

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

创新推开, 有望厚积薄发

——证券行业 2012 年下半年投资策略

证券研究报告——行业策略

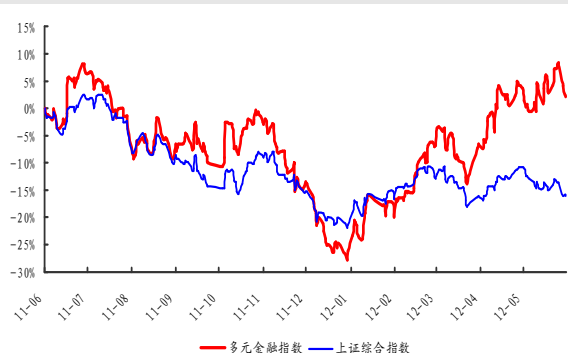
强于大市（维持）

发布日期: 2012 年 6 月 11 日

重点个股盈利一览（截至 5 月 31 日）

股票简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
海通证券	0.38	0.45	23.22	增持
中信证券	1.23	0.47	29.30	增持
兴业证券	0.2	0.27	44	增持

证券业近一年相对沪深 300 指数表现



相关研究

证券行业月度报告

证券行业发展机遇之市场篇……2011 年 3 月 15 日
创新助力发展转型, 尚待配套制度明确——证券行业
2011 年二季度投资策略……2011 年 4 月 20 日
政策向好, 业绩不给力——证券行业 2011 年下半年投
资策略……2011 年 5 月 31 日

“创新” 承载冬天的火种——证券行业 2012 年年度投
资策略……2011 年 12 月 6 日

证券行业创新之梳理……2012 年 5 月 15 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

关键要素:

创新发展已经成为证券行业的共识, 而创新大会是行业创新加速的里程碑, 各项创新政策有望在下半年陆续兑现, 创新业务的业绩贡献也逐步显现。虽然各项创新短期内无法从根本上改变券商仍以传统业务为主的收入结构, 无法大幅改善收入及盈利情况。但基于金融改革主题投资仍将贯穿下半年的市场预期, 证券业创新的推开有望对券商股的估值形成明显支撑, 给予下半年券商板块“强于大市”投资评级。

投资要点:

● **业绩无惊喜, 股价连番涨。**2012 年以来错综复杂的市场环境, 市场成交额大幅萎缩, 券商盈利同比下滑, 经纪、投行收入下滑, 但创新业务收入贡献逐步体现; 虽然上市券商业绩表现平平, 但二级市场表现却独树一帜, 今年以来券商板块整体表现大幅优于上证综指, 主要受益于金融改革和行业创新。

● **行业创新进入加速发展期。**创新发展, 不仅是决策层自上而下的推动, 更是证券行业自下而上的呼声, 年初以来的金融改革和行业监管放松+创新发展给行业带来了良好的发展机遇, 而创新大会加速推动了行业的创新发展, 各项创新有望在下半年逐步兑现。

● **平稳中孕育中爆发力。**下半年各项传统业务将平稳推进, 而创新业务将加速布局, 下半年创新和政策放松预期将显著强于上半年, 届时将呈现创新遍地开花的景象; 金融产品的丰富、业务种类的多元化将是证券行业未来发展趋势, 营业收入、净利润的来源将更加稳定, 但 2012 年业务模式及收入结构出现显著改善的概率较小, 仍有待于政策推出及创新业务发展的进程。

● **行业投资策略:** 年初以来的金融改革将在下半年得以延续, 再加上行业监管趋于宽松的政策环境, 行业将迎来战略发展新机遇, “创新驱动” 将是下一阶段券商做优做强的主基调。虽然各项创新短期内无法从根本上改变券商仍以传统业务为主的收入结构, 无法大幅改善收入及盈利情况, 但创新预期有望对券商股的估值形成明显支撑, “创新” 将是长期贯穿券商板块的一个投资主线, 创新意识领先、资本实力强且业务优势明显的券商将是较好的投资品种。

● **风险提示:** 证券自营投资收益与经纪业务收入受证券市场行情影响较大; 各项创新政策推出进度可能会低于预期。

目 录

引言.....	4
1. 业绩无惊喜，股价连番涨.....	4
1.1 整体经营情况.....	4
1.2 经纪、投行收入下滑，创新业务收入贡献逐步体现.....	6
1.3 受益金改及行业创新动态，板块二级市场表现靓丽.....	11
2. 行业创新进入加速发展期.....	12
2.1 行业发展机遇.....	12
2.2 行业创新有望下半年开始逐步兑现.....	13
3. 平稳中孕育着爆发力.....	13
3.1 传统业务平稳推进.....	13
3.2 创新业务加速布局，孕育爆发力.....	14
3.3 上市券商队伍有望壮大.....	15
4. 证券行业投资策略.....	16
4.1 市场环境.....	16
4.2 行业投资策略.....	16
5. 风险提示.....	17
重要声明.....	18
免责条款.....	18
转载条款.....	18

图表目录

图 1: 上市券商季度经营情况 (2010Q3-2012Q1)	5
图 2: 上市券商收入结构变化情况	5
图 3: 各上市券商净利润变化情况 (2012Q1)	5
图 4: 各上市券商收入结构情况 (2012Q1)	5
图 5: 上市券商月度经营情况 (2011-2012 年 5 月)	5
图 6: 各上市券商业务及管理费变化情况 (2012Q1)	6
图 7: 各上市券商管理费率情况 (2012Q1)	6
图 8: A 股市场月度股基交易额情况 (2011-2012.5)	7
图 9: 上市券商季度佣金率变化情况	7
图 10: 上市券商经纪业务收入情况 (2012Q1)	7
图 11: 各上市券商佣金率情况 (2012Q1)	7
图 12: 上市券商单季度自营投资收益情况	8
图 13: 上市券商自营 (含直投) 投资收益情况 (2012Q1)	8
图 14: 上市券商资管业务收入情况 (2011-2012Q1)	9
图 15: 集合理财产品月度成立规模 (2011-2012.5)	9
图 16: 各上市券商资管业务收入情况 (2012Q1)	9
图 17: 各上市券商发行集合理财产品数量及规模	9
图 18: 月度 IPO 发行情况 (2011-2012.5)	10
图 19: 月度再融资情况 (2011-2012.5)	10
图 20: 上市券商 IPO 及再融资主承销情况 (2012Q1)	10
图 21: 各上市券商承销业务收入情况 (2012Q1)	10
图 22: 上市券商 2011 年融资融券利息收入及收入占比情况	11
图 23: 2012 年以来券商板块整体表现优于上证综指	11
表 1: 截至 2012 年 5 月 31 日, 上市券商的年度市场表现情况	12
表 2: 2012 年下半年行业收入预测 (不考虑自营、直投投资收益)	16
表 3: 个股推荐与点评	17
表 4: 重点公司盈利预测及投资评级	17

引言

在《证券行业 2012 年年度投资策略：“创新”承载冬天的火种》中，我们曾提出“推动、鼓励创新业务发展”将是 2012 年证券行业监管的主基调之一，今年初以来，监管层在支持、鼓励行业创新方面已有多方面举措或动向，政策力度和幅度应该说是预期之中、意料之外。

2012 年以来，在国内外多因素影响下，市场环境更加错综复杂，行业盈利情况继续下滑，而随着创新大会的召开，行业创新进入加速发展期，下半年可能呈现创新全面开花的景象，创新业绩贡献逐步显现，“创新”将是长期贯穿券商板块的一个投资主线。

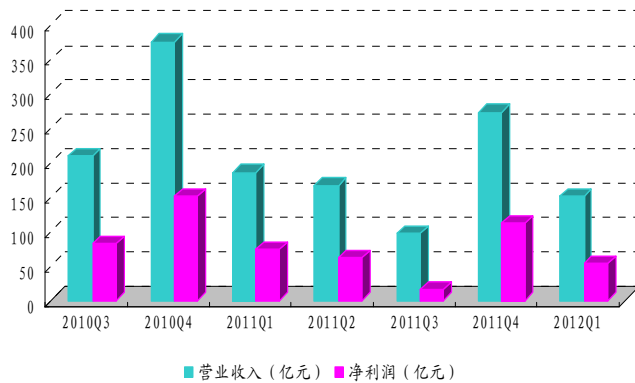
1. 业绩无惊喜，股价连番涨

1.1 整体经营情况

市场环境不配合、行业盈利下滑。2012 年以来，市场环境在欧债危机持续发酵、国内新股发行改革等因素影响下变得更加错综复杂，上证综指呈现震荡走势，市场成交金额同比大幅萎缩，券商盈利同比下滑：虽然上市券商 1-5 月的月度经营整体呈现环比改善的态势，但较之 2011 年同期，除 5 月盈利情况同比大幅提升外，其余 4 个月份均同比下滑、且降幅均超过 10%；扣除不具可比数据的方正、国海、东吴和西部证券外，其余 15 家上市券商（母公司及相应子公司）1-5 月合计实现营业收入 224.27 亿元、同比减少 8.16%，净利润 88.33 亿元、同比减少 14%，我们认为券商上半年业绩同比下滑的格局已无法改变，预计上半年营业收入和净利润都将出现小幅下滑，营业收入同比下滑 5%左右，净利润同比下滑 11%左右，经纪和投行业务收入可能是拖累业绩的最主要因素。

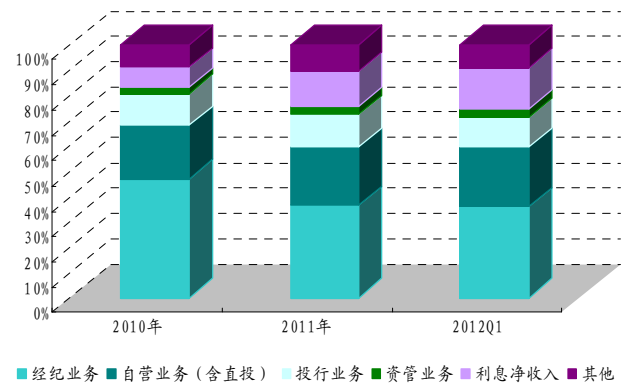
收入结构稳定。从收入结构来看，各项业务收入占比整体较为稳定，盈利模式趋于优化，经纪、自营（含直投）业务收入占比合计降至 60%以下。其中：经纪业务收入仍是券商营业收入的主要来源、但占比趋于下滑，2011 年/2012Q1 占比基本稳定在 36%左右；自营（含直投）投资收益在营业收入中的占比则略有提升，我们认为主要是受益于市场环境有所回暖，2012Q1 占比较之 2011 年 22.99%小幅提升 0.33 个百分点；受益于融资融券业务规模的提升和高企的利率水平，利息净收入占比提升最为明显，2012Q1 占比达 16.31%、较之 2011 年 13.86%进一步提升；资管业务 2011 年/2012Q1 收入占比分别为 3.35%、3.25%，投行业务 2011 年/2012Q1 收入占比分别为 12.84%、11.82%。

图 1：上市券商季度经营情况（2010Q3-2012Q1）



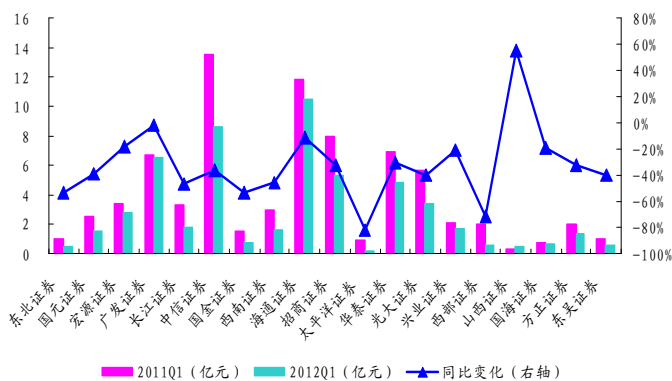
注：季度经营数据中仅包含除西部、东吴证券外的 17 家上市券商
资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图 2：上市券商收入结构变化情况



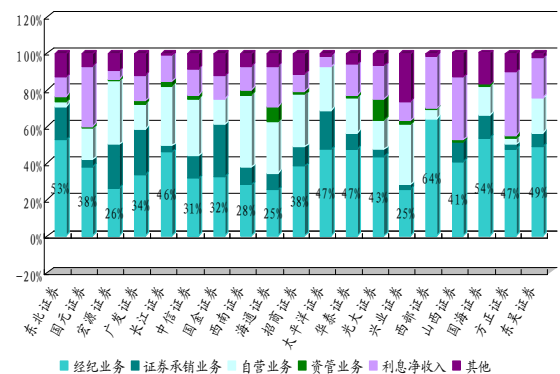
资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图 3：各上市券商净利润变化情况（2012Q1）



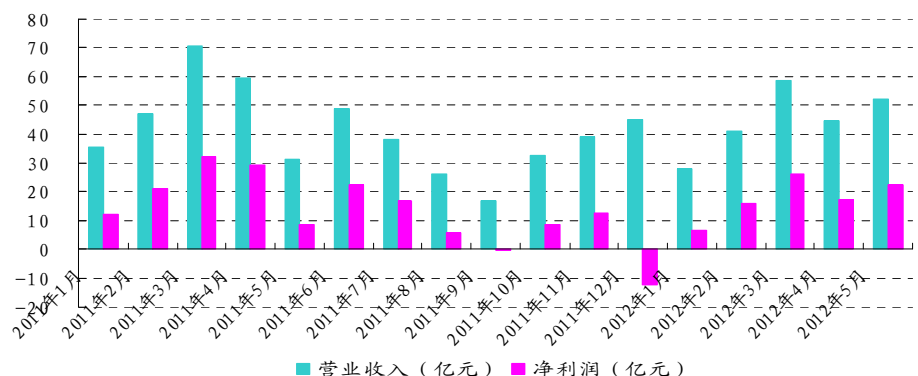
资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图 4：各上市券商收入结构情况（2012Q1）



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图 5：上市券商月度经营情况（2011-2012 年 5 月）

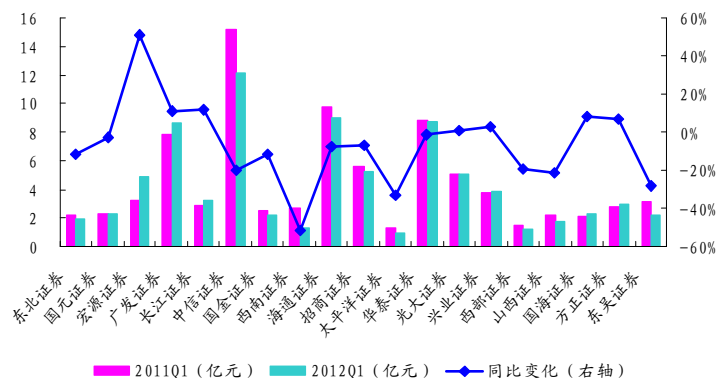


注：经营数据仅包括除方正、东吴、国海和西部证券外的其余 15 家上市券商
资料来源：中原证券研究所，公司公告

业务及管理费压力大。虽然 1 季度 19 家上市券商发生的业务及管理费合计 79.74 亿元、同比减少 5.91%，但在营业收入中的占比由去年同期的

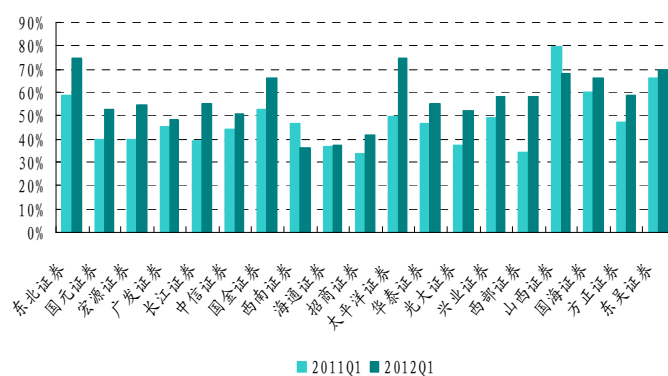
43.54%大幅提升至 50.87%、较之 2011 年底的 48.66%也有所提高，太平洋、西部证券等中小券商的费用率增幅远超大券商。在目前行业监管趋于宽松的大背景下，行业创新进入加速发展期，传统业务管制也不断放松，都将使得业务及管理费呈现增长态势，业务及管理费压力较大。

图 6：各上市券商业务及管理费变化情况（2012Q1）



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图 7：各上市券商管理费费率情况（2012Q1）



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

1.2 经纪、投行收入下滑，创新业务收入贡献逐步体现

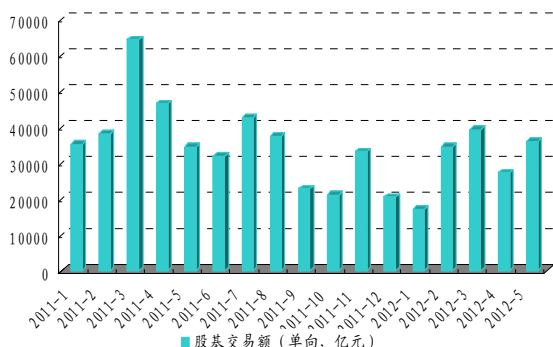
1.2.1 经纪业务：股基交易额和佣金率双重下滑，但佣金率下滑趋缓

2012 年错综复杂的市场环境，使得月度股基交易额虽整体呈现提升态势、但环比波动较大，若与 2011 年同期相比，除 5 月外，其余 4 个月份同比全部出现下滑，日均交易额同比下滑幅度均在 35%左右，从而使得月度经纪业务收入同比下滑，这可从 1 季度上市券商经纪业务收入变化中得以验证。

1 季度，19 家上市券商合计实现经纪业务净收入 56.74 亿元、同比减少 35.62%，主要是股基交易额和佣金率的双重下滑所致，其中：股基交易额 70753.57 亿元、同比减少 33.50%，股基交易额下滑的同时，平均佣金率也有所下滑，1 季度平均佣金率为 0.0802%、同比下滑 3.20%。从各上市券商来看，1 季度 19 家上市券商经纪业务净收入同比均出现下滑、且幅度均在 25%以上，股基交易额全线下滑且幅度多数在 30%以上，但平均佣金率的变化有所分化，华泰证券等 5 家券商已呈现企稳回升态势，其余多数券商佣金率同比下滑幅度均在 5%以上，且佣金率绝对值较高的券商下滑幅度较大，若与 2011 年底平均佣金率相比，多数上市券商佣金率仍呈现下滑趋势，虽然大幅下滑压力有所缓解，但未来佣金率的变动情况仍需进一步观察。

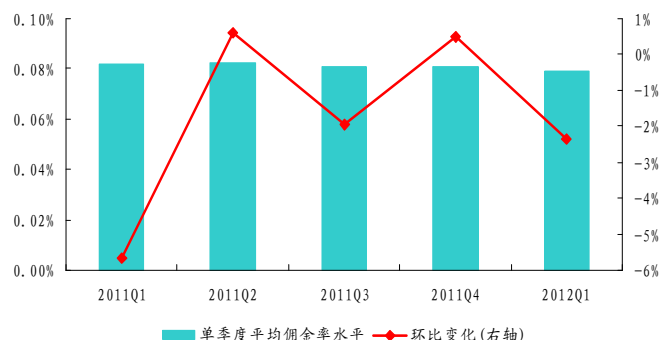
截至 5 月底，2012 年度股基交易额 15.39 万亿元、同比减少 29.58%，在股基交易额和佣金率的双重下滑影响，我们预计上半年上市券商经纪业务收入总额在 118 亿元左右、较之去年同期下滑 26%左右。

图 8: A 股市场月度股基交易额情况 (2011-2012.5)



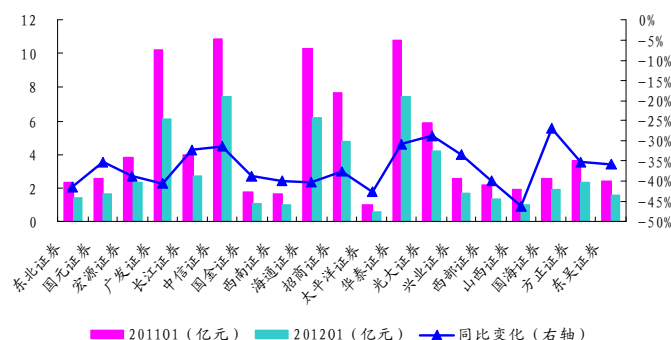
资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网

图 9: 上市券商季度佣金率变化情况



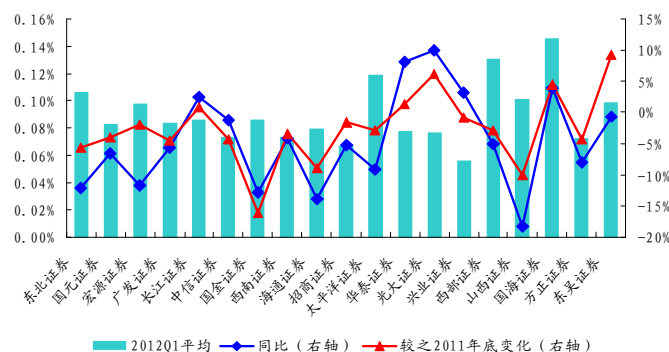
资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网, 公司财务报表

图 10: 上市券商经纪业务收入情况 (2012Q1)



资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

图 11: 各上市券商佣金率情况 (2012Q1)



资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网, 公司财务报表

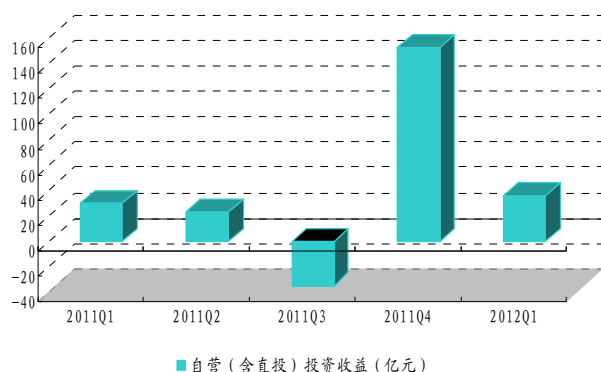
1.2.2 自营业务尚需做好风险控制, 直投业务逐步贡献收益

自营(含直投)投资收益趋于改善。1 季度, 19 家上市券商合计实现自营(含直投)投资收益(扣除联营、合营企业投资收益+公允价值变动损益)36.56 亿元、同比增加 15.15%, 除山西证券外, 其余 18 家上市券商全部实现盈利、且多数实现同比增长; 环比来看, 扣除去年 4 季度华夏基金股权转让的一次性收益, 剔除不具可比数据的西部、东吴证券后的 17 家上市券商 1 季度自营投资收益环比减少 54.11%, 半数以上环比实现改善。

自营尚需做好风险控制。受 A 股市场走势的影响, 券商自营业务投资收益波动性较大, 进而影响公司整体盈利, 这对于自营业务做好风险控制提出较高要求, 而在震荡市场环境中, 股指期货能为投资者提供较好的做空工具, 通过投资于股指期货等衍生工具能一定程度对冲股市下跌风险, 因此, 券商自营部门参与股指期货套保交易将是未来证券自营业务控制风险、追求稳定投资收益的必然趋势。

部分直投项目进入业绩贡献期。截至目前, 除了太平洋、国金证券 2012 年刚成立直投子公司外, 除西部证券外的其余 18 家上市券商均已开展直投相关业务。据不完全统计, 截至 5 月底, 上市券商直投子公司已有 6 个项目进入解禁期, 包括金石投资的昊华能源/机器人、广发证券的青龙管业等, 2012 年还将有超过 10 个项目进入解禁期, 陆续开始贡献业绩。

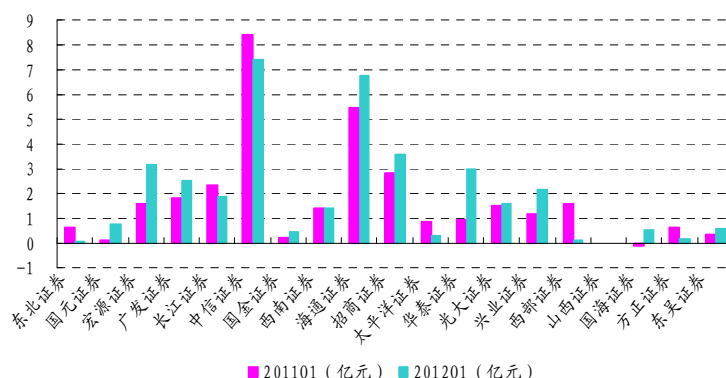
图 12: 上市券商单季度自营投资收益情况



注：季度数据仅包含除西部、东吴证券外的 17 家上市券商

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图 13: 上市券商自营（含直投）投资收益情况（2012Q1）



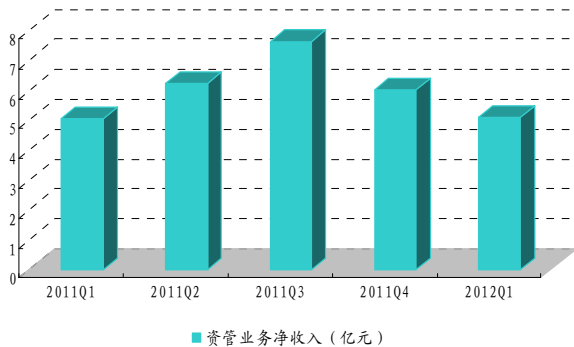
资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

1.2.3 资产管理业务——稳步发展但收入贡献偏低

2012 年以来，受 A 股市场及竞争日趋激烈的理财市场环境的影响，1-5 月仅有 31 只集合理财产品新设成立，合计受托管理资金 142.18 亿元、较之去年同期 336.85 亿元大幅减少 57.79%，虽然整体而言月度成立规模环比有所改善，但较之 2011 年同期月份全线下滑，从而影响了后续的管理费收入。从 1 季度来看，19 家上市券商合计实现资管业务净收入 5.1 亿元、同比小幅增长 1%，环比减少 15.53%（扣除不具可比数据的西部、东吴证券），主要是受市场震荡及部分产品到期等因素影响，资管规模有所缩减所致；营业收入占比虽由 2011 年底的 3.35% 小幅下滑至 3.25%，但较之 2010 年底的 2.27% 有所提升，整体看业务收入贡献度仍偏低。截至 5 月底，集合理财产品规模净值 1412.13 亿元，不考虑期间业绩提成，我们预计上半年上市券商资管收入 9.5 亿元左右、同比下滑 15% 左右。

虽然今年以来 A 股市场整体呈现震荡上行态势，但却未能有效地将全部集合理财产品的资产净值重新提升至 1 元以上，截至 5 月底，仍有 181 只产品（占比达 60.33%）的资产净值跌破 1 元、且多数在 0.9 元以下，这些产品存在被赎回的风险，将给资管收入带来负面的冲击，这也对券商资管业务提出了更高的要求：在解决好产品同质化、销售渠道多样化等发行相关问题的同时，更要做好受托资产的保值增值，只有这样才能实现资管业务持续发展、做大做强。

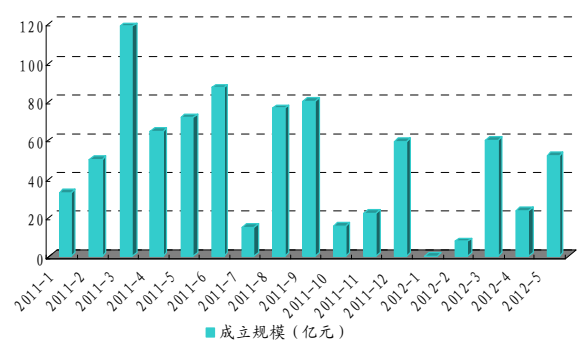
图 14: 上市券商资管业务收入情况 (2011-2012Q1)



注: 仅包含除东吴、西部证券后的 17 家上市券商

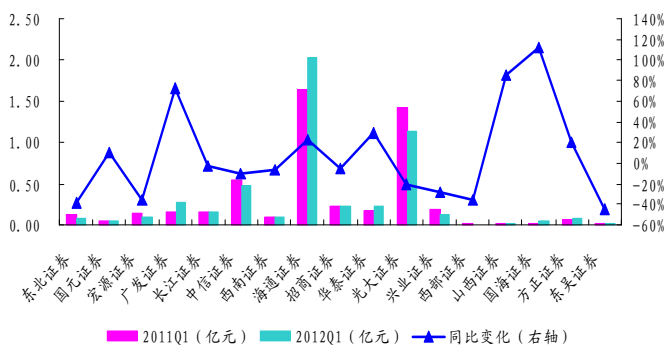
资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

图 15: 集合理财产品月度成立规模 (2011-2012.5)



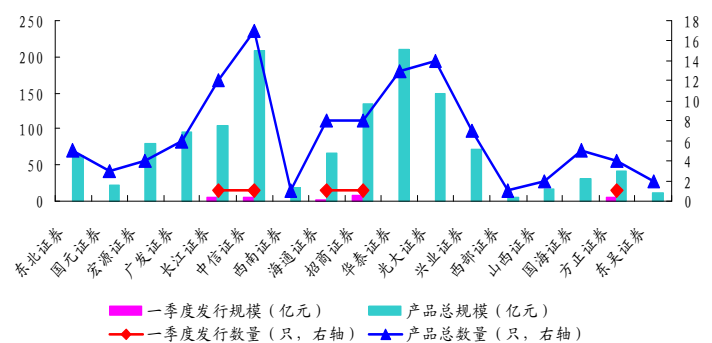
资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 16: 各上市券商资管业务收入情况 (2012Q1)



资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

图 17: 各上市券商发行集合理财产品数量及规模



注: 产品数量和规模为截至 3 月底数据

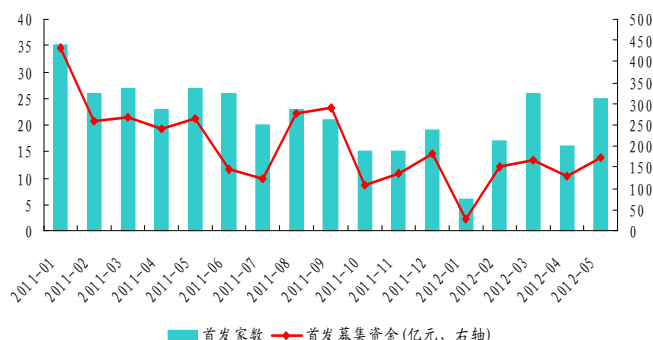
资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

1.2.4 证券承销业务——收入有所下滑

2012 年 1-5 月, 共有 90 家企业顺利完成新股发行上市、同比下滑 34.78%, 募集资金合计 645.54 亿元、同比大幅下滑 55.90%, 平均首发规模 7.17 亿元/家、较之去年同期减少 3.44 亿元/家, 这也符合当前监管层解决新股发行价格过高的政策趋向; 共完成 (股权+债权) 再融资 5472.37 亿元、同比大幅增长 49.70%。除西部证券以外, 其余 18 家上市券商在证券承销市场上均有所作为, 共完成 39 家 IPO、118 家 (股权+债权) 再融资的主承销项目, 其中: IPO 承销金额 303.66 亿元、同比大幅下滑 51.79%, 再融资金额 1969.34 亿元、同比增加 36.21%。虽然主承销的总金额实现同比 9.51% 的增长, 但业务附加值较高的 IPO 募资规模同比出现较大幅度下滑, 一定程度拖累了业务收入, 这从 1 季度 19 家上市券商合计实现证券承销收入 18.54 亿元、同比减少 30.51% 可以得以验证。

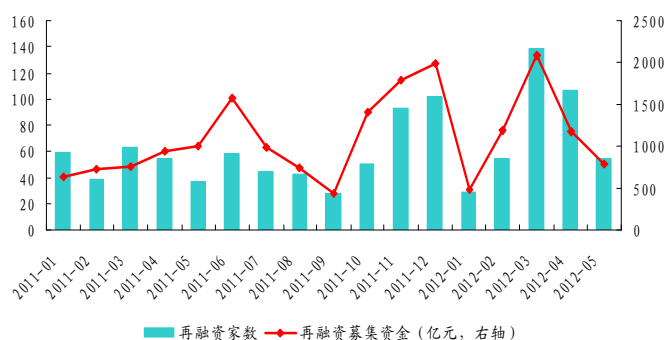
在上半年 IPO 规模下滑、再融资规模提升的情况下, 我们预计上半年上市券商证券承销收入在 40 亿元左右、同比下滑 22% 左右。

图 18: 月度 IPO 发行情况 (2011-2012.5)



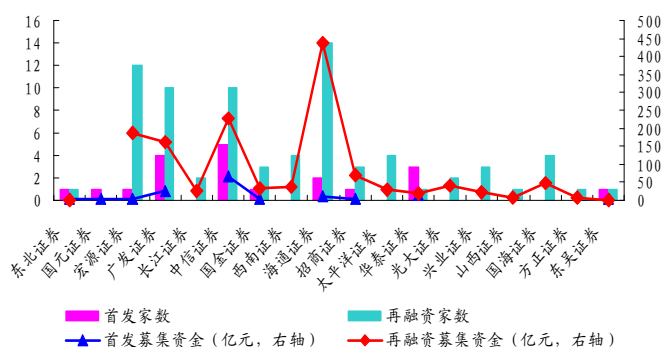
资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 19: 月度再融资情况 (2011-2012.5)



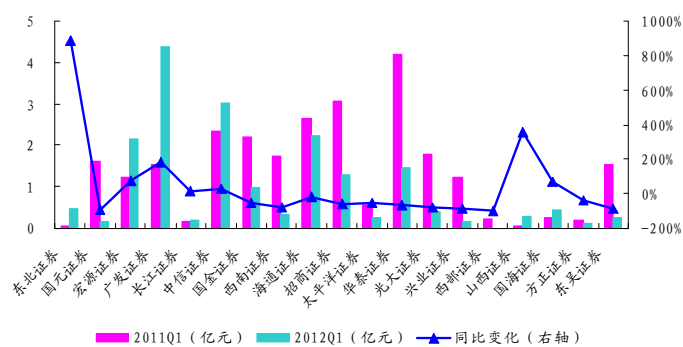
资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 20: 上市券商 IPO 及再融资主承销情况 (2012Q1)



资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 21: 各上市券商承销业务收入情况 (2012Q1)



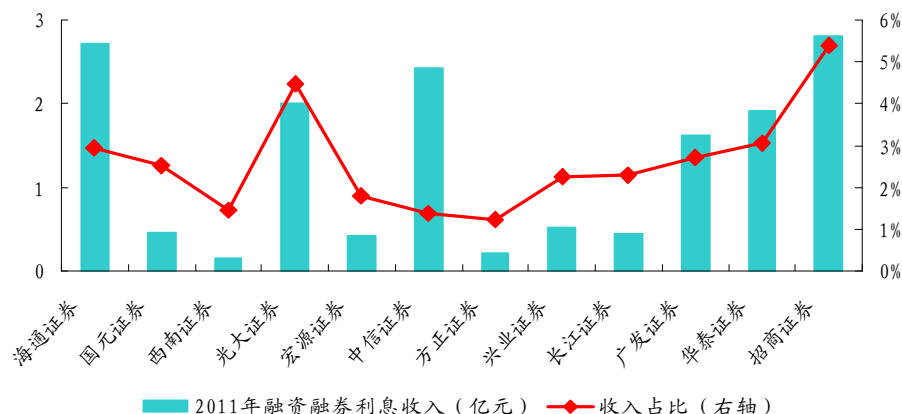
资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

1.2.5 融资融券业务——收入贡献逐步体现

截至目前, 除东北、东吴、山西和西部证券等 4 家券商刚获得融资融券业务资格外, 原先已取得相应资格的 12 家上市券商融资融券业务稳步推进中。虽然 1 季度券商融资融券业务相关收入并没有公布, 但其给券商业绩带来的改变可从利息净收入同比增长 11.25% 中知晓一二。我们以 9.10% 的融资融券利率、0.08% 的交易佣金进行粗略测算, 2012 年 1 季度融资融券业务为证券行业贡献利息收入约 9.36 亿元、占利息净收入的 36.63%, 贡献交易佣金收入约 2.30 亿元, 收入贡献逐步得以体现。从 2011 年融资融券利息收入在营业收入的占比来看 (如下图所示), 12 家已开展业务的上市券商, 融资融券业务给其贡献的利息收入占营业收入比重均已超过 1%, 其中招商证券和光大证券分别以 5.38%、4.47% 的占比位居前两位, 融资融券业务对券商收入贡献逐步趋于提升, 未来有望进一步缓解佣金率下滑给券商经纪业务带来的影响。

预计上半年融资融券业务将给行业贡献的利息+佣金收入达 26 亿元左右。

图 22: 上市券商 2011 年融资融券利息收入及收入占比情况



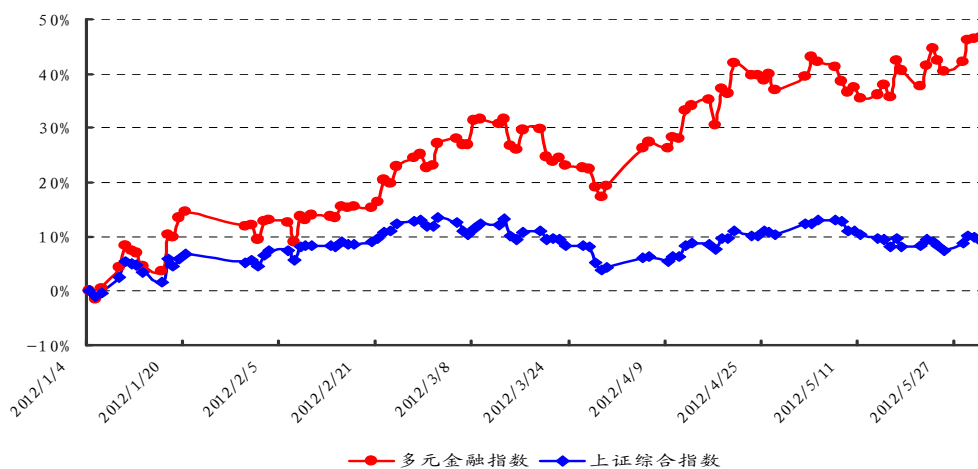
资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

1.3 受益金改及行业创新动态，板块二级市场表现靓丽

虽然上市券商业绩表现平平，但二级市场表现却独树一帜，今年以来券商板块整体表现大幅优于上证综指，截至 5 月 31 日，券商板块期间涨幅达 46.58%、远超同期上证综指 9.35% 的涨幅；从个股来看，表 1 数据显示，19 只券商股全线上涨、且涨幅多数在 30% 以上，其中：国海、西部证券表现尤为靓丽，国海证券以期间涨幅 165.29% 领涨整个券商板块，而西部证券上市首日即受到资金的大力追捧、实现 66.67% 的涨幅，截至 5 月 31 日的收盘价较之发行价大幅上涨 112.76%。

我们认为这其中主要原因在于：温州金融改革带动深圳等各地的金融改革预期，再加上监管层对放松行业管制、鼓励创新发展的监管基调升温，以及支持行业创新发展的政策动态频频出现等因素的共同作用。

图 23: 2012 年以来券商板块整体表现优于上证综指



注：2012 年 5 月数据截至 5 月 31 日

资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

表 1: 截至 2012 年 5 月 31 日, 上市券商的年度市场表现情况

	收盘价 (元)	区间涨 跌幅(%)	区间日均换 手率(%)	区间振幅 (%)	PE (TTM)	PB	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
中信证券	13.77	41.81	1.21	50.46	12.56	1.73	1354.77	1351.48
海通证券	10.45	41.03	1.02	47.91	33.76	2.16	845.63	845.63
光大证券	14.22	42.06	1.47	50.20	37.47	2.24	495.27	158.38
招商证券	13.65	34.09	0.71	40.18	36.32	2.52	636.24	335.19
华泰证券	11.72	49.87	1.63	58.18	41.78	1.94	656.32	207.62
广发证券	32.60	55.24	1.31	65.05	47.08	2.96	964.84	252.63
宏源证券	17.60	64.18	2.24	77.33	44.10	3.46	257.17	257.17
长江证券	10.42	45.73	1.22	49.93	87.97	2.11	247.08	247.08
东北证券	18.70	50.81	2.25	59.60	-57.58	3.82	119.55	119.55
国元证券	11.94	41.74	1.58	47.53	50.54	1.57	234.51	234.51
国金证券	15.40	55.24	3.65	66.73	103.97	4.65	154.04	154.04
西南证券	12.19	41.25	1.07	51.10	225.48	2.81	283.12	200.14
太平洋	7.89	17.24	4.63	30.91	147.05	5.56	118.61	117.11
兴业证券	11.88	27.74	1.56	43.12	66.69	3.04	261.36	182.36
国海证券	11.77	165.29	15.34	178.83	141.34	7.71	212.02	43.36
山西证券	8.24	27.36	4.49	51.62	93.26	3.27	197.74	120.13
方正证券	5.22	25.18	8.00	44.12	167.05	2.21	318.42	78.30
东吴证券	9.65	46.88	17.12	66.36	101.27	2.59	193.00	48.25
西部证券	18.51	27.66	33.37	68.62	277.50	6.86	222.12	29.62

注: 市盈率 PE (TTM) 以最近四个季度每股盈利计算的市盈率; 收盘价采取前复权方式
资料来源: 中原证券研究所, Wind 资讯

2. 行业创新进入加速发展期

证券行业的创新发展, 不仅是决策层自上而下的推动, 更是证券行业自下而上的呼声, 创新离不开政策支持、也少不了证券公司自发创新精神。我国证券公司尚处于“通道式服务——差异化、专业化的增值服务”转型时期, 目前仍以提供通道性质的服务为主, 经纪、自营、承销业务等传统业务收入占比达 75% 左右, 其服务的深度广度已经难以满足市场需求, 创新发展已经成为证券行业的共识, 而单一通道服务向全方位财富管理服务的转型已成为必然趋势。

2.1 行业发展机遇

从行业发展环境来看, 我们认为证券行业 2012 年将感受着金融改革和行业监管放松+创新发展给行业所带来的发展机遇。

金融改革机遇: 2012 年初的第四次全国金融工作会议定调“金融以服务实体经济为导向”, 拉开了金融改革的序幕, 通过优化金融市场结构/运行环境、提高直接融资来解决中小微企业发展的需求, 对于资本市场而言, 制度改革、创新成了其 2012 年发展的关键所在, 而证券行业作为资本市场主

要的金融中介，也将受益于金融改革而迎来较好的发展机遇。

行业创新机遇：从年初全国证券期货监管工作会议提出“积极稳妥的推进证券期货领域的改革开放”以来，监管层在支持、鼓励行业创新方面已有多方面的举措或动向，而5月初召开的证券公司创新发展研讨会不仅为行业未来创新发展趋势指明了方向，更是为后续各项配套政策的出台打开了空间，意味着证券行业开始步入创新发展的重大机遇期。

创新为导向的市场化改革，将使得证券行业同质化经营、盈利模式趋同的竞争态势在未来2~3年时间内得以改善，随着市场化改革的不断深化，做市商制度、衍生品交易等更多的创新业务将得以陆续推出，产品、业务及盈利来源的多元化将是未来行业的发展趋势。

2.2 行业创新有望下半年开始逐步兑现

创新大会是行业创新加速的里程碑。在创新发展研讨会闭幕后，监管层制定了《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》（征求意见稿），明确了未来证券公司创新发展的11大类措施，其中已有部分措施下发征求意见稿，行业创新试点有望于下半年逐步兑现。

我们在《证券行业创新之梳理》中也对创新产品及相关政策推出的进程进行了预测：2012年5~6月，高收益债试点、融资融券业务资格券商名单的增加；2012年6~8月，转融通、证券公司代销金融产品范围；2012年下半年，资管备案制、债券质押报价回购/约定购回证券交易/保证金管理试点的推广、营业部组织创新及放宽业务范围；2012年底~2013年，证券公司风险控制指标体系的修改、证券公司长效激励机制的研究、证券公司发行上市和并购重组及跨境业务发展，应该说，下半年将是行业创新试点全面开花的阶段。

3. 平稳中孕育着爆发力

对于证券行业而言，金融产品的丰富、业务种类的多元化将是其未来发展趋势，与目前较依靠经纪、自营等传统业务的模式相比，营业收入、净利润的来源将更加稳定，但2012年业务模式及收入结构出现显著改善的概率较小，仍有待于政策推出及创新业务发展的进程。

3.1 传统业务平稳推进

经纪业务：佣金率下滑趋缓，成交量环比回升。截至5月底，2012年度日均股基交易额（单向）在1586.25亿元、较之去年同期下滑近30%，行业平均佣金率0.08%。基于策略部对下半年市场环境及上证综指走势的判断，我们预计市场换手率有望得以提升，日均交易额也有望回升至1800~1900亿元，而随着投顾、差异化服务的加强及各地佣金率底线的执行，佣金率水平大幅下滑的可能性较小、且降幅有望进一步趋缓，预计下半年经纪业务收入在330亿元左右，环比、同比均实现稳步增长态势。

证券承销业务：受益债券承销规模扩大。今年前 5 个月有 141 家企业实现股票融资，募资规模 1744.78 亿元、同比大幅下滑 42.19%，而企业、公司债（券商主承销）成功发行 331 只，发行总规模 4616.4 亿元、同比大幅增加 83.43%。下半年随着监管层新股发行改革的推进及市场环境的有所转暖，首发平均募资规模将维持在 10 亿元/家左右、但新股发行速度不会大幅放缓，而债券发行节奏将继续加快，再加上中小企业私募债试点的启动，债券发行规模有望实现 30%以上的增长，从而保证了证券承销业务的稳步增长。

资管业务：稳步推进。产品投资范围、产品形态等限制资管业务发展的诸多因素均有望在 2012 年下半年逐步得以放开，其中：集合理财产品的备案制将最先得以实现。随着各类创新政策的逐步落实，资管业务的监管放松给资管业务发展提供了契机，预计下半年集合理财产品新增发行规模 200~300 亿元，不考虑期间产品到期、申购赎回带来的资产净值变化以及产品的业绩提成，按照 1.5%的固定管理费费率，在现有资产净值的基础上，粗略测算资管业务（不含基金管理）相应的管理费收入为 15~17 亿元。

自营业务：受益市场环境回暖，收益率预期提升。自营投资收益一方面取决于市场投资环境，另一方面也与公司操作思路、风控意识有关。基于对下半年震荡上行市场走势的判断，我们预计自营投资收益率有望得以提升；而随着更多的券商自营业务积极参与股指期货套保交易并探索量化投资等多样化投资手段，一定程度上平缓自营投资收益的波动性，再加上随着自营投资范围的扩大，多家券商纷纷另类投资子公司，短期内影响可能有限，但长期将改善自营投资收益率。

3.2 创新业务加速布局，孕育爆发力

在各项传统业务平稳推进的同时，创新业务将加速布局，各大券商都将纷纷积极地结合客户需求进行创新业务的研究和人才、资源等各项准备工作，以期能在行业创新大发展浪潮中分得一杯羹。5 月创新大会的召开预示着行业创新进入加速发展期，各项创新政策将陆续得以兑现，下半年创新和政策放松预期将显著强于上半年，届时将呈现创新遍地开花的景象，这从近期已公布试点办法的中小企业私募债、证券公司短期融资券的开闸等方面可以得以推断。

融资融券业务：受益转融通推出。自 2011 年底《证券公司融资融券业务管理办法》、《融资融券交易实施细则》等多项政策发布至今，融资融券业务转常规已近半年，且年初以来，证券业协会已批准 51 家券商的专业评审，参与两融业务的券商数量有望大幅增加，而转融通也进入最后的冲刺期。我们预计转融通有望在 6-8 月推出，届时可供融出资金量及可供融券券种量都将大幅增加，融资融券标的证券交易活跃度和流动性将进一步提升，融资融券业务有望大规模增长，在利息收入增加的同时也将推动经纪业务量价齐升，为券商提供新的收入来源。

预计 2012 年下半年融资融券交易规模占证券市场交易金额的比重可能在 1.5%~2%左右，对应交易规模为 6480~9120 亿元，日均融资融券余额为 520~750 亿元，以 9%的融资融券费率、0.08%的佣金率来计算，预计 2012

年下半年融资融券业务贡献交易佣金收入 5.2~7.3 亿元、利息收入 45~70 亿元。

直投业务：项目陆续兑现收益。据不完全统计，年初以来已有 6 个券商直投项目进入解禁期，包括广发信德的纳川股份、国信弘盛的腾邦股份等，按照解禁日的价格粗略测算，这些项目给券商贡献的投资收益超 7 亿元；而下半年还将有近 15 个直投项目陆续解禁，保守测算投资收益有望达 16 亿元，随着市场环境有所回暖，直投项目收益将更为可观，大幅夯实券商业绩。

新三板业务：扩容渐行渐近。新三板扩容一直是市场关注的焦点，今年以来区域性 OTC 市场建设和新三板扩容的报道在各大媒体出现，而目前新三板扩容也进入加速推进中，扩容方案有望于下半年正式推出，相应的转板、做市商制度等配套措施也将陆续推出，未来将给券商新增转板承销、做市商差价收入等收入来源。单从下半年来看，新三板扩容给券商带来的收入贡献可能仍较为有限，我们暂不考虑做市商制度的影响，预计新三板业务将给证券公司贡献挂牌费、持续督导等收入合计 4.5 亿元左右。

此外，下半年还将有代销金融产品、高收益债发行承销的试点等多项券商相关创新业务有望开闸，短期内盈利贡献有限，长期将改变行业盈利模式：如单笔中小企业私募债融资规模可能较小，短期内私募债发行量无法形成较大规模；代销的金融产品范围的扩大、约定购回证券交易规模都需要一个循序渐进的过程。

3.3 上市券商队伍有望壮大

截至目前，A 股市场共有 19 家上市券商、不及整个行业的 18%，虽然近两年券商 IPO 或借壳上市的速度有所提升，但整体数量仍偏少。资本金是制约各项业务发展的因素之一，2009 年 IPO 重启以来券商融资的步伐尚未停止过，包括非上市券商的 IPO 上市及上市券商的再融资，从而实现资本实力的大幅提升，随着券商各项创新业务的不断发展，券商融资需求更加迫切。

而监管层对券商 IPO 上市监管也有所松绑：2011 年底下发的《关于进一步完善证券公司首次公开发行股票并上市有关审慎性监管要求的通知》，新增了投资咨询、财务顾问及新业务三项业务作为 IPO 申请涉及业务，且放宽了“良好成长性”、“较强的市场竞争力”指标的要求，体现了监管层支持券商做大做强的意向；而创新大会后发布的《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》中，监管层鼓励证券公司发行上市和并购重组更是未来行业发展路径之一，且拟于年底前取消 IPO 审慎性监管标准。

在行业改革创新的大背景下，结合目前监管层创新力度，预计下半年将有 4-6 家券商实现 IPO 上市，届时上市券商总数有望超过行业的 20%。

表 2: 2012 年下半年行业收入预测 (不考虑自营、直投投资收益)

业务	指标名称	2012 年下半年收入测算
经纪业务	日均成交额	1800~1900 亿元
	佣金率	0.07~0.08%
	经纪业务收入	330 亿元左右
投行业务	IPO 承销收入	40~50 亿元
	再融资承销收入	64.5~92 亿元
资管业务	管理费收入	15~17 亿元
融资融券	利息收入	45~70 亿元
	佣金收入	5.2~7.3 亿元
新三板业务	转板承销费、挂牌、持续督导费等	4.5 亿元
业务收入合计		500~570 亿元

注: 表 2 业务收入合计未考虑自营、直投投资收益

4. 证券行业投资策略

4.1 市场环境

今年以来,受企业去库存化和地产去泡沫化的影响,中国经济处于短周期需求萎缩和长周期增长放缓的叠加状态,再加上国外环境更加错综复杂,从而加大了经济下行的压力,而政策预调微调的压力加大,预计下半年政府将更加关注经济的短期增长动力,在“进”中力求“稳”,并推动中国经济在三季度出现技术性反弹。在政策预期与经济现实的反复博弈之下,A股市场将呈现震荡上扬的走势。预计下半年上证综指有望出现 15%-20%的涨幅,主要运行区间在 2250 点-2700 点。

投资思路一是中盘蓝筹的复兴机会:估值水平处于历史低位、流动性提振区间显著的行业,受益于需求企稳而供给端相对稳定的行业等;思路之二是变革周期中的题材升华:“非公 36 条”细则相关及市场制度建设推动带来的投资机会。

4.2 行业投资策略

从市场环境来看,下半年震荡上行的 A 股市场环境,将有效提升市场成交量,在佣金率下滑趋缓的背景下,经纪业务收入将实现稳定增长,自营投资收益率也有望受益于市场环境回暖而得以提升,都将一定程度上提升市场对券商业绩趋稳的预期;下半年中盘蓝筹的复兴机会给券商板块提供了机会,再加上年初以来的金融改革概念也将在下半年得以延续,券商板块持续受益。

从行业环境来看,年初以来的金融改革将在下半年得以延续,再加上行业监管趋于宽松的政策环境,行业将迎来战略发展新机遇,“创新驱动”将是下一阶段券商做优做强的主基调。创新发展已经成为证券行业的共识,而创新大会是行业创新加速的里程碑,各项创新政策有望在下半年陆续兑现,

创新业务的业绩贡献也逐步显现。

虽然各项创新短期内无法从根本上改变券商仍以经纪、承销等传统业务为主的收入结构，无法大幅改善收入及盈利情况，但创新预期有望对券商股的估值形成明显支撑，“创新”将是长期贯穿券商板块的一个投资主线，创新意识领先、资本实力强且业务优势明显的券商将是较好的投资品种。

表 3：个股推荐与点评

个股	推荐理由
中信证券 (600030)	资本实力遥遥领先：净资本行业第一，资本实力雄厚有利于各项业务的发展； 行业龙头，多项创新业务优先试点：保证先发优势、优先受益； 直投业务先于其他券商进入收获期：金石投资实力强，且中信产业基金和创投公司均大力开展股权投资业务，目前直投业务已实现多个项目上市，下半年还陆续有直投项目解禁，将夯实公司业绩。
海通证券 (600837)	老牌券商，资本实力雄厚：净资本位居行业第二，资本实力雄厚有助于创新业务的快速发展。 融资融券业务优势明显：融资融券市场份额位居第一、优势明显，有望优先受益于转融通开启后市场规模迅速扩大的收益。 直投业务实力居前：海通开元实力居行业前列，目前已有多个投资项目上市，下半年也将进入直投项目收获期；公司参股设立有多个产业基金，积极拓展投资领域，且所投项目已有 6 个以上的项目实现上市，随着收益兑现将夯实公司业绩。 稳健经营，兼顾创新：多年经营稳健，创新意识领先
兴业证券 (601377)	创新靠前：中小券商中，公司融资融券业务市场份额排名居前，转融通开启后受益更多； 差异化发展：财富管理能力较强，自营业务表现较好、资管业务成长性高于行业平均，且紧紧围绕财富管理转型推动业务发展。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级

公司简称	基本每股收益（元）			每股净资产（元）	股价（元）	市盈率（倍）		市净率（倍）	投资评级
	2011A	2012Q1	2012E	2012Q1	(5/31 收盘价)	2011A	2012E	2012Q1	
中信证券	1.23	0.08	0.47	7.94	13.77	7.89	29.30	1.73	增持
海通证券	0.38	0.13	0.45	5.63	10.45	19.50	23.22	1.86	增持
兴业证券	0.2	0.08	0.27	3.91	11.88	46.50	44	3.04	增持

注：收盘价采取前复权方式；

资料来源：中原证券

5. 风险提示

- （1）证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大；
- （2）各项创新政策推出进度可能会低于预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。