

证券 II 行业深度分析报告

盈利模式之困，转型与创新将驱动行业变革，强者恒强

曹恒乾 分析师

电话：020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

执业编号：S0260511010006

传统业务步入红海，经纪业务转型与业务创新势在必行

传统业务由于同质化严重，在行政保护逐步退出的监管环境下，盈利能力下降，行业利润率降至 41% 的水平，供给增加导致竞争日趋激烈，未来不大可能成为业绩长期增长的发动机，按照目前的发展趋势以及国外券商的发展经验借鉴来看，行业的行政保护解除之后，国内券商将沿着以下两条路径发展：① 经纪业务从佣金模式向收费模式转型；② 发展创新业务，改善业务结构。

经纪业务转型——由“通道”向“产品推送+投顾服务”过渡

通过分析美国券商经纪业务的三种主流盈利模式，结合国内情况，预计券商的经纪业务转型，将会从以“通道佣金”为主的盈利模式，逐渐过渡到“通道佣金”和“产品推送+投顾咨询”两条腿走路的盈利模式，最终实现“财富规划+资产管理”的固定收费盈利模式。对于大型券商而言，由于总部资管、投研等部门拥有较强的产品设计和研究咨询实力，能够对经纪业务转型提供强大的支持，在经纪业务转型上将会率先获得突破。

创新与国际化引领业务多元化，高门槛决定强者恒强

融资融券业务在成熟市场的收入占比能够达到 15% 以上，并且业务集中度比传统业务高，目前国内部分券商已经在两融业务上具有先发优势，保证金管理以及股票约定式回购等资本中介型创新业务的推出也将提升券商的资本利用率和盈利能力；同时，大型券商也加快了国际化建设的步伐。创新业务和国际化对券商的资金实力、客户资源和投研实力都有较高要求，可能会导致强者恒强的局面，对于拥有先发优势的大型券商而言，有望率先脱颖而出。

投资建议与风险提示

虽然行业在短期内依然无法摆脱靠天吃饭的盈利模式，但是对于部分大型券商而言，由于收入结构均衡，创新业务布局较早，在弱市下依然能够获得较稳定的业绩表现。随着融资融券、新三板等创新业务的推进，驱动行业向好的政策因素将陆续实现，推荐中信、海通和招商。同时，一旦交易额与指数反弹，部分业务开展较好，业绩弹性大，估值合理的区域型券商将有机会。未来存在市场交易量大幅下降与公司自营投资出现重大失误的风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
中信证券	11.0	1.14	0.41	0.67	9.7	27.0	16.4	0.42	16.5	买入
海通证券	8.1	0.45	0.45	0.55	18.0	18.2	14.9	0.82	12.0	买入
招商证券	11.5	0.90	0.53	0.66	12.8	22.0	17.3	0.83	16.0	买入
宏源证券	13.8	0.89	0.59	0.85	15.4	23.4	16.3	0.53	20.0	买入
长江证券	8.0	0.59	0.24	0.50	13.5	32.6	16.0	0.31	12.0	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

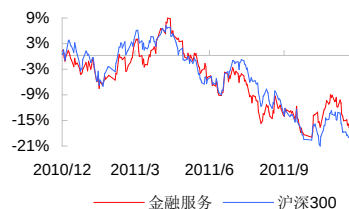
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-7.17	-3.72	-15.32
沪深 300	-6.75	-8.79	-18.95

目录索引

一、佣金率改革与创业板开闸促使传统业务竞争业态发生根本性变革	4
（一）交易通道——经纪业务佣金下滑致盈利压力增大，竞争程度激烈	4
（二）发行通道——创业板开闸，投行业务竞争由寡头垄断转变为群雄割据	6
（三）利润复归的两条路径选择——经纪业务转型与业务多元化	7
二、经纪业务转型的海外经验借鉴——盈利模式变革	10
（一）经纪业务转型的成功经验——美国券商经纪业务主流模式分析	10
（二）经纪业务转型任重道远，总部资源与业务整合能力是关键	13
三、创新与国际化引领业务多元化，高门槛决定强者恒强	15
（一）创新资本中介型业务试水，资金实力与客户资源仍是关键	15
（二）关注大型券商的国际化布局	20
四、投资建议与风险提示	22
（一）业务结构均衡，创新业务有优势的大型券商——中信、海通、招商	23
（二）经营相对稳健、具备业绩弹性的区域券商——宏源、长江	25
（三）风险提示	27

图表索引

图 1: 佣金率下滑对行业利润率造成下行压力	4
图 2: 新增营业部加速导致竞争加剧，CR10 下降	4
图 3: 同质化导致竞争异常激烈	5
图 4: 价格同盟难以形成，行政干预下佣金率企稳	5
图 5: 经纪业务保本换手率与历史换手率对比	6
图 6: 市场 IPO 融资结构发生变革	6
图 7: 大项目减少，IPO 平均募资额下滑	6
图 8: 国内券商行业收入结构并未发生明显变化	8
图 9: 美国券商各项业务收入占比变化趋势	9
图 10: 美国券商各项业务年均复合增长率	9
图 11: 1976-1986 年纽交所会员券商税前利润合计（亿美元）	9
图 12: 2004-2010 年美国大型投行资产管理业务平均贡献占比	11
图 13: 美林证券资管业务收入与总收入（亿美元）	12
图 14: 嘉信理财与 E*trade 营业收入增长率及对比	12
图 15: 资管业务已经成为嘉信理财重要收入来源（亿美元）	13
图 16: 国内投资者数量按资产规模分布情况	14
图 17: 融资融券余额增长情况	15

图 18: 成熟市场融资融券交易额情况	15
图 19: 上市券商融资融券余额市占率排名	16
图 20: 台湾券商融资融券集中度高于整体集中度	16
图 21: 野村证券收入的地域结构划分	21
图 22: 高盛收入的地域结构划分	21
图 23: 国际化对国内券商业务转型具有促进作用	21
图 24: 证券行业市盈率历史情况	22
图 25: 证券行业市净率历史情况	22
图 26: 证券行业相对市场市盈率历史情况	23
图 27: 证券行业相对市场市净率历史情况	23
图 28: 上市券商与行业佣金率对比 (2011Q3)	23
图 29: 中信、海通和招商收入结构均衡 (三季报)	24
图 30: 融资融券业务具有先发优势	24
图 31: 美国证券行业 C25 收入占比	24
图 32: 宏源证券自营投资收益率	26
图 33: 长江证券自营投资收益率	26
表 1: 券商经纪业务利润率及对应市场日均保本交易额 (亿元)	5
表 2: 创业板开闸使发行市场由寡头垄断趋向更充分竞争	7
表 3: 券商经纪业务运行模式转变	10
表 4: 美国券商主流发展模式对比	10
表 5: 国内券商经纪业务不同层级服务模式和盈利模式对比	14
表 6: 融资融券业务对上市券商业绩贡献 (假设融资融券余额 1200 亿元)	17
表 7: 台湾融资融券业务以券商自办为主	17
表 8: 客户保证金管理集合理财产品费率对比	18
表 9: 上市券商客户保证金管理超额收益测算 (亿元)	19
表 10: 上市券商股票约定式回购业务收入测算 (亿元)	20
表 11: 2010 年中资券商香港子公司实力对比 (亿元)	22
表 12: 2010 年券商各项创新业务收入 (亿元)	25
表 13: 经纪业务与自营业务弹性对比	25
表 14: 上市券商盈利预测与估值对比	27

一、佣金率改革与创业板开闸促使传统业务竞争业态发生根本性变革

（一）交易通道——经纪业务佣金下滑致盈利压力增大，竞争程度激烈

盈利能力下降，竞争激烈。对于国内券商而言，经纪业务佣金收入一直以来都是行业的主要收入来源，回顾过去几年的市场经营环境，随着最低佣金率以及新设营业部的放开，在业务同质化程度较高的现状下，新进入者普遍采取低佣金的方式来开发客户，造成的结果有两个：一是佣金率下滑导致行业利润率明显下滑；二是集中度逐渐下降，市场竞争日趋激烈。可以看到，在今年前三季度，加上市场指数下滑的叠加，营业利润率降至41%（佣金率相比08年下降了40%），甚至低于08年的水平。

图 1：佣金率下滑对行业利润率造成下行压力

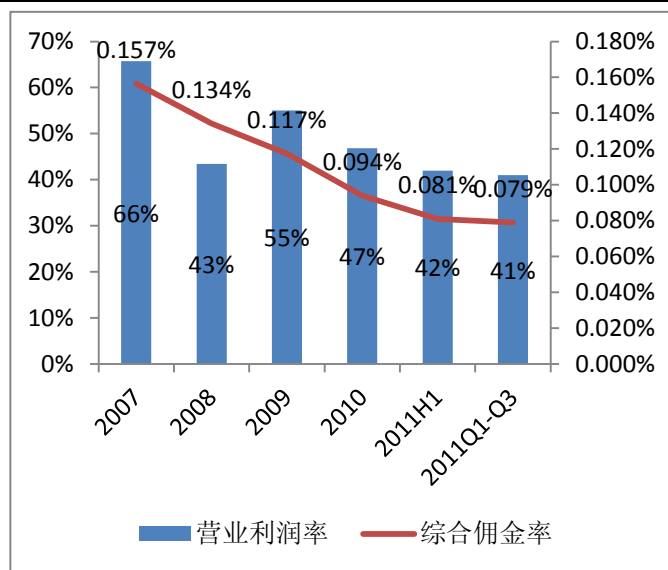
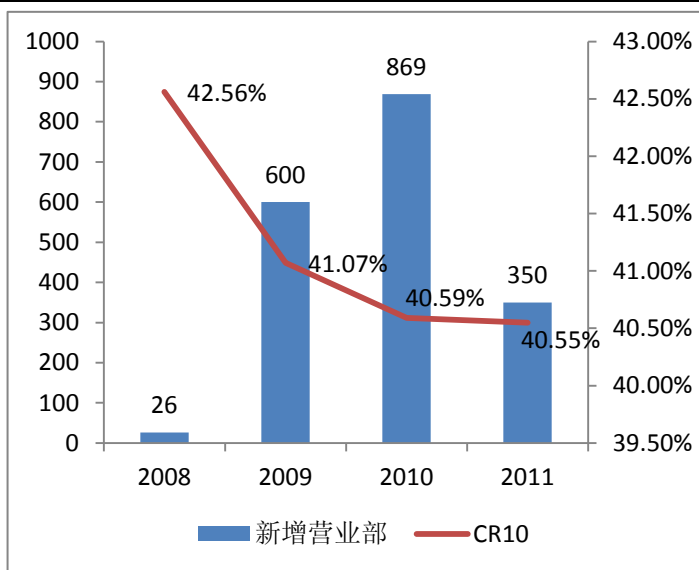


图 2：新增营业部加速导致竞争加剧，CR10 下降



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

09年以来新设营业部的大量供给导致行业集中度下滑，今年前三季度，前十大经纪商的市场份额由08年的42.6%降至40.6%。相比之下，充分竞争的美国市场前十大券商经纪业务交易额的集中度达到40%，中国台湾市场在50%的水平，可见国内券商在经纪业务上竞争程度相当激烈，较充分的竞争加上产品的同质化导致类似卡特尔的价格同盟难以形成，佣金率也就难以避免一降再降，直到行政干预重新出手才在最近得以遏制。

图 3: 同质化导致竞争异常激烈

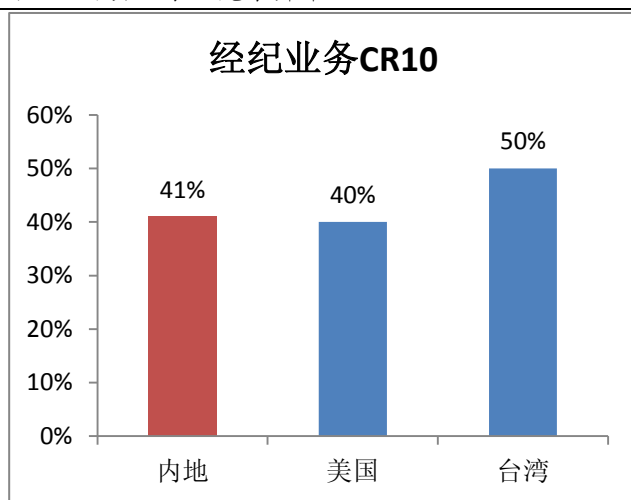
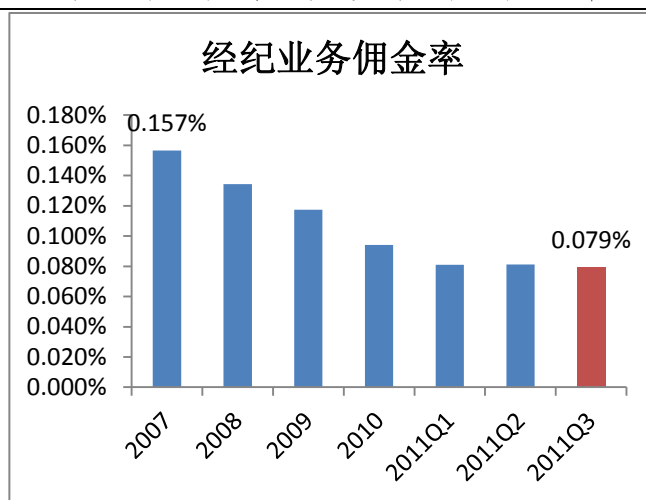


图 4: 价格同盟难以形成, 行政干预下佣金率企稳



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

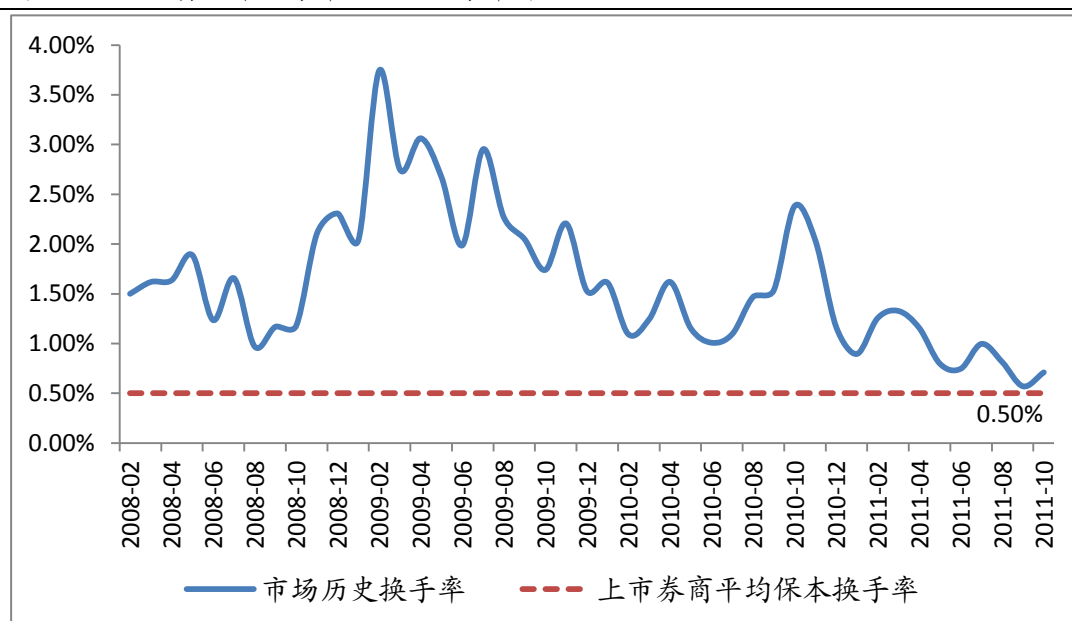
佣金战已致部分券商经纪业务面临亏损风险。由于经纪业务同质化的情况在近几年并未出现明显改观, 价格战成为新进入者最有效的客户开发手段, 导致佣金率已经降至目前0.079%的水平, 几乎只有07年的一半左右。在这样的经营环境下, 虽然交易额相比07年以前已经有了大幅提升, 但是佣金价格的下降还是导致部分券商的经纪业务再次面临了亏损的风险。我们根据半年报披露的数据, 在各家券商市占率、佣金率以及成本费用比维持不变的假设下, 测算出部分中小券商在经纪业务上的保本日均交易额已经在1000亿元以上, 对应的市场换手率为0.5%, 这说明在今年9月份市场环境低迷的背景下 (日均交易额1057亿元), 经纪业务已经处于亏损的境地。不过对于大型券商而言, 由于客户质量较高, 加上具有规模效应的优势, 经纪业务的盈利能力依然具有较好的保障。

表 1: 券商经纪业务利润率及对应市场日均保本交易额 (亿元)

上市券商	经纪业务利润率	保本交易额	保本换手率
海通证券	59%	837	0.42%
招商证券	58%	857	0.43%
太平洋	57%	883	0.44%
华泰证券	55%	933	0.46%
中信证券	54%	962	0.48%
兴业证券	53%	967	0.48%
宏源证券	52%	984	0.49%
平均	52%	988	0.49%
国元证券	52%	992	0.49%
国金证券	50%	1034	0.51%
光大证券	49%	1044	0.52%
山西证券	48%	1067	0.53%
西南证券	48%	1071	0.53%
长江证券	47%	1095	0.55%
广发证券	46%	1115	0.56%
东北证券	39%	1256	0.63%
国海证券	39%	1256	0.63%

数据来源: wind资讯、公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 经纪业务保本换手率与历史换手率对比



数据来源: wind资讯、公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 发行通道——创业板开闸，投行业务竞争由寡头垄断转变为群雄割据

创业板开闸促使业务门槛降低，寡头垄断格局不再。由于创业板开闸以及大项目的减少，投行业务产生了较大的变化。首先在IPO融资结构上，主板的融资额占比由08年的70%下降至目前的36%，而来自于创业板以及中小板的融资额占比则分别达到3成；其次由于大项目的逐渐减少，IPO平均融资额由06年的23亿元降至目前的10亿元。

图 6: 市场 IPO 融资结构发生变革

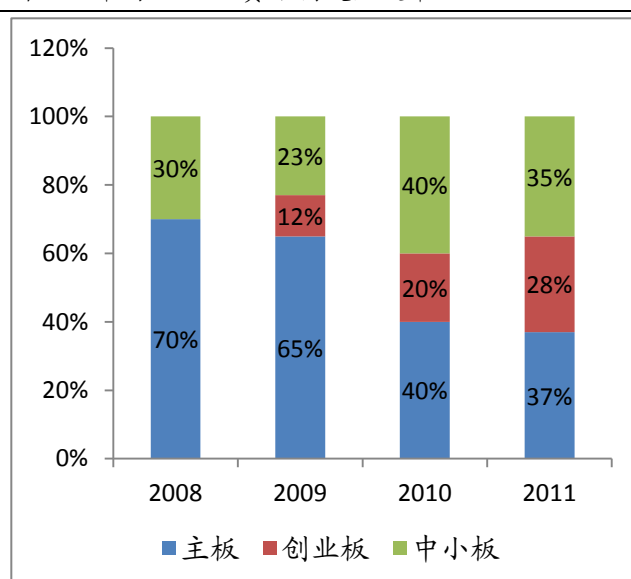
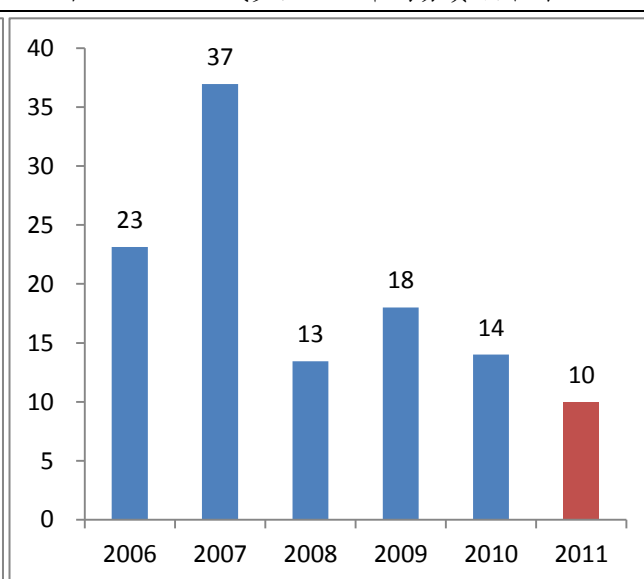


图 7: 大项目减少，IPO 平均募资额下滑



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

中小项目的井喷使得一直以来在大型项目上缺乏话语权的其他券商得以迅速发展，

主攻中小项目的券商承销份额大幅提升，而此前受益大项目发行，领先地位遥不可及的大型券商则受到了极大挑战，同时，随着企业债和公司债发行范围和规模的扩大，由券商承担的债券发行垄断地位也受到明显影响。一级市场发行由此前的寡头垄断演变成竞争较充分的市场——IPO的集中度大幅下降，CR5由08年71%降至目前39%，债券承销亦如此，CR5由08年65%降至目前47%（为统一口径进行比较，这里仅将由券商承销的债券金额纳入统计范围）。另外可以发现，08年市场排名第一的券商，占据了市场25%的份额，而到现在，排名前几位的券商之间差距已经大幅缩小，原来由“寡头垄断”的发行市场已经被“列强争霸”所取代，竞争变得更为充分。

表 2：创业板开闸使发行市场由寡头垄断趋向更充分竞争

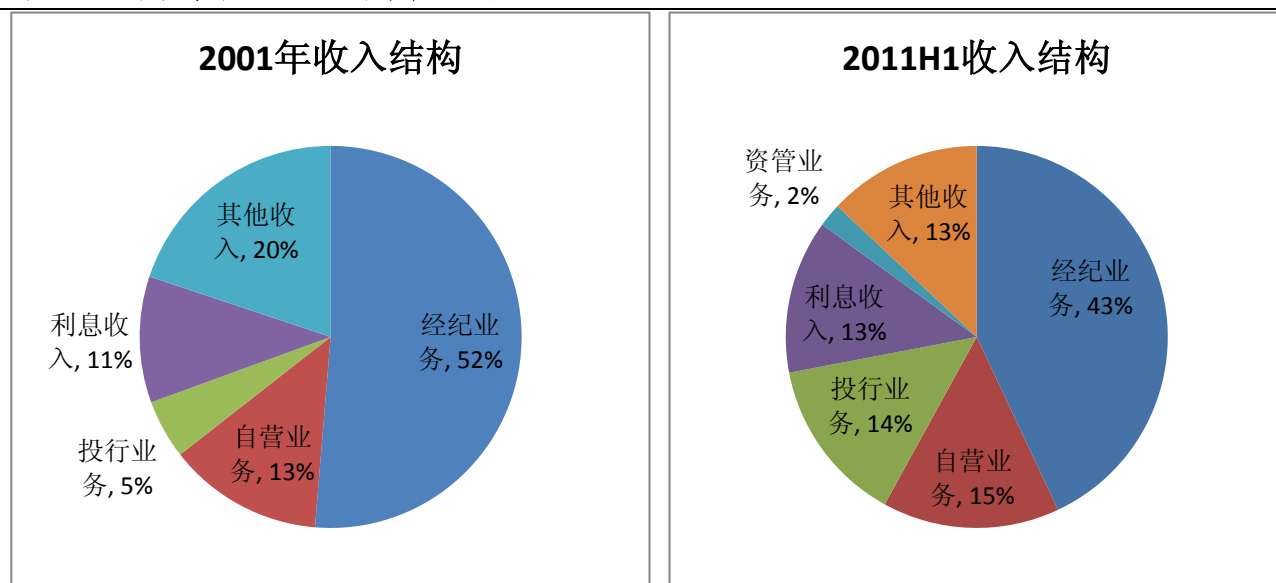
IPO 主承销			2008			2011		
市场排名	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额
1	中信证券	24%	平安证券	11%	中信证券	10%	国信证券	10%
2	中金公司	20%	安信证券	4%	安信证券	4%	广发证券	4%
3	银河证券	13%	广发证券	4%				
4	安信证券	10%						
5	中银国际	4%						
合计	CR5	71%	合计	CR5	39%			
债券主承销			2008			2011		
市场排名	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额	券商	市场份额
1	中信证券	26%	中信证券	16%	中信证券	16%	中金公司	13%
2	中金公司	15%	中金公司	13%	中银国际	7%	国泰君安	6%
3	国泰君安	13%	瑞银证券	6%	瑞银证券	6%	中信建投	5%
4	瑞银证券	6%	招商证券	6%	招商证券	6%		
5	招商证券	6%						
合计	CR5	65%	合计	CR5	47%			

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

（三）利润复归的两条路径选择——经纪业务转型与业务多元化

在经纪业务佣金率逐渐下降，投行业务门槛降低，竞争逐渐加剧的趋势下，传统业务正在步入红海的经营环境中。而究其原因，主要是因为是在资本市场不断发展壮大的过程中，国内券商一直都无法改变固有的业务模式，即依赖于通道资源（经纪、投行）和二级市场投资（自营）实现盈利。从收入结构上可以看出，2001年行业收入中，经纪业务占比52%，到今年上半年，经纪业务收入占比依然高达43%，盈利模式并未明显改善。

图 8：国内券商行业收入结构并未发生明显变化



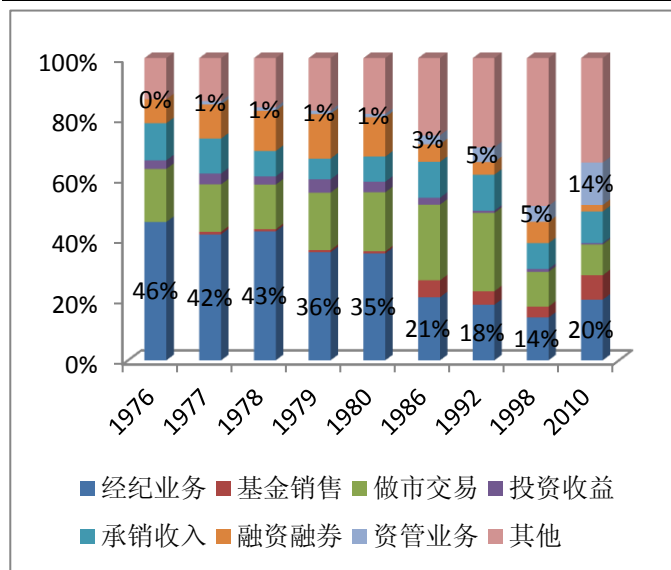
数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

根据《利润模式》（Profit Patterns）一书中对于盈利模式的解读，业务“趋同”是导致行业盈利环境恶化的重要原因。而经纪业务作为国内券商收入支柱，由于竞争同质化，最终导致了佣金战的出现，作者在书中也指出，摆脱困境的唯一办法就是“反趋同”，因此国内券商进行战略转型将不可避免。从目前发展趋势以及国外经验借鉴来看，国内券商的转型将沿着以下两条路进行：①经纪业务从佣金模式向收费模式转型；②业务多元化，发展创新业务。

实际上，目前我国券商业务结构与70年代的美国券商十分相似，当时美国券商在经纪业务上的收入占比为46%，本金投资与做市收入占比21%，承销收入占比12%。但在1975年，美国通过了一项法律修正案，率先打破了固定佣金模式，采取协议佣金制。由于佣金率不再受到保护，盈利能力下降不可避免，为了谋求长远发展，美国券商进行了两项重要的战略转型：一是提升经纪业务附加值，向客户提供一系列增值服务，向服务商转型；二是佣金改革后，美国券商非常注重在保证盈利和业务优势的同时，维持业务结构均衡，防止再次出现过度依赖单项业务而导致收入剧烈波动的情形。

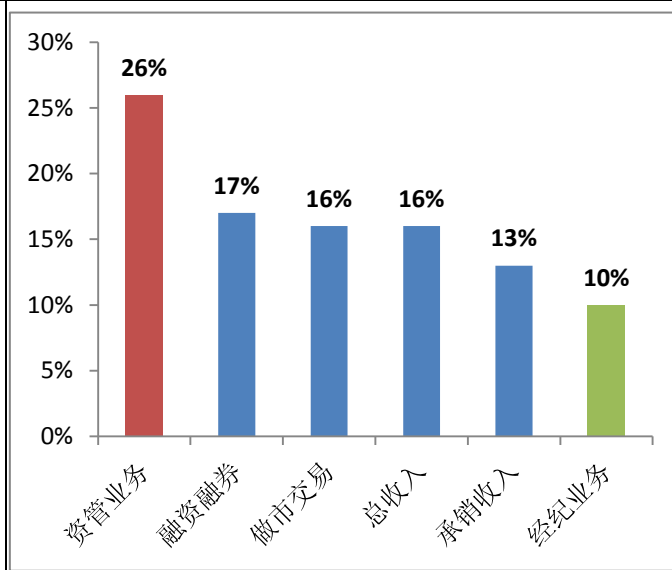
随着转型的逐步推进，美国券商收入结构发生了巨大变化。经纪业务收入到2010年占比已经降至20%，来自于本金投资与做市的收入贡献也逐渐下降至10%，而资管业务与基金销售则从无到有，对收入贡献分别达到14%和8%，业务结构呈现出多元化的局面。从收入增速来看，传统通道业务的年均复合增长率在10%左右，而资本中介型创新业务增长率在20%左右。

图 9：美国券商各项业务收入占比变化趋势



数据来源：SIMFA（美国证券业与金融市场协会）

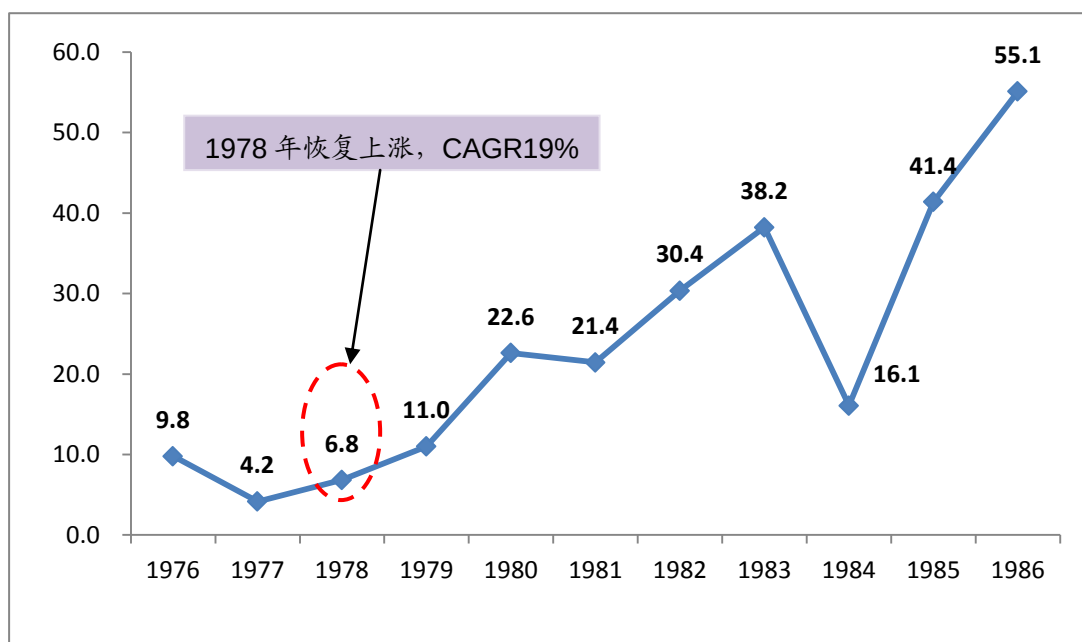
图 10：美国券商各项业务年均复合增长率



数据来源：SIMFA（美国证券业与金融市场协会）

在佣金自由化改革开始的几年，由于经纪业务收入占据主导，因此在短期内，全行业的业绩受到了一定影响，但到了1978年，券商的业绩开始恢复，并在之后的十年间保持了持续高速的增长，年均复合增速达到19%，而同期的GDP年均复合增速仅为3%。

图 11：1976-1986 年纽交所会员券商税前利润合计（亿美元）



数据来源：SIMFA、广发证券发展研究中心

毫无疑问，佣金自由化是打破行政保护，倒逼行业推行改革与创新的必经之路。国内券商未来的发展路径也将会沿着经纪业务转型以及业务多元化的方向发展，接下来我们分别就这两条道路进行分析。

二、经纪业务转型的海外经验借鉴——盈利模式变革

从行业的发展历史来看，国内券商在经纪业务上的经营模式大致可分为以下几个阶段：第一阶段（上世纪80年代末到90年代末），在国内资本市场起步阶段，由于股票供应量不足，加上券商营业部网点数量有限，整个市场处在供过于求的状态，经纪业务经营以窗口服务为主的“坐商”模式；第二阶段（20世纪初到2010年），在这一阶段，随着股权分置改革的顺利推进以及2007年牛市的到来，股票市场和投资者都大幅扩容，2002年的佣金率改革也将券商之间客户竞争推向了市场化的境地，此时走在前列的券商以客户营销为主，结合经纪人制度获得了巨大的成功，“行商”模式成为这一阶段的主流；第三阶段（2010年之后），由于新设营业部放开，客户争夺的佣金战愈演愈烈，导致经纪业务盈利环境恶化，部分大型券商开始提出以财富管理为主的经营模式，经纪业务的竞争开始由单纯的依靠低价和营销，转变为依靠投研、资管和营销等综合实力的比拼，国内券商正式开始向“服务商”转型。

表 3：券商经纪业务运行模式转变

经营模式	市场类别	服务方式转变	价格特点	供求关系
坐商	卖方市场	营业部窗口式服务	行政主导下的固定佣金制	供不应求：营业部少，交易手段不便，股票供给不足
行商	买方市场	经纪人制度，营销主导	有限制下的浮动佣金制	供过于求：营业部激增，网上交易兴起，股票加速扩容
服务商	买方市场	研究咨询服务，营销+投顾	佣金自由协商，差别化定价	差异化：佣金模式与收费模式并行，多重选择

数据来源：广发证券发展研究中心

以下我们通过分析美国券商经纪业务转型的成功经验，结合国内券商经纪业务向投顾转型的现状，探讨经纪业务未来的商业模式。

（一）经纪业务转型的成功经验——美国券商经纪业务主流模式分析

美国是实行佣金市场化最早的国家，1975年取消固定佣金制度以后，也经历了佣金收入快速下滑的局面。美国券商为了应对垄断利润消除后带来的经营困局，经纪业务开始谋求转型，到现在已经逐渐分化成三种不同的主流发展模式：“美林模式”，“嘉信模式”和“纯粹折扣商模式”。

表 4：美国券商主流发展模式对比

模式类别	代表券商	业务模式特点
美林模式	美林证券	基于 FC 经纪人制度，提供全方位的财富规划服务
嘉信模式	嘉信理财	网上交易与增值服务并行，整合推送投资咨询信息
纯粹折扣商模式	E*trade	依赖于低成本的网上交易服务，提供多种优惠套餐

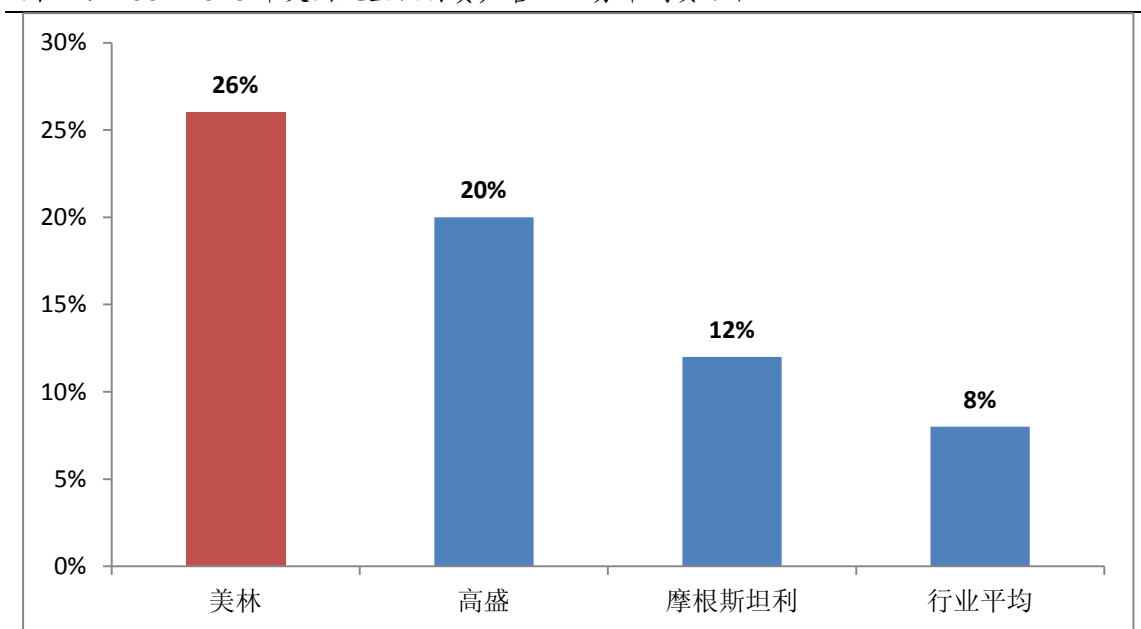
数据来源：广发证券发展研究中心

1. 美林模式——基于FC经纪人制度，提供全方位财富规划服务

美林公司一直以来坚持培养专业的经纪人团队，为客户提供客观的价值分析服务，所有成功转型的券商中，美林以其优秀的投资顾问团队以及强大的研究咨询实力获得不断发展壮大。公司基于FC（Financial Consultant，金融顾问）经纪人制度，为客户提供全方位的投资咨询和理财服务，也就是把资产管理业务和传统经纪业务整合成“大资产管理业务”，形成了具备核心竞争力的“美林模式”。

可以看到，与其他券商相比，美林在资产管理业务上的优势十分明显，04-10年资产管理业务收入占集团总收入的平均比例达到26%，比高盛的20%以及摩根斯坦利的12%高出不少，更是远远高于行业8%的平均占比。

图 12：2004-2010 年美国大型投行资产管理业务平均贡献占比

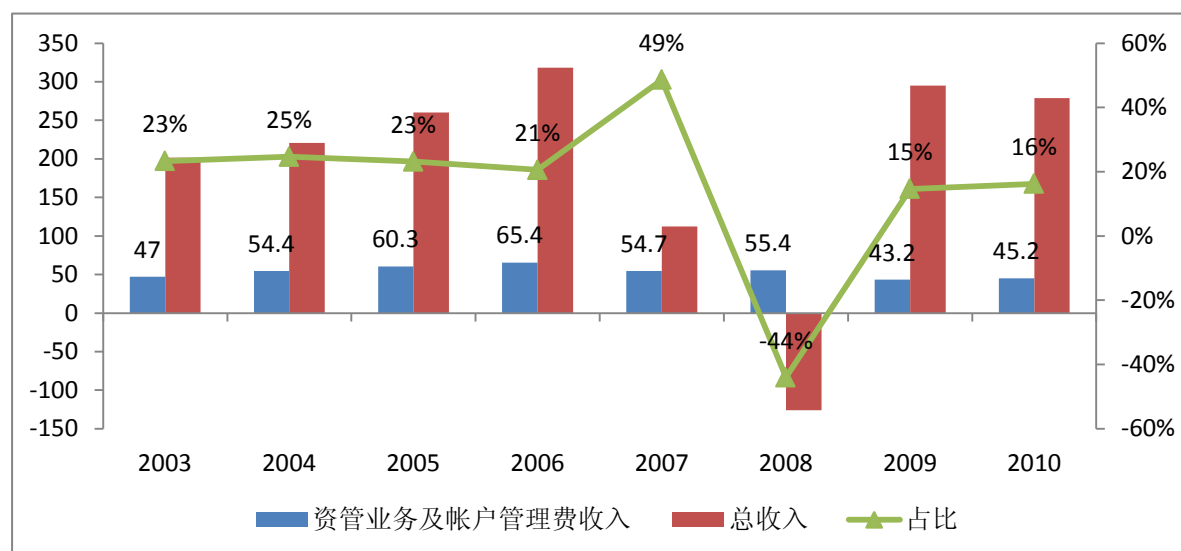


数据来源：SIMFA、Bloomberg、广发证券发展研究中心

美林通过FC经纪人制度经营的大资管业务，其收入主要来自于交易佣金、帐户管理费和投资顾问年费等，收入结构和盈利模式多元化。在整合资管业务和经纪业务的过程中，美林十分重视研究服务的投入，截止到2005年底，美林共有700多位研究员，1.7万名金融顾问。并且，所有的研究员都融入到金融顾问团队中，金融顾问也具备较强的研究能力和专业水平，研究人员以及理财顾问都会进行研究交流和业务协作，产生的协同效应既提高了公司在投资服务上的专业水准，又降低了管理费用。强大的研究实力以及优秀的FC团队支持了美林在大资管业务的高收费商业模式。

我们从美林最近几年的年报中可以看到，大资产管理业务的收入非常稳定，这种稳定性正是得益于客户对美林投资咨询服务的信任度，使资管业务中的管理费收入以及收费帐户的固定年费十分稳定，即使在07、08年由于金融危机导致公司其他各项业务大受影响时，大资产管理业务依然表现不俗。

图 13: 美林证券资管业务收入与总收入 (亿美元)



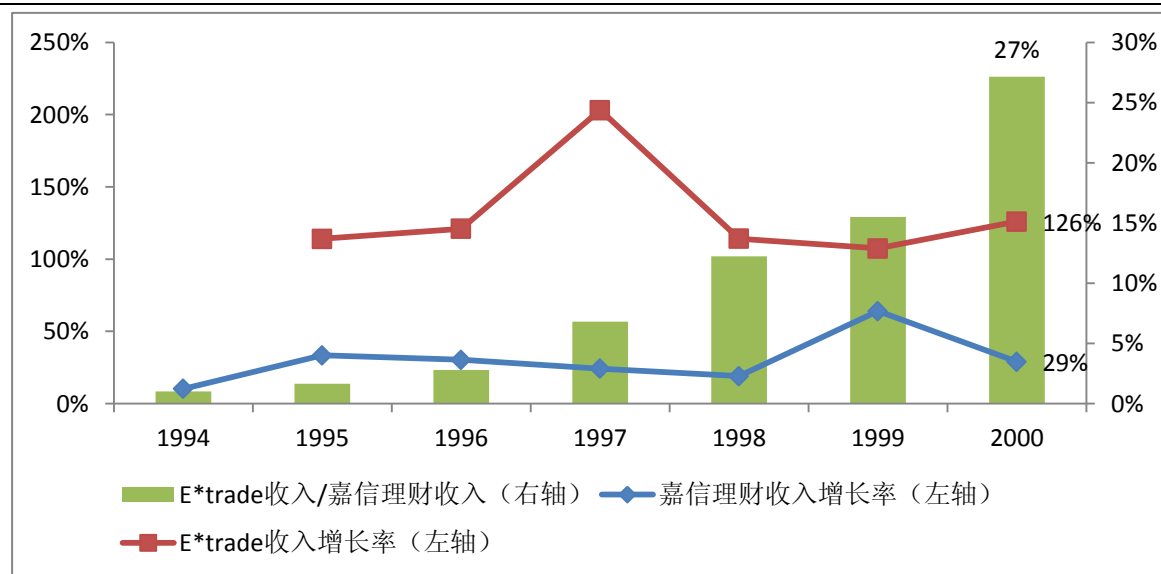
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

2. 嘉信模式——两条腿走路，网上交易佣金战促使公司二次转型

嘉信理财于1971年创立，最初是定位于全能服务券商，但随着75年佣金市场化改革，嘉信理财转变了自己的发展方向，开始向提供低价服务的折扣经纪商转型，一直到90年代中期以前，嘉信的经营理念都是以“不提供咨询”来维持其低廉的佣金价格。

但是到了1995年，随着互联网技术的发展，折扣经纪商通过网上交易进一步降低了交易成本，并且打出了比嘉信理财更低的佣金价格，以E*trade为例，凭借着更加低廉的佣金策略以及经纪业务网络的搭建和收购，公司的市场份额迅速扩大，在1994年，E*trade的营业收入为1091万美元，仅为同期嘉信理财的1%，但到了2000年，营业收入达到15.7亿美元，已经是嘉信理财当年收入的27%，收入的年均复合增长率达到129%。嘉信理财的市场份额被逐渐蚕食，以低廉的佣金折扣作为其核心竞争力的优势不复存在。

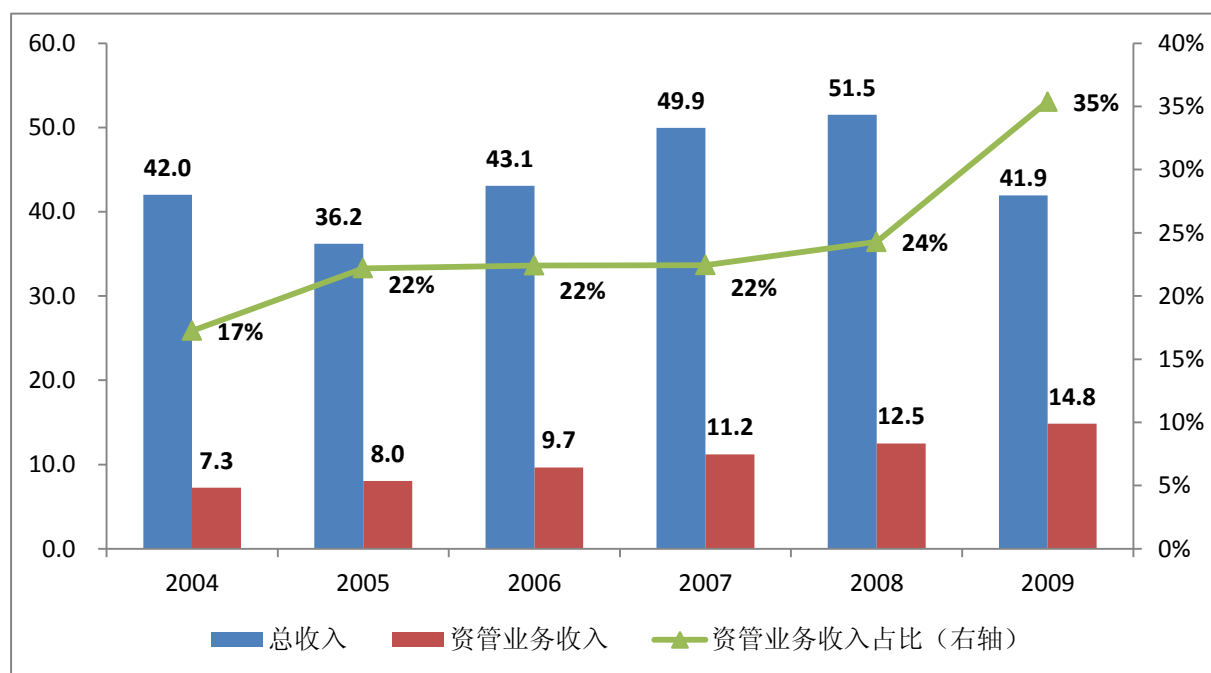
图 14: 嘉信理财与 E*trade 营业收入增长率及对比



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

面对网上交易愈演愈烈的佣金战，嘉信理财再一次进行了战略调整，从2000年开始，公司不再通过维持低廉的价格来吸引客户，转向重点为客户提供资产管理和研究咨询等增值服务来增加公司收入，通过独立的投资顾问和研究团队，为客户提供投资咨询，并收取固定的年费，重新回到全服务商的定位中来。我们从2004年以来的年报数据可以看到，公司在资产管理业务上的收入保持了逐年快速上升的趋势，到2009年收入占比已经达到了35%，而且收入稳定，即使在金融危机发生的这几年，资产管理业务收入依然保持了年均15%的增长率。

图 15: 资管业务已经成为嘉信理财重要收入来源（亿美元）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

（二）经纪业务转型任重道远，总部资源与业务整合能力是关键

通过上面的分析可以看到，尽管佣金自由化以后，各种券商选择了不同的业务模式，但其运作成功的精髓都在于业务创新或差异化竞争。例如，1975年，在美国取消了证券交易的固定佣金制度之后，美林证券的经纪业务立即围绕着提高经纪服务的个性化程度和知识含量两条主线展开创新，通过了解客户的资产与负债、家庭结构、退休后生活设计等情况，对各个项目进行综合分析，为高净值客户提供最佳理财方案，并以此优势来增加佣金收入；而Etrade则通过网络搭建和网上营销，以低廉的佣金率吸引散户，最大限度满足这部分投资者的需求。

目前国内各大券商除了继续加强通道模式的竞争优势外，也开始在高净值客户中推广附加值较高的投顾业务，虽然在具体实施上有所不同，但新的盈利模式主要包括以下两类：一、向客户提供研究报告以及操作建议，约定较高的佣金费率或对产品进行收费；二、为高净值客户提供投资组合管理、产品设计等资产配置服务，按资产规模或协议收取固定管理费。按照不同的资产规模，经纪业务提供的服务种类及盈利模式一般包括以下几种：

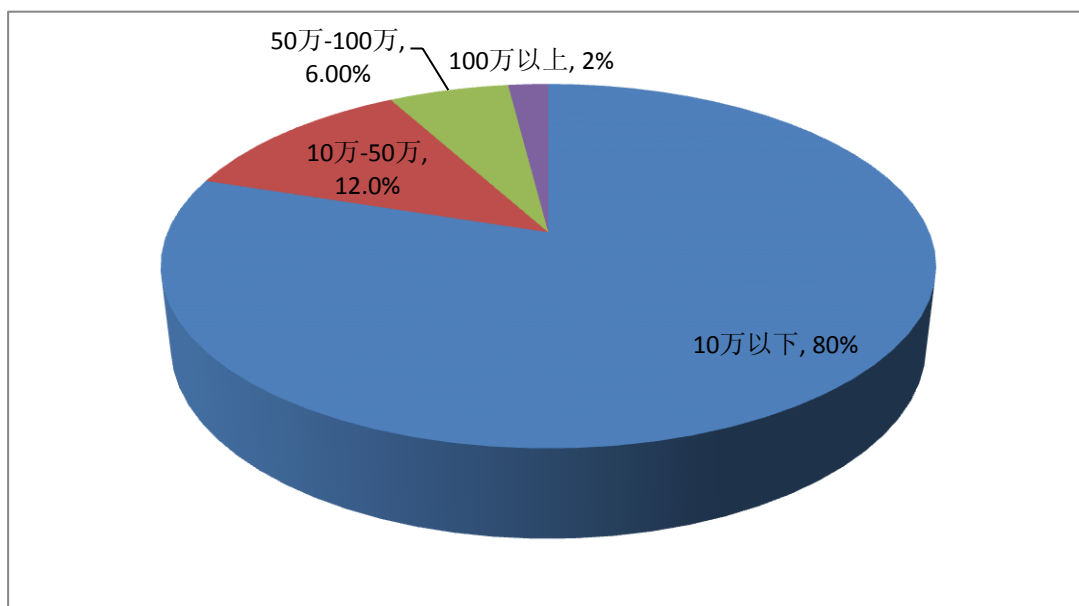
表 5: 国内券商经纪业务不同层级服务模式和盈利模式对比

资产规模	提供服务	盈利模式
10 万以下	行情软件及资讯浏览	低佣金率，追求规模效应
10 万-50 万	资讯定制及基本咨询服务	协定佣金率，差异化定价
50 万-100 万	各类产品及专属投顾服务	较高佣金率，产品销售收入
100 万以上	财富规划，资产管理，产品设计等	按资产规模或服务级别固定收费模式

数据来源：广发证券发展研究中心

按照资产规模划分，券商对于50万元以下的客户，所能提供的服务不具有明显的差异，竞争体现在基础资讯套餐营销和价格战；只有达到更高资产规模的客户，券商才可以利用总部的研究资源，资产管理资源以及投顾团队进行服务，竞争优势由投研实力和资源整合能力所决定。但是鉴于国内特殊的客户结构，增值服务的潜在客户群体规模还偏小，资产规模在50万元以上的客户数量比例10%不到，超过90%的客户资产规模在50万元以下，这部分投资者习惯于依靠基本的交易通道和市场资讯进行投资，对收费服务的接受程度较低。

图 16: 国内投资者数量按资产规模分布情况



数据来源：中国证券登记结算有限责任公司、广发证券发展研究中心

从目前经纪业务的收入贡献来看，超过80%的佣金收入由资产规模为10万-100万之间的客户所提供，其中又以10万-50万资产规模的客户为主。这部分客户的诉求也分为两类，一部分希望获得券商提供的操作建议和咨询服务，并接受较高的佣金率水平；另一部分高净值客户则希望获得更专业的投顾一对一、产品定制等服务，可以接受高佣金率或产品收费。因此我们判断，在未来的几年内，由于国内的投资者结构不可能发生根本性变化，收入来源依然集中于资产规模10万-100万之间的客户，针对这类客户需求，国内券商经纪业务转型会以这种类似嘉信理财的“产品推送+投顾咨询”的模式主导。

离真正“财富规划+资产管理”的美林模式还需时日——首先，国内目前还是实行严格的分业经营，券商只能销售和投资很小一部分的金融产品，无法满足客户财富管理、人生规划的需求；另外，目前的监管要求券商仅能为客户提供投资建议，不能接受客户的全权委托进行理财规划，这也限制了券商进行客户资产管理的效果；最后，国内通晓投资、保险、教育、退休一系列的完整人生规划的人才还十分匮乏。

另外，国内也未必会出现像Etrade一样的完全折扣商模式——首先，由于客户结构依然以散户为主，机构发展在这几年停滞不前，价格敏感的客户群占大多数，即使是大型券商也不能抗住佣金下降的压力，最终必然会演变成全行业的佣金战，甚至造成全行业亏损，监管层会采取措施禁止这种行为的发生；其次，国内券商的地域结构十分明显，新建营销网络需要获得行政审批，任何一家中小券商希望在全国范围进行网络布局都不会是一件容易的事，而大券商则没有发展成折扣商的意图。

综上所述，国内券商的经纪业务转型，将会从以“通道佣金”为主的盈利模式，逐渐过渡到“通道佣金”和“产品推送+投顾咨询”两条腿走路的盈利模式，最终实现“财富管理+资产管理”的固定收费盈利模式。在从通道模式向投顾模式转型的过程中，需要对业务进行较宽松的整合，发挥一定的协同效应，对于大型券商而言，由于总部资管、投研等部门拥有较强的产品设计和研究咨询实力，能够对经纪业务转型提供强大的支持，在经纪业务转型上将会率先获得突破。

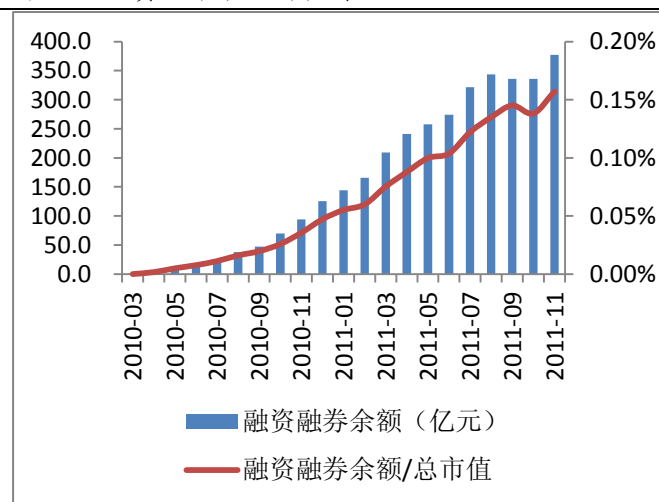
三、创新与国际化引领业务多元化，高门槛决定强者恒强

（一）创新资本中介型业务试水，资金实力与客户资源仍是关键

融资融券标的扩容，业务转常规，大券商依然占优。

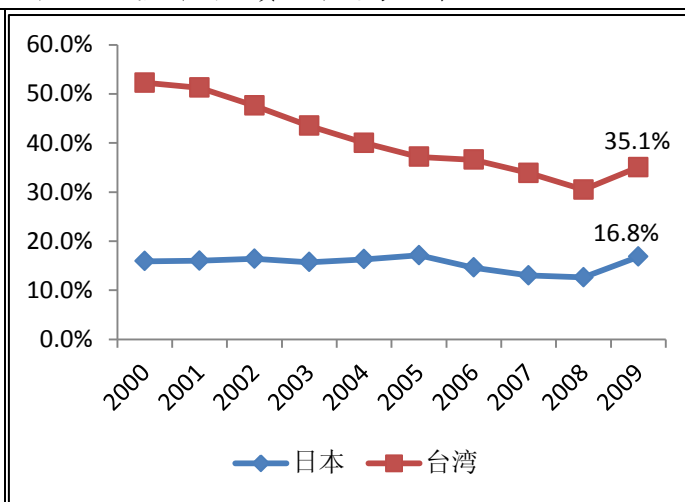
融资融券业务自去年初推出以来，经历了一年多的平稳运行，两融余额也在迅速上升，截止到11月份，余额达到377亿元，占总市值的比例为0.16%，其中以融资交易为主，信用交易占整个市场交易额的比例为1%左右。

图 17：融资融券余额增长情况



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图 18：成熟市场融资融券交易额情况



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

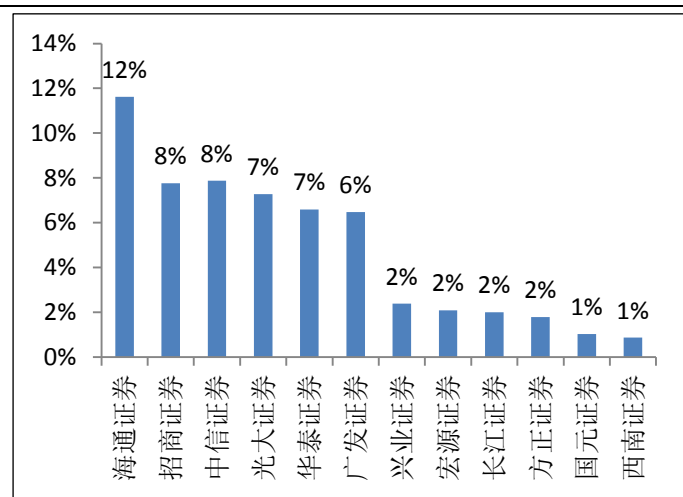
虽然从增速上来看融资融券业务获得了较快的发展，但是从总规模来看，目前依然

是不足的，以台湾为例，信用交易的占比在35%左右，两融余额占比为2%。究其原因，一方面由于国内开展该项业务时间不长，业务渗透率不足，而日本和台湾开展融资融券业务已经有超过半个世纪的历史；另一方面，国内尚无转融通机制，无法通过杠杆放大融资融券规模；最后，标的券种远远不足，**90只证券标的比重只有4%左右，这与台湾超过90%的比例依然有巨大的差距**。因此，为适应融资融券业务由试点转为常规业务的需要，中国证券业协会近日对《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》进行修改，重新公布的两个必备条款自11月25日起施行，不再以试点方式选择证券公司，而是符合条件的券商均可按照行政许可程序申请开展业务，仅以净资本作为业务开展后的监管指标，正式把融资融券业务由试点转为常规，这意味着余下的75家券商将如愿获得融资融券业务资格。同时沪深交易所正式发布了《融资融券交易实施细则》，融资融券标的扩容至上证180和深证100成份股（除去两只不符合融资融券标准的股票）以及7只交易所ETF基金，可以预计，随着业务转常规和标的券种放开，业务规模将大幅提升。

假设2012年融资融券交易额占比能够由目前的1%上升至2.5%（按照A股日均交易额2300亿元，融资融券交易年均10倍换手率计算，融资融券年均余额为1200亿元），测算出融资融券业务给券商行业带来的收入为113亿元，相当于2010年行业总收入的6%。未来在融资融券业务发展成熟之后，随着保险公司、社保基金等长线资本的主要持有方更多的参与，融资融券余额还将进一步上升，收入占比有望提升至两位数以上，对于大多数券商而言，这相当于再造了一个投行部门，同时券商在融资融券业务上仅扮演资本中介的角色，这项收入的稳定性以及相对较低的风险十分具有吸引力。

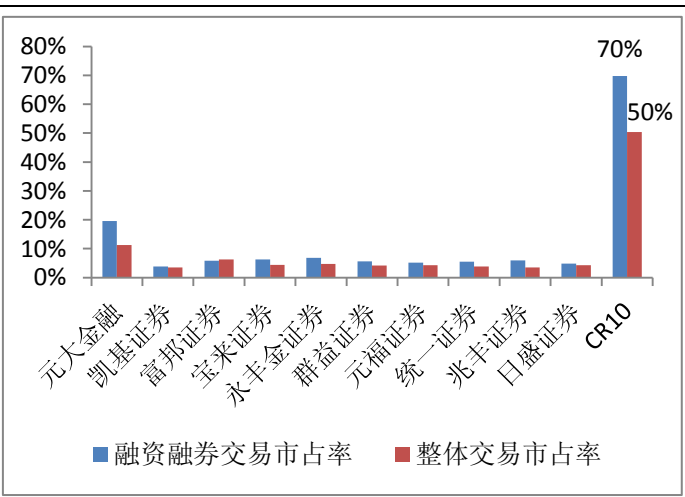
目前融资融券试点券商共有25家，而随着试点券商的增多，已经获得试点资格的券商市场份额势必会有所下降，但在上市券商的份额对比中，前两批获得试点资格的大型券商在市占率上已经遥遥领先于第三批券商，而实际上在传统经纪业务上，两组券商之间的差距并没有如此大，说明融资融券业务的先发优势已经有所体现，而且根据台湾开展融资融券交易的经验，经纪业务实力较强的券商，具有较丰富投资经验和高净值客户的比例较高，其参与融资融券的可能性要比一般客户大，而且大券商拥有更强大的资金优势来支持该项业务的客户需求，因此融资融券业务的市场集中度要明显高于普通经纪业务的市场集中度，台湾前十家券商融资融券的市占率达到70%，而传统经纪业务的市占率仅有50%。

图 19：上市券商融资融券余额市占率排名



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图 20：台湾券商融资融券集中度高于整体集中度



数据来源：台湾证券交易所

目前国内经纪业务排名前十的券商合计市占率达到40%，假设融资融券业务转为常规业务之后，融资融券余额排名前十的券商能够在两融业务上保持60%的市占率，按照目前的市占率分布情况进行相应调整（中信与华泰目前仅有母公司开展融资融券业务，转常规后子公司参与将提升市占率），融资融券业务放开后，在这方面实力较强的上市券商业绩贡献如下：

表 6：融资融券业务对上市券商业绩贡献（假设融资融券余额 1200 亿元）

证券公司	放开后市占率	融资融券收入（亿元）	占 2010 年营收比例
光大证券	5%	5.4	11%
招商证券	5%	5.4	8%
海通证券	7%	7.4	8%
华泰证券	6%	4.7	8%
广发证券	4%	4.1	4%
中信证券	8%	9.0	4%

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

证券金融公司挤压券商盈利空间影响不大，将提升融券规模。券商通过成立证券金融公司办理融资融券业务，需要向外支付一定比例的利息分成，如果开展初期转融通的比例过大，则会使券商在融资融券业务上缺乏定价权，从而拉低该项业务的盈利。不过从台湾融资融券业务发展的历史来看，这种担忧似乎是没有必要的，在融资融券业务开展初期，由于长期以来仅允许复华证券金融公司一家垄断经营该业务，到1990年开放券商自办的时候，证券金融公司的业务份额高达98%，但到了2005年，这一比例降至18%。

表 7：台湾融资融券业务以券商自办为主

年份	信用交易占比	证券金融公司份额	券商自办份额	融资融券大事记
1990	15%	98%	2%	开放券商自办融资融券业务
1994	37%	48%	52%	开放信用交易 T+0
1995	45%	45%	55%	开放新证金公司设立
1996	45%	42%	58%	
2005	37%	18%	82%	

数据来源：台湾证券交易所、台湾证券同业公会、广发证券发展研究中心

另一方面，从目前运行情况来看，融资融券业务的瓶颈不在于资金供给，因为以大型上市券商的资金实力而言，即使不通过转融通借入资金，也足以应付目前的市场融资需求。规模不达预期的最重要原因在于标的券种以及投资者准入的限制——台湾融资融券标的券种占比在90%以上，内地即使按照计划将标的券扩容至300只左右，也仅为A股市场股票总数的10%左右，范围过窄；在准入限制上，台湾投资者只要开户满三个月即可以参与融资融券业务，而内地要求投资者账户资金在100万元以上才可以参与。

短期来看，证券金融公司的成立对市场的影响，更大来自于提升融券规模。由于券商目前以自营持有的证券作为借券来源，存在较大风险，因此除了部分长期持有的券种外，可供融券的规模很小，从而导致了融券比例仅为1%不到。通过证券金融公司，借券的来源扩大至上市公司以及其他机构，按照成熟市场的经验，融券比例一般会在15%左右，这将使融资融券成为真正意义上“看多、看空均能赚钱”的投资方式。

综上所述，业务转常规导致大量新进入者加入竞争，可能会对前三批试点券商的市场份额造成一定冲击。但是从过去一年的运行情况来看，前两批试点的大券商市占率一直保持在较高水平，与第三批试点券商拉开了较大差距，先发优势明显。原因在于大券

商在客户资源上具有优势，高净值客户比重较大，更有利于开展融资融券业务，而且大券商资本实力雄厚，从台湾的业务运行情况来看，融资融券业务的市场集中度要明显高于传统经纪业务，说明这项业务是对大型券商更有利。标的券种由原来的90只扩容至目前的285只，占比接近10%，但依然无法与成熟市场超过90%的比重相提并论，未来随着业务的成熟，范围还有进一步扩大的必要，增长潜力依然值得期待。长期来看，转融通公司对券商的盈利挤压效应会随着业务的逐渐成熟而日趋减小，短期内也由于券商弹药充足，影响不大。我们在信用交易占比2.5%，对应融资融券余额1200亿元的假设下，预计2012年融资融券业务将会给整个行业带来6%的收入增长空间，大型券商受益更明显，弹性较大的包括光大（11%），招商（8%）和海通（8%）等。

保证金管理业务试水，将获得超额利息收入

2004年券商综合治理后，监管层彻底叫停券商擅自动用客户保证金，目前三方存管模式下，银行和券商均不能挪用这部分资金。但随着市场扩大，目前全市场日常保证金规模约为10000亿元左右。作为首只保证金管理的试点产品，信达现金宝集合资产管理计划于9月21日获得证监会批准，10月18日起在信达证券的6家试点营业部推广，并于11月8日正式成立，规模为1.8亿元。该产品是在不影响正常证券交易的前提下，投资者用资金账户中的资金参与信达现金宝集合计划，信达现金宝将资金通过协议存款组合的方式，全部投资于各类银行存款，取得相对较高的收益。

该产品的管理费率为0.7%，要明显高于目前货币型产品0.4%左右的费率水平，与债券型产品费率相当，并且对于超过0.7%的超额收益率，券商拥有30%的业绩提成，似乎并不具有吸引力。其实对于投资者而言，由于使用的是闲置在银行的保证金存款进行产品认购，原来这部分资金仅能获得活期利息收入，机会成本较低，因此只要净收益率能够超过0.5%，参与后就可以获得更高的收益，而且不会影响日常的股票交易。

表 8：客户保证金管理集合理财产品费率对比

产品类型	管理费率	托管费率	介绍
信达现金宝	0.70%	0.05%	本集合计划是在不影响委托人正常证券交易的前提下，委托人用资金账户中的资金参与本集合计划。本集合计划将资金通过存款组合的方式，全部投资于各类银行存款，取得相对较高的收益。
股票型	1.0%-1.5%	0.2%-0.25%	
债券型	0.5%-1.0%	0.1%-0.20%	
货币型	0.3%-0.6%	0.1%-0.12%	

数据来源：wind资讯、公司公告、广发证券发展研究中心

在目前的保证金管理模式下，券商可以从银行获得1.6%左右的利息收入，并向客户以活期利率0.5%支付利息，中间能够获得1%的利差收入。也就是说，如果以信达证券这款产品设计的分配方式来看，在收取0.7%管理费后，券商必须还要再获得0.3%以上的业绩提成才能覆盖机会成本。按照收益率超过0.7%部分30%的业绩提成计算，该项计划的年化投资收益率必须高于1.65%，而目前Shibor隔夜拆借利率都达到2.8%，显然困难不大。如果我们就按照2.8%的年化收益率进行计算，那么投资者所获得的年化收益率为1.4%，券商获得的管理费+业绩提成的年化收益率为1.3%，对于投资者而言，获得的超额收益是0.9%，券商为0.3%；如果产品的年化收益率达到4%，那么投资者所获得的年化收益率为2.2%，超额收益1.7%，券商获得的年化收益率为1.7%，超额收益

0.7%。由此可见，虽然管理费要高于普通货币型产品，但由于是使用机会成本较低的保证金进行投资，所以这项业务对于投资者而言更为有利。

按照0.7%的超额收益率进行计算，一万亿的客户保证金规模能够给券商带来的增量利息收入为70亿元，相当于2010年全行业收入的4%左右。假设各家券商的客户保证金市场份额与经纪业务交易额市占率相当，保证金管理的收益如下表：

表 9：上市券商客户保证金管理超额收益测算（亿元）

上市券商	经纪业务市占率	保证金管理超额收益	占 2010 年收入比例
中信证券	5.49%	3.8	2%
广发证券	4.14%	2.9	3%
招商证券	3.97%	2.8	4%
海通证券	4.13%	2.9	3%
华泰证券	5.50%	3.9	4%
西南证券	0.78%	0.5	3%
光大证券	3.04%	2.1	4%
长江证券	1.74%	1.2	4%
宏源证券	1.28%	0.9	3%
国元证券	1.08%	0.8	3%
东北证券	0.72%	0.5	3%
国金证券	0.65%	0.5	3%
太平洋	0.27%	0.2	3%
兴业证券	1.71%	1.2	4%
山西证券	0.58%	0.4	3%
方正证券	1.75%	1.2	4%
国海证券	0.68%	0.5	3%

数据来源：wind资讯、公司财报、广发证券发展研究中心

股票约定式回购，可促成持股者、资本市场与券商三赢局面。

所谓股票约定式回购，即市场上持有股票的一方可以通过向券商出售，并约定在一定期限后按照事先协商好的价格回购，一般期限不超过半年，是一种以股票作抵押的短期融资手段。上海证券交易所已经就这项业务的批准于最近上报证监会，初步方案拟以中信、海通和银河作为首批试点券商，初期仅限券商以自有资金参与，同时标的券种设定为400支，参与者限制为企业及机构客户。

高效的短期小额融资手段。同为券商向客户提供的融资手段，与融资融券不同在于，通过此方式融入的资金不限制使用途径，因此对于持有上市公司股票的实业企业而言，这不失为一种进行短期小额融资的手段。从目前了解的情况来看，券商回购利率大约会比同期限银行贷款高出3%的水平，即9%左右，与目前的券商融资利息相当，虽然成本上不具有吸引力，但是优势在于放款时间快（申请后T+2券商即可放款），同时可以节省企业的银行信贷额度，这也符合目前国家支持企业直接融资的相关政策。

缓解减持压力，提升流动性。对于资本市场而言，这无疑也是一项利好。一方面，以股票做抵押进行融资，避免了部分企业由于资金紧张而减持股票，对资本市场造成冲击；另一方面，机构如果把融入的资金投入到股市中，还可以为资本市场提供流动性。

资本中介提升券商资金利用效率。对券商而言，可以通过融资利息收入，提升资金利用效率，特别是在资本市场波动较大，自营业务面临亏损的市场环境下，作为资本中介的券商能够从中获得稳定的利息收入，风险较低且收益可观。而且上市公司机构股东所持有的股票都托管在券商营业部，这部分由投行项目产生的客户资源几乎不需要开发，只要客户有需求就可以直接提供服务。从这点来看，投行客户、机构客户资源以及资金实力将是这项业务最重要的竞争优势所在。

试点初期这项业务规模不会太大，海通预计将投入10亿元参与，占今年上半年净资产的比例大约为3%，如果按照9%的利息计算，年收入仅为9000万元，不足全年收入的1%。不过随着业务的逐渐放开以及参与者熟悉程度的提升，未来规模会有增长空间，按照三季报各家上市券商净资产的规模来看，假设融出资金占净资产比例中枢为10%，那么带来的收入占比会在4%左右，对于资金实力较强的券商而言，占比将更高。

表 10：上市券商股票约定式回购业务收入测算（亿元）

上市券商	净资产	占比 5%	占比 10%	占比 15%	占比 5%	占比 10%	占比 15%
		股票约定式回购收入			占 2010 年收入比例		
中信证券	656	3.0	5.9	8.9	1%	3%	4%
广发证券	315	1.4	2.8	4.3	2%	3%	5%
招商证券	245	1.1	2.2	3.3	2%	3%	5%
海通证券	448	2.0	4.0	6.0	2%	4%	6%
华泰证券	331	1.5	3.0	4.5	2%	3%	5%
西南证券	112	0.5	1.0	1.5	3%	5%	8%
光大证券	217	1.0	1.9	2.9	2%	4%	6%
长江证券	114	0.5	1.0	1.5	2%	3%	5%
宏源证券	73	0.3	0.7	1.0	1%	2%	3%
国元证券	147	0.7	1.3	2.0	3%	6%	9%
东北证券	33	0.1	0.3	0.4	1%	2%	3%
国金证券	32	0.1	0.3	0.4	1%	2%	3%
太平洋	21	0.1	0.2	0.3	1%	3%	4%
兴业证券	84	0.4	0.8	1.1	1%	3%	4%
山西证券	59	0.3	0.5	0.8	2%	4%	5%
方正证券	143	0.6	1.3	1.9	2%	4%	6%
国海证券	26	0.1	0.2	0.4	1%	1%	2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）关注大型券商的国际化布局

国际化是券商做大做强的必经之路，对于国际大型投行而言，收入的国际化是他们的一个重要特点，野村和高盛的收入来源中，来自于本土以外的收入在40%左右。

图 21: 野村证券收入的地域结构划分

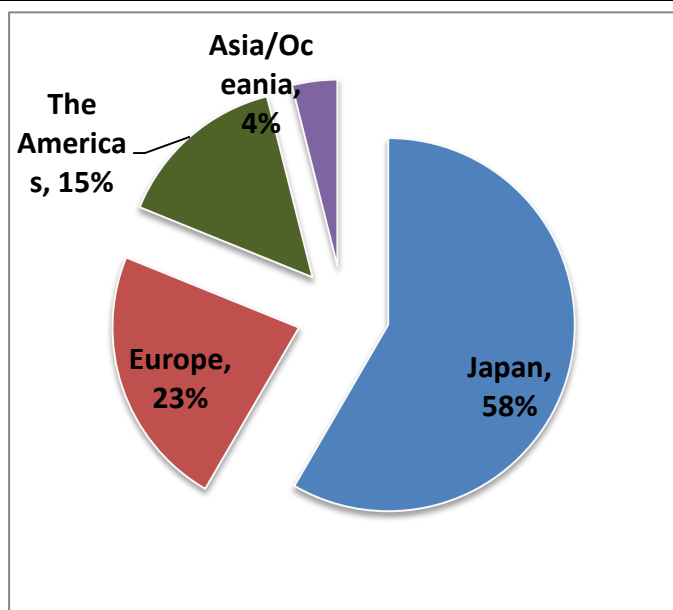
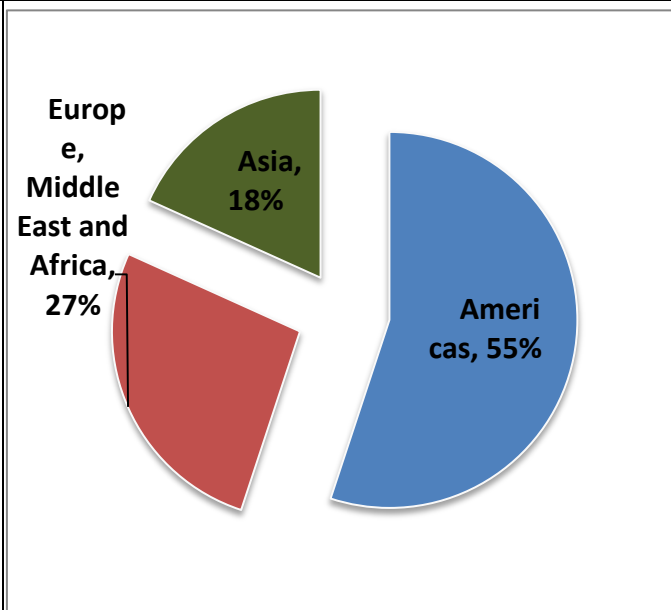


图 22: 高盛收入的地域结构划分



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

而对于国内券商而言,以香港子公司发展国际业务,在业务转型的背景下具有诸多好处:首先,从国外大型投行的发展历史看,国际化不仅能增加收入来源,而且可以抵御国内市场系统性风险;其次,香港子公司可以进行各种创新业务运作,为以后国内创新业务放开后储备经验。

图 23: 国际化对国内券商业务转型具有促进作用



数据来源: 广发证券发展研究中心

上市券商中,中信、海通和招商的香港子公司实力较强,中信和海通相继发行H股,募集资金上百亿元用于搭建和收购海外销售、交易和研究平台,海通证券已经通过收购大福证券迅速提升实力,中信在完成对里昂证券和盛富证券19.9%的股权收购后,国际

业务实力还将进一步提升。

表 11: 2010 年中资券商香港子公司实力对比 (亿元)

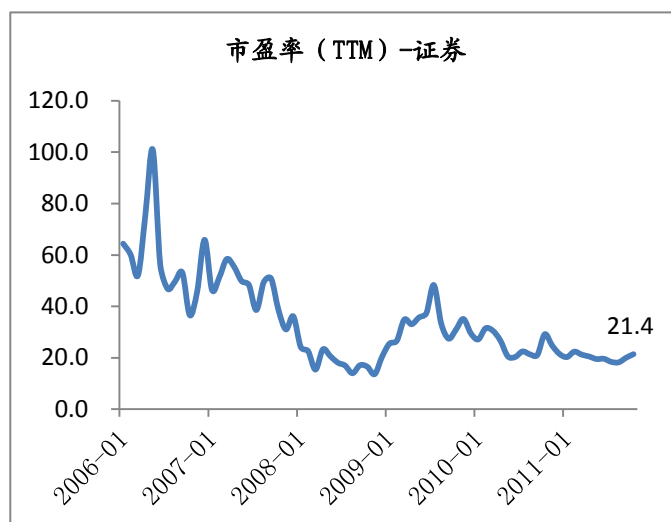
	国泰君安	海通证券	申银万国	招商证券	中信证券
营业收入	6.5	7.2	5.1	4	7.7
净利润	2.5	1.6	1.9	1.7	1.4
净资产	31	35	12	12	38

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

四、投资建议与风险提示

从行业发展的趋势来看,传统业务难以再为券商业绩增长带来持续性的贡献,特别是在市场环境较差的年份,交易额与指数下滑导致经纪业务和自营业务收入大幅下降。虽然行业在短期内依然无法摆脱靠天吃饭的盈利模式,但是对于部分大型券商而言,由于收入结构均衡,创新业务布局较早,在弱市下依然能够获得较稳定的业绩表现。同时,随着融资融券、新三板等创新业务的推进,驱动行业向好的政策因素开始显现,以现在国内证券行业的发展程度而言,未来的成长空间巨大。无论是绝对估值还是相对估值,都是处在历史的估值洼地,行业PB仅为2.3倍,低于08年时的最低水平2.4倍,在换手率和估值均处于历史低位的情况下,下滑的空间已经较为有限,而随着流动性改善以及各项创新业务预期的刺激,券商股有望率先反弹。

图 24: 证券行业市盈率历史情况



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图 25: 证券行业市净率历史情况



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图 26: 证券行业相对市场市盈率历史情况



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图 27: 证券行业相对市场市净率历史情况

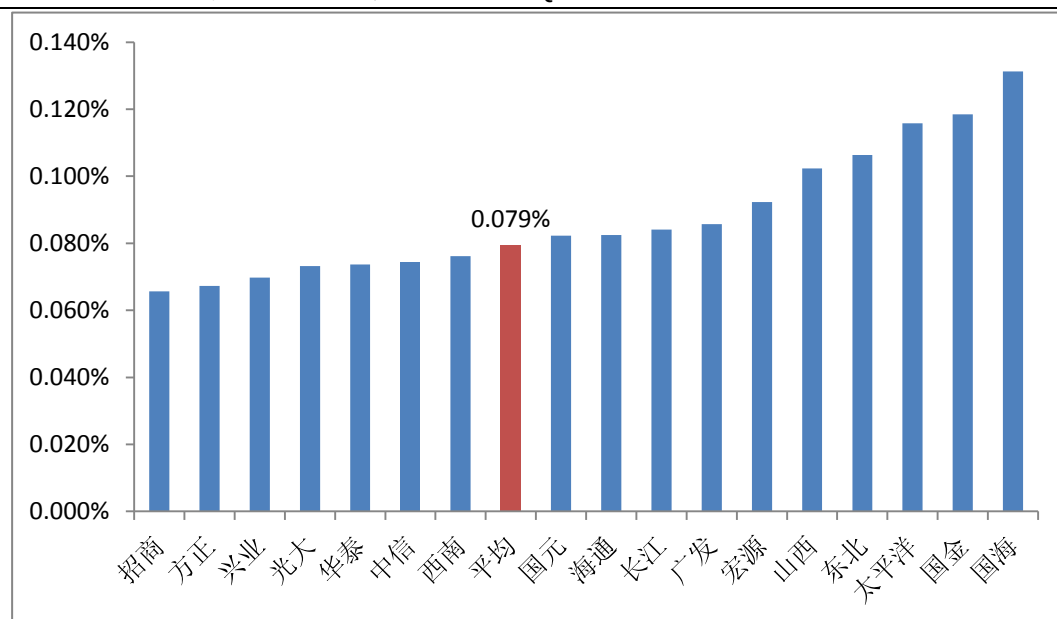


数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

(一) 业务结构均衡, 创新业务有优势的大型券商——中信、海通、招商

大型券商资本实力雄厚, 分类评级高, 能够获得更大的展业规模以及政策倾斜。佣金率下降压力相对较小, 业务结构均衡, 同时创新业务布局早, 先发优势明显, 目前估值较低, 具有很高的长期投资价值。

图 28: 上市券商与行业佣金率对比 (2011Q3)

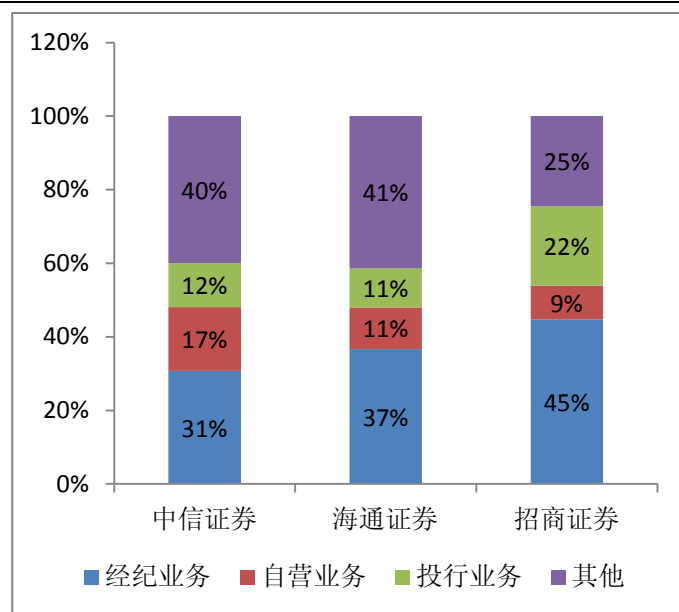


数据来源: 公司财报、wind资讯、广发证券发展研究中心

中信、海通和招商佣金率水平已经处于较低水平, 未来下降压力较小, 而且在业务结构上要优于其他券商, 经纪业务占比低于50%, 自营+投行收入占比达到25%左右,

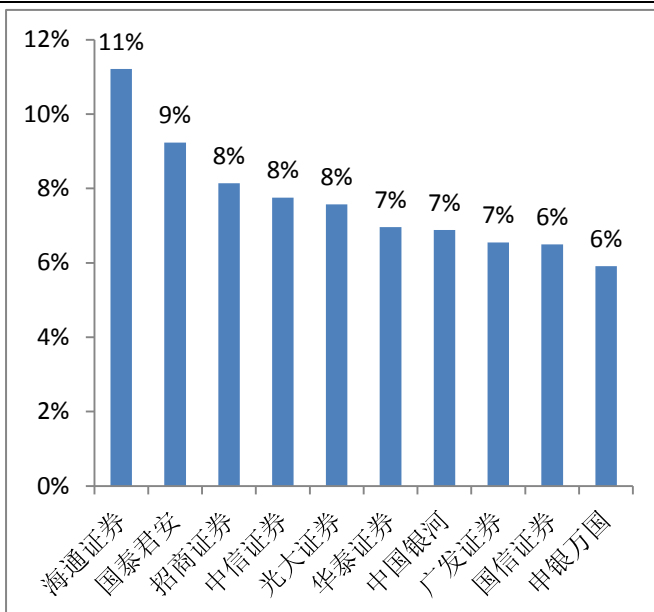
相对均衡的业务结构能够较好地抵御由于单一业务开展不利，导致的业绩下滑风险。从三季报的情况来看，这三家券商的业绩表现要明显优于大部分券商。

图 29：中信、海通和招商收入结构均衡（三季报）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

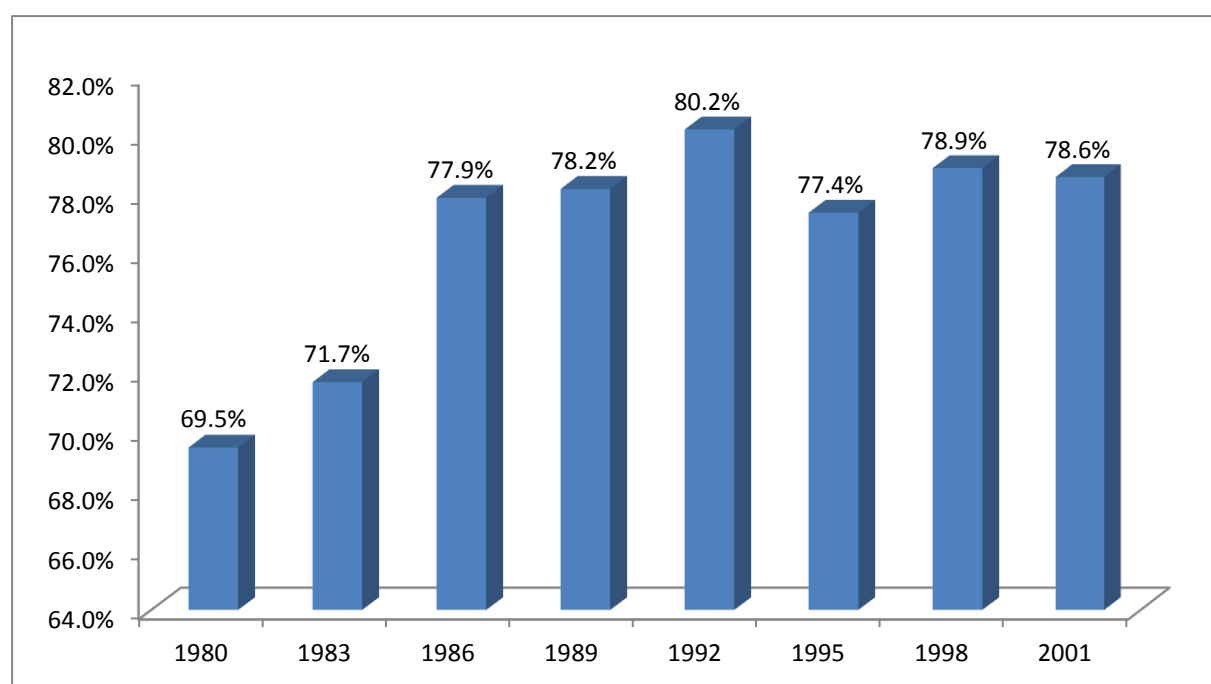
图 30：融资融券业务具有先发优势



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

在目前以净资本监管的行业背景下，无论从资本实力还是创新业务布局上，综合实力较强的大型券商都是未来行业转型发展的最大受益者。以美国为例，随着佣金市场化改革，证券行业的收入集中度大幅提升，到2001年，收入排名前25的券商合计收入占比达到80%左右，由于经纪业务转型与创新业务是资本、研究、投资等综合实力的比拼，收入分配逐渐向拥有较强综合实力的券商倾斜。

图 31：美国证券行业 C25 收入占比



数据来源：Thomson Financial Securities Data、广发证券发展研究中心

因为在取得创新业务试点资格以及筹备的时间较早，目前中信、海通和招商在包括直投、股指期货套保、融资融券业务以及国际业务上的收入已经大幅领先于其他券商。其中海通收入占比达到13%，中信9%，招商证券加上股指期货业务的收入，占比也会在10%左右（考虑到数据的完整性和可比性，这里仅搜集了2010年的各项创新业务收入数据进行对比）。

表 12: 2010 年券商各项创新业务收入（亿元）

上市券商	融资融券	期货业务	国际业务	股指期货套保	直投业务	合计占总收入比例
中信证券	0.77	1.5	7.7	4.3	5.82	9%
广发证券	0.25	2.91	0.43	1.6	0.05	6%
招商证券	0.9	0.93	4	未披露	0.16	9%
海通证券	0.37	2.46	7.2	0.5	1.72	13%
华泰证券	0.08	1.61	0.36	1.6		4%
光大证券	0.3	1.44		-0.12		3%
长江证券		1.2				4%
宏源证券		0.95			0.08	3%
国元证券	0.08	0.17	1.1		0.08	6%
东北证券		0.74				4%
国金证券		0.43				3%
兴业证券		0.84			0.04	3%
山西证券		0.49				3%
方正证券		1.50				5%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）经营相对稳健、具备业绩弹性的区域券商——宏源、长江

区域型的中小券商具有较高的业绩弹性，一旦交易额与指数迎来反弹，业绩将会明显提升，从中选择业务开展较好，估值较合理的个股。

在交易额与指数反弹的时候，经纪业务与自营业务占比较高的券商将获得更大的业绩提升空间，从2011年前三季度两项业务的收入占比情况来看，长江证券的业绩弹性最大，两者合计占比达到了70%，宏源证券也达到了60%的水平。

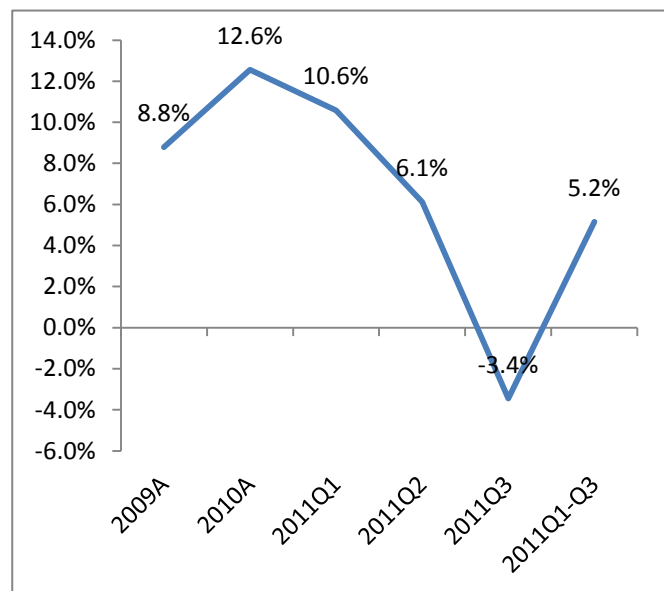
表 13: 经纪业务与自营业务弹性对比

券商	经纪业务占比	自营业务占比	合计
长江证券	76%	-6%	70%
东北证券	85%	-20%	65%
太平洋	43%	21%	64%
宏源证券	49%	11%	60%
山西证券	62%	-3%	59%
华泰证券	66%	-8%	58%
方正证券	71%	-14%	57%
广发证券	59%	-4%	56%
平均	47%	5%	52%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

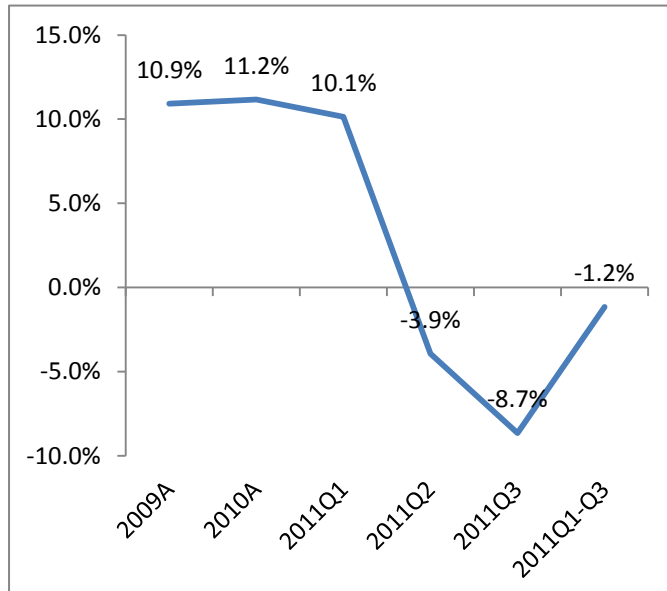
宏源和长江在自营业务上的经营较为稳健，从这几年自营业务收入的情况来看，自营的投资收益率也保持在较高的水平。三季度在行业自营收入遭遇较大下滑的情况下，长江证券表现略低于预期，但今年的累计收益率依然要好于市场表现。

图 32：宏源证券自营投资收益率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 33：长江证券自营投资收益率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

与其他区域型中小券商相比，宏源证券与长江证券无论在自营收益的稳健性以及估值水平上都明显优于其他券商，在股票市场仍处于震荡格局下，自营业务较激进的券商可能会遭遇业绩滑铁卢甚至出现严重亏损。因此，在兼顾业绩、弹性以及估值的情况下，推荐宏源证券与长江证券。另外，宏源证券不超过70亿元的定向增发方案也已经获得证监会通过，一旦成功实施，将大幅改善公司目前资本实力相对收入规模不匹配的情况，募集资金主要用于发展融资融券、股指期货等创新型业务，短期可以增厚公司业绩，长期也利于业务转型的推进。

表 14：上市券商盈利预测与估值对比

券商	11EPS	12EPS	11BVPS	12BVPS	12PE	12PB	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	评级
海通证券	0.45	0.55	5.67	6.23	14.9	1.3	661	661	买入
招商证券	0.53	0.66	5.50	6.09	17.3	1.9	282	535	买入
中信证券	0.41	0.67	7.58	7.90	16.4	1.4	1063	1193	买入
光大证券	0.53	0.70	6.52	7.03	16.5	1.6	124	386	持有
宏源证券	0.59	0.85	5.21	5.94	16.3	2.3	201	201	买入
华泰证券	0.36	0.54	6.03	6.66	16.6	1.4	159	504	持有
长江证券	0.24	0.50	5.00	5.49	16.0	1.5	188	188	买入
国元证券	0.33	0.46	7.72	8.22	20.3	1.1	183	183	持有
国金证券	0.28	0.36	3.30	3.66	31.4	3.1	111	111	持有
国海证券	0.11	0.58	4.02	4.71	22.0	2.7	19	91	持有
东北证券	0.08	0.59	5.31	5.89	25.3	2.5	95	95	持有
兴业证券	0.28	0.39	4.04	4.49	26.3	2.3	124	223	持有
西南证券	0.14	0.35	4.99	4.94	24.4	1.7	69	201	持有
太平洋	0.11	0.13	1.41	1.54	55.9	4.7	106	107	持有
方正证券	0.07	0.14	2.44	2.64	35.6	1.9	75	303	持有
山西证券	0.11	0.14	2.55	2.69	54.3	2.9	113	186	持有

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

注：未考虑中信出售华夏基金股权投资收益

（三）风险提示

未来存在市场交易量大幅下降与公司自营投资出现重大失误的风险。同时，创新业务的推出受阻也可能会影响券商股表现。

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

温重伟，研究助理，华南理工大学管理学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wcw@gf.com.cn，020-87555888-8089

相关研究报告

融资融券业务转常规点评：业务转常规，标的券种扩容如期而至，行业有望增收 6%	温重伟	2011-11-28
证券行业 2012 年投资策略报告：通道业务面临激烈竞争，资金+资源抢占创新业务蓝海	温重伟	2011-11-28
证券 II 行业跟踪分析报告：换手率触底反弹，转融通迈出实质性一步，迎来买入良机	温重伟	2011-11-03

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。