



证券行业：复苏与分化

推荐

投资要点：

- 货币政策转向震荡上行将促交易额增长
- 券商竞争新路径促行业进一步分化整合
- 债券承销、资管业务规模将达新高

报告摘要：

- 货币政策和融资融券业务将促明年交易额增长。**按2010年3月至今累计融资融券成交额占同期市场总股票交易额仅0.87%-0.89%，与台湾以及欧美的20%-40%相距甚远，最新转融通试行办法和标的扩容将极大促进该业务的发展，上升空间较大。宏观经济政策转向信号已出，预计明年市场在震荡中缓慢上行，市场交易额将较今年有所上升。
- 券商竞争新路径促行业进一步分化整合。**部分高佣金率地区还有下降空间，发达地区和竞争激烈地区的佣金率基本见底。明年佣金率会因不同券商的竞争策略、地域性不同和行业竞争格局的变化而变化。轻型营业部和创新型营业部可能明年出台，将促行业进一步分化整合。
- 承销业务此落彼涨。**明年IPO数量将可能继续萎缩，而由于债券融资规模远低于国际水平，在政策支持下债券承销规模将达新高。新三板和创业板非公开发行等受到监管层重视，承销业务融资额有望增长。另外资管业务未来将凭绝对收益的管理方式获得更广的发展空间。
- 自营在震荡市下显英雄。**在震荡市下最考验券商自营的收益能力，其中中信、招商和广发证券的抗风险能力相对较好。以此我们将在2012年盈利预测中分别给予券商自营权益收益率10%和债券收益率6%-8%的水平设定假设参数。
- 估值。**给予2012年日均股票交易额2090亿元；承销规模增长10%，资管业务规模增长30%，佣金率和自营收益率分别按各券商不同特点设置参数假设给出估值（见正文详述）。通过对各业务线进行测评，给出权重加总分数，结合目前估值最低的券商列表，我们2012年推荐配置中信、海通、光大和招商证券，其中首推中信证券和海通证券。

重点公司	股价	11EPS	12EPS	11PE	11PB	评级	变动
中信证券	10.83	0.59	0.76	15.32	1.62	买入	维持
海通证券	8.03	0.48	0.56	16.73	1.30	买入	维持
光大证券	11.30	0.57	0.69	19.82	1.59	买入	维持
招商证券	11.47	0.62	1.76	18.50	2.08	增持	维持
华泰证券	9.00	0.37	0.47	24.32	1.49	增持	维持
国元证券	9.31	0.41	0.49	22.71	1.11	增持	维持
西南证券	8.65	0.31	0.43	27.90	1.54	增持	维持

非银行金融行业研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

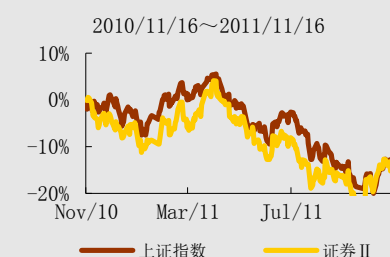
联系人：

孙羽薇

电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	18
总市值 (亿元)	5758.36
流通市值 (亿元)	3589.95
重点公司 (家)	3
重点公司占行业市值比重	39%

相关研究

- 1 《中信证券：公司业务收入结构已趋稳定》，2011.10
- 2 《华泰证券：受自营和经纪业务拖累业绩下滑》，2011.10
- 3 《国海证券：估值偏高》，2011.10
- 4 《海通证券：各创新业务开始崭露头角》，2011.10
- 5 《证券行业：2、3季度券商业绩堪忧》2011.10.
- 6 《证券行业：行业分化现机遇》2011.09
- 7 《证券行业：中期有对冲，短期皆可配》

目录

一、2012 年经纪业务总体将好于今年	4
(一) 转融通标的的范围扩大将带来新的利润增长点	4
1、融资融券充实经纪业务收入上升空间大	4
2、融资融券业务将继续推动利息收入增长	5
3、融资融券业务得到政策性推动	5
(二) 市场交易量将略好于今年水平	6
1、前期货币政策紧缩交易量前高后低	6
2、2012 年政策转向将在 2、3 季度明确	7
3、2012 年震荡市缓慢上行交易额将有所增长	9
(三) 券商经纪业务佣金率较高的券商还有下降空间	10
(四) 轻型营业部和创新型营业部将促券商进一步两极分化	11
二、债券承销规模将在 2012 达到新的高峰	12
(一) 债券承销规模占比远低于国际水平	12
(二) 未来我国债券发行规模将受到政策大力支持	13
(三) 地方政府发债、创业板非公开发行债券将异军突起	14
(四) IPO 发行萎缩，财务顾问业务应市场所求逐步上升	14
三、震荡市下考验自营投资水平	15
(一) 震荡市下自营业务显英雄	15
(二) 金融投资子公司扩大券商投资范围	16
(三) 直投业务限制将成部分券商短期“先进”优势	17
四、券商集合理财业务上升空间较大	17
(一) 我国理财规模还有较大上升空间	17
(二) 绝对回报的管理方式将在未来更受投资者青睐	17
五、创新业务将不断刺激整个券商板块	20
六、估值与投资建议	21

插图

图 1: 融资融券业务促券商业绩提升.....	4
图 2: 放宽融券标的促融资融券业务增长.....	5
图 3: 月股票交易额和调整换手率.....	6
图 4: CPI 及其食品与非食品同比 (%).....	7
图 5: CPI 年同比与月环比 (%).....	7
图 6: 货币供应量同比增长 (%).....	8
图 7: 社会融资总量模拟月度数据 (万亿元).....	8
图 8: 亚洲经济体出口同比增速 (%).....	8
图 9: 进出口同比及贸易差额 (%，十亿美元).....	8
图 10: PMI 进出口指数 (%).....	8
图 11: 对欧元区国家出口同比 (%).....	8
图 12: 人民币有效汇率指数 (2005=100).....	9
图 13: 外汇占款与外汇储备月变动 (亿人民币).....	9
图 14: 市场总市值和流通市值 (亿元).....	9
图 15: 券商从竞争到兼并到分化再到兼并的过程将可能持续 10 年以上的时间.....	11
图 16: 中国历年社会融资渠道比较.....	12
图 17: 2011 年上半年主要渠道融资量占 GDP 比例.....	13
图 18: 我国证券市场融资权益类/债券类比较 (亿元).....	13
图 19: 我国 IPO 融资规模将逐步萎缩.....	15
图 20: 各上市券商财务顾问业务收入逐年增加 (万元).....	15
图 21: 自营规模分类比较 (百万元).....	16
图 22: 美国居民 2010 年资产配置.....	17
图 23: 日本居民 2010 年资产配置.....	17
图 24: 中国居民 2010 年资产配置.....	17
图 25: 基金和券商份额规模比较.....	18
图 26: 券商集合理财产品和基金发行规模比较.....	18
图 27: 我国过去三年内的投资.....	19
图 28: 券商集合理财产品和管理资产总额 (理财产品+基金子公司规模) (亿元).....	20

表格

表 1: 与证券金融公司进行转融通业务试点将在前两批试点名单中选出.....	6
表 2: 大部分佣金率高的地区还有下降空间.....	10
表 3: 上市券商中设立金融投资子公司的情况.....	16
表 4: 上市公司管理资产规模细分 (亿元).....	19
表 5: 按 12 月 5 日收盘价计券商估值表.....	21
表 6: 按各业务线加权分数表.....	22

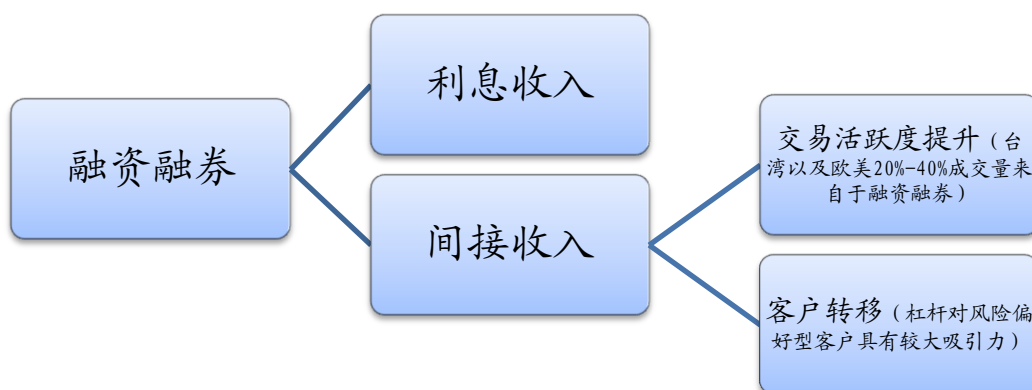
一、2012 年经纪业务总体将好于今年

（一）转融通标的的范围扩大将带来新的利润增长点

1、融资融券充实经纪业务收入上升空间大

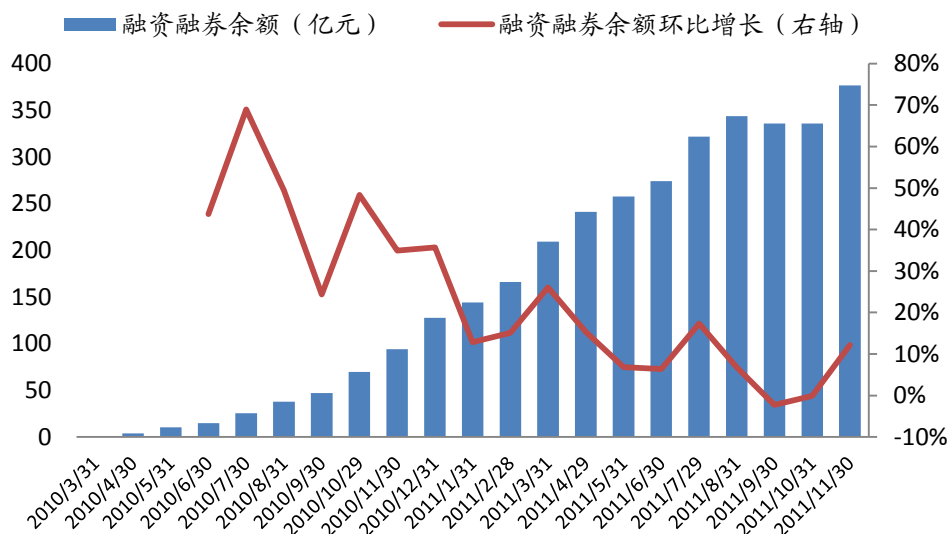
自 2010 年 3 月融资融券业务试点以来，由最初的七百万的交易余额快速增长至现今的 373 亿元。经过一年多的试点，业务开展顺利，已逐步给早期获批此业务资格的券商带来了新的利润增长点，帮助改善了部分公司的盈利结构。据交易所数据显示 2010 年 3 月至今各股融资融券累计的买入、偿还金额和卖出偿还股数，我们近似估计融资融券所带来的股票交易额在 6683 亿元-6824 亿元左右，超过两千家营业部正在开展该业务。

图 1：融资融券业务促券商业绩提升



资料来源：宏源证券

交易量经过一段井喷式增长，自今年 7 月融资融券余额突破 300 亿大关后，融资融券余额增长量明显放缓。在上半年的行业报告中，我们已分析过该业务的瓶颈。按 2010 年 3 月至今累计融资融券成交额 6683 亿元-6824 亿计算，占同期市场总股票交易额仅 0.87%-0.89%，距离台湾以及欧美的 20%-40%相距甚远。而最新转融通试行办法中所提及的证券金融公司将在未来极大的促进该业务的发展，转融通标的的扩大将很大程度帮助业务突破瓶颈。

图 2：放宽融券标的促融资融券业务增长


资料来源：WIND 资讯，宏源证券

2、融资融券业务将继续推动利息收入增长

在三季度行业策略报告中（见《行业分化现机遇》），我们通过对券商融资融券利息收入数据的分析，明显看到其占券商利息收入比重超过 10%（其中招商证券达到 24%，利息收入同比增长 30%），而未得到融资融券资格的上市券商的利息增长却为负增长（忽略中信和广发出售带有营业部的子公司的影响）。明年，我们预计，由融资融券带动的利息收入增长将会进一步显现其成效。

3、融资融券业务得到政策性推动

2011 年 10 月 28 日，证监会正式发布《转融通业务监督管理试行办法》（下称试行办法），与此前的征求意见稿相比，转融通办法放宽了转融通业务的部分风险控制指标，其中融券余额上限提高到 10%。将证券金融公司融出的每种证券余额不得超过该证券可流通市值的 5%，抵充保证金的每种证券余额不超过该证券总市值的 10% 的指标，分别提高到 10% 和 15%。这一指标的提高将会刺激整个市场的交易量，放大一定的投资杠杆；而 11 月 25 日，交易所先后公布《上海证券交易所融资融券交易实施细则》，并通知调整融资融券标的证券范围变成上证 180 的成分股 180 只和 4 只交易所交易型开放式指数基金，给予投资者更大交易范围；据新的转融通管理试行办法规定，将成立不以赢利为目的的证券金融公司，是注册资本将不少于 60 亿元的股份有限公司，其主要为证券公司融资融券业务提供资金和证券的转融通服务，证券金融公司向证券公司转融通的期限不得超过 6 个月。目前，据我们草根调研所收集的信息可知，目前部分券商已经在积极为未来新的转融通业务进行准备工作，而新的融资融券业务技术系统测试也将于 12 月 12 日开始持续至 2012 年 1 月 20 日。这一系列业务推进，将直接给市场注入了新的活力，无疑有助于券商在此业务上获得更丰厚的收益。基于此前我们一系列的行业策略报告多次的分析，该业务的试行将利好资本规模充足，有融资融券资格的大型券商，特别是最早 2 批进入试点的券商，将会进入收获期，该业务所带来的利润将逐渐开始影响营业收入。而拥有该资格的券商在利息收入、自营业务以及经纪业务等相关业务线将会相应有所增长。

我们认为明年上半年可能将完成新系统交易的前期工作，并开始正式的运作。参与系统测试的证券公司将最容易从前两批试点名单中产生，他们的风险指标控制、评级和交

易经验都是其可以最快申请到模拟测试资格的优势。根据试行办法所述,“对单一证券公司转融通的余额,不得超过证券金融公司净资本的 50%”等一系列规定,我们认为上市公司中资本规模行业靠前且被评为 AA 级的中信、海通、光大、华泰以及招商都将在未来信用交易中最先获得更大的收益。

表 1: 与证券金融公司进行转融通业务试点将在前两批试点名单中选出

前二批融资融券试点 公司名单	2011H1 净资本行 业排名	2011 年协会 公布评级	自营规模占 净资产比重	市场份额
中信证券	1	AA	71%	4.86%
海通证券	2	AA	59%	3.59%
华泰证券	3	AA	56%	4.77%
国泰君安	4	AA	79%	4.23%
光大证券	5	AA	69%	2.60%
招商证券	6	AA	70%	3.47%
申银万国	7	AA	34%	3.48%
银河证券	8	AA	37%	4.61%
广发证券	9	AA	66%	3.52%
国信证券	10	AA	76%	3.79%
东方证券	14	A	152%	2.04%

资料来源: 宏源证券

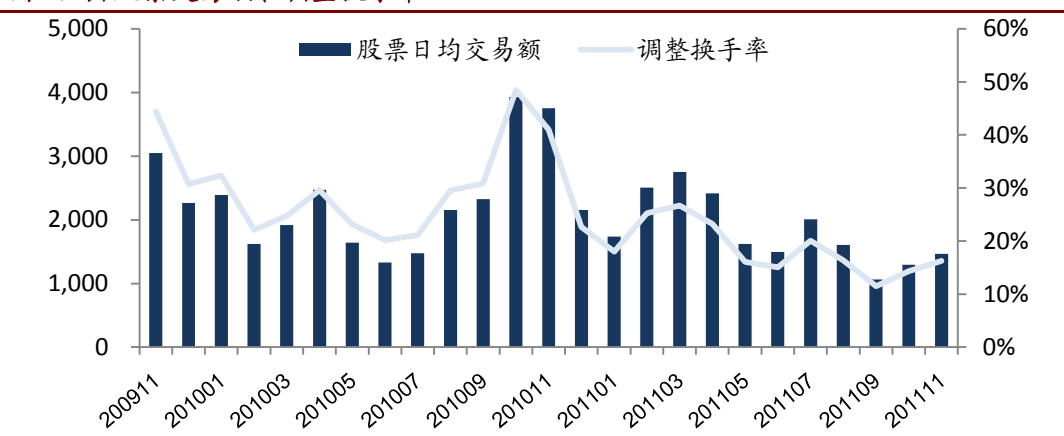
同时根据我们三季度策略中对于证券公司拥有新的“杠杆交易类”牌照的市场份额敏感性分析, 市场份额也将可能因此而受到影响, 交易活跃且资金量大的客户的账户将会很容易转移至资本规模大拥有全牌照的券商处。

(二) 市场交易量将略好于今年水平

1、前期货币政策紧缩交易量前高后低

2011 年 1 月到 11 月, 市场股票交易额为 40 万亿, 同比下降 19%, 日均股票交易额前 11 个月平均为 1815 亿元, 同比下降 20%。今年在货币政策紧缩的影响下, 交易量呈现前高后低的走势, 换手率也几经周折萎靡不振。

图 3: 月股票交易额和调整换手率



资料来源: 交易所数据, 宏源证券研究所

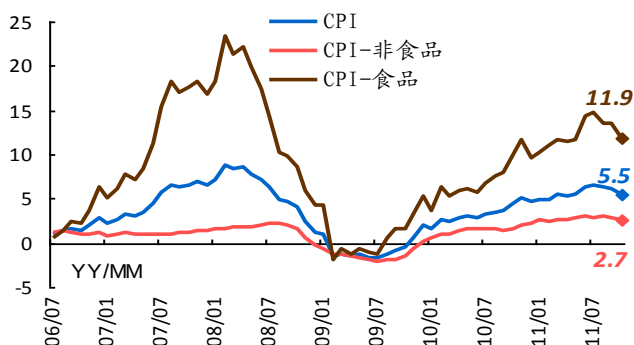
2、2012 年政策转向将在 2、3 季度明确

在长周期经济增速趋势性放缓、外需疲弱和投资减缓等风险影响下，我们预测 2012 年 GDP 同比从今年的 9.2% 下降到 8.8%，而 CPI 同比从今年的 5.5% 下降到 3.8%。分季度来看，明年 GDP 同比增长在 3 季度见底，而环比增长在 1、2 季度筑底，3 季度回升；在政治周期、经济运行和政策效果叠加的 4 季度，经济增长同比会有明显改善。另外，预计 CPI 同比将从 2011 年 4 季度的 4.9% 下跌到 3.6% 左右的平台，一直持续到第 3 季度，并在第 4 季度上升到 4.3% 左右。从 CPI 数据看，通胀上行的驱动因素都已消失，银行表外业务目前的货币流动性水平也已过低，不足以支撑很高的通胀水平，说明了货币供给的紧张。而企业长期信贷的减少则说明这种低流动性水平已经开始威胁实体经济。我们预测，2012 年政府制定的经济增长目标将在 7.5%，而 M2 的增长目标将在 13% 左右，这两个目标都不难完成；政策基调是保持稳健的货币政策和积极的财政政策；核心思想调低目标，为转型的相关政策布局提供弹性和空间。

从出口看，制造业的出口订单指数已经降至较低的水平，在外需萎缩的大趋势下，我国的出口增速已降至 15.8%，考虑到订单传导到实际出口的时滞，整个明年上半年，中国的出口部门都很可能将处于不断下探的过程中。由于对明年欧洲经济前景的悲观预期，我们认为对欧盟国家的出口包括对于一些欧盟核心国家的出口将成为主要出口下行驱动因素，而对美国和日本的出口增速会保持在目前 20% 左右的水平，降至 10% 的可能性不大，再加上增速较高的新兴市场国家，这保证了未来中国的出口波动中枢在 10% 到 15% 之间。我们预测 2012 年全年出口额同比增长 12~16%，进口同比增长 18 至 21%，贸易顺差占 GDP 的比例在 1.0 至 1.2%，外贸额同比增速会呈现出前低后高的走势，在 2 季度筑底。

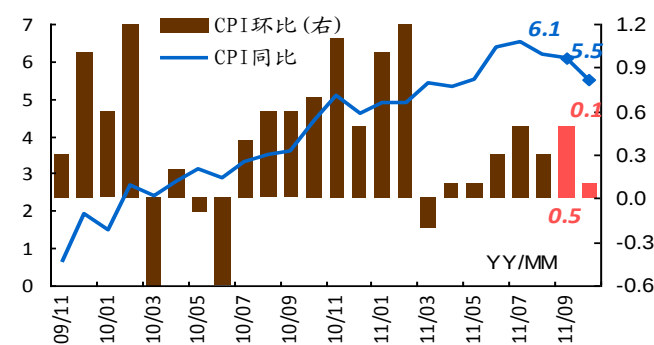
在经济着陆大背景下，以及外需不振、房地产投资下行和外汇占款下降三大风险的倒逼下，明年 3 至 4 月份这很可能就是政策明确反转的时点，而在 2 季度之后整个经济的运行将按照政策反转的逻辑进行展开。

图 4: CPI 及其食品与非食品同比 (%)



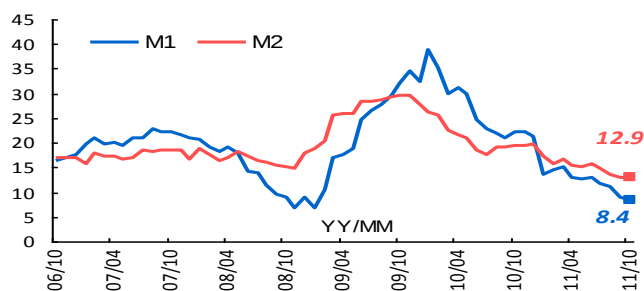
数据来源: CEIC, 宏源证券

图 5: CPI 年同比与月环比 (%)



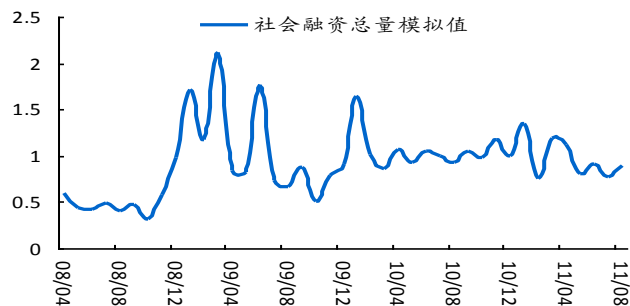
数据来源: CEIC, 宏源证券

图 6: 货币供应量同比增长 (%)



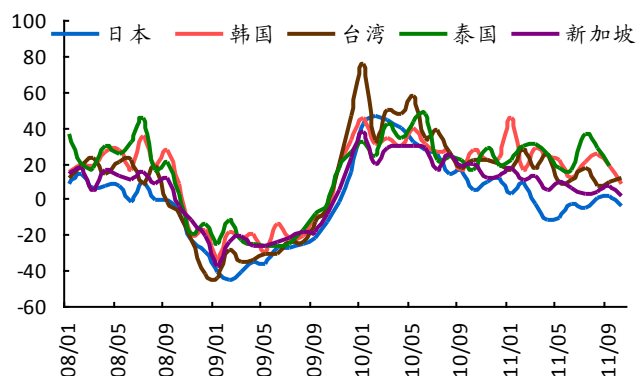
数据来源: Bloomberg; 宏源证券

图 7: 社会融资总量模拟月度数据 (万亿元)



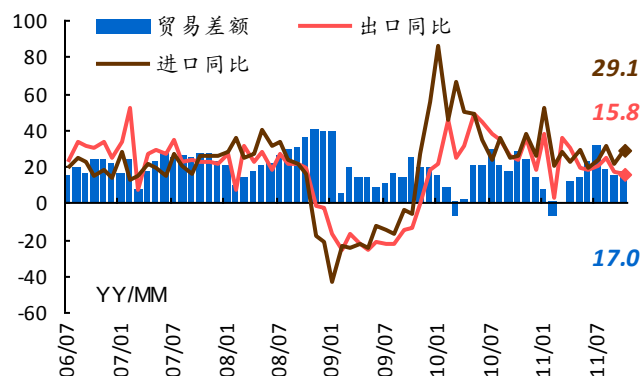
数据来源: Bloomberg, 与实际值的主要差别在于没有统计银行承兑汇票增量; 宏源证券

图 8: 亚洲经济体出口同比增速 (%)



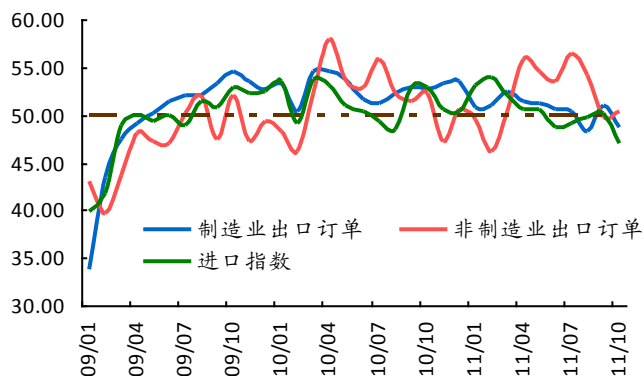
数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

图 9: 进出口同比及贸易差额 (%，十亿美元)



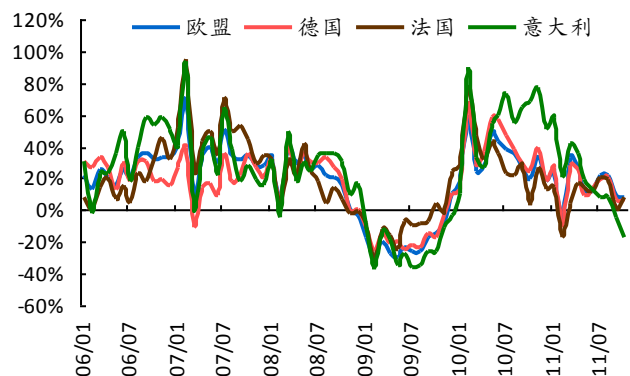
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 10: PMI 进出口指数 (%)



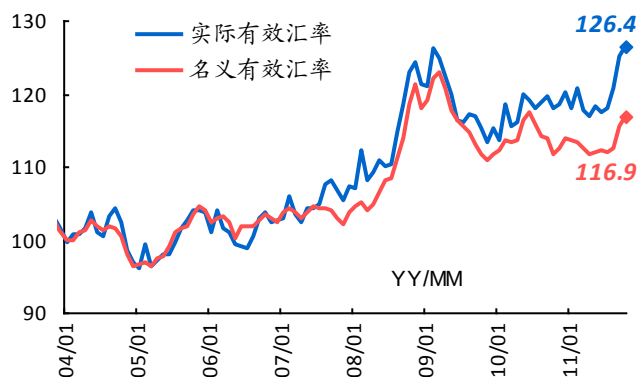
数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

图 11: 对欧元区国家出口同比 (%)



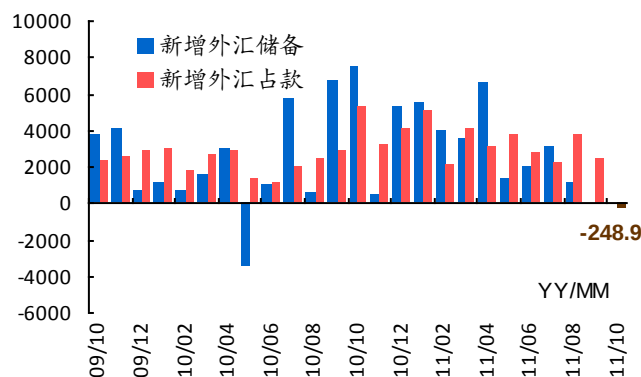
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 12: 人民币有效汇率指数 (2005=100)



数据来源: CEIC; 数值上升表示人民币有效汇率升值; 宏源

图 13: 外汇占款与外汇储备月变动 (亿人民币)

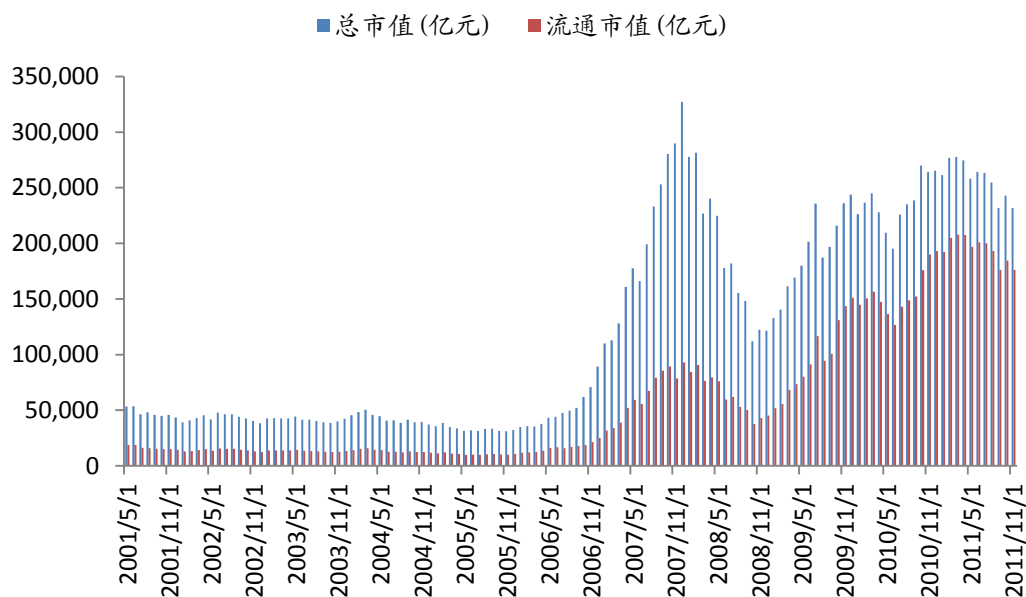


数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

3、2012 年震荡市缓慢上行交易额将有所增长

而近日央行“降准”的行动,正标志着货币政策数量工具转向的信号。市场对未来流动性情况预期的改善是比较确定的。同时,虽然放松的节奏依然要视具体的流动性情况、房地产投资、进出口等风险因素而定,但是政策的放松的趋势已经明确并且已经形成一致预期,这也就意味着在短期内市场在股指修复的大背景下,尽管短期内可能空间十分有限,但大方向向上的概率非常高,走势依然会以震荡为主。

图 14: 市场总市值和流通市值 (亿元)



资料来源: 交易所数据, 宏源证券研究所

目前,市场总市值为 23 万亿元,流通市值 17.6 万亿元,较 09 年下降 7%;换手率 11 月较前两月有所增长为 18%,但仍处于全年底部的水平;市场平均市盈率跌至 09 年 3 月以来最低点。而在长周期经济增速趋势性放缓、外需不振和投资放缓的情况下,我们根据 GDP 下滑,经济环比 2 季度见底,投资增速和出口增速都已触底判断,政策势必将出现全面的转折点。基于 2008 年的经验,政策反转之后到投资恢复将有一个季度以上的时滞,而工业产出的高增长将在 6 个月之后展开。基于这样的时间逻辑,我们认为,在明年的年中,

投资增长率将会开始恢复,而在明年十八大召开的前后,工业产出的增长率也将开始恢复,整体来看,明年的经济前低后高的走势将会比较明显。总体,我们认为 2012 年流动性状况将会明显好于 2011 年。我们给予保守估测明年日均股票交易额在今年 1900 亿元的预测基础上,上调 10%为 2090 亿元,作为 2012 年盈利预测市场交易额的假设参数。(可以参考我们的宏观经济年度报告)。

(三) 券商经纪业务佣金率较高的券商还有下降空间

根据我们对各券商佣金率的跟踪,我们认为目前券商佣金价格战还在以各种形式持续。特别是非沿海发达城市的佣金率此前一直维持较高的水平,而今年前三个季度都出现了不同程度的下降(太平洋、东北、山西证券等)。而沿海发达地区和部分成熟市场的佣金率基本已经稳定在一个区间水平上(西南、广发、中信等)。而个别券商的佣金率不仅稳定下来,且出现了回升(例如国金、光大、兴业证券)。

这一分化现象体现了券商不断扩张市场份额,以提高特色理财服务为基础,不断增加各自经纪业务价值和竖立各自品牌的过程,各券商都在以各自的方式,挖掘自身优势抢占市场地位。

表 2: 大部分佣金率高的地区还有下降空间

上市券商	1 季度佣金率	2 季度佣金率	3 季度佣金率	3 季度较 1 季度增长	地域性	主要营业部占比
太平洋	0.130%	0.135%	0.119%	-8%	云南	62%
山西	0.123%	0.134%	0.103%	-16%	山西	64%
东北	0.120%	0.125%	0.108%	-1%	吉林	48%
宏源	0.109%	0.113%	0.093%	-15%	新疆	53%
国金	0.099%	0.116%	0.120%	21%	四川	67%
海通	0.091%	0.098%	0.084%	-8%	江浙沪黑龙江	57%
广发	0.088%	0.102%	0.087%	-1%	广东	45%
国元	0.088%	0.097%	0.082%	-7%	安徽	56%
长江	0.083%	0.092%	0.084%	1%	湖北广东	49%
西南	0.076%	0.083%	0.076%	0%	重庆	44%
中信	0.074%	0.087%	0.075%	2%	京沪江浙山东等地	80%
华泰	0.071%	0.085%	0.074%	4%	广东湖北	56%
光大	0.069%	0.080%	0.073%	5%	京沪广东	53%
招商	0.069%	0.075%	0.065%	-6%	广东北京	46%
兴业	0.053%	0.065%	0.071%	33%	福建	57%
国海	-	-	0.130%	-	广西	51%
方正	-	-	0.069%	-	湘浙	72%

资料来源: WIND 资讯, 宏源证券

未来我们认为佣金率降至 0.05%-0.07%的券商的佣金率基本已经见底,研究服务的提高将会为该类券商增值,佣金率也会有所回升;佣金率 0.1%-0.09%的券商还有下降空间,竞争压力还会因更多券商营业网点的进入受到挤压;0.08%的券商会上下稍作浮动,这部分券商的研究实力已经得到大部分客户的认可,可以保持在一个较为稳定的水平上。

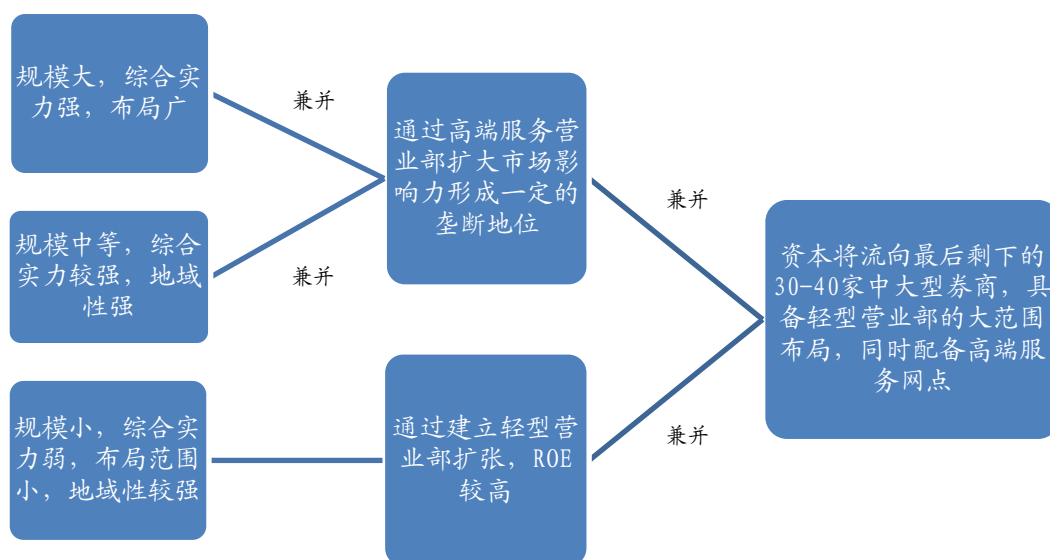
因此,明年我们认为经纪业务佣金率会因不同券商的竞争策略、地域性的不同以及

行业竞争格局的变化而变化。

（四）轻型营业部和创新型营业部将促券商进一步两极分化

根据我们中期策略《行业分化现机遇》研究结果，未来券商将会进一步两极分化。据我们草根调研所得信息：目前券商已经开始为轻型营业部做准备，一旦得到监管层对于营业部创新的批准，将会大面积开始建立成本较低的无需现场交易系统等的轻型营业部；而另外一种创新营业部的形式则是以高端理财服务和销售理财产品为主的高门槛式营业部。而该种营业部将很可能不会受到市场饱和地区的准入限制。规模大，综合实力强的券商一旦拥有建立此种营业部的资格，其所到之处的竞争格局将可能受到较大影响。而这种高端服务适合一、二线大城市和营业部发展比较完善的地区，只有这些地区才可能进一步接受更高端的产品和新的服务理念。

图 15：券商从竞争到兼并购到分化再到兼并购的过程将可能持续 10 年以上的时间



资料来源：宏源证券

这种不受饱和区限制的创新营业部将会是一个促使券商两极分化的重要加速器。严格的审批标准将意味着这类营业部开展的门槛会非常高，因此有实力的券商可能仅限于 3 到 4 家（净资本规模和协会给予的行业评级高的券商可能是评判的基本标准）。而实力弱且规模小的券商，很可能在新一轮的市场洗牌过程中逐渐被迫遭到淘汰。

我们认为在未来十年，证券行业将会不断进行整合，通过相互兼并得以壮大和巩固自身实力的方式将成为一种竞争趋势。由于中国的证券公司大多为国企背景，恰恰阻碍了券商的进步，退出机制的不完善，导致券商存在很多问题，很多小券商转型困难重重。但西南证券和国都证券的尝试和努力已经为兼并整合的未来打开了一个大门。我们认为，最终证券行业的资本将高度集中在十几家有实力的大券商中，而真正脱颖而出，成为中国的“国际大投行”的券商，将会不断的优胜劣汰中显现出来。而从目前的发展状况

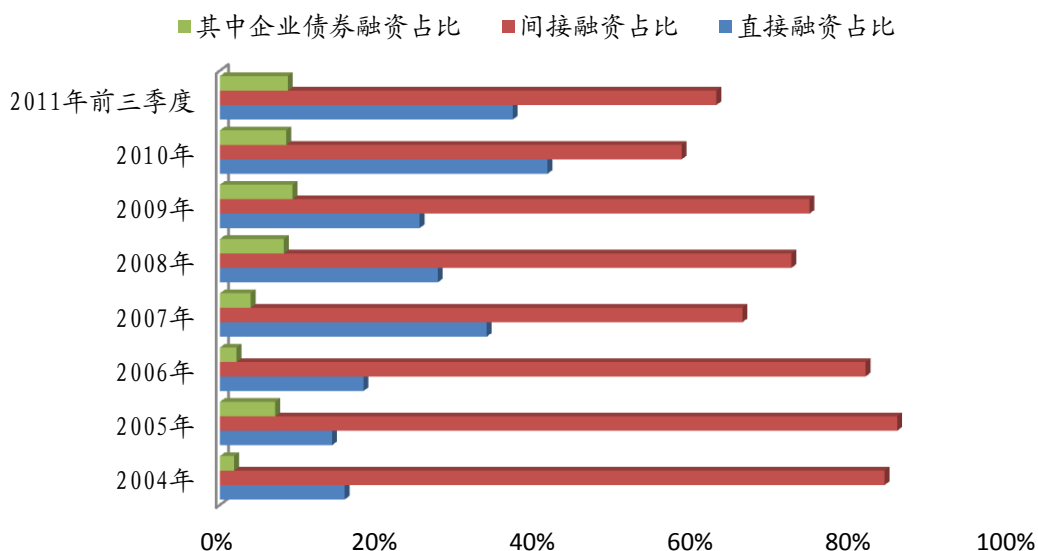
中，我们认为中信、海通、广发、光大等证券公司无论从资本规模、业务结构、营业部覆盖范围等方面都属于拥有竞争优势的综合实力强的证券公司。在未来的竞争中，将会更容易脱颖而出。

二、债券承销规模将在 2012 达到新的高峰

（一）债券承销规模占比远低于国际水平

我国的资本市场在过去 20 年虽然经历了爆发式的高速增长，但目前融资渠道仍主要依赖间接融资，直接融资尤其是债券资本市场的作用仍未充分体现。从中国历年社会融资渠道的占比可以看出，以债券市场和股票市场为主体的直接融资的比例一直稳定的增长，但国内目前格局仍以银行信贷的间接融资为主，直接融资依然偏少。预计在接下来的日子里，我国直接融资渠道仍有较大的发展空间。

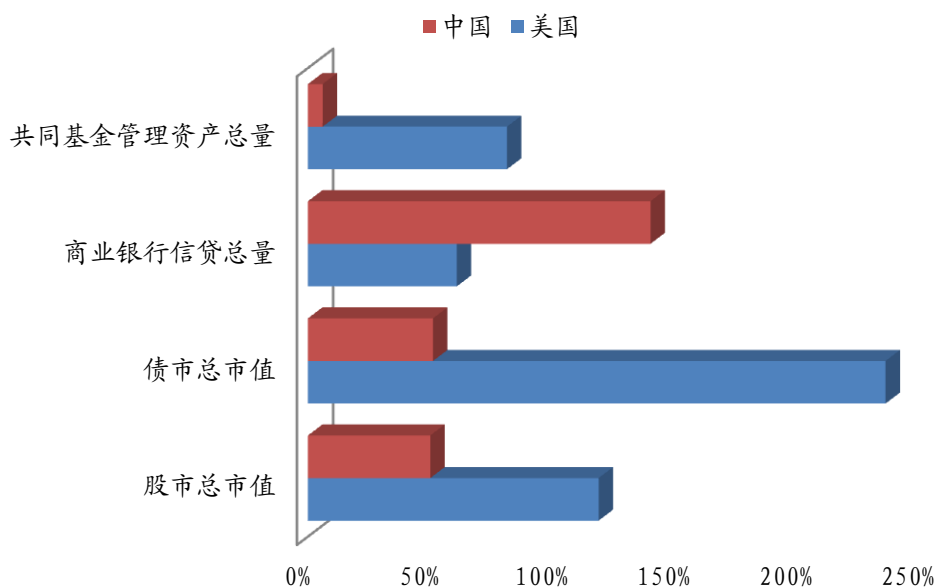
图 16：中国历年社会融资渠道比较



资料来源：宏源证券

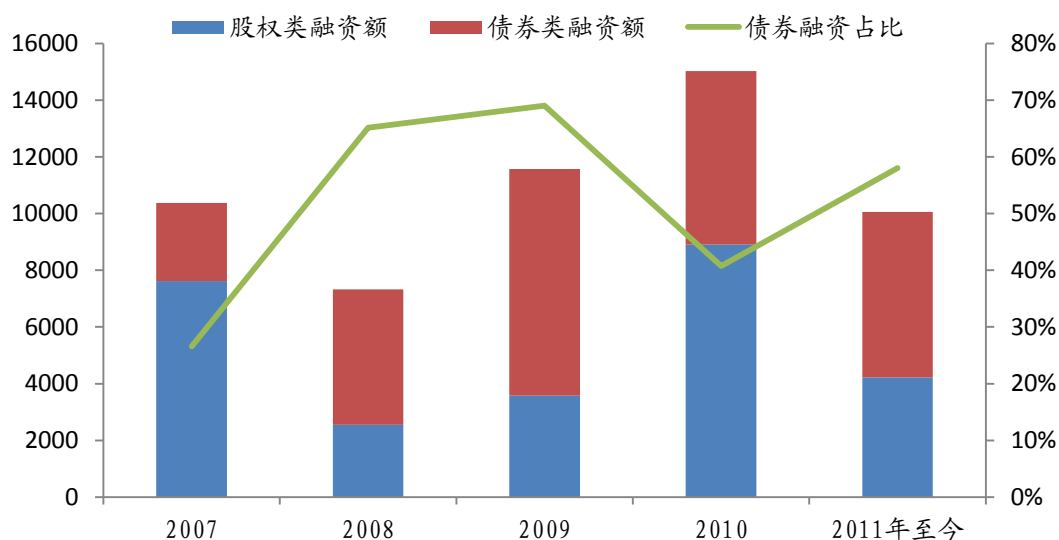
从国际经验来看，以美国为例，截至 2011 年上半年，其债市总市值达 3.55 万亿美元，占 GDP 的 236%；股市总市值达 1.79 万亿美元，将近 GDP 的 120%；商业银行信贷总额与共同基金管理资产总量相近，均占 GDP 的 70% 左右，其资本市场形成了多层次、大规模、专业化的格局。反观国内资本市场，目前仍以银行信贷为主导，债券资本市场和基金、券商资产管理市场的发展远落后于世界平均水平。

图 17: 2011 年上半年主要渠道融资量占 GDP 比例



资料来源: 宏源证券

图 18: 我国证券市场融资权益类/债券类比较 (亿元)



资料来源: WIND 资讯, 宏源证券

(二) 未来我国债券发行规模将受到政策大力支持

近日履新的证监会主席郭主席, 早在 10 年前就已经呼吁发展公司债和机构债。他在 2001 年的论文《影响中国经济未来发展的几个决定性因素》中认为, 我国储蓄转化为投资的能力仍非常的落后, 通过发展和完善资本市场, 可以解决这一问题。与股票资本市场相比, 国内债券资本市场, 尤其是公司债和机构债市场仍处于初级阶段, 存在较大的发展空间, 因此应鼓励发展债券市场, 扩大公司债、机构债的发行规模, 允许地方政府发行市政债。

近期，他在首次就资本市场发表的公开演讲中，对如何完善储蓄转化为投资机制做了进一步的阐述。其中特别提到了“债券融资”。他表示，债券融资存在着非常广阔的发展前景。从国际比较来看，我国企业融资结构的差距很大。截至2010年底，美国企业债券余额相当于银行贷款余额的207%，韩国为54.45%，日本为43.29%，而我国企业债券余额仅相当于银行贷款余额的18.32%。在谈到“资本市场下一步的任务”时，其表示，要积极发展多样化的投融资工具。要落实国务院关于积极稳妥发展债券市场的要求，鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金。逐步研究推动地方债、机构债、市政债、高收益债等固定收益类金融产品创新。同时，按照统一准入条件、统一信息披露标准、统一资信评估要求、统一投资者适当性制度、统一投资者保护安排的原则，加快实现债券市场的互联互通。

可以预见在接下来的数年期间，债券发行市场将受到证监会的关注和重视，从而获得更高的上升空间。

（三）地方政府发债、创业板非公开发行债券将异军突起

近期上海地方债和广东地方债的火爆超出市场预期，3年期认购倍数分别达到3.5倍与6.5倍。与之相似的是美国的市政债，40年代初美国发行的市政债券总值仅为200亿美元左右，与此次国内地方债的计划发行总额相近；但到2011年上半年，美国市政债总规模已达2.89万亿美元，占债市总市值的8%左右。即使假设中国的债市总市值保持当前不变，8%也可达1.67万亿人民币左右。可见国内地方债的发展潜力巨大。

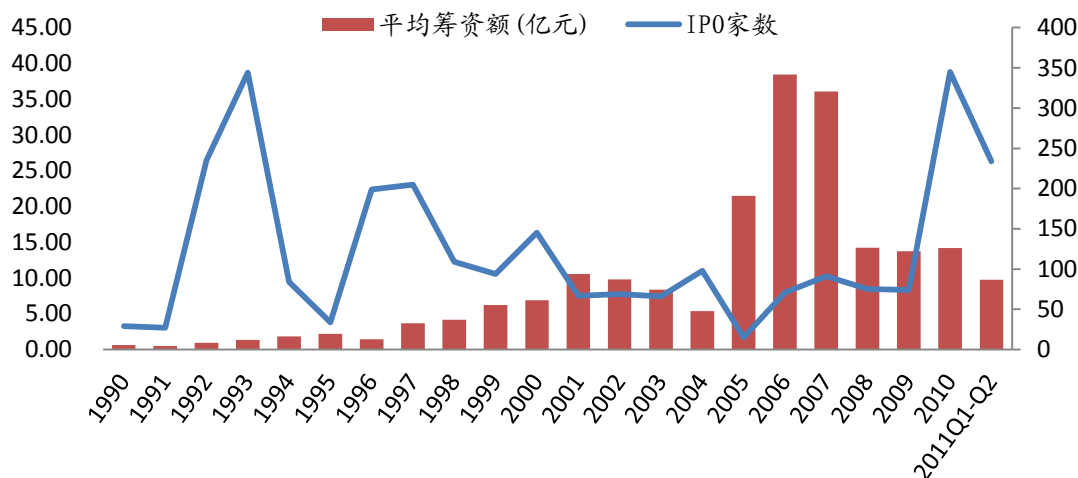
早在今年9月22日财政部和国家税务总局就已发文明确规定：近三年所发地方债利息所得免征企业及个人所得税。以美国市政债为例，由于高收入人群的边际税率很高，市政债的免税特征吸引了富有人群的投资。随着国内经济进一步的快速增长，高净值人群绝对数量的不断增加，税率因素也逐步成为影响中国债券市场和资本市场投资的一个重要因素。以免税为主要特征的地方债将成为市场的新增力量。

另外证监会于11月18日正式启动创业板上市公司非公开发行债券的工作，允许创业板上市公司向不超过10家的特定对象发行公司债券，从而优化创业板公司的资产负债结构，实现公司的良性发展。

（四）IPO发行萎缩，财务顾问业务应市场所求逐步上升

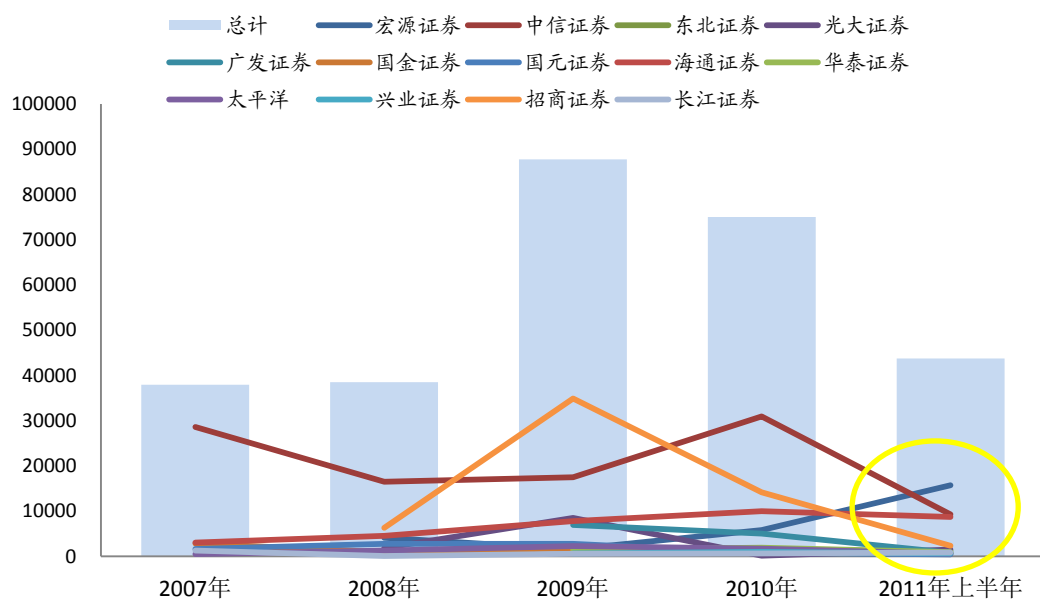
目前国内IPO业务已陷入瓶颈期，平均筹资金额较前几年有明显回落，随着新入主体的不断增加和大单的逐步稀缺，竞争压力不断增大，佣金和手续费不断压低，IPO业务难以像以前一样成为券商投行业务的主要增长点，加之监管层公开鼓励上市公司分红，IPO的门槛间接提升，其业务将受到新一轮的考验。而随着上市公司数量的增加以及国内经济结构调整的推进，合并重组的案例增多，券商财务顾问收入一直在稳步增长，2011上半年已达4.38亿元，预计全年将超过2009年的历史高位。

图 19：我国 IPO 融资规模将逐步萎缩



资料来源：WIND 资讯，宏源证券

图 20：各上市券商财务顾问业务收入逐年增加（万元）



资料来源：公司年报，宏源证券

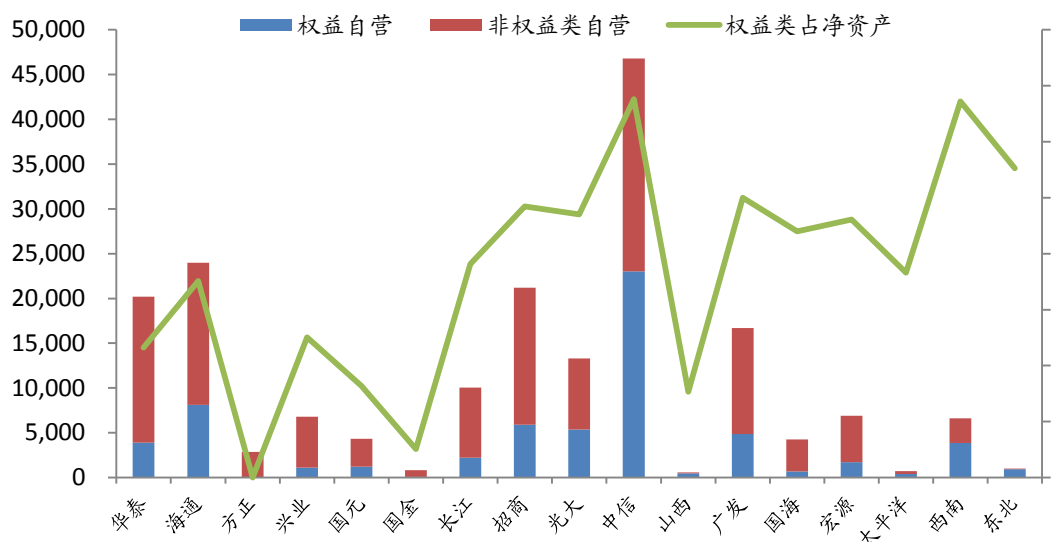
三、震荡市下考验自营投资水平

（一）震荡市下自营业务显英雄

按照我们对 2012 年市场走势的判断，未来 12 个月最可能是震荡市的行情，在这种行情下，最为考验券商的自营投资水平。债券类投资权重较高的，并有套期保值业务的券商抗风险能力较高，而权益类投资占比较高的券商看风险能力可能相对较低。根据 2011 年半年报数据显示，权益类占净资产比重最高的是中信、西南、东北、广发和招商证券，而非权益类投资占自营规模比较高的是中信、华泰、海通、招商和广发证券，因此两指标相

抵，西南和东北证券的自营风险较高，而中信、招商和广发的权益类投资占净资产比重较高，因此自营收益将可能好于行业水平。根据以往各券商投资收益率的历史数据，我们给予乐观保守估计券商权益类投资收益率为 10% 左右，而债券收益率为 6%-8% 左右。而基于整个债券市场的发展情况和宏观经济的判断，我们给予债券类投资收益率乐观估计 8% 的收益水平。

图 21：自营规模分类比较（百万元）



资料来源：公司年报，宏源证券

（二）金融投资子公司扩大券商投资范围

中国证监会在 2011 年 4 月 29 日颁布了《关于证券公司自营业务投资范围及有关事项的规定》。明确了证券公司自营业务的投资范围和证券公司通过设立子公司投资其他金融产品的监管政策。目前证券公司自营业务的投资范围可以包括境内上市交易证券、银行间市场交易的部分证券和证监会批准或者备案发行并在境内金融机构柜台交易的证券。而该规定的颁布对于券商来讲，最大的好处在于可以通过成立金融投资子公司对创新型的金融以及其他非股市产品进行投资，有限地避开政策瓶颈。而金融衍生产品的投资工具将会成为未来的发展趋势。

另外，由于金融投资子公司对资本金的全额抵扣，净资产大的券商在这方面具有先天优势，从而在自营业务上也将领先一步。截止 9 月 30 日为止，共有海通、中信、广发、光大四家证券公司设立金融投资子公司。具体情况见下表：

表 3：上市券商中设立金融投资子公司的情况

券商名称	子公司名称	设立时间	投资额
海通证券	海通创新投资交易有限公司	2011 年 6 月 23 日	初始投资 30 亿
中信证券	中信证券金融产品投资有限公司	2011 年 7 月 28 日	初始投资 30 亿
广发证券	广发另类投资有限公司	2011 年 9 月 8 日	不超过 20 亿元
光大证券	光大策略投资有限公司	2011 年 9 月 17 日	8 亿

资料来源：公司半年报，宏源证券

（三）直投业务限制将成部分券商短期“先进”优势

2011年7月8日证监会发布了《证券公司直接投资业务监管指引》（下称《指引》），其中直接关系到券商利益的是“保荐+直投”的业务模式被叫停。尽管该业务项目依然可以通过“项目互换”、“直投+保荐”等方式来逃避《指引》中的限制（券商“7%持股比例”），但我们认为在未来市场中投资者的呼吁下，监管层很可能会进一步对券商的这一业务进行限制。因此我们认为早前已经大面积开展直投业务并已经或者马上进入收获期的券商将会较后开展该业务的券商拥有更多的优势。

四、券商集合理财业务上升空间较大

（一）我国理财规模还有较大上升空间

我们通过对美、日、中三国居民的资产配置情况可以发现，国内虽然近几年存款比例有所下降，但仍然偏高；股票的比重相对比较合理，但考虑到共同基金和券商集合理财的占比，整体既然偏少；债券资产由于其主要交易市场个人无法参与，因此占比偏低。而券商集合理财产品虽然在数量和规模上都有较快的增长，但由于起步较晚、定位不清晰、加上谨慎的监管态度，在规模上仍无法与其他资产管理机构特别是与之相近的公募基金相比较。

图 22：美国居民 2010 年资产配置

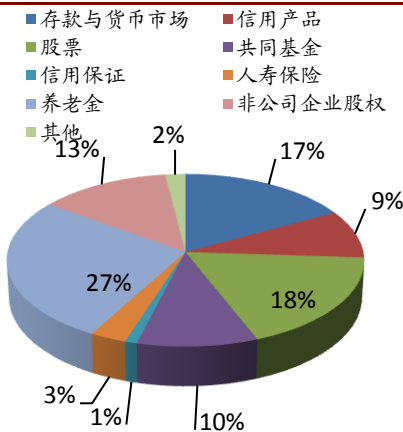


图 23：日本居民 2010 年资产配置

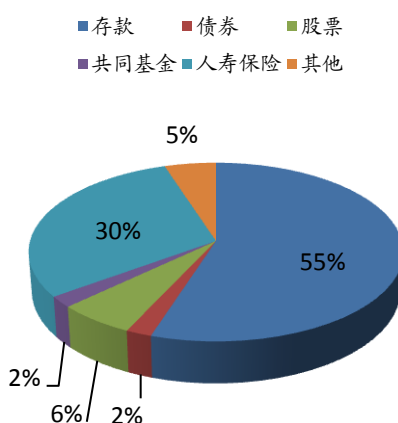
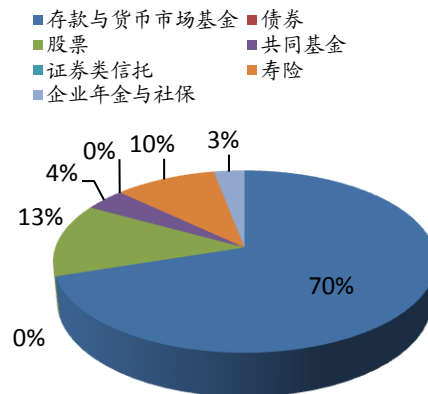


图 24：中国居民 2010 年资产配置



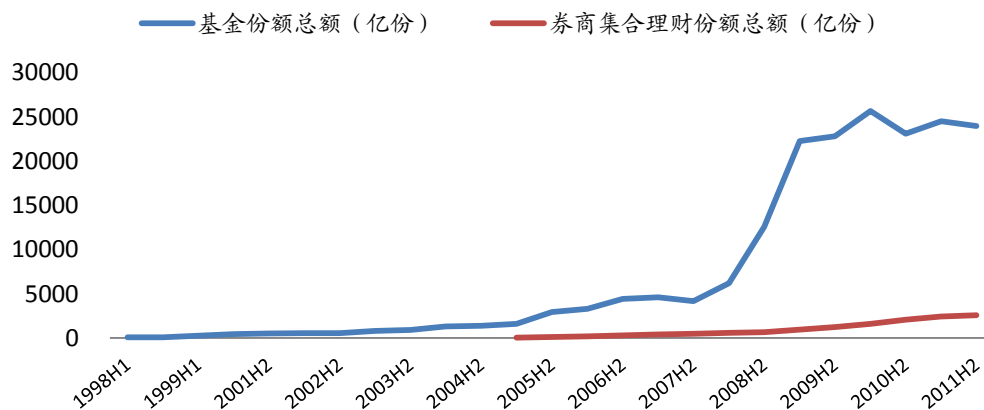
资料来源：Wind 资讯，宏源证券

（二）绝对回报的管理方式将在未来更受投资者青睐

券商的集合理财，有望发挥券商在创新产品和金融衍生品方面的优势，利用各种投资技巧实现绝对收益来吸引投资者。这一优势是公募基金一贯采用相对回报方式管理基金所无法比拟的。从历史数据可以看出，基金的规模已经开始出现瓶颈，甚至有萎缩迹象。而新发券商集合理财融资规模还处在一个较低的水平，并因为市场低迷以及种种管理限制，有所下降。总的来说，公募基金目前的资金管理规模 2 万多亿元和

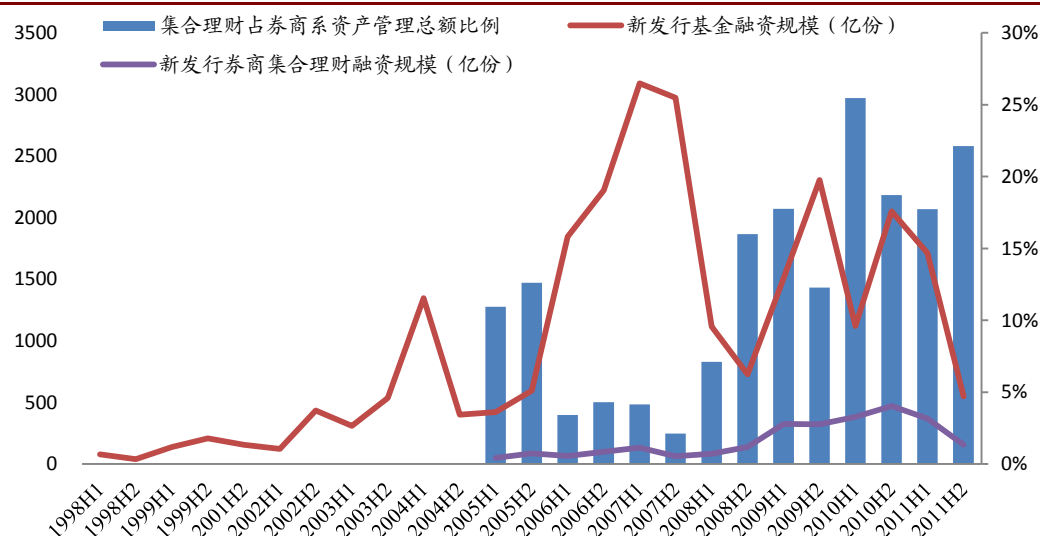
券商集合理财业务资产管理规模 1242 亿元的水平相比，相差甚远，而银行理财产品和信托业中的证券理财产品规模也分别可以达到 7 万亿和 3000 亿元。预计随着券商资产管理子公司的逐步设立，以及券商集合理财业务的新规出台，券商资管业务规模有望扩大。

图 25：基金和券商份额规模比较



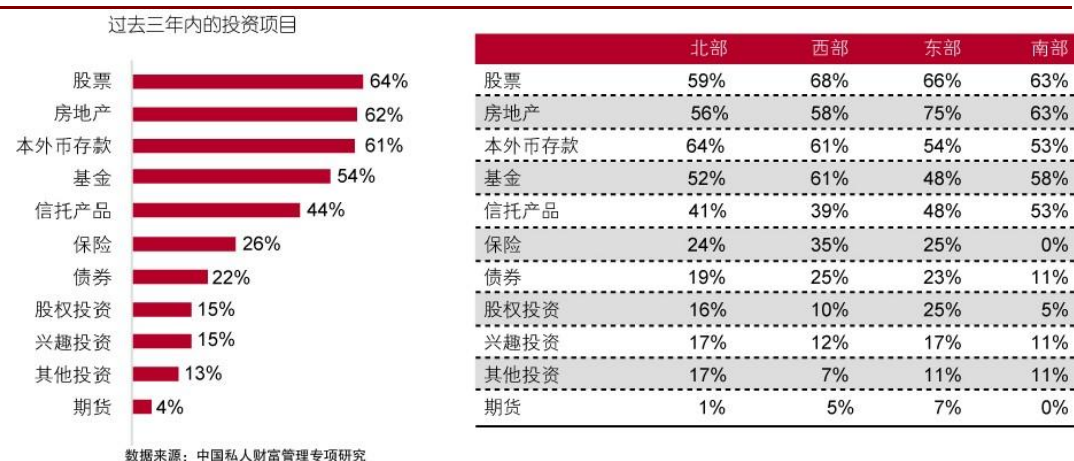
资料来源：WIND 资讯，宏源证券

图 26：券商集合理财产品和基金发行规模比较



资料来源：WIND 资讯，宏源证券

根据中国私人财富管理白皮书专项研究分析，目前国内高净值人士的投资配置策略偏向多样化，除本外币存款外（61%），股票投资（64%）、房地产投资（62%）、基金投资（54%）占据了最大的比重（同一人群做调查，可多项选择投资配置）；债券以及其他投资的比例偏少，说明仍有发展的空间，而未来券商资产管理业务的发展将会在新规出台后得以进一步进行产品优化，将会吸引更多的投资者，其渠道、管理模式应不逊于公募基金的吸引力。

图 27：我国过去三年内的投资


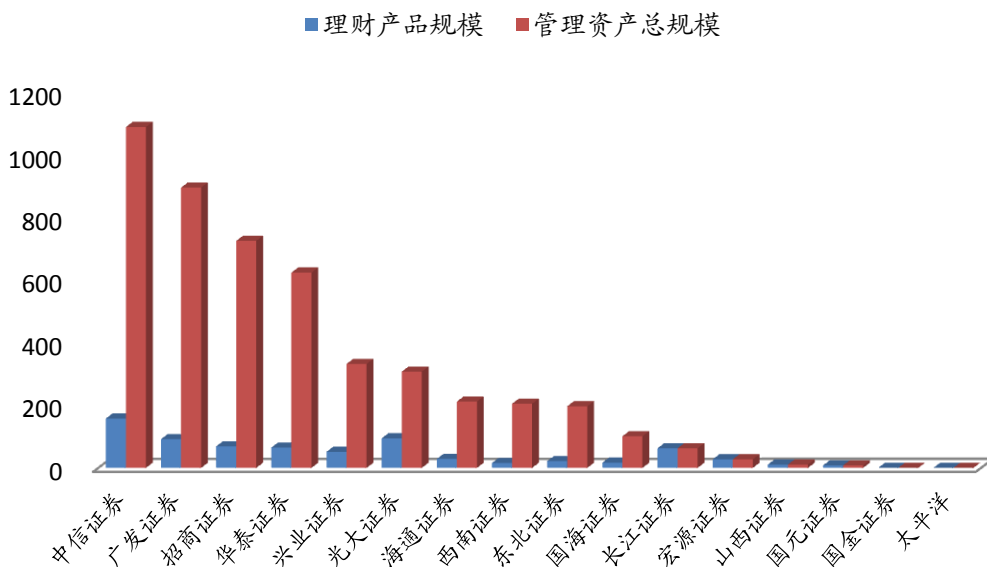
资料来源：中国私人财富管理专项研究

我们将各上市券商集合理财业务所管理的资金和通过基金子公司以及参/控股基金公司间接管理的资金规模（按股权占比计算）做了一个深度统计，管理资产规模最大的前几位券商分别是中信、广发、招商、华泰和兴业证券等，在未来投资理财规模的持续扩大中，这些证券公司将会从中汲取更好的管理经验并同时获得更为丰厚的收益。

表 4：上市公司管理资产规模细分（亿元）

券商名称	理财产品规模	控股基金	股权比例	基金管理资产	参股基金	股权比例	基金管理资产	管理资产总规模
中信证券	157.63	华夏基金	49%	1900.1	无	-	-	1088.68
广发证券	91.7	广发基金	48.33%	962.96	易方达基金	25%	1352.26	895.16
招商证券	68.67	博时基金	49%	1122.68	招商基金	33%	322.04	725.06
华泰证券	64.91	华泰柏瑞基金	49%	147.35	南方基金	45%	1081.44	623.76
兴业证券	51.24	兴业全球基金	51%	338.52	南方基金	10%	1081.44	332.03
光大证券	94.49	无			大成基金	25%	851.4	307.34
海通证券	28.65	海富通基金	51%	359.09	无	-	-	211.79
西南证券	15.57	无	-	-	银华基金	29%	652.72	204.86
东北证券	21.6	东方基金	46%	83.02	银华基金	21%	652.72	196.86
国海证券	16.51	国海富兰克林	51%	165.55	无	-	-	100.94
长江证券	62.61	无	-	-	无	-	-	62.61
宏源证券	27.29	无	-	-	无	-	-	27.29
山西证券	10.67	无	-	-	无	-	-	10.67
国元证券	7.77	无	-	-	无	-	-	7.77
国金证券	0	无	-	-	无	-	-	0.00
太平洋	0	无	-	-	无	-	-	0.00

图 28: 券商集合理财产品和管理资产总额 (理财产品+基金子公司规模) (亿元)



资料来源: WIND 资讯、公司财报、宏源证券

由于 2011 年整体市场行情的低迷, 券商集合理财产品发行规模没有 2010 年增长的那么迅猛, 但我们认为 2012 年在券商集合理财产品发行由审核制改为报备制之后 (9 月中旬证监会向各证券公司资产管理部下发关于修订《证券公司客户资产管理业务试行办法》的征求意见稿, 同时配套《证券公司集合资产管理计划备案管理指引》正在制定过程中, 很可能取消券商资管业务中的诸多限制, 有利于未来业务的快速发展), 加上市场的逐渐回暖, 发行规模将会有所突破。我们预计券商集合理财管理资金规模将增长 30% 以上。

五、创新业务将不断刺激整个券商板块

2011 年 12 月 2 日, 随着航天宏达、塞德丽等 6 家企业同时宣布挂牌, 中关村科技园代办股份转让系统, 挂牌企业已达 101 家。据中关村管委会统计, 自 2006 年 1 月中关村代办股份报价转让试点启动以来, 目前共 152 家企业参加试点; 32 家企业完成或启动了 38 次定向增资, 融资总额达 17.1 亿元, 平均市盈率为 22 倍; 挂牌企业中的久其软件已在中小板上市, 北陆药业、世纪瑞尔、佳讯飞鸿、紫光华宇已在创业板上市。“新三板”具有门槛低、成本小、规范化等特点, 只要是注册在国家级高新区内的高新技术企业, 成立满三年, 主营业务突出, 有持续经营记录, 股东出资真实, 近两年股权变动合法合规, 股东人数少于 200 人, 均有可能在改为股份有限公司后挂牌。

在 2011 年 12 月 1 日召开的第九届中小企业融资论坛上, 郭主席的讲话中, 明确指出要全力促进科技创新。特别提出要“不断深化科技金融合作, 丰富科技资源与资本市场深度融合的方式和渠道, 是资本市场成为全社会创新和创业更重要的推动力量。”2012 年我们认为, 中关村科技园去试点工作的平稳顺利, 将会给新三板的扩容带来更进一步实质性的突破。并且, 一旦“新三板”引入做市商制度和放宽投资者范围, 对于券商来说, 将成为未来收入来源的又一重要组成部分。

另外, 在监管层对于创新业务的大力支持下, 包括轻型营业部、国际板、备兑权证等

创新业务的出台和进展将会反复刺激整个券商板块。

六、估值与投资建议

从2011年1月至11月，日均股票交易为1878亿元，我们继续下调对2011年日均股票交易额的假设至1900亿元，同时，根据近日“降准”带来的货币政策转向放松的信号，以及我们对于宏观经济的研判，明年大市将可能走出震荡缓慢上行的格局。因此我们保守给与2012年日均股票交易额2090亿元的假设（较今年假设1900亿元增10%）；根据前述佣金率的判断，分别给予各券商佣金率假设（见报告前面佣金率部分三档预测）；给予自营债券收益率8%，股权类收益率按报告前面分析的历史平均收益水平分别假设；基于债券承销将会有较大增长，新三板、并购业务所带来的财务顾问费用将可能有所上升的判断，承销业务融资规模给予较今年增长10%；资管理财规模增长30%的假设判断，调整2012年券商估值：

表5：按12月5日收盘价计券商估值表

简称	前收盘价	2011EPS	2012EPS	2011BVPS	2012BVPS	2011PE	2011PB	2012PE	2012PB
中信证券	10.83	0.59	0.76	6.70	7.07	15.32	1.62	14.25	1.53
海通证券	8.03	0.48	0.56	6.20	6.70	16.73	1.30	14.34	1.20
光大证券	11.30	0.57	0.69	7.10	7.70	19.82	1.59	16.38	1.47
招商证券	11.47	0.62	0.76	5.51	5.98	18.50	2.08	15.09	1.92
广发证券	26.58	0.90	1.23	6.90	7.99	29.53	3.85	21.61	3.33
国元证券	9.31	0.41	0.49	8.40	8.82	22.71	1.11	19.00	1.06
长江证券	7.93	0.42	0.57	5.88	6.31	18.88	1.35	13.91	1.26
西南证券	8.65	0.31	0.43	5.60	6.00	27.90	1.54	20.12	1.44
兴业证券	10.13	0.36	0.49	4.12	4.54	28.14	2.46	20.67	2.23
山西证券	7.76	0.17	0.22	1.94	2.12	45.65	4.00	35.27	3.66
东北证券	14.81	0.39	0.49	5.75	6.16	37.97	2.58	30.22	2.40
国金证券	11.13	0.32	0.33	3.29	3.57	34.78	3.38	33.73	3.12
太平洋	7.11	0.10	0.13	1.41	1.53	71.10	5.04	54.69	4.65
华泰证券	9.00	0.37	0.47	6.04	6.29	24.32	1.49	19.15	1.43
方正证券	4.97	0.08	0.12	2.31	2.41	62.13	2.15	41.42	2.06
国海证券	12.66	0.15	0.27	3.33	3.56	84.40	3.80	46.89	3.56
行业平均	10.73	0.39	0.50	5.03	5.42	34.87	2.46	21.43	1.98

资料来源：WIND 咨询，宏源证券

最后，我们根据各业务线给各上市券商进行排名，从小到大，对应由最好到最差（共1-17分对应1-17名，无对应业务的统一给17分），最终将分数分别与权重相乘加总，权重依据该业务线在收入影响中的地位大小而给予不同百分比。分值靠前的券商在未来将更具竞争力。最终我们发现中信证券、广发证券、海通证券、华泰证券、招商证券和光大证券都进入了前六名。而其中目前估值最低的是中信、海通、光大和招商证券。因此我们在2012年的预测中，推荐配置中信、海通、光大和招商证券，其中首推中信证券和海通证券。

表 6：按各业务线加权分数表

公司名称	经纪业务 市场份额 排名	佣金率稳 定排名	债券承销 业融资规 模排名	“资管”业 务净值排 名	自营综合 水平	直投业务 排名	净资本规 模排名	总计
中信证券	2	1	1	1	10	1	1	2.30
海通证券	4	2	3	7	2	3	2	3.30
华泰证券	1	1	10	4	1	10	3	3.50
广发证券	3	1	2	2	12	5	6	3.60
招商证券	5	2	6	3	8	7	5	5.05
光大证券	6	1	9	6	9	4	4	5.95
方正证券	7	2	8	13	3	17	10	7.00
兴业证券	9	1	12	5	4	6	11	7.65
长江证券	8	1	14	11	7	9	8	8.25
宏源证券	10	4	5	12	14	8	12	8.60
西南证券	12	1	7	8	16	17	9	9.65
国元证券	11	3	16	15	5	2	7	9.75
山西证券	16	4	4	14	11	11	13	10.80
国海证券	14	4	13	10	13	17	16	12.25
国金证券	15	4	15	16	6	17	15	12.60
东北证券	13	4	17	9	17	12	14	12.65
太平洋	18	4	11	17	15	17	17	14.05
权重	40%	15%	20%	5%	10%	5%	5%	100%

资料来源：WIND 资讯，公司财报，宏源证券

说明：经纪业务在券商收入比重日益下降，但占比依然最高，因此给 40% 的权重；佣金率稳定水平根据报告前面所述按 0.05%-0.07%，0.07%-0.08%，0.08%-0.1%，0.1% 以上三段，越高的佣金率水平越不稳定，分值越高；债券承销规模权重仅次于经纪业务，承销业务占比日益上升，而债券承销直接决定 2012 年承销业务的业绩表现，因此给予 20% 权重；自营水平较为不稳定，数据可能有误差，但该业务线在券商中占比较大，因此给予权重 10%，仅次于佣金率稳定水平的权重；而资管、直投属于创新业务还不足以影响营业收入，因此给予较低的权重，净资本规模直接影响公司未来创新业务的发展，但券商增资、融资可以改变这个规模，因此我们也给予较小的权重 5%。

分析师简介:

黄立军: 宏源证券研究所非银行金融高级行业研究员, 中国人民银行研究生院金融博士, 曾供职于中国人寿业务管理部 and 安信证券研究所, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年中国最佳分析师综合金融行业第一名。

孙羽薇: 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 毕业于美国纽黑文大学, 工商管理硕士金融方向。曾就职于 UBS 瑞银证券机构销售团队, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 全覆盖。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。