

报告类型 / 行业深度报告

优于大势

上次评级：

2012 年下半年证券行业投资策略报告

——创新促进发展

报告摘要：

与海外大型投行相比，国内证券公司在业务结构、业务链条和投资范围等方面存在一定差距。在国内市场，证券公司不仅面临来自银行、保险和信托的行业外部竞争，还要与业内同行打“佣金战”。无论是从缩短行业差距、抵抗外部压力的需要，还是从减少行业同质化竞争、打造证券公司核心竞争力的要求，都应将产品创新作为未来的发展重点。通过业务创新，拓展盈利模式、提高盈利能力，打造行业核心竞争力，以应对行业内的竞争。业务创新，已经成为证券行业求生存、促发展、打造行业竞争力的必由之路。

《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》明确了未来券商创新发展的十一大类即将付诸实施的近期措施。总体上可以划分为：放松新业务新产品审批；推动产品创新；放宽业务范围、推动业务创新；加快多层次资本市场体系建设；为券商创新发展、做大做强进行制度松绑等五大方面。可以归结为：加快多层次资本市场体系建设、放宽业务范围和搞活证券行业三个方面。

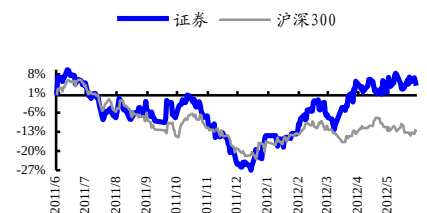
以创新为导向的市场化改革将对当前券商的同质化竞争格局带来根本性改变。创新将推动券商盈利模式转型。券商将由单一通道服务模式向提供全方位服务的财富管理方向转型。金融产品的丰富多样、业务种类的多元化将是证券行业未来发展趋势，券商的营业收入、净利润的来源将更加稳定，业务发展的全面松绑，已从根本上改变行业的成长预期。

制度改革、业务创新将是未来几年证券行业发展的主旋律。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，产品多样化、业务及服务多元化、盈利来源多元化将是未来行业的发展趋势。鉴于此，我们给予证券行业跑赢大市的评级。

我们给予资本充裕、战略领先、传统业务有优势的大型综合类券商——中信证券、海通证券和广发证券推荐评级，给予处于第二梯队的华泰证券、光大证券和招商证券谨慎推荐的评级。中等券商中，长江证券、宏源证券和西南证券有可能在某几项业务上形成核心竞争力，给予谨慎推荐评级。

风险提示：由于证券公司的业务收入主要来自于证券市场，证券市场的波动可能给券商股的走势造成较大影响，提醒注意投资安全。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-0.30%	10.59%	5.43%
相对收益	0.53%	11.82%	16.64%

重点公司

投资评级

中信证券	推荐
海通证券	推荐
广发证券	推荐
招商证券	谨慎推荐
光大证券	谨慎推荐
华泰证券	谨慎推荐
长江证券	谨慎推荐
宏源证券	谨慎推荐

相关报告

证券分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

(021)20361101 zhaoxa@nesc.cn

目 录

1.国内券商与国外投行业务收入结构对比	3
2. 金融子行业之间的竞争	3
3. 证券行业内部的竞争	5
4. 业务创新的必要性	6
5. 推出创新的措施	6
6. 创新活动对券商各项业务的影响	8
6.1. 对经纪业务的影响	8
6.2. 扩大自营业务范围，有利于降低经营风险，提高投资收益	9
7. 行业投资策略	9
8. 部分公司每股收益敏感性分析	10
8.1. 中信证券	10
8.2. 海通证券	10
8.3. 广发证券	11
8.4. 招商证券	12
8.5. 长江证券	12
图 1: 各金融行业总资产对比	4
图 2: 各金融子行业总资产增长趋势	5
图 3: 各金融子行业利润增长趋势	5
表 1、2010 年国内证券公司与境外投行业务结构比较	3
表 2、经纪业务集中度	6
表 3、净利润集中度	6
表 4、从放宽业务范围的措施	6
表 5、建设多层次资本市场体系的措施	7
表 6、促进证券行业发展的措施	7
表 7、中信证券每股收益敏感性分析	10
表 8: 长江证券每股收益敏感性分析	12

1. 国内券商与国外投行业务收入结构对比

从经纪业务看，国外投行的经纪业务占比并不高，在 20%以下。相比之下，我国证券行业的大部分利润是由经纪业务贡献的，占比达到 70.13%（2010 年），加上同属于“通道服务”的投资银行业务，这两项业务占据整个证券行业收入的八成以上。从资产业务看，国外投行的资产管理业务与经纪业务收入规模相当，已成为业务结构中的重要支柱，这主要得益于近三十年来海外投行在资管业务方面的不断创新。与之形成鲜明对比的是，我国证券公司整个行业的资管业务收入占比不到 1%。

从自营业务上看，国内证券公司的自营业务主要是利用自有资金进行证券投资，其收入直接来源于二级市场的价格变动，与二级市场走势有很强的相关性。在市场表现好的时候，自营业务往往收益丰厚，但一旦市场低迷或投资决策失误，自营业务往往会给证券公司带来巨大亏损。这是由于其投资范围比较狭隘造成的。而国外投行的自营业务投资品种和投资范围要宽广得多，投资品种可以涉及资产证券化产品、商品期货、股票期货、股指期货、期权、垃圾债券、以及外汇市场、货币市场相联系的利率互换(掉期)、远期交易等等各种金融衍生产品业务，自营业务可以以套期保值和套利为依托，风险可控,收益客观。

在承销业务中，国外证券公司不仅仅是“通道服务商”，而是全方位地承担了过桥贷款的提供者、风险吸收和对冲者、交易成全人等多种角色。全面提供以上服务的证券公司平均可得到筹资额 5%以上的承销费，只有那些低风险或无风险的承销业务收费才低廉。同样作为证券承销商，国内证券公司主要是提供一个通道，证券公司所承担的证券品种的设计，企业上市前改制，证券定价等服务没有太多技术含量，因此承销费用相对较低。

表 1、2010 年国内证券公司与境外投行业务结构比较

业务类型	国内证券公司	美林集团	摩根士丹利	高盛集团
资产管理业务	0.97%	16.20%	25.16%	11.92%
经纪业务	70.13%	20.67%	15.64%	9.11%
自营及其他投资业务	15.61%	28.60%	35.52%	52.63%

资料来源：廖静池《中国证券公司产品创新发展研究》

从业务收入结构上看，国外投行业务收入来源丰富，收入结构稳定，收入来源多元化的特征非常明显。各项业务收入比例较为接近，没有过分倚重于某项业务，因此，即使某项业务发展遇到问题，对公司整体盈利影响也不会太大。

国内证券公司经纪业务所占比重过高。业务收入受行情波动的影响比较大，特别是随着市场的持续调整和交易量的萎缩，以及浮动佣金制的实施，证券公司经纪业务盈利能力每况愈下，大部分证券营业部陷入亏损的境地。

从抗风险能力上看。由于收入来源多元化，国际大投行风险控制能力很强，在弱市中仍能获取较高的赢利。国内证券公司业务收入主要来源于经纪、投行、自营等传统业务，而这几项业务的收入都与二级市场波动有很强的相关性，因此中国证券公司的盈利也伴随二级市场的跌宕起伏呈现出一种高度波动状态，抗风险能力极差，一旦市场行情不好，证券公司经营业绩便会出现大幅下滑。

2. 金融子行业之间的竞争

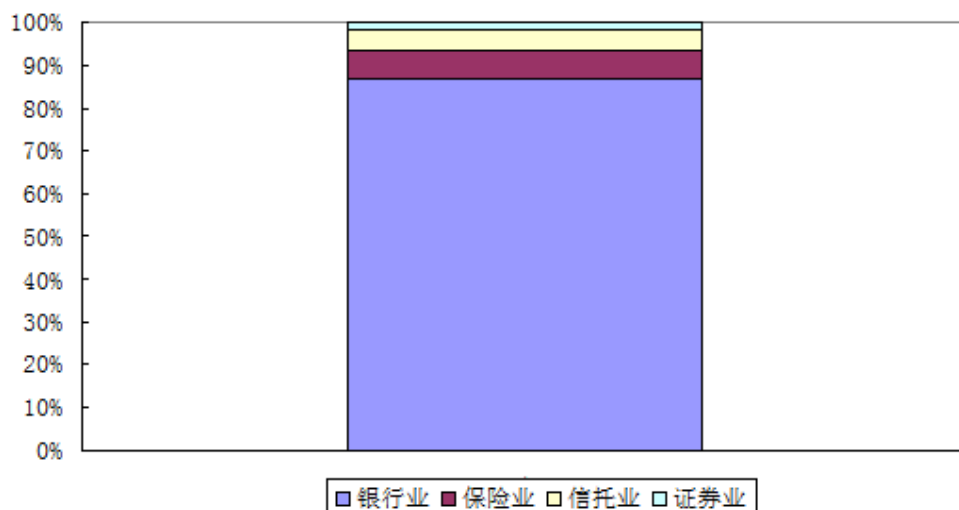
在我国，银行、保险公司、信托公司和证券公司经常并称为金融业的四大支柱，它们的经营对象是同一种资源——资金，在对资金来源的获得上，它们之间存在着竞争关系。

以股票融资为例，居民和企业参与资本市场投资后，它们的资金就由居民储蓄存款和企业存款变成了开户证券公司在商业银行的结算存款。股票融资影响了银行资金来源的主体结构。

另外，在资产管理业务方面，各金融机构之间也共享同一资金来源，信托公司的信托产品、银行的理财产品、券商的集合理财产品、保险公司的投连产品和基金公司的专户理财产品，这些资产管理产品在产品结构、投资方向、收益分配方式等方面并没有太大的区别，在客户细分方面也几乎没有差别。这些产品之间存在着强烈的竞争关系。这种同质化竞争使得高端资产管理市场缺乏个性化产品，市场无序竞争和不公平竞争现象普遍存在。

从资产规模上来看，银行业和保险业受益于数量众多的营业网点，并倚赖国家信誉的支撑，与证券行业相比在资产规模方面处于绝对优势。借助强大的资本实力，商业银行参与证券业务的规模和范围不断扩大，并对证券公司的经营构成威胁。在银行、证券、保险、信托等行业相互渗透过程中，证券公司作为整个金融行业中资本实力相对弱小的群体，实在无法同中国银行业、保险业等国有资产管理公司相匹敌，在走向混业经营格局中其利润必然会不断被其他金融行业蚕食。

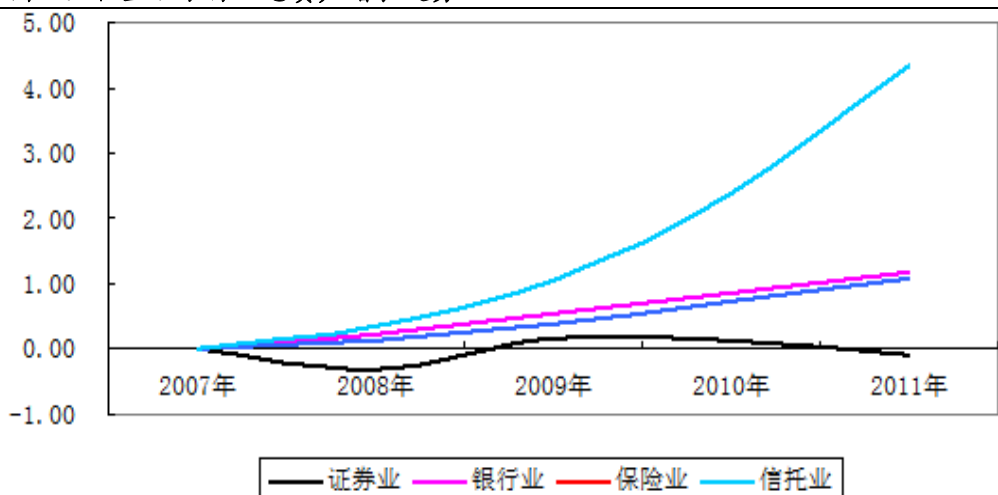
图 1：各金融行业总资产对比



数据来源：东北证券，Wind

另外，从总资产的增长趋势上来看，银行、保险和信托的总资产的增长趋势都大于证券公司。近 5 年来，银行业的资产规模从 36 万亿猛增至 84 万亿，保险业从 2.9 万亿增至 6 万亿，信托公司的信托资产从 0.9 万亿增加到 4.8 万亿，而证券行业的资产规模始终维持在 2 万亿左右。

图 2: 各金融子行业总资产增长趋势

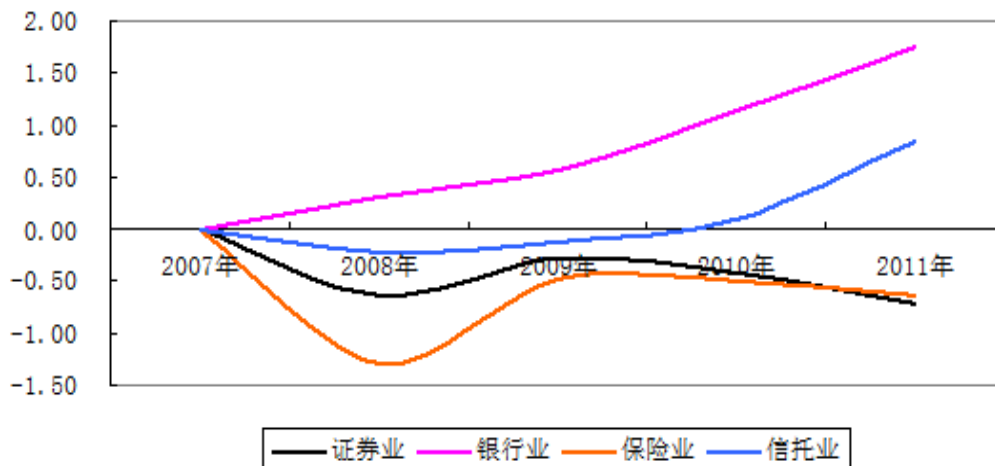


数据来源: 东北证券, Wind

从赢利能力上来看, 银行和信托公司经营稳定, 赢利能力持续增长, 而证券公司的各年的净利润起伏较大, 靠天吃饭的特点比较明显, 经营业绩的不稳定, 致使其风险系数加大, 对客户的吸引力下降。

在市场行业低迷的情况下, 证券公司普遍缺乏能提供稳定收益的产品和逆周期产品, 而银行和信托则不断推出各类能提供稳定收益的理财产品, 导致证券公司客户保证金大规模“搬家”, 客户流失严重。

图 3: 各金融子行业利润增长趋势



数据来源: 东北证券, Wind

3. 证券行业内部的竞争

我国证券公司主要是通过为客户提供各种通道来获取收入, 这些通道主要包括交易通道和发行通道。这种通道盈利模式基本上没有技术壁垒, 容易复制, 导致证券公司业务同质化明显, 各家证券公司基本上都靠经纪、投行、自营三大传统业务吃饭, 恶性竞争现象突出。同时, 以获取垄断利润为主的通道盈利模式在客观上抑制了证券公司创新的积极性, 不利于证券业的健康发展。

从证券行业的经纪业务集中度和净利润集中度上来看, 证券行业的集中度比较低,

其竞争激烈程度可见一斑。

由于业务范围狭隘，同业竞争激烈，各项业务技术含量低，致使证券公司经营风险加大，迫切需要打通行业限制，推出创新业务。

表 2、经纪业务集中度

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
前 5 名	28.4%	27.9%	26.3%	25.2%
前 10 名	46.1%	46.2%	44.5%	43.6%
前 20 名	63.2%	64.1%	62.9%	62.4%

资料来源：WIND

表 3、净利润集中度

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
前 5 名	30.06%	44.37%	29.94%	33.77%
前 10 名	48.8%	62.5%	48.8%	51.4%
前 20 名	65.9%	79.4%	65.7%	68.7%

资料来源：WIND

4. 业务创新的必要性

与海外大型投行相比，国内证券公司在业务结构、业务链条和投资范围等方面存在一定差距。在国内市场，证券公司不仅面临来自银行、保险和信托的行业外部竞争，还要与业内同行打“佣金战”。无论是从缩短行业差距、抵抗外部压力的需要，还是从减少行业同质化竞争、打造证券公司核心竞争力的要求，都应将产品创新作为未来的发展重点。通过业务创新，拓展盈利模式、提高盈利能力，打造行业核心竞争力，以应对行业内外的竞争。通过产品创新与海外大型投行接轨，为全球资本市场一体化做好准备；通过产品创新应对行业内外的竞争，拓展盈利模式、提高盈利能力，打造行业核心竞争力。业务创新，已经成为证券行业求生存、促发展、打造行业竞争力的必由之路。

5. 推出创新的措施

《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》明确了未来券商创新发展的十一大类即将付诸实施的近期措施。总体上可以划分为：放松新业务新产品审批；推动产品创新；放宽业务范围、推动业务创新；加快多层次资本市场体系建设；为券商创新发展、做大做强进行制度松绑等五大方面。可以归结为：加快多层次资本市场体系建设、放宽业务范围和搞活证券行业三个方面。

券商创新业务发展即将从起步阶段进入到集群爆发阶段，创新业务的贡献度会显著提升，将有力推进券商业务转型、经营模式转变。

从放宽业务范围来看，主要包括：松绑业务审批制度，加快新业务新产品创新进程；提高证券公司理财类产品创新能力；放宽自营投资品种范围；支持券商开展市值管理等各类中介服务，放宽报价回购/约定购回/融资融券业务限制；扩大代销金融产品范围；推动营业部组织创新；支持跨境业务发展等几个方面。

表 4、放宽业务范围的措施

措施	具体内容
松绑业务审批制度，加快	简单业务和产品，不评审和试点；

新业务新产品创新进程	须评审和试点的，尽量缩短评审和试点期限；加快试点扩大周期，试点成功及时转常规；常规业务和产品，尽量依靠自律、内控机制。
提高证券公司理财类产品创新能力	由审批改为备案制；扩大投资范围；允许产品分级；降低投资门槛；大集合产品，投资范围放到短融、中票、本金保证型理财产品以及正回购等；小集合产品，投资范围放松到证券期货交易所交易的产品、银行间市场交易的产品、经金融监管机构审批或备案的金融产品等；定向和专项理财，允许由合同约定投资范围；允许资管参与融资融券，将其持有股票借给证金公司；现金管理产品投资范围从银行存款放宽至各类债券。
放宽自营投资品种范围	扩大投资范围直至场内外证券类金融产品，具备条件的券商可投资期货、黄金现货及其他非证券类金融产品。

资料来源：《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）》

加快多层次资本市场体系建设，主要包括：柜台交易市场、蓝筹股市场、债券市场、基金市场和衍生品市场的建设等。

表 5、建设多层次资本市场体系的措施

市场	具体内容
柜台交易市场	培育券商柜台交易业务，拓展券商托管、结算、估值等证券服务和市场组织功能；结合场外市场发展探索做市商制度；支持证券公司建立面向自己客户的 OTC 市场；允许证券公司将个性化产品通过 OTC 市场销售给合格投资者。
蓝筹股市场	开拓战略性新兴产业、现代服务业、文化企业等上市资源；支持上市公司发行公司债券、可转债和可分离交易债等实现多渠道融资；提升上市公司治理水平；完善退市制度。
债券市场	积极推出中小企业私募债，争取商业银行和保险公司在交易所市场发行次级债；争取年内在上交所试点国债预发行交易；研究推出一对一回购；推进资产证券化品种创新；推出逐笔实时交收结算模式，并率先在中小企业私募债上进行试点；发展债券柜台市场。
基金市场	开发货币、债券、商品类、主动、杠杆、反向 ETF 等；推出 ETF 二级市场 T+0 回转交易；制定流动性服务商制度，提高产品流动性。

资料来源：《在证券公司创新发展研讨会上的发言》

对证券行业的发展措施，主要包括：鼓励发行上市和并购重组；改革证券公司风险控制指标体系；探索长效激励机制等。

表 6、促进证券行业发展的措施

措施	具体内容	配套措施
鼓励发行上市和并购重组	允许符合法定上市条件的券商自主确定境内外上市安排；以行业整合为目的收购，解决“同业竞争”期限由 2 年放宽至 5 年。	证监会机构部拟取消证券公司 IPO 上市审慎性监管标准。
改革证券公司风险控制指标体系	调整完善净资本构成和计算标准；增加风险覆盖率和杠杆比率等指标，完善逆周期调节机制，实施灵活地调整有关风控指标和风险准备计算比例，放大行业业务规模空间，提高自有资金使用效率。	证监会机构部已会同证券业协会征求了全行业的意见，并正在修订《证券公司风险控制指标管理办法》。

探索长效激励机制 允许券商管理层和业务骨干以信托方式或设立有
限公司、合伙企业方式间接持有证券公司股份；探
索其他合法合规、长期有效的激励约束机制。

资料来源：《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）》

6. 创新活动对券商各项业务的影响

6.1. 对经纪业务的影响

经纪业务将从单一的提供证券交易通道服务转向提供综合性金融产品理财服务，实现经纪业务收入来源多元化。

扩大代销金融产品范围，由仅能代销公募基金产品，扩大至允许券商代销各类金融产品，与银行、保险公司、基金公司合作成立“金融超市”，提供涉及证券交易、储蓄、商业保险、投资基金等品种的个人理财服务。将使证券公司经纪业务从以交易为中心转向以客户为中心，从单一证券经纪业务为主转向综合性金融服务的发展方向，并按照为客户提供的产品和服务收取相关费用。支持券商开展市值管理等各类中介服务；放宽报价回购、约定购回、融资融券业务限制。上述业务转型将拓宽经纪业务的收入来源，除交易佣金收入外，还可以获得利差收入、中间业务的收费等等。收入来源的多元化，将使经纪业务收入摆脱完全取决于二级市场走势及成交额的窘境。

但是，允许自主决定营业部的组织形式和业务范围，放开设立营业网点的主体资格限制和地域限制，以风险资本准备调控网点设立规模及速度；放宽客户开户方式限制，允许证券公司探索网上开户。将打破中小券商的在经纪业务方面的地域性限制，有利于大券商扩大市场份额，争取更多客户，从而改变竞争格局。

对资产管理业务的影响

在财富累积和通货膨胀的双重压力下，国内居民的财富管理需求与日俱增，各类保值增值创新产品尤其受到市场追捧。但是，从市场份额来看，商业银行、保险公司和信托公司在理财产品市场中占绝对优势，证券公司的创新理财产品还有较大提升空间。

证券公司的资产管理业务的创新性很大程度上依赖于能使用哪些类型的投资工具，因此资产管理的投资范围相当重要。投资范围过于狭窄，将影响证券公司资产管理业务的拓展，制约其发展后劲。

证监会在创新大会上推出的扩大投资范围；允许产品分级；降低投资门槛；大集合产品，投资范围放到短融、中票、本金保证型理财产品以及正回购等；小集合产品，投资范围放松到证券期货交易所交易的产品、银行间市场交易的产品、经金融监管机构审批或备案的金融产品等；定向和专项理财，允许由合同约定投资范围；允许资管参与融资融券，将其持有股票借给证金公司；现金管理产品投资范围从银行存款放宽至各类债券。

这些措施将能有效地提高券商理财产品的收益率，满足不同风险偏好、不同投资需求的客户的需要。

积极拓展以收费为主的新型资产管理业务，将成为证券公司未来的主要收入和利润来源之一。

中国证券公司要做大做强资产管理业务，必须以产品为导向，加强资产管理业务的产品开发和创新，实现投资理财产品的多样化。除了继续为投资者提供现有金融产品不同层次风险收益投资组合的增值型帐户理财外，在条件成熟时还可依靠自身整体业务优势，逐步为客户提供套期保值、企业购并等特别目标帐户理财业务，帮助客户实现长远战略发展规划和客户整体资产收益最优化。

本次创新，提高证券公司理财类产品创新能力、扩大投资范围、允许产品分级、降低投资门槛等等，都有利于券商的资产管理业务做大做强。

6.2. 扩大自营业务范围，有利于降低经营风险，提高投资收益

国外投行，资产管理的投资标的范围广泛，风险结构相对完整，既可以投资传统的权益类、固定收益类和货币市场类产品，又可以参与金融衍生品、大宗商品期货、结构化衍生品、对冲基金的交易，甚至可以投资基础设施和房地产等“另类产品”。与之相比，国内证券公司的投资范围较窄，只能参与权益类、债券类、货币市场类和衍生产品的交易，而无法对基础设施和对冲基金进行投资。事实上，即使是针对上述四种可投资产品，国内证券业的资产管理仍然受到一定限制。

本次业务创新，放宽自营投资品种范围，扩大投资范围直至场内外证券类金融产品，具备条件的券商可投资期货、黄金现货及其他非证券类金融产品。有利于国内券商扩大投资品种，分散投资风险，降低投资业务的波动性，从而提高投资收益率。

由于产品创新赋予的新角色为国内证券公司的多元化发展提供了新的途径，对于证券公司改善业务框架、提升盈利模式具有显著作用。此外，随着业务模式和盈利框架的逐渐丰富，国内证券公司也可以摆脱单纯依赖通道服务、陷入低水平同质化竞争的局面，通过产品创新充分发挥证券行业的优势，打造行业的核心竞争力。

总体来看，证券公司产品创新将产生的效果是：在传统通道服务的基础上，通过产品创新为证券公司实现并强化“财富管理”、“资本中介”和“风险管理”的多重职能，以产品创新为契机整合证券公司的业务资源，改善公司的业务框架，提升公司的盈利模式，为证券公司的多元化发展提供契机，成为公司打造核心竞争力的枢纽和平台。

7. 行业投资策略

业务创新已成为证券行业成长的催化剂。

以创新为导向的市场化改革将对当前券商的同质化竞争格局带来根本性改变。创新将推动券商盈利模式转型。券商将由单一通道服务模式向提供全方位服务的财富管理方向转型。金融产品的丰富多样、业务种类的多元化将是证券行业未来发展趋势，券商的营业收入、净利润的来源将更加稳定，业务发展的全面松绑，已从根本上改变行业的成长预期。

随着证券市场创新空间的打开，券商在交易所市场、场外市场、债券市场的资本中介作用将得到进一步发挥，将成为连接资金需求者和资金所有者之间的重要桥梁。随着市场化改革的持续深入，做市商、证券回购交易、衍生品交易等更多创新业务将可能会陆续推出，未来券商资本中介的角色将会得到进一步加强。券商的角色也将由现在被动地提供通道服务，转向主动创造产品、为客户提供流动性支持等专业化服务，从而极大地提升金融市场的效率。随着产品多元化、服务多元化，证券公盈利模式、业务模式，包括组织方式、市场结构均会有所改变。随着创新深入，券商收入中来自创新业务比重将逐步变大，对证券公司业绩和商业模式形成深刻影响。

制度改革、业务创新将是未来几年证券行业发展的主旋律，以业务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，产品多样化、业务及服务多元化、盈利来源多元化将是未来行业的发展趋势。鉴于此，我们给予证券行业跑赢大市的评级。

业务创新将加剧券商的分化。

允许自主决定营业部的组织形式和业务范围，放开设立营业网点的主体资格限制

和地域限制，以风险资本准备调控网点设立规模及速度；放宽客户开户方式限制，允许证券公司探索网上开户。这些创新措施将打破中小券商的在经纪业务方面的地域性垄断，有利于大券商扩大市场份额，争取更多客户，从而改变竞争格局。以经纪业务为主的中小券商，由于经纪业务垄断格局被打破，营业收入将受到较大的冲击，从而会被边缘化。

业务创新对大券商是有利的。资本充裕、战略领先、传统业务有优势的大型综合类券商最有可能脱颖而出。产品创新将成为券商实现差异化竞争、发挥比较优势的关键。尽管短期内业务创新无法从根本上改变券商的收入结构并大幅提升其收入。未来一段时间，券商股分化不可避免。

在行业监管趋于宽松的政策环境下，资本实力和人才将成为证券公司发展的最大制约，综合竞争实力强、创新意识领先的证券公司或将在未来市场化改革过程中率先抓住发展机遇，进一步做大做强。

我们给予资本充裕、战略领先、传统业务有优势的大型综合类券商——中信证券、海通证券和广发证券推荐评级，给予处于第二梯队的华泰证券、光大证券和招商证券谨慎推荐的评级。中等券商中，长江证券、宏源证券和西南证券有可能在某几项业务上形成核心竞争力，给予谨慎推荐评级。

8. 部分公司每股收益敏感性分析

8.1. 中信证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，中信证券 2012 年每股收益大约为 0.63 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则中信证券的每股收益为 0.76 元。目前对应的市盈率在 17—21 倍之间，给予推荐的投资评级。

表 7、中信证券每股收益敏感性分析

单位：元

每股收益		日均交易量						
		1000	1400	1500	1700	2000	2500	3000
投资收益率	-5.00%	0.49	0.53	0.54	0.55	0.58	0.63	0.67
	0.0%	0.53	0.57	0.58	0.60	0.63	0.67	0.72
	5.0%	0.58	0.62	0.63	0.64	0.67	0.72	0.76
	7.5%	0.60	0.64	0.65	0.67	0.70	0.74	0.79
	10.0%	0.63	0.66	0.67	0.69	0.72	0.76	0.81
	12.5%	0.65	0.69	0.69	0.71	0.74	0.79	0.83
	15.0%	0.67	0.71	0.72	0.74	0.76	0.81	0.86
	17.5%	0.69	0.73	0.74	0.76	0.79	0.83	0.88
	20.0%	0.72	0.75	0.76	0.78	0.81	0.85	0.90
	22.5%	0.74	0.78	0.79	0.80	0.83	0.88	0.92
	25.0%	0.76	0.80	0.81	0.83	0.85	0.90	0.95
	27.5%	0.78	0.82	0.83	0.85	0.88	0.92	0.97
	30.0%	0.81	0.84	0.85	0.87	0.90	0.95	0.99
数据来源：东北证券								

数据来源：东北证券

8.2. 海通证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，海通证券 2012

年的 EPS 大约为 0.42 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设下，则海通证券的 EPS 大约为 0.62 元。对应市盈率大约为 16——24 倍，给予推荐评级。

表8、海通证券每股收益敏感性分析

单位：元

每股收益		日均交易量						
		1000	1400	1500	1700	2000	2500	3000
投资 收益 率	-5.00%	0.26	0.32	0.34	0.37	0.42	0.49	0.57
	0.0%	0.30	0.36	0.38	0.41	0.46	0.54	0.61
	5.0%	0.34	0.41	0.42	0.45	0.50	0.58	0.66
	7.5%	0.36	0.43	0.44	0.47	0.52	0.60	0.68
	10.0%	0.39	0.45	0.46	0.49	0.54	0.62	0.70
	12.5%	0.41	0.47	0.48	0.52	0.56	0.64	0.72
	15.0%	0.43	0.49	0.51	0.54	0.58	0.66	0.74
	17.5%	0.45	0.51	0.53	0.56	0.60	0.68	0.76
	20.0%	0.47	0.53	0.55	0.58	0.63	0.70	0.78
	22.5%	0.49	0.55	0.57	0.60	0.65	0.72	0.80
	25.0%	0.51	0.57	0.59	0.62	0.67	0.74	0.82
	27.5%	0.53	0.59	0.61	0.64	0.69	0.77	0.84
	30.0%	0.55	0.62	0.63	0.66	0.71	0.79	0.86

数据来源：东北证券

8.3. 广发证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，广发证券 2012 年的 EPS 大约为 0.54 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则广发证券的 EPS 大约为 1.30 元。给予推荐评级。

表9、广发证券每股收益敏感性分析

单位：元

		日均交易量					
		1000	1400	1500	2000	2500	3000
投资 收益 率	-5.00%	0.33	0.51	0.55	0.77	0.99	1.21
	0.0%	0.44	0.61	0.66	0.88	1.09	1.31
	5.0%	0.54	0.72	0.76	0.98	1.20	1.42
	7.5%	0.59	0.77	0.81	1.03	1.25	1.47
	10.0%	0.64	0.82	0.86	1.08	1.30	1.52
	12.5%	0.70	0.87	0.92	1.13	1.35	1.57
	15.0%	0.75	0.92	0.97	1.19	1.41	1.62
	17.5%	0.80	0.98	1.02	1.24	1.46	1.68
	20.0%	0.85	1.03	1.07	1.29	1.51	1.73
	22.5%	0.90	1.08	1.12	1.34	1.56	1.78
	25.0%	0.96	1.13	1.17	1.39	1.61	1.83
	27.5%	1.01	1.18	1.23	1.44	1.66	1.88
	30.0%	1.06	1.23	1.28	1.50	1.72	1.93

数据来源：东北证券

8.4. 招商证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，招商证券 2012 年的 EPS 大约为 0.42 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则招商证券的 EPS 大约为 0.79 元。给予谨慎推荐的投资评级。

表 10、招商证券每股收益敏感性分析

单位：元

		日均交易量					
		1000	1400	1500	2000	2500	3000
投资 收益 率	-5.00%	0.15	0.23	0.25	0.35	0.45	0.55
	0.0%	0.24	0.32	0.34	0.44	0.53	0.63
	5.0%	0.32	0.40	0.42	0.52	0.62	0.72
	7.5%	0.37	0.45	0.47	0.56	0.66	0.76
	10.0%	0.41	0.49	0.51	0.61	0.70	0.80
	12.5%	0.45	0.53	0.55	0.65	0.75	0.85
	15.0%	0.50	0.58	0.59	0.69	0.79	0.89
	17.5%	0.54	0.62	0.64	0.74	0.83	0.93
	20.0%	0.58	0.66	0.68	0.78	0.88	0.97
	22.5%	0.63	0.70	0.72	0.82	0.92	1.02
	25.0%	0.67	0.75	0.77	0.86	0.96	1.06
	27.5%	0.71	0.79	0.81	0.91	1.01	1.10
	30.0%	0.75	0.83	0.85	0.95	1.05	1.15

数据来源：东北证券

8.5. 长江证券

在日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 5% 的假设条件下，长江证券 2012 年的 EPS 大约为 0.22 元；在日均股票交易额 2500 亿元、自营业务收益率 10% 的假设条件下，则长江证券的 EPS 大约为 0.41 元。给予谨慎推荐的投资评级。

表 11：长江证券每股收益敏感性分析

单位：元

		日均交易量					
		1000	1400	1500	2000	2500	3000
投资 收益 率	-5.0%	0.00	0.04	0.05	0.11	0.16	0.21
	0.0%	0.08	0.13	0.14	0.19	0.24	0.30
	5.0%	0.17	0.21	0.22	0.28	0.33	0.38
	7.5%	0.21	0.25	0.26	0.32	0.37	0.42
	10.0%	0.25	0.30	0.31	0.36	0.41	0.47
	12.5%	0.30	0.34	0.35	0.40	0.45	0.51
	15.0%	0.34	0.38	0.39	0.44	0.50	0.55
	17.5%	0.38	0.42	0.43	0.49	0.54	0.59
	20.0%	0.42	0.46	0.48	0.53	0.58	0.63
	22.5%	0.46	0.51	0.52	0.57	0.62	0.68
	25.0%	0.51	0.55	0.56	0.61	0.67	0.72
	27.5%	0.55	0.59	0.60	0.65	0.71	0.76
	30.0%	0.59	0.63	0.64	0.70	0.75	0.80

数据来源：东北证券

参考文献:

- 1、廖静池:《中国证券公司产品创新发展研究》;
- 2、杨 鵬:《加快业务重组与创新 建立券商盈利新模式》

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760