
39	国海	1	1	0	0	16.00	16.00	0	0
41	瑞信方正	1	0	1	0	14.00	0	14.00	0

资料来源：wind，长江证券研究部

宏源证券：盈利持续改善的中型券商。由于投行及自营贡献较高且业绩稳健，切盈利能力持续改善，在中小券商中，宏源证券盈利能力相对较高，2011 年上半年，宏源证券净资产收益率为 8.26%，居上市券商之首。

图 11: 2011 年上半年上市券商 ROE (平均) 比较 (%)



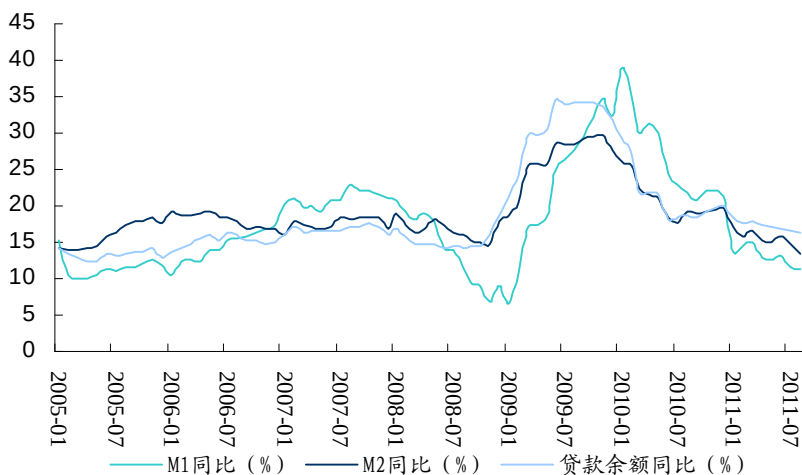
资料来源: 长江证券研究部

信托业: 受益于信贷紧缩趋势, 个股有看点

信贷紧缩趋势下信托业持续快速增长

从月度信贷增速以及 M1、M2 的变化来看, 货币供应量规模难以扩张, 信贷紧缩仍将是未来几年的常态。

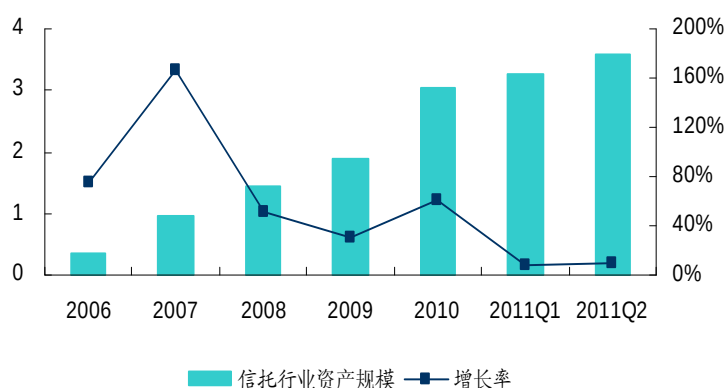
图 12: 月度信贷增速、M1 和 M2 变动情况



资料来源: wind, 长江证券研究部

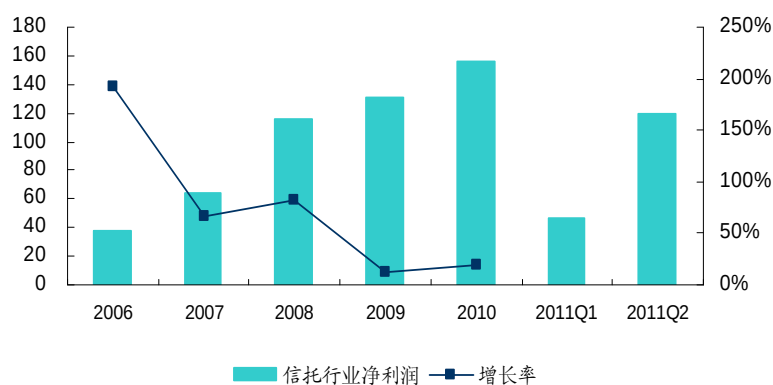
而市场及宏观政策持续利好, 为信托行业的快速增长提供了广阔的空间。截至 2011 年二季度末, 信托行业总资产规模达到 3.58 万亿元, 较 2006 年的 0.36 万亿元增长了近 10 倍; 2011 年二季度, 信托行业实现净利润 119.10 亿元, 环比增长 152.38%, 2010 年全年净利润为 155.60 亿元, 较 2006 年增长了 3 倍之多。

图 13: 2006 年至 2011 年二季度信托行业资产规模及增长率



资料来源：信托业协会，长江证券研究部

图 14: 信托业 2006 年-2010 年行业利润总额持续提升



资料来源：信托业协会,长江证券研究部

与此同时，信托产品季度发行数量呈现持续增涨态势；2008 年第一季度全行业仅发行信托产品 231 只，而 2011 年第二季度发行信托产品则达到 1161 只；2010 年全年发行信托产品 2566 只，较 2008 年全年发行数量增长达 2 倍。

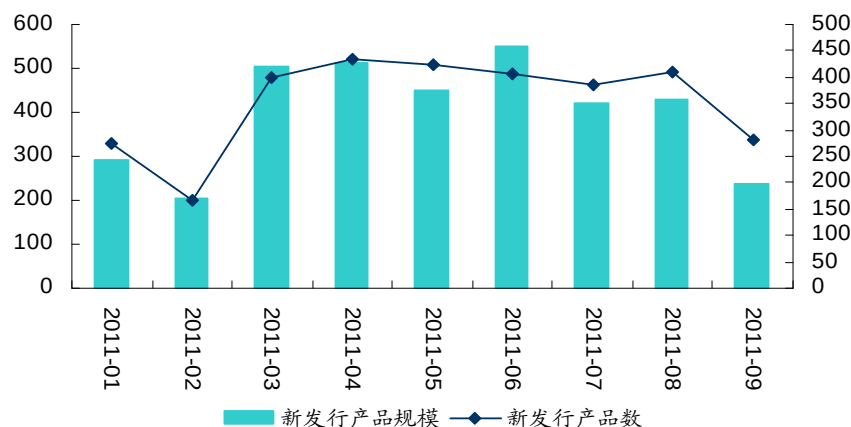
图 15: 2008 年- 2011 年二季度信托产品季度发行规模



资料来源：信托业协会,长江证券研究部

但短期内叫停地产信托必将影响明年业绩增速。据 wind 统计，2011 年第 3 季度新发行信托产品规模为 1082 亿元，环比下滑 28.21%。

图 16：2011 年初至今月度新发信托产品规模及数量



资料来源：wind，长江证券研究部

信托股看好陕国投、安信信托

由于短期内信托业增速仍将受制于房地产调控，我们更看好超行业周期的个股，如陕国投和安信信托，上述两家公司在分别进行增发和重组后，其资本及信托规模都将实现跨越式增长。

陕国投：大股东助力下信托主业前景广阔

公司信托规模增速迅猛。2008 年以来公司信托规模呈持续扩张态势：2009 年，公司信托资产规模大幅增长至 124.18 亿元，增幅达 152.37%；2011 年上半年，公司信托资产规模达到 311.37 亿元，较年初增长 53.52%

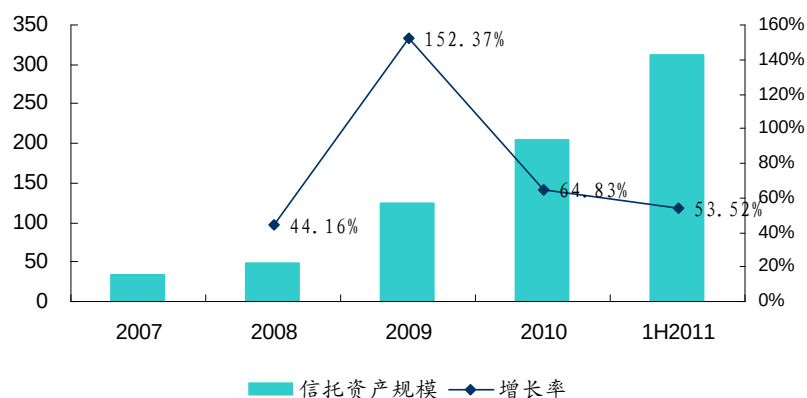
主动型信托规模占比较高。公司主动型信托产品规模及占比逐年增长，截至 2011 年 6 月 30 日，公司主动型信托规模为 262.53 亿元，占比达 80%以上。

资本束缚和信托收益率偏低是阻碍公司发展的两大障碍。2011 年上半年，公司净资本和净资产分别为 3.58 亿元、7.91 亿元，在信托公司中处于较低水平，严重限制了信托资产的扩张；与此同时，尽管主动型信托占比在 80%以上，但公司整体信托收益率不到 1%，远低于行业平均水平。

增发引入大股东后信托规模的跨越式增长。公司向陕煤化、西安投资定向增发 21 亿元方案已通过股东大会审议，增发完成后，公司净资产水平行业排名将由目前的中等偏后提升至行业前 20 名，若按银监会颁布的净资本管理办法，增资后公司信托规模可达 1000 亿元以上（按照银监会规定的风险准备金提取比例，若信托公司从事的是银监会鼓励业务，则产品规模放大倍数是资本金规模的 67 倍，如果是房地产信托等被限制业务，则放大倍数仅为 10 倍，目前信托公司信托规模的平均放大倍数在 40-50 倍之间）。

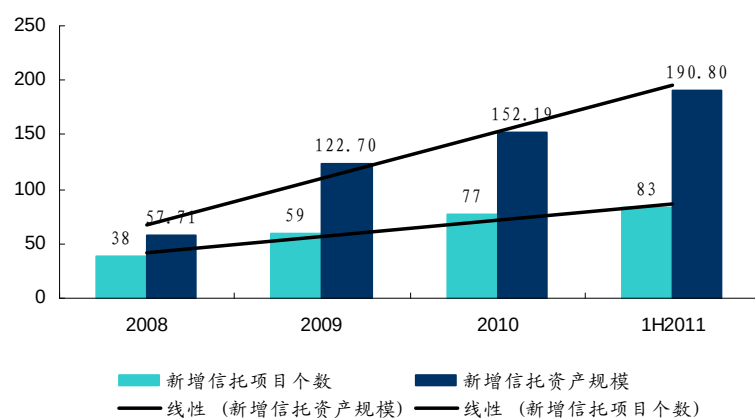
综上所述，我们认为公司业务增长的最大看点，还是资本金扩充后信托产品收益率以及信托规模的提升空间，而银监会和证监会对公司增发的审核进展将成为短期影响公司股价的重要因素。

图 17: 公司 2007-2010 年信托资产规模（亿元）及增长率



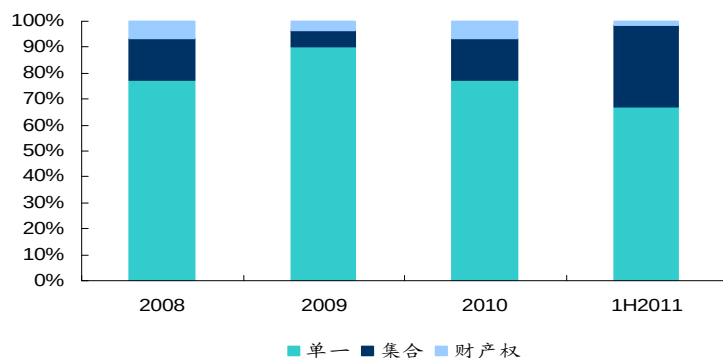
数据来源：长江证券研究部

图 18: 2008 年至今公司新增信托项目个数、资产规模（个、亿元）及趋势

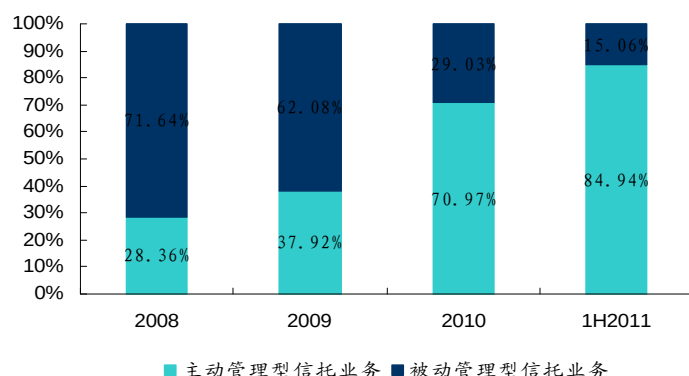


数据来源：陕国投年报，长江证券研究部

图 19: 2008 年至今公司集合、单一和财产权信托占比及其变动



数据来源：长江证券研究部

图 20：公司主动管理型、被动管理型信托资产规模占比及其变动


数据来源：长江证券研究部

安信信托：重组后的信托业龙头股

资产重组进程加速。证监会已于 2011 年 7 月 6 日批准受理公司与中信信托重大资产重组行政许可申请材料，从而使资产重组有了进一步实质性进展。

重组后信托资产规模及收益率有望双双提升。中信信托与安信信托重组完成后，公司信托资产规模、信托收益率都将大幅度提升，重组后的公司将成为信托行业的龙头股；与此同时，中信信托借壳后，按照信托公司净资本管理办法，必然存在再融资需求，从而会进一步促进重组后公司的业绩释放。

表 6：2007-2010 年部分信托公司营业收入一览

名称	2007	2008	2009	2010
中信信托	14.66	20.05	20.75	24.12
中融信托	1.44	2.81	6.27	17.25
安信信托	1.30	1.32	1.73	3.10
陕国投	2.83	2.22	2.38	2.20

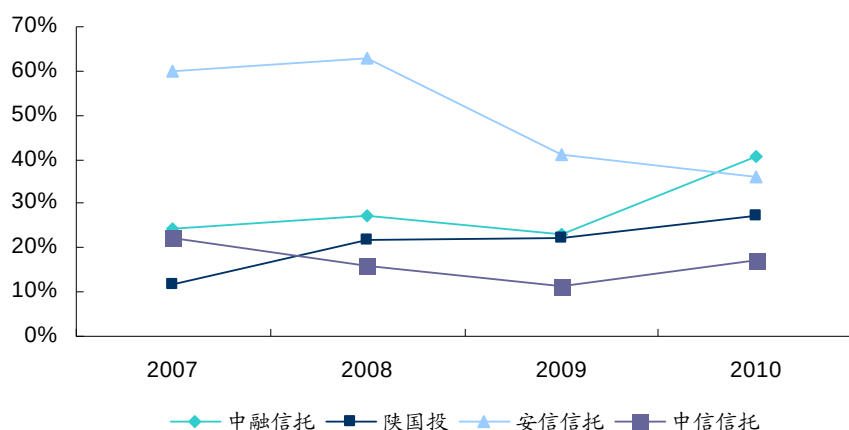
资料来源：wind，长江证券研究部

表 7：2007-2010 年部分信托公司信托业务收入一览

名称	2007	2008	2009	2010
中融信托	1.14	2.93	4.27	16.20
中信信托	6.37	13.91	11.05	14.84
安信信托	0.64	0.89	1.22	2.47
陕国投	0.43	0.31	0.49	0.69

资料来源：wind，长江证券研究部

图 21：2007-2010 年主要信托公司费用收入比变动情况



资料来源：长江证券研究部

新型金融影子股：参股金融，主业转型

在新型金融影子股中，我们更看好近期存在资产整合预期的个股在市场反弹中的表现，推荐江苏舜天和华茂股份。

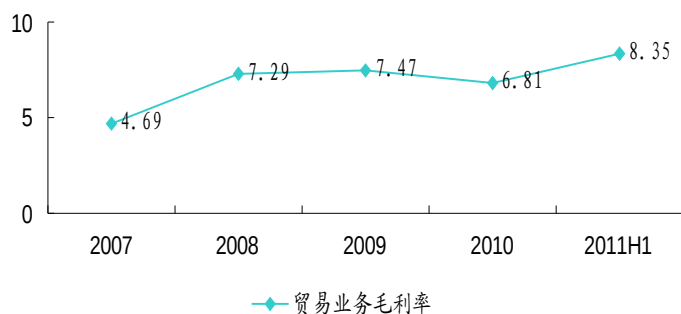
江苏舜天作为江苏省国资整合的平台，将进入金融和 PE 股权优化、矿产资源整合和收购加速阶段；而华茂股份已公告将出资 4.5 亿进行矿产股权投资，即将迎来以向上下游延伸的精品纺织业为基础，以创投和矿产股权投资为重要推动力的二次腾飞。

江苏舜天：国资整合，创投和矿产蕴含亮点

公司正处于经营的拐点期：一是贸易出口稳步增长，盈利水平提升，上半年贸易业务毛利率为 8.35%，同比增长 23.89%；二是完成了对矿产业务平台——舜天西投的股权收购工作，改造生产设备及生产线，从而进一步向集锰矿开采冶炼与深加工于一体的行业龙头迈进；三是加快推进聚隆股份、江苏东强的上市工作，由于投资成本低、持股比例高且限售解禁时间较短，创投业务有望成为公司新的利润增长点。

在各项业务盈利能力提升的同时，上半年国信集团完成了对舜天集团的收购工作，成为公司大股东，从而有利于集团内部资源配置的进一步优化。公司已公告将旗下地产公司股权全部出售给大股东国信集团或第三方，不排除大股东国信集团将在此基础上对公司进行进一步的资源优化配置。

贸易主业毛利率稳步提升。从 2007 年至 2010 年，公司贸易收入占营业收入的平均比重为 87.25%。2011 年上半年，公司累计实现进出口总额 3.07 亿美元，同比增长 12.89%，实现贸易业务收入 23.80 亿元，同比增长 2.70%，毛利率达 8.35%，较上年同期增加了 1.51 个百分点，贸易收入及盈利能力显著回升。

图 22：2007 年至 2011 上半年公司贸易业务毛利率稳步提升（%）


资料来源：wind，长江证券研究部

矿产业务是公司经营结构调整的重点业务领域。公司旗下的矿产子公司拥有城口县的矿产开采权，矿产业务发展潜力巨大。2008 年，公司兼并了城口县平风锰矿厂、东联铁合金公司，金盛裕铁合金公司、恒源铁合金公司以及川渝钡化工有限责任公司等企业，组建起了新的企业集团。并拟投资 2 亿元左右建设年产 3 万吨的电解金属锰生产线。

目前，公司在城口的金盛裕铁合金公司、恒源铁合金公司和东联铁合金公司生产经营状况良好，尤其是恒源铁合金有限公司，月产量近 600 吨。

表 8：截至 2011 年 6 月 30 日舜天西投持有的矿产类公司概况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	实际出资额	经营范围
城口县东联铁合金有限公司	70%	500	1750	锰矿开采（2011 年 5 月 29 日止）；锰矿加工、销售，硅锰合金生产销售，公路货物运输（以上经营范围法律法规禁止的，不得经营；法律法规规定须前置审批的，在未取得审批前不得经营）。
城口县金盛裕铁合金有限公司	80%	50	1506.6	锰矿开采（2010 年 10 月 17 日止）；铁合金生产、销售，普通货物运输（仅限于下属取得许可证的分公司经营）。
重庆市城口县平风锰矿有限公司	75%	125	93.75	锰矿开采、加工、销售（以上经营范围法律法规禁止的，不得经营；法律法规规定须前置审批的，在未取得审批前不得经营）。
重庆市城口县恒源铁合金有限公司	85%	250	928.8	铁合金生产、销售，普通货物运输
城口县通利铁合金有限责任公司	80%	50	0	锰矿开采（至 2012 年 5 月 21 日）；硅锰合金生产销售

资料来源：长江证券研究部

由于舜天西投及其矿产子公司股权关系复杂，以及生产设备的老化，公司矿产业务收入实现了增长，但毛利率呈逐年下滑态势，由 2007 年的 30.8%降至 2010 年的 5.81%；为了解决股权不明晰带来的盈利能力下滑，2011 年上半年，公司分别以 699.99 万元、300 万元价格受让江苏汉唐国贸和重庆新天泽实业所持有的舜天西投 34.999995%、15%股权，舜天西投成为公司的全资子公司。

我们认为，随着股权明晰和生产设备的改进，公司矿产业务盈利水平有望显著提升，从而有利于进一步向集锰矿开采冶炼和深加工于一体的行业龙头迈进，实现公司的十二五规划目标。

创投业务成新的利润增长点。近年来公司利润中很大一部分来自于金融类资产及非上市企业股权投资收益的贡献。截至 2011 年 6 月 30 日，公司仍持有交通银行、厦门银行、苏物期货和紫金财产保险等金融机构股权，通过投资金融企业，公司开拓了新的利润来源；

对拥有明确行业优势和先进技术优势的企业进行股权投资，是公司经营业务结构调整的又一举措，公司于 2007 年和 2008 年分别投资了聚隆股份和江苏东强，截至 2011 年 6 月 30 日，公司分别持有聚隆股份和江苏东强 20.98%、11.98% 股份，上述两家公司的上市工作正稳步推进中。

表 9：截至 2011 年 6 月 30 日公司所投金融企业一览（亿元）

所持对象名称	投资成本	持股数	持股比例
华安证券	0.01	0.01	0.04%
苏物期货	0.1	0.1	3.33%
江苏银行	0.00776	0.00776	微小
厦门银行	1.21	0.51414	5.99%
紫金财产保险	1.6	1.6	6.40%
交通银行	0.0068		0.0006%

资料来源：长江证券研究部

表 10：公司所投项目成本及持股比例一览

投资企业	投资时间	投资金额	所持股份	持股比例	成本	PE
聚隆化学	2007-8-21	0.28	0.04	20.98%	7 元/股	12 倍
江苏东强	2008-6-14	0.23	0.05	11.98%	4.35 元/股	7.5 倍

资料来源：长江证券研究部

表 11：聚隆股份和江苏东强经营范围及产品优势

	成立时间	经营范围	产品优势
聚隆化学	1999-4-27	化工产品、环保设备的开发、生产、销售；电子计算机、普通机械、电子通讯产品及配件销售和技术咨询、服务	核心产品为改性工程塑料，主要应用于汽车和电动工具行业
江苏东强	2000-1-25	通信电缆、电线电缆、信号电缆、特种电缆、布电线、铁芯通讯电缆、邮电器材、铁路器材配件的制造、销售，通信工程施工、安装。计算机网络系统工程的设计、电缆安装和调试，经营本企业自产产品及技术的进口业务等	高性能铁路数字信号

资料来源：长江证券研究部

假设：1）公司自营出口额年增速可达 10% 以上，毛利率保持在 8.5% 水平；2）公司矿产业务收入增速保持在 30% 以上水平，盈利能力在现有基础上显著提升；3）不考虑其他金融和房地产股权的转让收益，并结合公司年初制定的 2011 年度经营目标，我们预计公司 2011 全年 EPS 为 0.25 元，同比增长 316.67%。公司改善预期明显，予以谨慎推荐评级。

华茂股份：精品纺织基础上的多元经营之路

公司是安徽省安庆市大型国有纺织企业，自上市以来，依靠打造精品纺织战略，公司主营业务收入保持了稳定增长势头；但近年来，在金融危机和棉花价格波动的双重影响下，公司纺织主业收入及业绩贡献出现了一定程度的下滑，为了应对主营业务增长乏力的局面，公司一方面引入战略投资者、并出售旗下金融股权，从而获取了丰厚的资本金；另一方面在精品棉

纺织业基础上，向上下游产业链延伸，提升主营业务毛利率水平，此外，公司还积极进行产业投资和矿产股权投资，拓展新的利润来源。

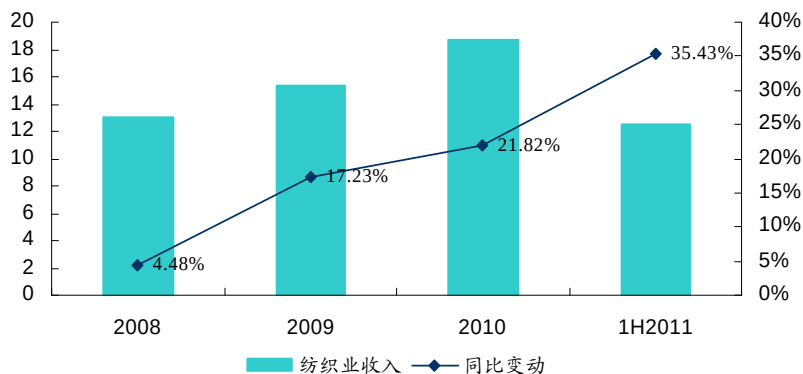
我们认为，在雄厚股东背景和资本实力的支持下，公司即将迎来以向上下游延伸的精品纺织业为基础，以创投和矿产股权投资为重要推动力的二次腾飞。

大股东实力雄厚。公司控股股东为华茂集团，而安庆市经济与信息化委员会、武汉当代科技产业集团是华茂集团的大股东，一方面，作为安庆市国资委下上市企业，公司在皖江产业经济发展中具备得天独厚的优势，另一方面，2010 年底华茂集团引入战略投资者——武汉当代集团，为公司以产业和矿产股权投资为导向的多元化发展战略提供了资金及资源支持。

向上下游延伸的精品纺织产业。为了应对金融危机和棉花价格波动影响，公司纺织主业在稳定现有产能基础上，积极向上下游延伸发展精品纺织，上游公司于 2010 年底收购了疆内十大棉花加工企业之一——利华棉业 35% 股权；

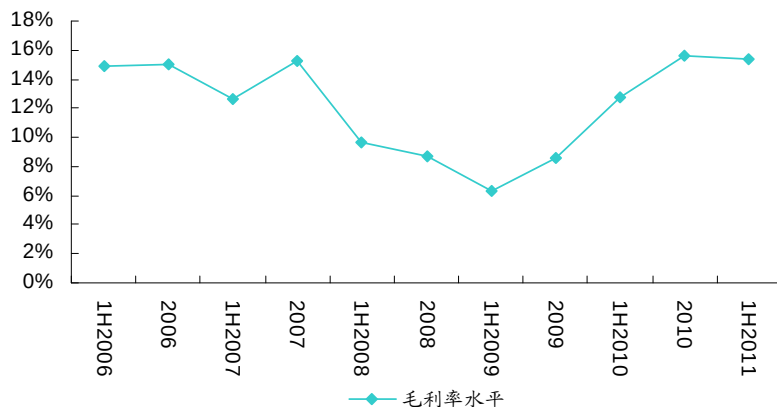
除了向上游延伸外，公司还配合集团十二五规划，在华茂国际纺织城进一步完善印染、色织和服装生产等下游产业链；截至目前，公司在华茂国际纺织工业城的首个项目——德生纺织印染公司即将建成投产，而第二个项目——华茂织染有限公司也已开工建设。

图 23：2008 年至 2011 年上半年公司纺织主业收入及同比变动



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 24：2006 年至今公司纺织主业毛利率变动情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

金融及产业投资收益具有可持续性。公司通过受让、发起设立等多种方式，陆续持有了宏源、广发、国泰君安证券，以及徽商银行、安庆振风典当等金融企业股权；2008年至2011年上半年，公司通过持有及出售金融股权，获取了丰厚的投资与分红收益。

公司的产业投资主要是通过——华茂产业投资来运作的，截至目前，华茂产业注册资本为1.3亿元，董事会拟对其增资2亿元；就已投项目上市进展来看，年内将有2个项目报会，预计2012年有4个项目报会。

表 12：2008 年至今公司持有金融股权所获投资收益及分红收入

投资收益		分红
2008		国泰君安分红 0.40 亿元，广发分红 0.71 亿元
2009	出售宏源 0.02 亿股取得投资收益 0.29 亿元	宏源分红 0.02 亿元，国泰君安分红 0.24 亿元，广发分红 0.29 亿元
2010	出售宏源 0.14 亿股实现投资收益 2.23 亿元	宏源分红 0.05 亿元
1H2011	出售广发 0.09 亿股实现税后利润 2.71 亿元	广发分红 0.26 亿元，徽商银行分红 0.06 亿元

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 13：截至目前公司所持金融股权一览（单位：亿元）

所持对象名称	投资金额	持股数	持股比例
国泰君安证券	0.79	0.79	1.69%
徽商银行	0.79	0.65	0.79%
安庆振风典当	0.02	0.02	19.97%
广发证券	16.65	1.08	3.64%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 14：截至目前所投资企业金额及持股比例一览（单位：亿元）

被投资单位	投资时间	投资金额	持股比例	主营范围
北京格源天润生物技术有限公司	2010-3-30、2010-5-5	0.15	16.50%	工业用生物产品的技术开发、转让、咨询与服务等
上海伊禾农产品科技发展有限公司	2009-12-18	0.05	3.45%	食品销售管理；销售食用农产品，预包装食品；食品生产、加工、研发等
重庆杜克高压密封件有限公司	2010-5-1	0.15	5.77%	开发、生产、销售、仓储各种密封产品、橡胶产品等
广州市科密电子有限公司	2010-9-12	0.28	3.50%	电子产品、办公用机械、办公设备及配件的制造等
博雅软银投资（北京）有限公司	2010-8-30	0.36	12.48%	投资管理及投资咨询
广州国萃花卉交易有限公司	2010-10-21	0.06	1.75%	花卉、苗木的收购、种植、批发、零售等
广州市汇萃花卉有限公司	2010-10-21	0.04	12%	花卉的种植、种苗栽培，批发、零售花卉等
汪清县龙腾能源开发有限公司	2010-12-17	0.24	3.46%	油页岩矿山开采、炼油、发电、建材、稀贵金属提取
上海盖世网络技术有限公司	2009-12-16	0.08	10%	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

矿产股权投资下的二次腾飞。在引进战略投资者的同时，公司计划将矿产业务打造成新的利润来源，根据 2011 年 8 月 11 日公告，公司拟出资 4.5 亿元成立矿业投资子公司，进行矿产企业股权投资；我们了解到，公司并不直接参与矿产的勘探开发，而是和专业机构一起收购

成熟矿产企业股权的股权，通过相对控股的方式，对被收购的矿产企业进行财务并表，从而提升公司整体收入与业绩。在具体标的上，公司拟收购金属矿企业（两家及以上），公司计划争取在年内落实具体合作框架。

假设 1) 在目前在建新增产能投产后，公司纺织主业收入年增速保持在 25% 以上；2) 随着公司纺织主业上中下游产业链逐渐打通，公司纺织主业毛利水平稳定在 15%-20% 之间；3) 在不考虑国泰君安、徽商银行股权上市的情况下，假设公司每年出售 1 亿股左右广发证券股权，年均投资收益保持在 3.5 亿元水平上；4) 暂不考虑矿产股权和创投收益，我们预计公司 2011 全年 EPS 为 0.67 元，对应 PE 为 10.85 倍，估值优势明显，予以谨慎推荐评级。

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	11.25	1.14	0.62	0.83	9.9	18.1	13.6	1.6	1.4	1.3	推荐	推荐
600837	海通证券	7.91	0.45	0.48	0.58	17.6	16.5	13.6	1.5	1.3	1.2	中性	谨慎推荐
000562	宏源证券	13.97	0.89	0.74	0.86	15.7	18.9	16.2	2.79	2.40	2.07	推荐	推荐
000728	国元证券	9.95	0.47	0.41	0.59	21.2	24.3	16.9	1.3	1.2	1.1	中性	中性
000686	东北证券	17.41	0.82	0.44	0.59	21.2	39.6	29.5	3.2	2.9	2.7	中性	中性
600109	国金证券	11.79	0.44	0.40	0.47	26.9	29.5	25.1	3.9	3.4	3.0	中性	中性
600369	西南证券	10.62	0.39	0.23	0.29	27.2	46.2	36.6	2.2	2.1	2.0	中性	中性
601099	太平洋	7.69	0.14	0.14	0.16	56.5	54.9	48.1	5.9	5.3	4.7	中性	中性
601788	光大证券	12.04	0.64	0.65	0.77	18.8	18.5	15.6	1.8	1.6	1.5	中性	中性
600999	招商证券	11.36	0.90	0.59	0.68	12.6	19.3	16.7	1.7	1.5	1.4	中性	中性
000776	广发证券	30.80	1.62	1.06	1.35	19.0	29.1	22.8	4.0	3.5	3.0	谨慎推荐	中性
601688	华泰证券	9.96	0.63	0.45	0.56	15.8	22.1	17.8	1.7	1.6	1.4	中性	中性
601377	兴业证券	13.39	0.39	0.40	0.51	34.3	33.5	26.3	3.5	3.1	2.8	中性	中性
002500	山西证券	8.88	0.22	0.11	0.15	40.4	80.7	59.2	3.4	3.3	3.1	中性	中性

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。

蒲东君，武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，2009 年加入长江证券。

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。