

非银行金融

证券行业 10 月经营数据点评

行业研究报告

行业评级：推荐 维持

市场回暖，券商业绩如期反弹

行业指数走势图



行业估值情况

总市值 (亿)	6914.07
流通 A 股市值 (亿)	4195.69
平均 P/E	27.40
平均 P/B	2.30

相关研究

- 1.《证券行业 7 月经营数据点评—市场风险集中爆发，经营业绩再度下滑》2011/8/8
- 2.《证券行业 8 月经营数据点评—市场低迷期，本月业绩整体缩水》2011/9/9
- 3.《证券行业 9 月经营数据点评—市场成交量见底，券商业绩反转可期》2011/10/21

非银行金融研究小组

李项峰

执业证书编号：

S0120511030002

联系人：张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

报告摘要：

- 受外围市场连续反弹、国内 CPI 增速回落以及货币政策局部微调等因素影响，10 月市场有所反弹，沪深 300 指数上涨 4.41%，上证指数上涨 4.07%，中证全债指数上涨 1.60%。
- 营业收入环比大幅增长，多数券商本月业绩反弹。17 家上市券商 10 月共实现营业收入 34.99 亿元，较 9 月份增长 106.54%，共实现净利润 9.13 亿元，净利润率 26.10%。截止到 10 月 31 日，上市券商净资产总额为 3153.85 亿元，环比增加 5.13%。
- 日均成交额和换手率较上月有所回升。10 月沪深股市成交额 20573.45 亿元，日均成交额 1285.84 亿元，分别环比增长-7.32% 和 21.65%，均同比下降 67.11%。从日均交易额来看，确实有触底反弹的迹象。以流通股总股数计算的 10 月 A 股换手率为 8.89%，较上月降低 0.04 个百分点，主要是由于交易日少导致的月度总成交量偏低的因素，若剔除此因素，本月换手率有所回升。
- 证券承销总额环比增长，企业债承销规模大幅增加，IPO、增发和公司债发行创新低。10 月全行业证券承销总额 1241.17 亿元，环比增加 148.78%。其中，企业债承销总额为 520 亿元，较上月环比增长 1109.30%，主要由于总额 400 亿元的铁道部 7 年和 20 年期铁路建设债券的发行。IPO、增发和公司债承销规模分别较上月环比减少 63.14%、25.84% 和 62.64%，本月 IPO、增发规模均为 2010 年 1 月以来最低，而公司债发行规模为 8 个月内最低。
- 产品发行份额年内最低，平均收益率较上月提升。10 月券商共发行集合理财产品 12 只，发行份额约 1.80 亿份，为年内最低。截止 10 月 31 日，全行业集合理财产品今年以来平均收益-10.07%，较上月上涨 1.61 个百分点，单月平均收益率为 1.71%，高于上月的-5.98%。
- 估值水平：以 11 月 8 日收盘价为计算标准，总市值和 A 股流通市值为权重加权得出上市券商 2011 年平均动态 PE 分别为 29.4 倍、27.4 倍，PB 分别为 2.4 倍、2.3 倍，估值水平仍相对安全。继续建议重点关注估值安全性较高且在两融、股票约定式回购等创新业务上具有优势的大中型券商，如海通、招商、光大；同时关注弹性较大，市场行情好转时可能有突出表现小型券商，如国金、国海、山西。

请务必阅读正文后的免责声明部分

正文目录

1. 行业总体状况：营业收入环比大幅增长，多数券商本月业绩反弹	3
2. 经纪业务：日均成交额和换手率较上月有所回升	4
3. 投行业务：企业债承销规模大幅增加，IPO、增发和公司债发行创新低	5
4. 资产管理业务：产品发行份额年内最低，平均收益率较上月提升	7
5. 自营业务：市场波动性较大，大型质优券商抗周期性能力较强	9
6. 其它业务	9
6.1 融资融券：融资融券余额较上月继续减少	9
6.2 股指期货：成交量及金额环比减少，期现比有所回落	11
6.3 新三板：成交量、成交金额环比大幅减少，15 个月内最低	11
7. 行情回顾与估值水平	12
7.1 行情回顾	12
7.2 估值水平	13
8. 风险提示	14

图表目录

表 1 10 月份上市证券公司业绩	3
表 2 10 月份上市证券公司股票承销概况	6
表 3 10 月份上市证券公司债券承销概况	6
表 4 10 月份上市券商集合理财产品发行情况	8
表 5 10 月深交所会员融资融券交易概况	10
表 6 上市券商估值水平	13
图 1 上市券商 10 月经营业绩	4
图 2 上市券商历史月度经营业绩	4
图 3 沪深股市日均成交额及月换手率变化	5
图 4 2008 年以来行业平均佣金率变化	5
图 5 最近一年全行业证券承销总额	7
图 6 最近一年全行业证券承销业务主要构成	7
图 7 10 月上市券商证券承销额较上月普遍增加	7
图 8 10 月上市券商主承销市场份额变化	7
图 9 截止 10 月底券商集合理财产品最新规模	9
图 10 10 月上市券商集合理财产品平均收益	9
图 11 10 月市场融资融券余额	10
图 12 10 月融资买入和融券卖出情况	10
图 13 10 月股指期货成交量及环比增长	11
图 14 10 月股指期货成交金额、环比及期现比	11
图 15 10 月新三板市场成交金额及环比	12
图 16 10 月上市券商主办企业家数及市场份额	12
图 17 10 月大盘与证券行业指数走势	12
图 18 上市券商股价 10 月表现	12

1. 行业总体状况：营业收入环比大幅增长，多数券商本月业绩反弹

受美国 10 月非农就业数据超预期、欧洲针对主权债务危机问题救援措施陆续出台以及欧盟峰会协议最终达成等利好因素的影响，外围市场 10 月连续反弹，道琼斯指数月底冲破 12,000 点，美国三大股指和欧洲三大股指均触及三个月内最高点位。国内 10 月 CPI 增速回落趋势明显，通胀风险有所降低，货币紧缩可能性进一步减小，局部微调信号继续释放。同时，10 月随着上市公司三季报的陆续公布，市场对于企业盈利受世界经济增长疲弱和国内 GDP 增速下滑负面影响的担忧有所缓解。总体来说，10 月市场有所反弹，沪深 300 指数上涨 4.41%，上证指数上涨 4.07%，中证全债指数上涨 1.60%。

本月券商业绩较上月环比大幅增长，业绩如预期反弹。17 家上市券商 10 月共实现营业收入 34.99 亿元，较 9 月份增长 106.54%，共实现净利润 9.13 亿元，净利润率 26.10%。截止到 10 月 31 日，上市券商净资产总额为 3153.85 亿元，环比增加 5.13%。

其中，广发、方正、长江、兴业、国金、西南、太平洋、国海 8 家券商本月扭亏为盈，并且包含华泰、光大、宏源、山西在内的 4 家券商本月净利润大幅增长，涨幅均在 100% 以上。除了东北证券本月依然维持亏损状态外，中信证券母公司本月营业收入-1.09 亿，净利润-1.41 亿，为本月唯一收入为负的上市券商。而海通证券本月虽未亏损，营业收入和净利润却均环比下降。

从历史业绩的波动性上来看，大型优质券商依靠营业网点优势维持稳定的经纪业务收入，依靠人脉和业务经验获得项目从而取得可观的承销业务收入，在自营业务上具有雄厚的资金实力、并利用较强的风控机制熨平收益波动，且在两融等创新业务资格的取得上成为市场先行者，其业绩稳定性仍然较强，盈利结构不断优化。而小型券商在这方面略显弱势，每月业绩波动性较大。

表 1 10 月份上市证券公司业绩

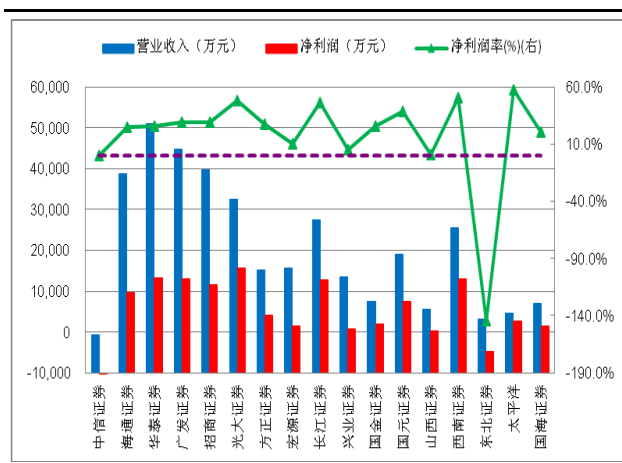
机构名称	营业收入（万元）		净利润（万元）		净利润率		净资产（万元）	
	10 月	环比	10 月	环比	10 月	环比	截止 10 月底	环比
中信证券	-767.00	-102.2%	-12,855.00	-264.6%	-	-	7,267,289.00	17.6%
海通证券	38,632.63	-20.4%	9,610.20	-63.2%	24.9%	-28.9%	4,487,928.65	0.80%
华泰证券	50,950.24	185.7%	13,226.91	383.4%	26.0%	10.6%	3,439,959.76	0.5%
广发证券	44,838.70	158.3%	12,992.56	-	29.0%	72.3%	3,121,481.22	0.9%
招商证券	39,626.70	90.9%	11,686.44	84.4%	29.5%	-1.0%	2,411,369.69	0.9%
光大证券	32,443.89	160.7%	15,584.08	2131.3%	48.0%	42.4%	2,165,347.57	1.6%
方正证券	15,291.09	276.8%	4,128.89	-	27.0%	223.6%	1,516,277.35	0.5%
宏源证券	15,594.00	176.4%	1,533.00	593.7%	9.8%	5.9%	730,399.00	0.1%
长江证券	27,329.90	-	12,748.46	-	46.6%	-	1,162,323.03	1.6%
兴业证券	13,383.21	816.6%	667.33	-	5.0%	353.3%	816,523.10	0.2%

国金证券	7,515.54	124.0%	1,909.24	-	25.4%	65.0%	326,944.55	0.6%
国元证券	19,116.00	43.7%	7,430.00	71.4%	38.9%	6.3%	1,475,732.00	0.7%
山西证券	5652.92	-15.2%	304.74	561.6%	5.4%	4.7%	694,866.56	0.1%
西南证券	25,525.75	-	13,006.71	-	51.0%	-	1,133,776.44	1.3%
东北证券	3,248.00	-	-4,677.00	-	-144.0%	-	321,600.00	-1.1%
太平洋	4,580.12	134.3%	2,645.70	-	57.8%	179.6%	210,741.59	1.3%
国海证券	6,944.41	-	1,400.27	-	20.2%	-	255,989.91	0.6%
合计	349,906.09	106.5%	91,342.53	-	26.1%	36.5%	31,538,549.42	5.1%

注：根据券商月度业绩披露特点，表中除广发、海通、招商外，其余数据均为券商及其相应控股券商的业绩合并数据，计算环比数据时与上月口径保持一致。

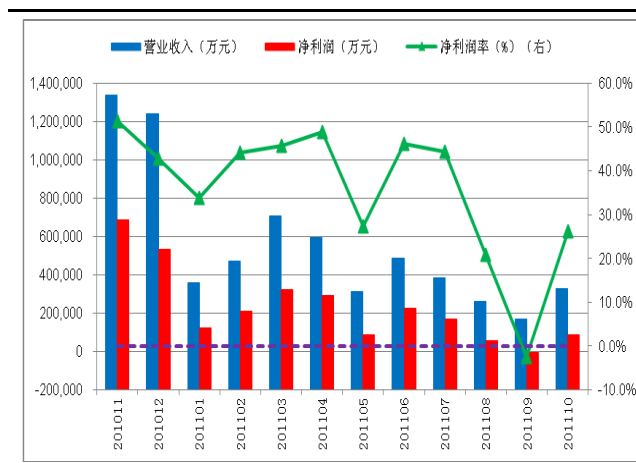
资料来源：上市公司 10 月财务数据简报，德邦证券研究所

图 1 上市券商 10 月经营业绩



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 2 上市券商历史月度经营业绩



注：为便于比较，数据中不含方正、国海的业绩。

资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

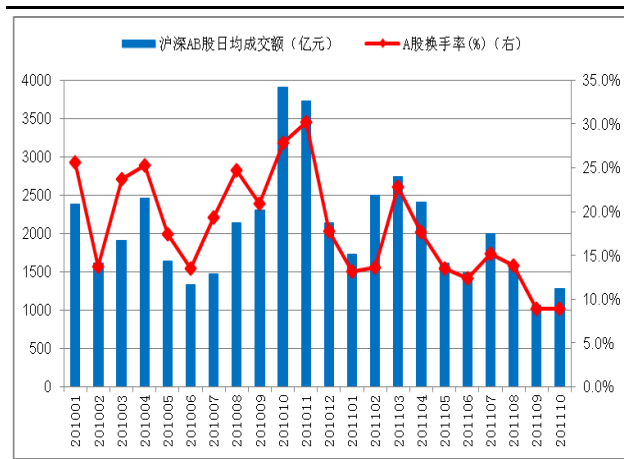
2. 经纪业务：日均成交额和换手率较上月有所回升

10 月沪深股市成交额 20573.45 亿元，日均成交额 1285.84 亿元，分别环比增长-7.32% 和 21.65%，同比下降 67.11% 和 67.11%。沪深 AB 股成交总额本月下降主要是由于 10 月交易日比较少，全月仅 16 个交易日，但是从日均交易额上来看，成交额确实有触底反弹的迹象。以流通股总股数计算的 10 月 AB 股和 A 股换手率分别为 8.78% 和 8.89%，均较上月降低 0.04 个百分点，表面上看换手率降低的原因主要也是由于交易日少导致的月度总成交量偏低，若剔除此因素，本月换手率是有所回升的。

整个行业上半年平均佣金率约为 0.082%，由上市券商公布的中报和季报可以计算出，前三季度平均佣金率分别为 0.089%、0.088% 和 0.085%，二、三两季度上市券商平均佣金率变化率分别为 -1.26%、-3.41%，三季度佣金率环比下降幅度有所扩大。总体来看，区域性中小型券商的地域优势仍然存在，如国海证券、太平洋证券、东北证券、山西证券和国金证券

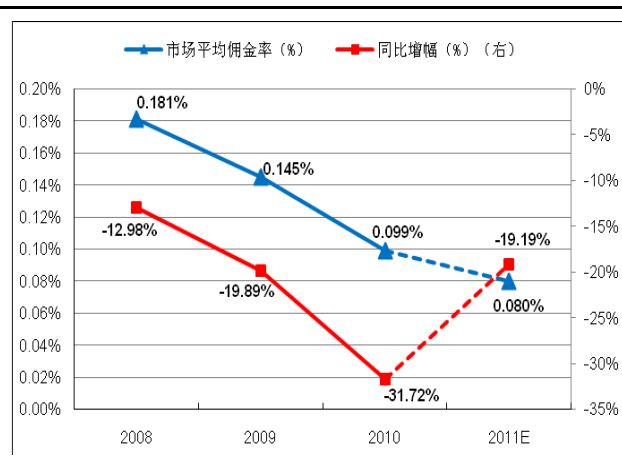
等，其前三季度佣金率普遍高于全国性券商。我们下调全年行业平均佣金率预测至 0.080%。采用 0.080% 的平均佣金率大致可以估算出，本月整个行业佣金收入约为 32.92 亿元，日均佣金收入 2.06 亿元。由此可以判断，10 月全行业佣金收入较上月有所减少，但日均佣金收入有所回升。

图 3 沪深股市日均成交额及月换手率变化



资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 2008 年以来行业平均佣金率变化



资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

3. 投行业务：企业债承销规模大幅增加，IPO、增发和公司债发行创新低

10 月份整个券商行业证券发行总额 1241.17 亿元，环比增加 148.78%，发行规模较上个月大幅增长，且为 7 月份以来最高。其中，企业债本月实现重大突破，承销总额为 520 亿元，较上月环比增长 1109.30%，主要是由于总额为 400 亿元的中国铁道部 7 年期和 20 年期铁路建设债券的发行。另外，配股本月规模为 9.02 亿元，而前三个月均为零。除此之外，IPO、增发和公司债承销规模本月均有所减少，分别较上月环比减少 63.14%、25.84% 和 62.64%。并且，本月 IPO、增发规模均为 2010 年 1 月以来最低，而公司债发行规模为 8 个月内最低。

从结构上看，本月由于企业债发行规模的大幅增加，IPO、增发和公司债券承销的减少，企业债发行规模占证券发行总规模的比例较上月显著提升，约占 75.34%；配股本月有所突破，占比约为 0.73%；IPO、增发和公司债占比分别为 15.45%、3.02% 和 2.46%，比重同样创新低。

上市券商 10 月证券承销总额 577.22 亿元，环比增长 476.29%，本月市场份额 46.51%，较上月提高 26.43 个百分点。上市券商证券承销总额的环比大幅增长以及市场占有率的显著提升同样得益于本月铁道部铁路建设债券的发行，其中由上市券商发行的规模约为 166.67 亿，占上市券商 10 月证券承销总规模的 28.87%，承销券商包含光大证券、方正证券（瑞信方正）、招商证券、山西证券（中德证券）和中信证券。此外，行业内本月唯一一单配股为东北证券承销。尽管上市券商本月 IPO 规模环比增长 48.21%，但公司债承销为零，增发规模环比减少 42.53%。

从公司层面上来看, Wind 数据显示本月有 12 家上市券商证券承销规模较上月有所增加, 分别为西南、招商、中信、海通、光大、兴业、国元、华泰、山西、东北、长江、方正, 广发、太平洋承销规模环比下滑。10 月份, 上市券商总体证券承销市场份额较上月显著提升, 包含西南、招商、中信等在内的 10 家券商市场份额本月有所提升, 其中提升幅度最为明显的为中信证券, 10 月市场份额为 21.54%, 其次为方正证券和海通证券, 10 月市场份额分别为 6.88%、4.19%。

继上月全行业证券承销规模大幅下滑且创新低以来, 本月证券承销规模的大幅上升继续表明一级市场的不稳定性, 及其所带来的券商月度业绩的大幅波动。从历史数据来看, 投行业务收入对券商收入贡献程度越来越大, 尤其是在经纪业务因佣金率下滑和市场成交额缩水的影响遭遇重创的情形下, 承销的多寡对于券商整体业绩的影响越来越明显。因此, 承销规模大幅提升的券商业绩本月大多数有较好的表现。但总体看来, 一级市场的市场集中度仍然较高, 大型券商及个别在投行业务细分市场上具备优势的区域性券商的市场份额比较稳定, 未来投行业务将继续朝着这两类券商倾斜。

表 2 10 月份上市证券公司股票承销概况

主承销商	项目种类	名称及代码	募集资金(万元)	发行费用(万元)
广发证券	IPO	永大集团(002622.SZ)	76,000	3,218.49
国元证券	IPO	阳光电源(300274.SZ)	136,640	9,515.61
长江证券	IPO	开能环保(300272.SZ)	31,625	3,814.56
招商证券	IPO	成都路桥(002628.SZ)	84,000	7,173.16
华泰证券(华泰联合)	IPO	金达威(002626.SZ)	80,500	5,083.90
西南证券	增发	南宁百货(600712.SH)	66,560	2,306.51
东北证券	配股	东方钽业(000962.SZ)	90,174.06	-

资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

表 3 10 月份上市证券公司债券承销概况

主承销商	债券名称	募集资金(万元)
光大证券	2011 年第二期中国铁路建设债券(7 年期)	166,666.67
	2011 年第二期中国铁路建设债券(20 年期)	166,666.67
方正证券(瑞信方正)	2011 年第一期中国铁路建设债券(7 年期)	166,666.67
	2011 年第一期中国铁路建设债券(20 年期)	166,666.67
兴业证券	2011 年厦门建发集团有限公司企业债券	160,000.00
招商证券	2011 年第二期中国铁路建设债券(7 年期)	166,666.67
	2011 年第二期中国铁路建设债券(20 年期)	166,666.67
山西证券(中德证券)	2011 年第一期中国铁路建设债券(20 年期)	166,666.67
	2011 年第一期中国铁路建设债券(7 年期)	166,666.67

中信证券

2011 年第二期中国铁路建设债券 (7 年期)

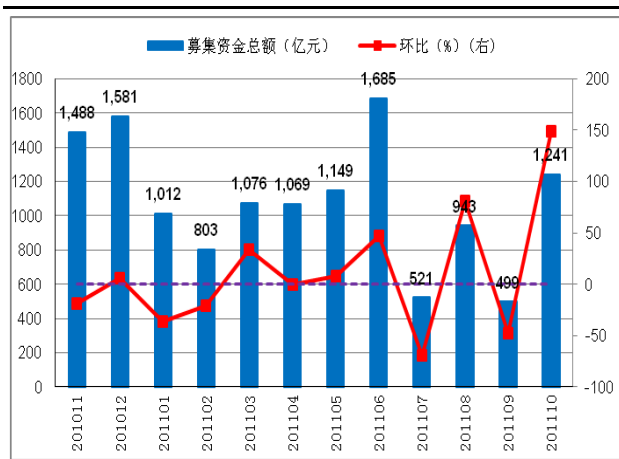
166,666.67

2011 年第二期中国铁路建设债券 (20 年期)

166,666.67

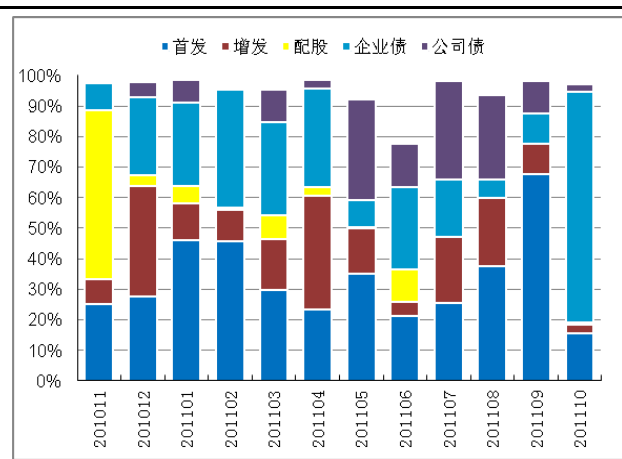
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 最近一年全行业证券承销总额



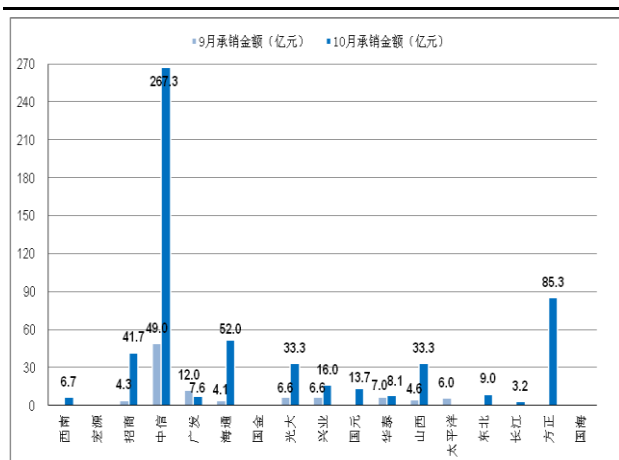
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 最近一年全行业证券承销业务主要构成



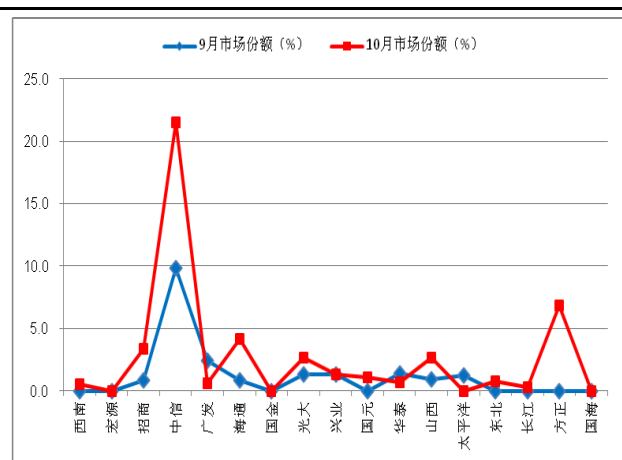
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 10 月上市券商证券承销额较上月普遍增加



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 10 月上市券商主承销市场份额变化



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

4. 资产管理业务: 产品发行份额年内最低, 平均收益率较上月提升

10 月券商共发行集合理财产品 12 只, 发行份额约 1.80 亿份, 为年内最低, 其中包括上市券商中的海通证券 (1 只, 目标规模 50 亿元)。目前, 在上市券商中, 15 家具有资产管理业务资格并发行理财产品的上市券商管理资产总规模为 705.92 亿元, 其中管理规模在 50 亿以上的分别为中信证券 (143.92 亿元)、光大证券 (89.00 亿元)、广发证券 (88.12 亿元)、招商证券 (64.60 亿元)、华泰证券 (59.23 亿元)、长江证券 (57.82 亿元)。

截止 10 月 31 日, 全行业集合理财产品今年以来平均收益-10.07%, 较上月上涨 1.61

个百分点，所有上市券商今年以来平均收益均为负。年初至 10 月底，沪深 300 指数下跌 13.84%，上证综指下跌 12.10%，因此，广发、国元和海通的集合理财产品今年以来的平均收益继续跑输大盘，其余券商产品今年以来收益虽然为负，但都有或多或少的相对收益。其中，业绩最好的国海证券，今年以来平均收益为-3.91%，其次招商和兴业的产品平均收益也相对较好。

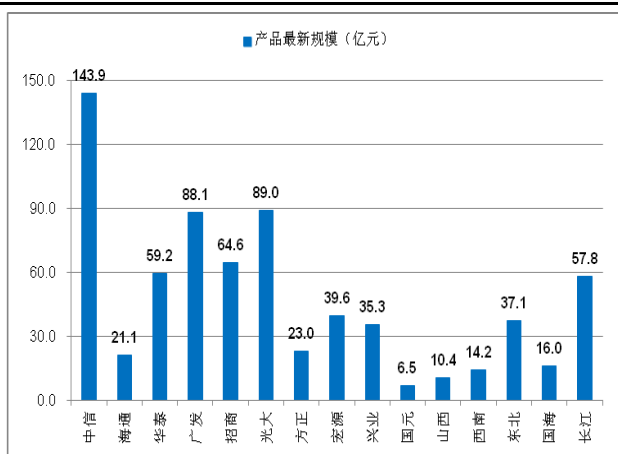
从单月业绩来看，10 月单月全行业集合理财产品收益率为 1.71%，高于上月的-5.98%。上市券商集合理财产品单月平均业绩全部为正，但均未跑赢上证指数和沪深 300 指数。其中，单月收益较高的券商有西南、兴业和光大，对应的平均收益率分别为 3.45%、2.67%和 2.31%，而本月沪深 300 指数上涨 4.4%，上证指数上涨 4.1%，没有实现相对收益。总体来看，10 月券商集合理财产品的收益情况不佳。

表 4 10 月份上市券商集合理财产品发行情况

产品代码	产品简称	目标规模(亿元)	投资类型	所属概念	管理人
J11109.0F	高华证券盛享 1 号	15.00	普通股票型基金	股票型	北京高华证券
J11107.0F	广州证券红棉 1 号	25.00	平衡混合型基金	混合型	广州证券
J11104.0F	浙商金惠套利通 1 号	10.00	平衡混合型基金	混合型	浙商证券
J11102.0F	信达现金宝	15.00	货币市场型基金	货币市场型	信达证券
J11098.0F	平安证券稳健资本一号	20.00	平衡混合型基金	混合型	平安证券
J11097.0F	金元 1 号核心主题	20.00	平衡混合型基金	混合型	金元证券
J11096.0F	东兴 2 号	50.00	平衡混合型基金	混合型	东兴证券
J11095.0F	国都安心量化成长	50.00	平衡混合型基金	混合型	国都证券
J11093.0F	德邦心连心 1 号	30.00	平衡混合型基金	混合型	德邦证券
J11091.0F	创业创金价值成长 2 期	50.00	平衡混合型基金	混合型	第一创业证券
J11090.0F	银泰 1 号股票精选	15.00	平衡混合型基金	混合型	银泰证券
J11088.0F	海通海蓝宝益	50.00	混合债券型一级基金	债券型	海通证券

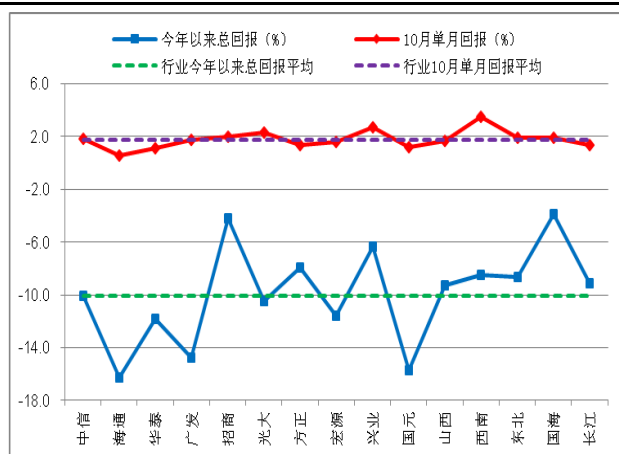
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图9 截止10月底券商集合理财产品最新规模



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图10 10月上市券商集合理财产品平均收益



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

5. 自营业务: 市场波动性较大, 大型质优券商抗周期性能力较强

10月沪深300上涨4.41%, 上证指数上涨4.07%, 中证全债指数上涨1.60%。股票市场下行风险较大, 给券商的自营业务带来不少风险。从历史数据来看, 今年以来由于市场动荡, 使得各券商自营收入波动较大, 从而直接影响券商月度营业收入和净利润。随着自营业务收入占总收入比例的逐步提高, 券商业绩将更大程度的受到自营业务的影响。总体来看, 券商自营业务周期性波动较大, 而规模较大的券商由于自身所具备的雄厚资金和风控机制完善, 加上利用股指期货套期保值抑平收益的波动, 抗周期性能力相对较强。

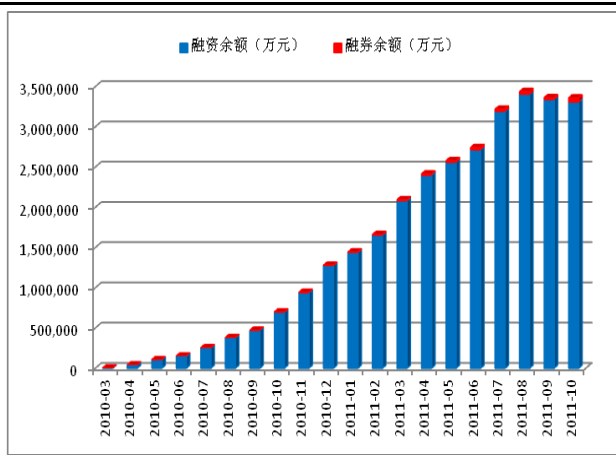
6. 其他业务

6.1 融资融券: 融资融券余额较上月继续减少

本月市场融资融券余额335.67亿元, 环比减少0.07%, 连续两个月减少。其中融资余额330.67亿元, 融券余额5.00亿元, 分别环比增加-0.96%和114.18%。期间融资买入额218.49亿元, 融券卖出量2.77亿股, 分别环比增加7.79%和33.12%。本月融券卖出量和融券余额均大幅增加, 表明融券交易活跃度有所提升。

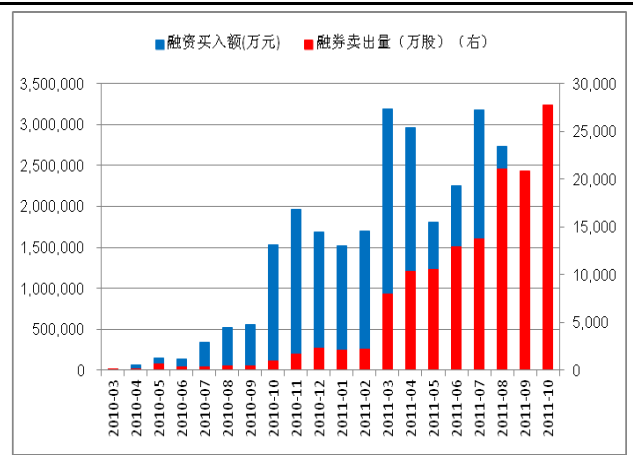
从深交所10月会员融资融券交易情况来看, 目前第三批两融试点共25家券商中, 融资融券余额市场份额排名前10的分别为海通、国泰君安、广发、光大、国信、招商、申银万国、中信、银河和华泰, 其中上市券商共6家。从市场份额可以看出, 在经纪业务上具备资源和营业网点优势的大型券商排名居前, 海通证券本月融资余额、融券余额及融资融券余额的市场份额分别为12.93%、42.82%、13.40%, 业务位居市场首位。

图 11 10 月市场融资融券余额



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 12 10 月融资买入和融券卖出情况



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

表 5 10 月深交所会员融资融券交易概况

会员名称	融资余额 (万元)	市场份额 (%)	融券余额 (万元)	市场份额 (%)	融资融券余额 (万元)	市场份额 (%)
海通证券	170,185	12.93%	9,018	42.82%	179,202	13.40%
国泰君安	122,539	9.31%	687	3.26%	123,225	9.21%
广发证券	95,229	7.23%	716	3.40%	95,945	7.17%
光大证券	93,382	7.09%	612	2.90%	93,994	7.03%
国信证券	91,983	6.99%	1,454	6.90%	93,437	6.99%
招商证券	84,564	6.42%	201	0.96%	84,766	6.34%
申银万国	80,623	6.12%	2,337	11.10%	82,959	6.20%
中信证券	81,971	6.23%	302	1.43%	82,273	6.15%
银河证券	80,532	6.12%	414	1.96%	80,946	6.05%
华泰证券	76,270	5.79%	2,626	12.47%	78,896	5.90%
中信建投	47,114	3.58%	1,958	9.30%	49,071	3.67%
兴业证券	35,056	2.66%	64	0.30%	35,119	2.63%
安信证券	34,627	2.63%	37	0.17%	34,664	2.59%
中投证券	30,315	2.30%	103	0.49%	30,418	2.27%
宏源证券	29,884	2.27%	0	0.00%	29,884	2.23%
长江证券	26,399	2.01%	17	0.08%	26,416	1.97%
方正证券	24,637	1.87%	166	0.79%	24,804	1.85%
平安证券	23,909	1.82%	264	1.25%	24,173	1.81%
东方证券	18,898	1.44%	0	0.00%	18,898	1.41%
长城证券	15,616	1.19%	0	0.00%	15,616	1.17%
齐鲁证券	14,714	1.12%	16	0.08%	14,730	1.10%

国元证券	14,406	1.09%	28	0.13%	14,434	1.08%
西南证券	10,434	0.79%	30	0.14%	10,464	0.78%
国都证券	9,610	0.73%	13	0.06%	9,623	0.72%
中金公司	3,644	0.28%	0	0.00%	3,644	0.27%

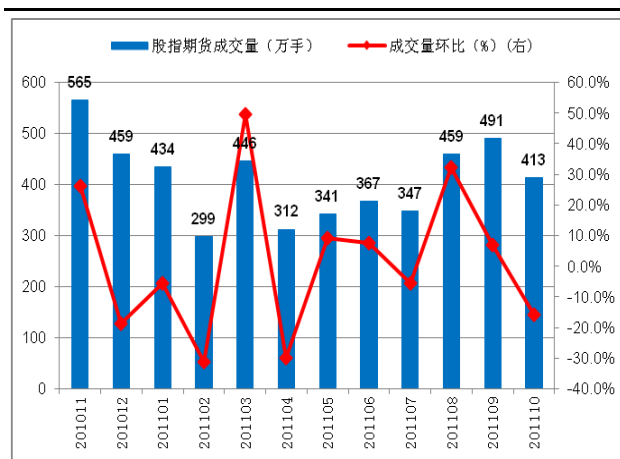
注：表中为截止到 10 月 31 日的月末数据。

资料来源：深交所，德邦证券研究所

6.2 股指期货：成交量及金额环比减少，期现比有所回落

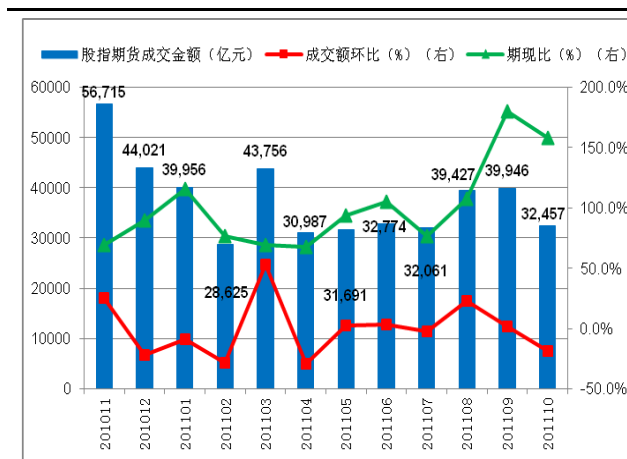
10 月，股指期货成交量为 413.27 万手，环比减少 15.84%，成交金额为 32457.39 亿元，环比减少 18.75%，环比下降速度创 6 个月以来新高。10 月股指期货成交金额与沪深股票成交金额之比为 1.58，较上月有所回落。今年 1-10 月股指期货累计成交金额为 351,679.94 亿元，日均成交额为 1850.95 亿元。

图 13 10 月股指期货成交量及环比增长



资料来源：中国金融期货交易所，德邦证券研究所

图 14 10 月股指期货成交金额、环比及期现比



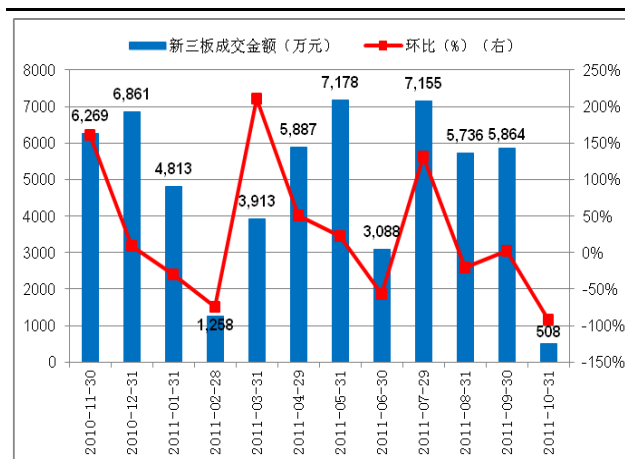
资料来源：中国金融期货交易所，德邦证券研究所

6.3 新三板：成交量、成交金额环比大幅减少，15 个月内最低

截止到 10 月 31 日，共有 58 家券商获得代办系统主权业务资格，从事新三板股份转让和股份报价业务，本月新增国金、恒泰 2 家券商。有 94 家企业挂牌新三板，总股本 32.082 亿股。本月紫光华宇完成创业板上市，加上之前的佳讯飞鸿、世纪瑞尔、北陆药业和久其软件共 5 家企业成功实现转板，分别于创业板和中小板上市；世纪东方、安控科技等 3 家企业正在等候创业板发审。

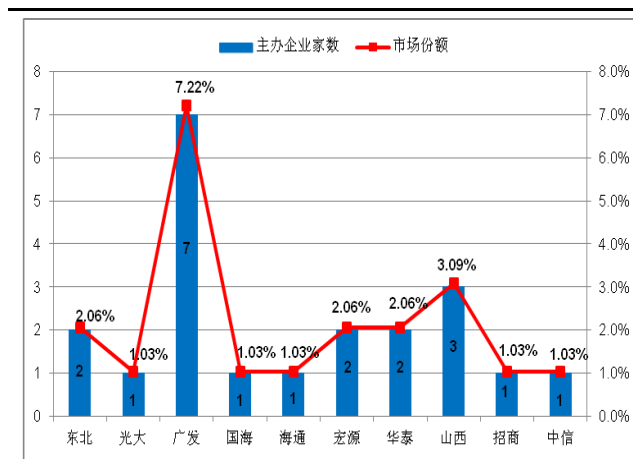
目前在所有具有主办券商业务资格的券商，申银万国证券共主办 27 家企业，以 27.84% 的市场份额排在行业首位；其次，西部证券主办 10 家企业，市场份额 10.31%，国信证券主办 9 家企业，市场份额 9.28%，广发证券主办 7 家企业，市场份额 7.22%，分别位列第二、第三和第四。本月，新三板市场成交量为 109.74 万股，环比减少 83.16%，成交金额为 507.99 万元，环比减少 91.34%，为 2010 年 8 月以来新低。

图 15 10 月新三板市场成交金额及环比



资料来源：代办股权转让系统，德邦证券研究所

图 16 10 月上市券商主办企业数及市场份额



注：图中华泰证券主办企业数实为华泰联合主办企业数。

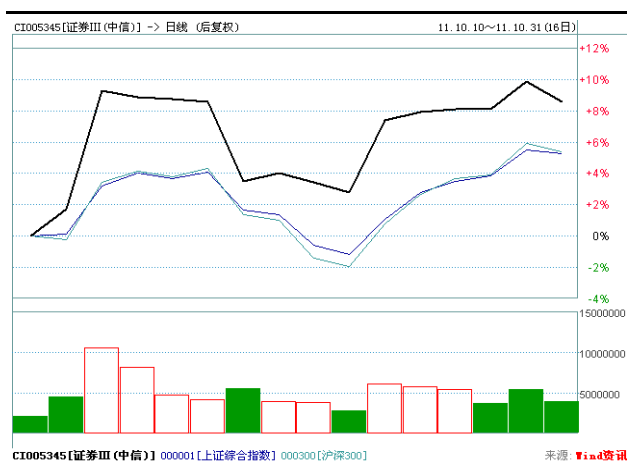
资料来源：代办股权转让系统，德邦证券研究所

7. 行情回顾与估值水平

7.1 行情回顾

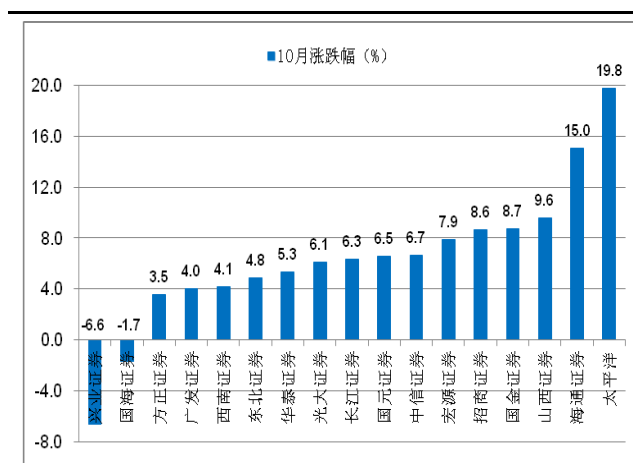
受外围市场连续反弹、国内 CPI 增速回落、货币政策局部微调趋势明显，以及上市公司三季报公布缓解市场担忧情绪等因素影响，10 月市场整体有所反弹，上证指数上涨 4.07%，沪深 300 上涨 4.41%，证券 III（中信）上涨 7.76%，行业指数表现明显优于大盘。10 月，受大盘反弹以及融资融券转常规等利好因素的影响，大部分券商股有不同程度的上涨。其中，太平洋证券涨幅最高，本月共上涨 19.8%，而海通证券凭借其较为安全的估值水平以及在融资融券业务上的显著优势，本月也有 15.0% 的涨幅。兴业证券由于 10 月有约占总股本 43.9% 的限售股解禁而继续下跌 6.6%，前期涨幅较高的国海证券本月股价回调、下跌 1.7%。

图 17 10 月大盘与证券行业指数走势



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 18 上市券商股价 10 月表现



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

7.2 估值水平

以 11 月 8 日收盘价为计算标准,总市值和 A 股流通市值为权重加权得出上市券商 2011 年平均动态 PE 分别为 29.4 倍、27.4 倍, PB 分别为 2.4 倍、2.3 倍,估值水平较上个月有所提升,但仍然相对安全。从个股来看, PE 和 PB 的分化依旧较为严重,目前的情况基本上继续呈现大型券商估值较低、小型券商估值较高的特征,海通、中信、招商、光大、华泰估值较低,安全性比较高。

表 6 上市券商估值水平

证券代码	证券简称	市盈率 (PB, 最新预测) (2011)	市净率 (PB, 最新)
000562.SZ	宏源证券	21.8	3.0
000686.SZ	东北证券	57.3	3.6
000728.SZ	国元证券	27.3	1.4
000750.SZ	国海证券	34.0	4.4
000776.SZ	广发证券	36.1	3.0
000783.SZ	长江证券	32.3	1.9
002500.SZ	山西证券	62.0	3.8
600030.SH	中信证券	20.2	1.7
600109.SH	国金证券	29.7	4.0
600369.SH	西南证券	35.0	2.3
600837.SH	海通证券	19.4	1.7
600999.SH	招商证券	20.2	2.3
601099.SH	太平洋	93.7	6.5
601377.SH	兴业证券	31.6	3.2
601688.SH	华泰证券	22.3	1.8
601788.SH	光大证券	22.2	2.0
601901.SH	方正证券	44.2	2.7
流通 A 股市值加权平均值		27.4	2.3
总市值加权平均值		29.4	2.4

注:表中数据以 2011 年 11 月 8 日收盘价计算得出。

资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

宏观数据表明,美国三季度 GDP 增长较上季度大幅提升,尽管就业市场及房地产市场复苏仍然比较迟缓,但大部分经济指标已经表明其经济二次探底的可能性较小;欧洲债务危机形势继续严峻,尽管欧盟峰会达成新的救助协议,但希腊、意大利等债务重灾国如地雷般时刻有瓦解欧元区以及整个市场信心的可能。在欧债危机的巨大威胁下,全球经济复苏仍旧面临风险。受海外宏观经济以及国内宏观调控的影响,国内经济增速有可能放缓,但 CPI 增速正逐渐回落,央行货币政策局部微调,进一步紧缩可能性较低。随着欧美刺激政策和进一步

救市措施的出台，以及国内宏观政策的局部微调，后期市场可能维持震荡并有所好转，成交量和券商业绩均有望继续改善。

10 月份，作为国内开展转融通业务的证券金融公司成立，同时在 26 日，证监会发布《转融通业务监督管理试行办法》，表明融资融券业务转常规、转融通业务的呼之欲出。预计融资融券业务的扩容也即将获得进一步推进，届时两融标的很可能扩大至上证 180、深证 100 以及 7 只 ETF 基金，而根据近期发布的《证券公司融资融券业务管理办法》，大部分券商可满足申请开展融资融券业务的条件，这些均将提升整个行业的利息收入，改善证券公司盈利结构。另外，上交所拟推出股票约定式回购也将给行业的业务结构改善和盈利能力的提高带来一定的空间，而新三板扩容和国际板的推出依旧是我们看好未来券商板块走势的事件性刺激因素。

建议关注证券行业业绩继续转好带来的估值修复和创新业务推出等事件因素带来的阶段性交易机会。从个股来看，仍然建议重点关注估值安全性较高且在两融、股票约定式回购等创新业务上具有优势的大中型券商，如海通、招商、光大；同时关注弹性较大，市场行情好转时可能有突出表现小型券商，如国金、国海、山西。

8. 风险提示

- (1) 受外围市场动荡和国内政策预期影响，A 股市场仍然具有下行风险。
- (2) 股市的不乐观可能也会影响市场融资需求，或者导致部分企业推迟或更改融资的时间选择，将影响券商近期的投行业务收入。
- (3) 相关创新业务的推出时间尚不确定。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“德邦证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。