

证券研究报告—动态报告/行业快评

证券

行业重大事件快评

谨慎推荐

2012 年 02 月 16 日

提示过热周期中的交易性投资机会

证券分析师：邵子钦

0755-82130468

shaozq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120052

证券分析师：田良

0755-82130470

tianliang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120041

事项：

年初以来，证券行业指数上涨 12.84%，其中兴业证券上涨 19.28%，广发证券上涨 17.05%，海通证券上涨 16.87%，宏源上涨 16.43%，中信证券上涨 14.21%，均跑赢行业指数。

评论：

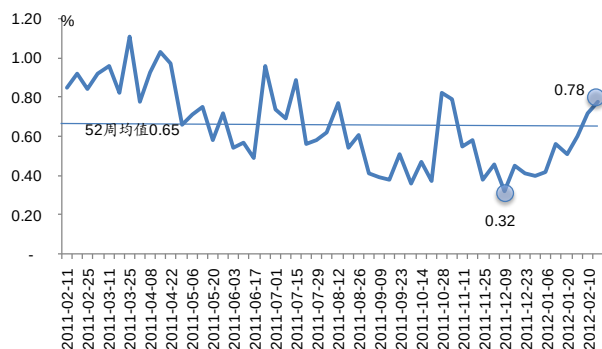
■ 尽管成交量月度环比上升，但股价上涨并非来自价值低估。

➢ 在乐观假设下，估值仍处高位。尽管年初至今日均股票交易额 1201 亿元，近一周为 1517 亿元，呈环比上升态势。A 股周换手率也由 0.32%（2011 年 12 月 9 日）的前期低点升至目前的 0.78%，超越近 52 周平均水平（0.65%）。但是，在全年日均股票成交额 1500 亿元、上证指数中轴 2500 点、行业佣金率同比下降 5%、职工薪酬同比降 15%，其他费用同比降 10% 的假设下，行业平均 PE31.63 倍、PB1.88 倍，对应 ROE5.2%，收益率与银行理财产品接近。

➢ 1 月佣金率同比下降 4.12%，月度环比下降 1.34%，符合预期。据 57 家在银行间市场披露年报的券商来看，2011 年股基净佣金率为 0.8‰，同比下降 19%；据我们跟踪的 60 家营业部 2012 年 1 月的佣金率看，1 月净佣金率同比降幅 4.12%，较 2011 年 12 月环比下降 1.34%。单个月份来看，佣金率同比降速一直在趋缓，2010 年同比降幅普遍在 15~20%，2011 年同比降幅在 10~15%，2012 年首月佣金率同比降幅已缩至 4.12%。

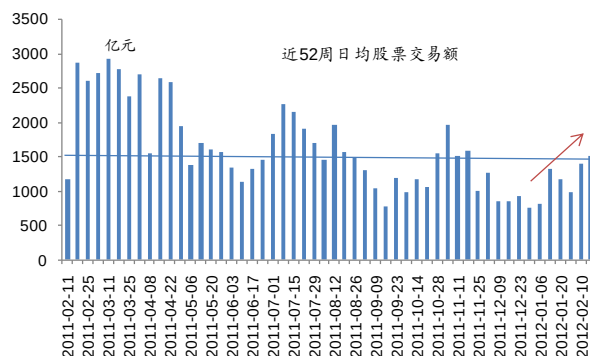
新开户拉低整体佣金率的效应将减弱。2011 年根据各家券商向证监会报备了全成本核算的佣金率，浙江设定了新开户佣金率不得低于 0.8‰ 的底线，并规定投资者更换证券营业部佣金率不得低于上家，江苏最低佣金率指导线为 1‰，广西为 1.2‰，深圳为 0.8‰。各省市的佣金率的新开户佣金率底线与行业目前 0.86‰ 的佣金率水平接近，新开户佣金率拉低整体佣金率的效应在减弱，符合我们全年佣金率降速 5% 的预期。

图 1：换手率逐渐走出低谷



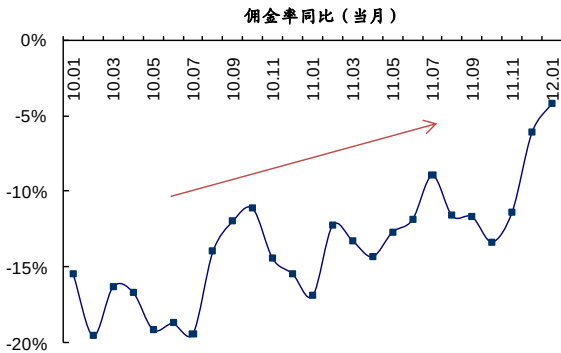
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 2：日均股票成交额逐渐恢复至 1500 亿元



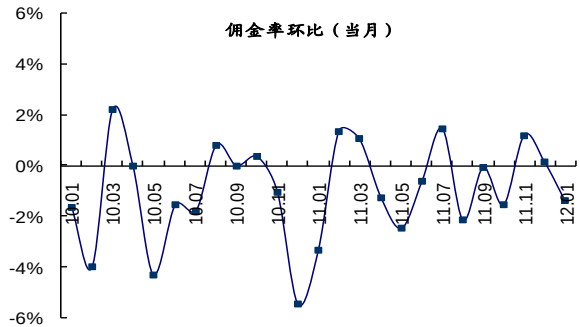
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 月度佣金率同比降幅收窄



资料来源：国信证券经济研究所研究员调研跟踪数据

图 4: 月度佣金率单月环比降幅减少

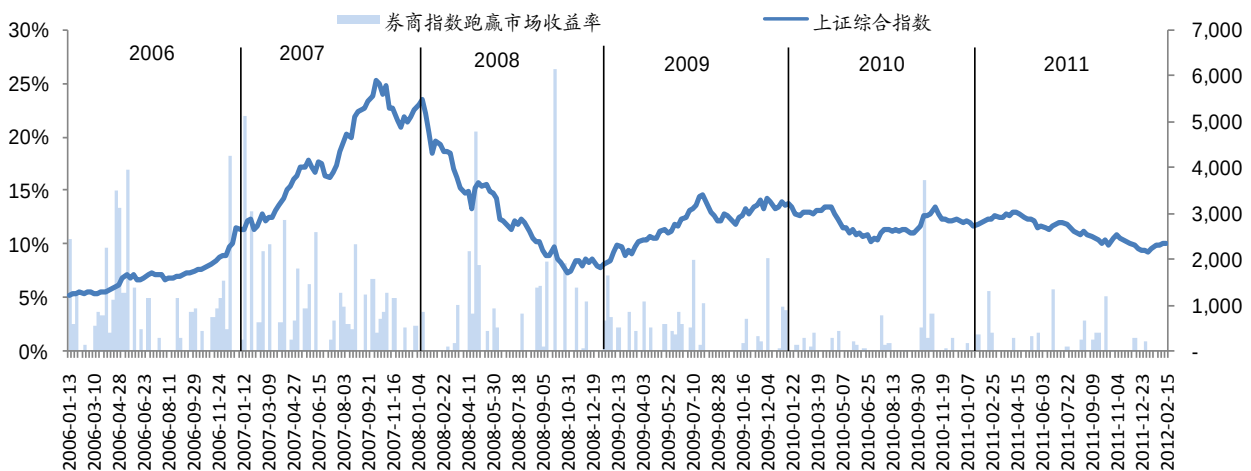


资料来源：国信证券经济研究所研究员调研跟踪数据

■ 从历史经验看，券商股在过热周期中有超额收益，提示交易性投资机会。

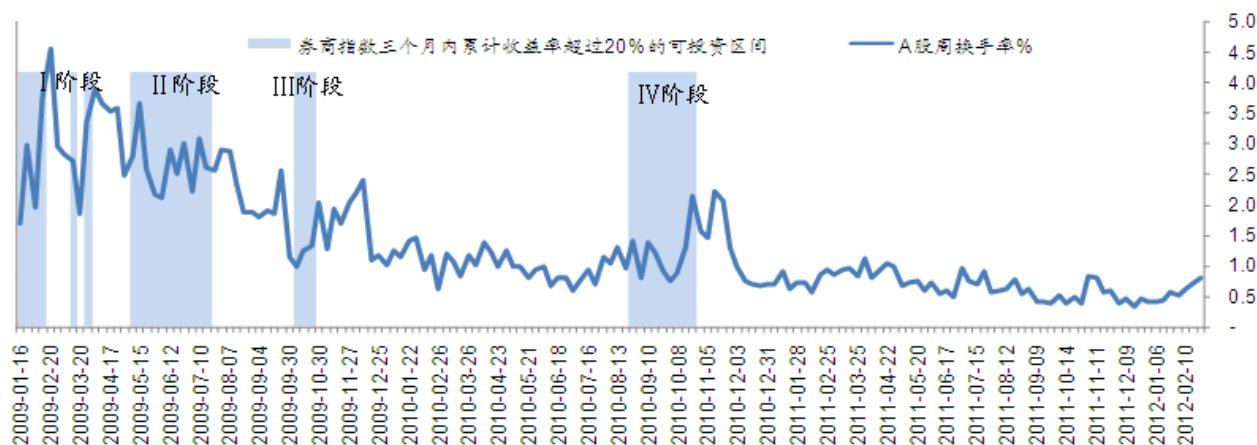
- 根据国信金融工程组投资时钟理论，目前市场正由复苏周期过渡至过热周期，从历史表现看，在过去的两次过热周期中，券商股涨幅在 24 个行业中分别排名第 3 和第 5。
- 回顾 2006 年以来证券行业指数表现，市场上涨初期相对市场具有明显正收益，在 2006、2007、2009 年的牛市中，券商股在市场行情启动初期阶段相对指数正收益明显，且市场上涨阶段跑赢市场指数是大概率事件。
- 我们将证券行业指数表现中，可以在 3 个月内实现 20% 收益率的时点定义为可投资时点，由可投资时点构成可投资区间，2009 年以来，共出现 4 次可投资区间，这些区间都伴随着 A 股换手率的反转和大幅度提升。

图 5: 市场上升初期券商股跑赢市场是大概率事件



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 换手率上升若可持续, 券商股将进入可投资周期



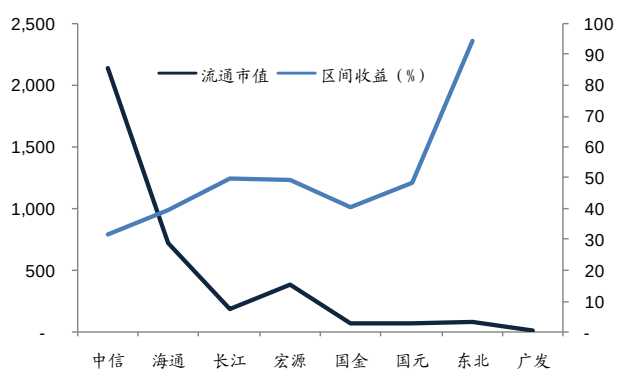
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

■ 谨慎推荐业绩稳定的白马股——中信证券、海通证券

➢ 小券商流动性溢价消失, 白马股重新为市场所关注。在上述 4 个可投资区间中, 第 II、III 段区间内, 小券商具备明显的流动性溢价, 大市值的白马股涨幅小。在 2010 年 8 月的第 IV 阶段中除广发、兴业、国金以外的小流通市值券商股相对中信、海通等大券商已没有明显溢价, 2012 年以来券商股的表现中, 中信、海通等大券商相对国金、海通、国元等小市值券商出现明显的跑赢, 在行业月度盈利出现亏损的背景下, 白马股重新被市场所关注。

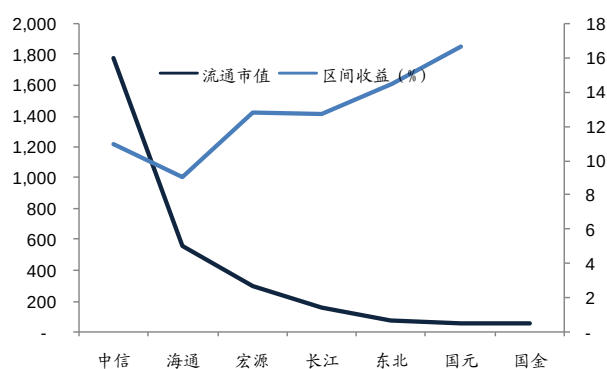
➢ 在行业出现月度亏损的情况下, 市场倾向于选择业绩稳定的品种。季报中中信、海通账面可投资资产分别为 608 亿元和 463 亿元, 以 4% 的回报率计算, 可分别贡献月度投资收益 2.03 亿元和 1.54 亿元, 充裕的资本金是业绩的稳定器。

图 7: 第 II 阶段券商股流通市值与区间收益



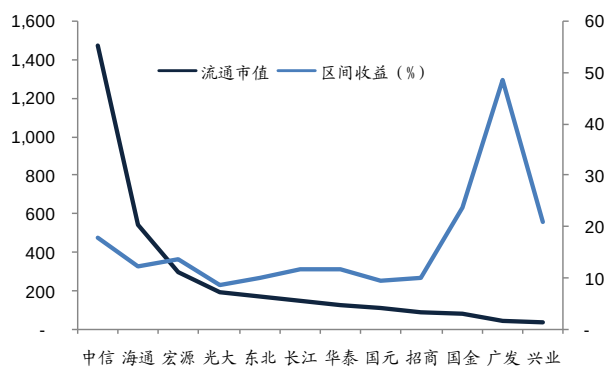
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 8 第 III 阶段券商股流通市值与区间收益



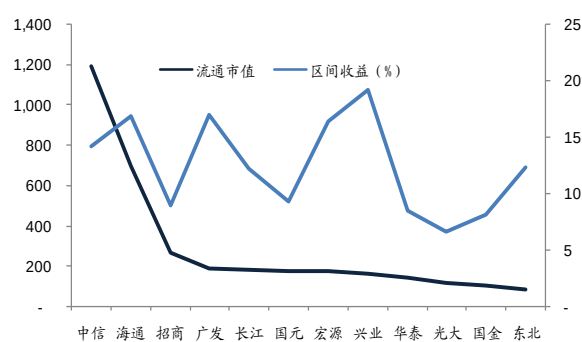
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 第IV阶段券商股流通市值与区间收益



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 月度佣金率单月环比降幅减少



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010
600030	中信证券	谨慎推荐	11.09	1.03	1.14	0.45	10.59	9.53	24.25	1.27
600837	海通证券	谨慎推荐	8.66	0.45	0.38	0.38	18.95	22.12	22.32	1.41
601688	华泰证券	中性	8.49	0.61	0.32	0.31	13.69	26.07	26.96	1.32
000776	广发证券	中性	24.58	1.36	0.70	0.61	17.85	34.89	39.57	2.10
601788	光大证券	中性	10.88	0.64	0.46	0.40	16.61	23.36	26.62	1.52
600999	招商证券	中性	11.09	0.69	0.39	0.41	15.82	27.81	26.73	1.92
000562	宏源证券	中性	12.48	0.89	0.44	0.36	13.55	27.45	33.73	2.19
000686	东北证券	中性	13.93	0.82	-0.24	0.14	16.49	-	-	2.65
000728	国元证券	中性	9.29	0.47	0.29	0.25	19.45	31.19	36.84	1.16
000783	长江证券	中性	8.03	0.54	0.19	0.21	14.62	42.03	38.30	1.52
600109	国金证券	中性	10.73	0.44	0.23	0.26	23.78	44.91	40.44	2.97
601377	兴业证券	中性	11.09	0.36	0.19	0.17	30.07	56.57	63.82	2.58

数据来源: 国信证券经济研究所研究员预测

相关研究报告:

《证券行业业绩前瞻报告：2011 年净利润下降近 5 成》——2012-02-14
《行业重大事件快评：IPO 规模逐季下降，公示名单不影响估值假设》——2012-02-03
《博反弹无异于火中取栗》——2011-12-15
《券商行业半年度策略：佣金战尚未结束，新业务难挑大梁》——2011-06-09
《证券行业 2011 年度投资策略：市场误解带来交易性投资机会》——2010-12-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行