

非银行金融

证券行业 11 月经营数据点评

行业研究报告

行业评级：推荐 维持

市场再陷低迷，券商业绩承压

行业指数走势图



行业估值情况

总市值 (亿)	6010.15
流通 A 股市值 (亿)	3828.30
平均 P/E	24.86
平均 P/B	2.06

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
- 4.《证券行业 10 月经营数据点评—市场回暖，券商业绩如期反弹》2011/11/11

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：

- 受国际环境继续复杂多变、外围环境不稳定造成热钱流出使得市场流动性承压等因素影响，11 月市场持续下跌，沪深 300 指数下跌 6.45%，上证指数下跌 5.46%，中证全债指数上涨 1.36%。
- 总体营业收入环比继续增长，券商业绩增减参半。17 家上市券商 11 月共实现营业收入 41.3 亿元，较 10 月份增长 18.1%，共实现净利润 12.8 亿元，环比增长 40.5%，净利润率 31.1%。截止到 11 月 30 日，上市券商净资产总额为 3145.6 亿元，环比增加 0.6%。
- 日均成交额和换手率较上月继续回升。11 月沪深股市成交额 32289.67 亿元，日均成交额 1467.71 亿元，分别环比增长 56.95% 和 14.14%，同比下降 60.62% 和 60.62%。以流通股总股数计算的 11 月 A 股换手率为 12.84%，较上月增长 3.95 个百分点。从日均交易额和日均换手率来看，尽管市场低迷，但市场活跃度并未受到较大负面影响。
- 总体承销规模创新高，本月增发、公司债承销显著增加。11 月份全行业证券发行总额 1866.73 亿元，环比增加 50.40%，发行规模较上个月继续大幅增长，且为 2010 年 1 月以来最高值。其中，股权增发和公司债本月实现重大突破，承销总额分别环比增长 679.29% 和 970.59%，IPO 本月环比增长 27.09%。配股和企业债承销规模本月均有所减少，配股规模本月为零，而企业债承销规模环比减少 55.58%。
- 管理规模较为稳定，平均收益率较上月下降。11 月券商共发行集合理财产品 9 只，包括上市券商中的中信证券 1 只、兴业证券 1 只。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 702.36 亿元，基本保持稳定。截止 11 月 30 日，全行业集合理财产品今年以来平均收益 -11.46%，较上月下降 1.39 个百分点，单月全行业集合理财产品收益率为 -1.33%，低于上月的 1.71%。
- 估值水平：以 12 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 24.9 倍、24.2 倍，PB 分别为 2.1 倍、2.0 倍，估值水平相对安全。建议关注估值安全性较高且在两融、新三板等创新业务上具有优势的大中型券商，如海通、光大、广发；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、山西。

正文目录

1. 行业总体状况：总体营业收入环比继续增长，券商业绩增减参半	3
2. 经纪业务：日均成交额和换手率较上月继续回升	4
3. 投行业务：总体承销规模创新高，本月增发、公司债承销显著增加	5
4. 资产管理业务：管理规模较为稳定，平均收益率较上月下降	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有所回升	9
6.2 股指期货：成交量及金额环比回升，期现比继续回落	10
6.3 新三板：成交量、成交金额环比大幅回升	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	12
8. 风险提示	14

图表目录

表 1 11 月份上市证券公司业绩	3
表 2 11 月份上市证券公司股票承销概况	6
表 3 11 月份上市证券公司债券承销概况	6
表 4 11 月份上市券商集合理财产品发行情况	8
表 5 11 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	12
图 1 上市券商 11 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 11 月多数上市券商证券承销额较上月减少	7
图 8 11 月上市券商主承销市场份额变化	7
图 9 截止 11 月底券商集合理财产品最新规模	8
图 10 11 月上市券商集合理财产品平均收益	8
图 11 11 月市场融资融券余额	9
图 12 11 月融资买入和融券卖出情况	9
图 13 11 月股指期货成交量及环比增长	11
图 14 11 月股指期货成交金额、环比及期现比	11
图 15 11 月新三板市场成交金额及环比	11
图 16 11 月上市券商主办企业家数及市场份额	11
图 17 11 月大盘与证券行业指数走势	12
图 18 上市券商股价 11 月表现	12

1. 行业总体状况：总体营业收入环比继续增长，券商业绩增减参半

外围环境继续复杂多变，尽管美国经济复苏略有起色，消费和投资有望好转，11月失业率也显著下降，但均未给市场带来多少希望。近期市场焦点继续集中在欧债危机形势上，在欧洲债务问题尚未有实质性的解决方案时，恐慌情绪阶段性爆发，导致外围市场11月继续维持震荡走势。国内由于翘尾因素的减弱，四季度CPI回落趋势明显，通胀风险有所降低，随着存款准备金率的下调，政策松动迹象进一步显露。但外围环境的不稳定造成国际热钱流出，同时外汇占款的减少可能使得下调存准的效果显得较为被动，股市的流动性不仅没有好转反而可能有所恶化。在种种因素的影响下，本月市场持续下跌，沪深300指数下跌6.45%，上证指数下跌5.46%，中证全债指数上涨1.36%。

本月券商业绩较上月继续有所增长，17家上市券商11月共实现营业收入41.3亿元，较10月份增长18.1%，共实现净利润12.8亿元，环比增长40.5%，净利率31.1%。截止到11月30日，上市券商净资产总额为3145.6亿元，环比增加0.6%。

半数上市券商本月业绩较上月环比有所增长。其中，中信证券本月业绩扭亏为盈，包括海通、宏源、山西在内的3家券商本月净利润实现大幅增长，涨幅均在200%以上；而东北、太平洋本月净利润为负，除此之外的招商、长江、国元、西南、光大本月净利润环比降幅在50%以上。

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 11月份上市证券公司业绩

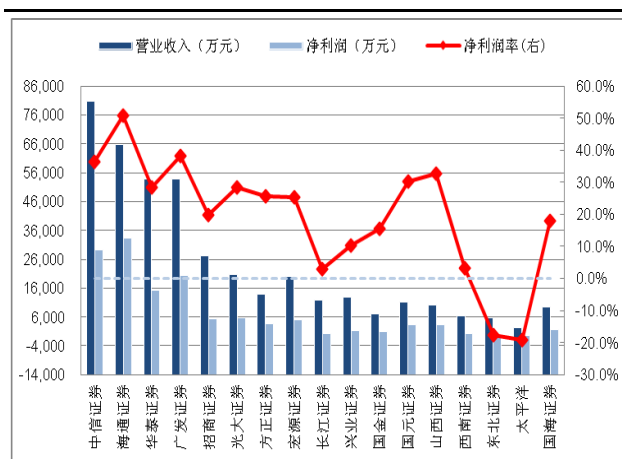
机构名称	营业收入（万元）		净利润（万元）		净利率		净资产（万元）	
	11月	环比	11月	环比	11月	环比	截止11月底	环比
中信证券	80,722.00	-	29,373.00	-	36.4%	-	7,341,698.00	1.0%
海通证券	65,783.18	70.3%	33,364.75	247.2%	50.7%	25.8%	4,476,283.96	-0.3%
华泰证券	53,905.68	5.8%	15,275.93	15.5%	28.3%	2.4%	3,444,913.43	0.1%
广发证券	53,850.47	20.1%	20,516.59	57.9%	38.1%	9.1%	3,131,685.61	0.3%
招商证券	27,317.37	-31.1%	5,381.07	-54.0%	19.7%	-9.8%	2,411,473.43	0.0%
光大证券	20,584.81	-36.6%	5,869.07	-62.3%	28.5%	-19.5%	2,137,572.33	-1.3%
方正证券	14,060.30	-8.0%	3,607.80	-12.6%	25.7%	-1.3%	1,510,824.48	-0.4%
宏源证券	19,918.00	27.7%	5,062.00	230.2%	25.4%	15.6%	731,878.00	0.2%
长江证券	11,765.49	-57.0%	362.84	-97.2%	3.1%	-43.6%	1,160,403.84	-0.2%

兴业证券	12,958.12	-3.2%	1,322.86	98.2%	10.2%	5.2%	817,385.48	0.1%
国金证券	6,981.36	-7.1%	1,080.10	-43.4%	15.5%	-9.9%	328,024.64	0.3%
国元证券	11,146.00	-41.7%	3,362.00	-54.8%	30.2%	-8.7%	1,475,747.00	0.0%
山西证券	10,263.54	81.6%	3,356.96	1001.6%	32.7%	27.3%	698,587.44	0.5%
西南证券	6,359.96	-75.1%	203.30	-98.4%	3.2%	-47.8%	1,003,271.33	-11.5%
东北证券	5,773.00	77.7%	-1,014.00	-	-17.6%	-	318,162.00	-1.1%
太平洋	2,338.23	-48.9%	-446.60	-116.9%	-19.1%	-76.9%	210,294.99	-0.2%
国海证券	9,440.05	35.9%	1,698.61	21.3%	18.0%	-2.2%	257,603.82	0.6%
合计	413,167.56	18.1%	128,376.29	40.5%	31.1%	5.0%	31,455,809.78	0.6%

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。

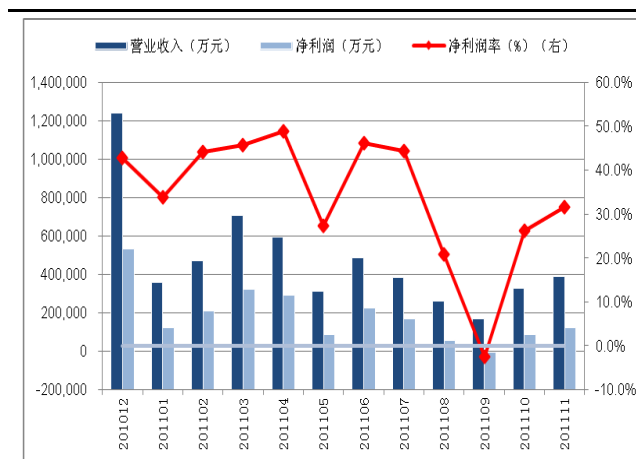
资料来源：上市公司 11 月财务数据简报，德邦证券研究所

图 1 上市券商 11 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

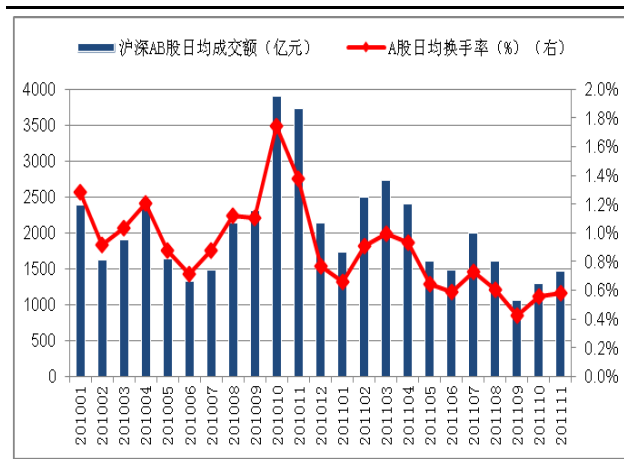
2. 经纪业务：日均成交额和换手率较上月继续回升

11 月沪深股市成交额 32289.67 亿元，日均成交额 1467.71 亿元，分别环比增长 56.95% 和 14.14%，同比下降 60.62% 和 60.62%。从日均交易额上来看，本月成交额继 10 月触底反弹之后继续有反弹的迹象。以流通股总股数计算的 11 月 AB 股和 A 股换手率分别为 12.68% 和 12.84%，均较上月增长 3.90 个和 3.95 个百分点，日均换手率分别为 0.58%、0.58%，基本与上月相当。从日均交易额和日均换手率来看，尽管市场低迷，但交易活跃度并未受到较大负面影响，这为本月券商的业绩提供了一定的支撑。

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

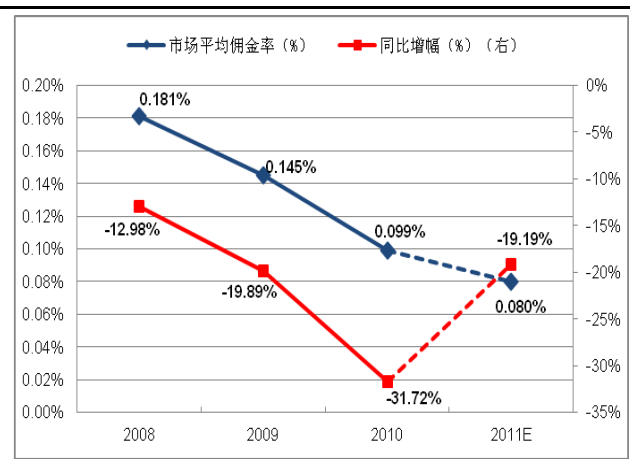
小型券商的地域优势仍然存在，如国海证券、太平洋证券、东北证券、山西证券和国金证券等，其前三季度佣金率普遍高于全国性券商。我们下调全年行业平均佣金率预测至 0.080%。采用 0.080% 的平均佣金率大致可以估算出，本月整个行业佣金收入约为 51.66 亿元，日均佣金收入 2.35 亿元。由此可以判断，11 月全行业佣金收入较上月有所增加。

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：总体承销规模创新高，本月增发、公司债承销显著增加

11 月份整个券商行业证券发行总额 1866.73 亿元，环比增加 50.40%，发行规模较上个月继续大幅增长，且为 2010 年 1 月以来最高值。其中，股权增发和公司债本月实现重大突破，承销总额分别为 292.37 亿元、182 亿元，较上月环比增长 679.29% 和 970.59%。另外，IPO 本月也有所增加，承销金额为 135.53 亿元，环比增长 27.09%。除此之外，配股和企业债承销规模本月均有所减少，配股规模本月为零，而企业债承销规模环比减少 55.58%。

从结构上看，除了配股以外，本月各投行项目发行规模分布比较均衡，IPO、增发、企业债和公司债占比分别为 16.12%、15.66%、27.47% 和 21.64%，近两个月以来券商的债券承销规模占比有扩大现象。考虑到在投行业务中，IPO 的平均发行费率相对其他种类项目略高，因此 IPO 承销规模的萎缩可能会对券商投行业务收入造成一定程度的影响。

上市券商 11 月证券承销总额 596.42 亿元，环比增长 3.33%，本月市场份额 31.95%，较上月下降 14.56 个百分点。其中，本月上市券商在公司债的承销上有所突破，市场份额占比约为行业总量的 50% 以上，增发规模也较上月增长 345.86%。除此之外，IPO、企业债和配股环比均有所下降。

从公司层面上来看，Wind 数据显示本月有 6 家上市券商证券承销规模较上月有所增加，分别为西南、宏源、招商、广发、华泰、山西，中信、海通、光大、兴业、国元、东北、长江、方正等 8 家券商承销规模环比下滑。11 月份，半数上市券商证券承销市场份额较上月有所提升，包括西南、宏源、招商、广发、光大等 8 家券商。虽然中信证券本月市场份额有

所降低，但仍然是上市券商中证券承销规模市场占有率最高的，为 9.31%。

从券商证券承销的历史数据来看，尤其是近几个月的变动，充分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。值得注意的是券商在承接投行业务时项目种类的变化，由于不同项目发行费率不同，高费率项目种类的萎缩也会给券商业绩带来冲击。

表 2 11 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）
海通证券	IP0	三丰智能（300276.SZ）	38,250	4,480.25
海通证券	IP0	道明光学（002632.SZ）	61,341	4,604.51
国都证券（西南证券）	IP0	雪人股份（002639.SZ）	79,200	6,586.47
西南证券	IP0	华西能源（002630.SZ）	71,400	5,534.57
光大证券	IP0	百圆裤业（002640.SZ）	43,009	2,842.64
华泰证券（华泰联合）	IP0	金安国纪（002636.SZ）	78,400	4,093.40
兴业证券	IP0	申科股份（002633.SZ）	35,000	3,557.82
中信证券	增发	华新水泥（600801.SH）	179,468	5,179.24
招商证券	增发	川大智胜（002253.SZ）	35,000	2,157.17
国都证券（西南证券）	增发	好当家（600467.SH）	110,947	1,774.74
光大证券	增发	银轮股份（002126.SZ）	47,299	1,832

资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

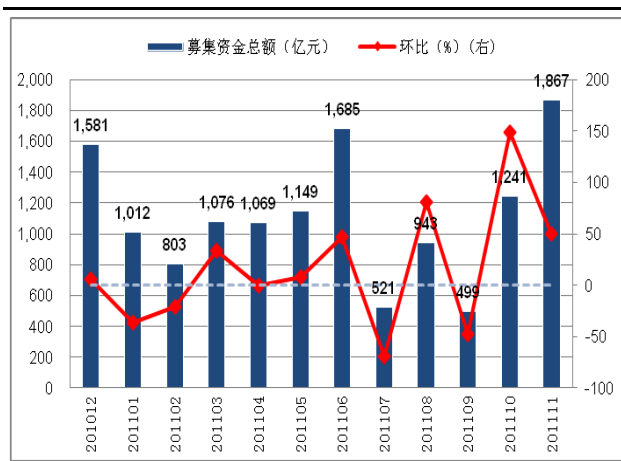
表 3 11 月份上市证券公司债券承销概况

主承销商	项目种类	名称及代码	募集资金（万元）
中信证券	企业债	11 滨海建投债 01（1180167.IB）	83,333
	企业债	11 滨海建投债 02（1180168.IB）	83,333
广发证券	企业债	11 宁农垦债（1180161.IB）	180,000
瑞信方正（方正证券）	公司债	11 宗申债（112045.SZ）	75,000
西南证券	公司债	11 长征债（123008.SH）	40,000
	公司债	11 安泰 01（112049.SZ）	60,000
华泰联合（华泰证券）	公司债	11 华孚 01（112046.SZ）	60,000
	公司债	11 许继债（112052.SZ）	35,000
光大证券	公司债	11 唐新 01（122106.SH）	210,000

广发证券	公司债	11 唐新 01 (122106.SH)	210,000
	公司债	11 新天 02 (q11111602.SH)	50,000
	公司债	11 新天 01 (q11111601.SH)	50,000
	公司债	11 海大债 (112047.SZ)	80,000
	公司债	11 安钢 01 (122107.SH)	100,000

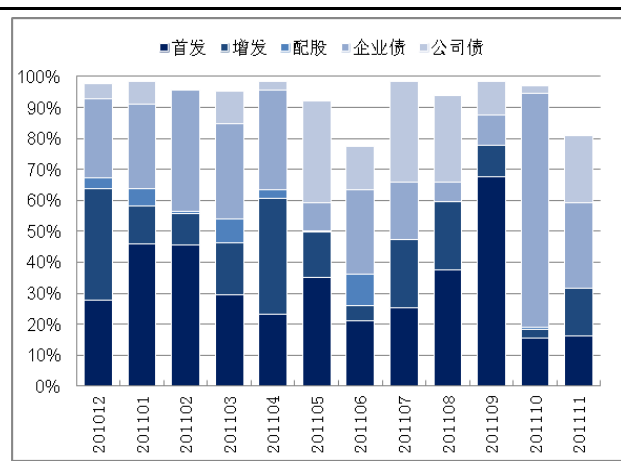
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 最近一年全行业证券承销总额



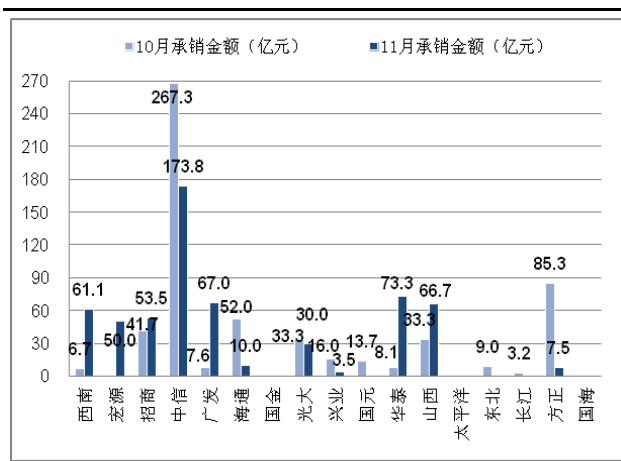
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 最近一年全行业证券承销业务主要构成



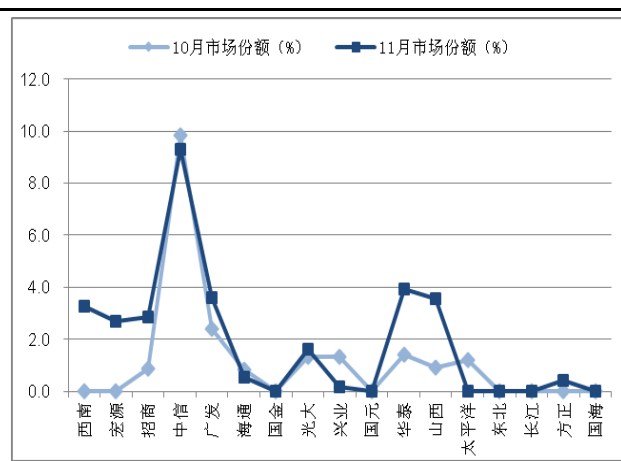
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 11 月多数上市券商证券承销额较上月减少



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 11 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: 管理规模较为稳定, 平均收益率较上月下降

11 月券商共发行集合理财产品 9 只, 其中包括上市券商中的中信证券 (1 只, 目标规模 80 亿元)、兴业证券 (1 只, 目标规模 100 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 702.36 亿元, 其中管理规模在 50 亿以上的分别为中信证券 (140.47 亿元)、光大证券 (90.34 亿元)、广发证券 (86.99 亿元)、

招商证券（63.85 亿元）、华泰证券（58.10 亿元）、长江证券（58.88 亿元）。

截止 11 月 30 日，全行业集合理财产品今年以来平均收益-11.46%，较上月下降 1.39 个百分点，所有上市券商今年以来平均收益均为负。年初至 11 月底，沪深 300 指数下跌 19.40%，上证综指下跌 16.90%，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平均收益虽然为负，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-3.65%，其次招商证券的产品平均收益也相对较好。

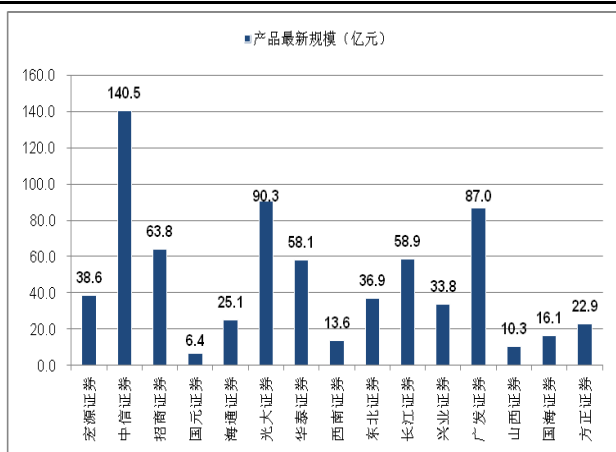
从单月业绩来看，11 月单月全行业集合理财产品收益率为-1.33%，低于上月的 1.71%。上市券商集合理财产品单月平均业绩仅东北、国海为正，但所有券商均跑赢上证指数和沪深 300 指数。其中，单月收益较高的券商有东北、国海、光大和方正，对应的平均收益率分别为 0.60%、0.47%、-0.30%、-0.33%。总体来看，11 月券商集合理财产品的收益情况还可以。

表 4 11 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
J11120.0F	中银万国宝鼎 5 期	10.00	货币市场型基金	货币市场型	中银万国证券
J11116.0F	东方红 8 号	50.00	平衡混合型基金	混合型	东方证券资产
J11114.0F	中信基金精选	80.00	混合债券型二级基金	FOF	中信证券
J11112.0F	信达满堂红主题投资	30.00	平衡混合型基金	混合型	信达证券
J11111.0F	东海东风 9 号	60.00	平衡混合型基金	混合型	东海证券
J11110.0F	兴业证券金麒麟消费升级	100.00	平衡混合型基金	混合型	兴业证券
J11108.0F	恒泰稳健回报	30.00	混合债券型二级基金	债券型	恒泰证券
J11103.0F	渤海滨海 2 号转型成长	40.00	平衡混合型基金	混合型	渤海证券
J11101.0F	国泰君安君得发	25.00	普通股票型基金	股票型	国泰君安证券

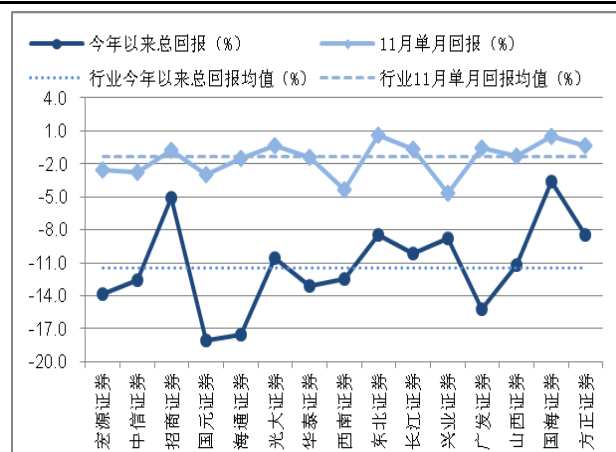
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 9 截止 11 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 11 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

11月沪深300指数下跌6.45%，上证指数下跌5.46%，中证全债指数上涨1.36%。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。但本月市场的低迷，很可能给股权投资占比较高的券商自营业绩带来较大负面影响。

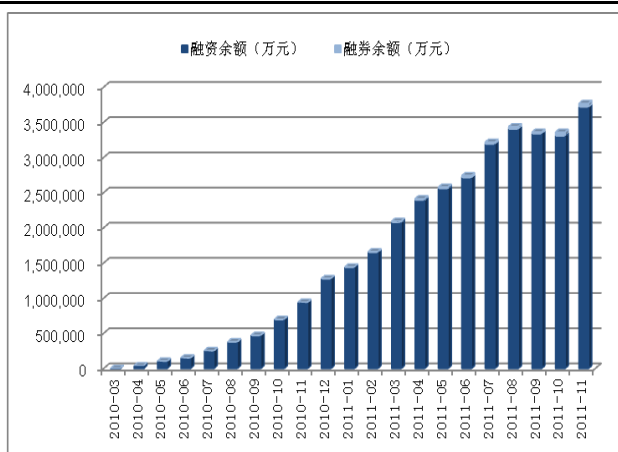
6. 其他业务

6.1 融资融券：融资融券余额较上月有所回升

本月市场融资融券余额376.54亿元，环比增加12.18%，继前两个月连续减少后增加并创历史新高。其中融资余额371.80亿元，融券余额4.74亿元，分别环比增加12.44%和-5.21%。期间融资买入额310.01亿元，融券卖出量3.42亿股，分别环比增加41.89%和23.29%。本月融资买入额和融券卖出量均大幅增加，表明两融交易活跃度有所提升。

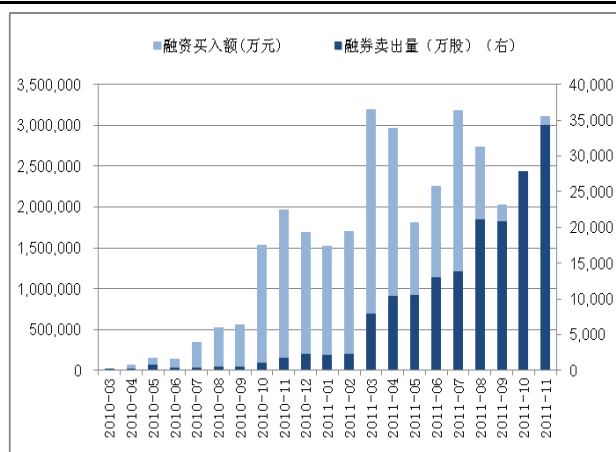
从深交所11月会员融资融券交易情况来看，目前第三批两融试点共25家券商中，融资融券余额市场份额排名前10的分别为海通、国泰君安、国信、光大、广发、银河、申银万国、华泰、招商和中信，其中上市券商共6家。从市场份额可以看出，在经纪业务上具备资源和营业网点优势的大型券商排名居前，海通证券本月融资余额、融券余额及融资融券余额的市场份额分别为12.11%、41.94%、12.56%，业务位居市场首位，另外本月光大证券、银河证券在两融业务上的市场份额有所提升，招商证券、中信证券市场份额略有下滑。

图 11 11 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 11 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 11 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	178,244	12.11%	9,324	41.94%	187,568	12.56%
国泰君安	138,717	9.43%	856	3.85%	139,573	9.34%
国信证券	105,949	7.20%	1,947	8.76%	107,897	7.22%
光大证券	107,884	7.33%	737	3.32%	108,622	7.27%
广发证券	105,480	7.17%	932	4.19%	106,413	7.12%
银河证券	97,814	6.65%	319	1.43%	98,132	6.57%
申银万国	91,344	6.21%	2,561	11.52%	93,905	6.29%
华泰证券	86,232	5.86%	2,295	10.32%	88,527	5.93%
招商证券	84,058	5.71%	407	1.83%	84,465	5.66%
中信证券	84,010	5.71%	356	1.60%	84,366	5.65%
中信建投	54,301	3.69%	1,422	6.40%	55,723	3.73%
兴业证券	43,115	2.93%	6	0.03%	43,121	2.89%
安信证券	41,702	2.83%	327	1.47%	42,028	2.81%
中投证券	38,308	2.60%	205	0.92%	38,513	2.58%
方正证券	31,946	2.17%	259	1.16%	32,204	2.16%
长江证券	31,742	2.16%	1	0.00%	31,743	2.13%
宏源证券	30,470	2.07%	0	0.00%	30,470	2.04%
平安证券	20,767	1.41%	170	0.76%	20,937	1.40%
国都证券	19,120	1.30%	14	0.06%	19,133	1.28%
东方证券	18,898	1.28%	0	0.00%	18,898	1.27%
齐鲁证券	18,026	1.23%	6	0.03%	18,032	1.21%
国元证券	15,199	1.03%	19	0.09%	15,218	1.02%
长城证券	13,259	0.90%	0	0.00%	13,259	0.89%
西南证券	8,475	0.58%	68	0.31%	8,544	0.57%
中金公司	6,277	0.43%	0	0.00%	6,277	0.42%

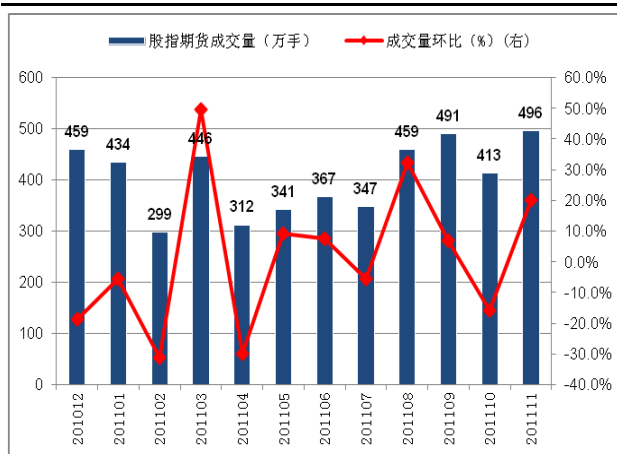
注：表中为截止到 11 月 30 日的月末数据。

资料来源：深交所，德邦证券研究所

6.2 股指期货：成交量及金额环比回升，期现比继续回落

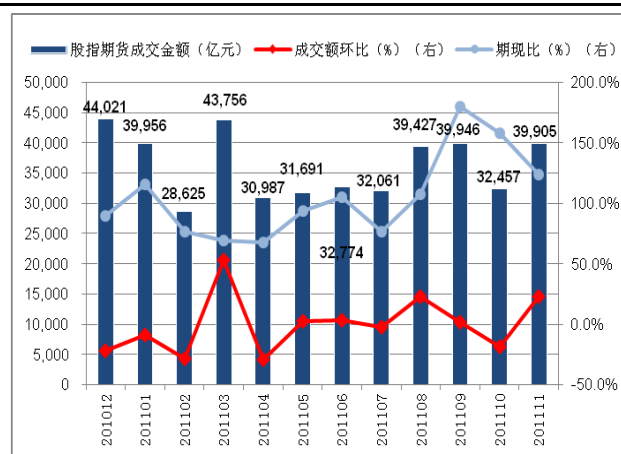
11 月，股指期货成交量为 496.45 万手，环比增加 20.13%，成交金额为 39,905.13 亿元，环比增加 22.95%，有较大幅度的反弹。11 月股指期货成交金额与沪深股票成交金额之比为 1.24，较上月继续回落。今年 1-11 月股指期货累计成交金额为 391,585.06 亿元，日均成交额为 1,763.90 亿元。

图 13 11 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 11 月股指期货成交金额、环比及期现比



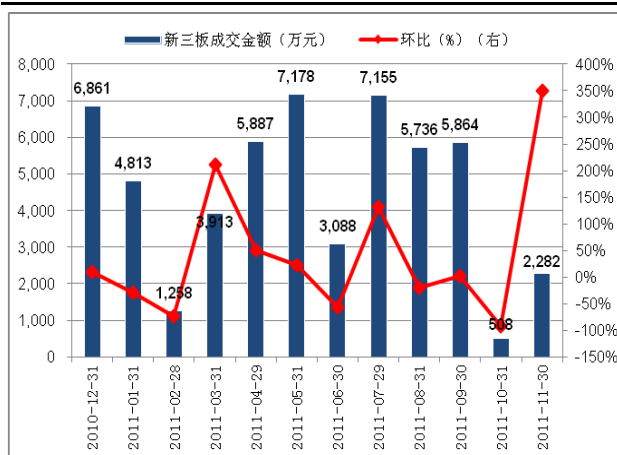
资料来源：中国金融期货交易所，德邦证券研究所

6.3 新三板：成交量、成交金额环比大幅回升

截止到 11 月 30 日，共有 60 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，本月新增财通、第一创业 2 家券商。有 101 家企业挂牌新三板，总股本 32.38 亿股。已有紫光华宇、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、博晖创新、东土科技等 4 家企业正在等候创业板发审。

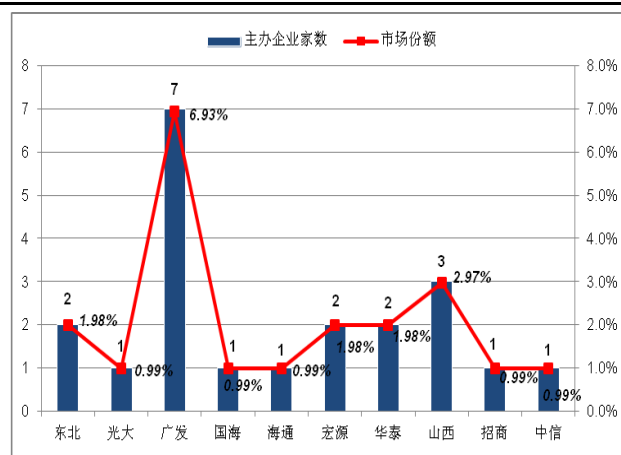
目前在所有具有主办券商业务资格的券商，申银万国证券共主办 28 家企业，以 27.72% 的市场份额排在行业首位；其次，西部证券主办 10 家企业，市场份额 9.90%，国信证券主办 10 家企业，市场份额 9.90%，广发证券主办 7 家企业，市场份额 6.93%，分别位列第二、第三和第四。本月，新三板市场成交量为 480.83 万股，环比增加 338.15%，成交金额为 2282.07 万元，环比增加 349.24%，较上月大幅回升。

图 15 11 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 11 月上市券商主办企业家数及市场份额



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

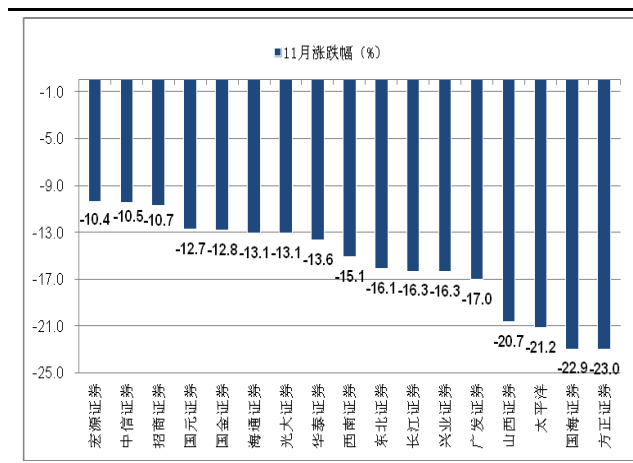
受外围环境不稳定及国内市场流动性影响，11 月市场整体下跌，沪深 300 指数下跌 6.45%，上证指数下跌 5.46%，证券Ⅲ（中信）下跌 14.39%，行业指数表现明显逊于大盘，表现出证券板块走势的先行特征。11 月，受大盘低迷的总体利空影响，所有券商股均有不同程度下跌。其中，方正证券跌幅最高，本月共下跌 23.0%，国海、太平洋、山西等小型券商跌幅均在 20%以上。相反，大型券商在本轮的下跌中显示出相对较强的抗跌性。

图 17 11 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 11 月表现



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

7.2 估值水平

以 12 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 24.9 倍、24.2 倍，PB 分别为 2.1 倍、2.0 倍，估值水平较上个月有所回调，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 (PE, 最新预测) (2011)	市净率 (PB, 最新)
000562.SZ	宏源证券	18.9	2.6
000686.SZ	东北证券	45.8	2.9
000728.SZ	国元证券	23.9	1.3
000776.SZ	广发证券	30.2	2.5
000783.SZ	长江证券	27.8	1.7
002500.SZ	山西证券	52.2	3.2

600030.SH	中信证券	18.9	1.6
600109.SH	国金证券	26.9	3.4
600369.SH	西南证券	27.7	2.1
600837.SH	海通证券	18.2	1.5
600999.SH	招商证券	18.7	2.2
601099.SH	太平洋	73.8	5.1
601377.SH	兴业证券	25.0	2.6
601688.SH	华泰证券	19.1	1.5
601788.SH	光大证券	20.1	1.8
601901.SH	方正证券	34.2	2.1
000750.SZ	国海证券	30.5	3.5
流通 A 股市值加权平均值		24.2	2.0
总市值加权平均值		24.9	2.1

注：表中数据以 2011 年 12 月 8 日收盘价计算得出。

资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

尽管大部分宏观数据表明，美国经济正处于缓慢复苏中，失业情况正逐渐有好转迹象，通胀基本维持在可控范围之内，但政府债务问题带来的财政紧缩不确定性给经济增加了不少风险；欧债危机形势继续严峻，尽管各种相关救助措施有望逐渐推出，但由于缺乏实质性的解决方案，希腊、西班牙、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。同时，随着翘尾因素的减弱，四季度 CPI 回落趋势明显，随着存款准备金率的下调，政策松动迹象进一步显露。但外围环境的不稳定造成的国际热钱流出，加上外汇占款的减少可能使得下调存准的效果显得较为被动，股市的流动性不仅没有好转反而可能有所恶化。我们认为整体宏观环境可能不利于后期市场，至少不确定性较大，券商业绩可能将继续承受压力。

随着《转融通业务监督管理试行办法》的发布，加上近期融资融券标的数量如市场所预期扩容，转融通业务也有望在不久的将来推出，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，两融业务获得显著突破，将成为未来券商业绩增长的重要驱动力。除此之外，目前券商业务正处于转型期，监管趋松将有利于创新业务的推出和盈利模式的不断优化，包括 RQFII、股票约定式回购等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继续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、新三板等创新业务上具有优势的大中型券商，如海通、光大、广发；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、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, 也不保证本报告中的任何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, 我对任何投资作出任何形式的担保。我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。