

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

以“新”求“多”，以“多”求“盈”

——证券行业 2013 年年度投资策略

证券研究报告——行业策略

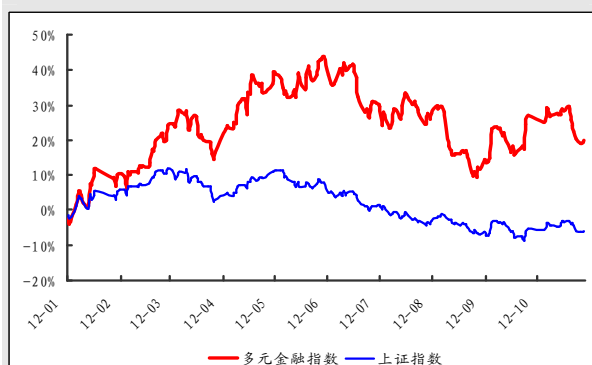
同步大市（维持）

发布日期: 2012 年 11 月 23 日

重点个股盈利一览（截至 11 月 22 日）

股票简称	12EPS	13EPS	12PE	评级
海通证券	0.36	0.38	23.78	增持
中信证券	0.36	0.39	29.67	增持
兴业证券	0.27	0.30	37.52	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

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

证券行业 2012 年下半年投资策略：创新推开，有望厚积薄发……2012 年 6 月 11 日

“新三板”扩容，行业影响几何？…2012 年 7 月 13 日

联系人：张杨

电话：021-50588666-8137

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：

2013 年行业创新发展的速度可能会超乎市场预期，有望成为券商股估值的有力支撑。因此，资本实力强、客户资源丰富且业务优势明显的券商将因创新潜力的想象空间而得到市场资金更多的关注。

投资要点：

●2012 年传统业务仍陷困境，行业转向正在发生：虽然监管环境持续宽松、行业创新力度超预期但市场持续低迷、市场成交额下滑，再加上 IPO 发行趋缓，券商经纪、投行业务同比下滑均超过 20%，致使行业整体盈利下滑，虽然创新业务有所发展，但“靠天吃饭”局面尚未改观。

●传统盈利模式困境仍难以摆脱：受市场环境、IPO 发行募资等因素影响，除自营（含直投）投资收益因受益债券及对冲/套保而实现增长外，其余传统业务仍处于发展困境中，经纪、投行业务收入贡献度呈下降趋势，资管业务发展也急需转型。

●2013 年创新层出不穷、但市场环境难言乐观：在监管持续放宽、行业创新面临发展机遇的大背景下，2013 年行业创新将层出不穷，更多亮点主要集中在资管产品多元化、场外交易市场和转融券的试点、保证金管理推广等方面；而 A 股市场则仍将在 2000 点附近震荡徘徊，成交情况较 2012 年也难有起色。

●传统升级难以一撮而就，创新做大做强还需培育：金融产品的丰富、业务种类的多元化将在 2013 年得以更多的体现，行业创新发展的速度可能会超乎市场预期，但传统盈利模式在 2013 年仍难以彻底改观，创新业务全面发展但尚未能大幅改善盈利情况，行业内分化明显。

●以“新”求“多”，以“多”求“盈”：创新预期是贯穿券商板块的投资主线，创新政策、动态的预期将对券商股的估值形成明显支撑，资本实力强、客户资源丰富且业务优势明显的券商个股将因创新潜力的想象空间而得到市场资金更多的关注。

●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. 传统业务仍陷困境，行业转向正在发生	4
1.1 行业创新力度超预期，但仍不敌市场低迷的冲击力	4
1.2 传统盈利模式的困境仍然难以摆脱	6
2. 2012：券商板块业绩向左、二级市场表现向右	10
3. 2013：创新发展向纵深推进，盈利基础仍在夯实中	11
3.1 证券公司经营环境前瞻	11
3.2 行业创新层出不穷	12
3.3 各业务发展趋势之预判	14
4. 2013 年证券行业投资策略	15
4.1 投资思路	15
4.2 投资品种选择标准	15
5. 风险提示	18
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 (2011-2012Q3)	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 (2012 前三季度)	5
图 4: 各上市券商收入结构情况 (2012 前三季度)	5
图 5: 各上市券商业务及管理费变化情况 (2012 前三季度)	5
图 6: 各上市券商管理费率情况 (2012 前三季度)	5
图 7: A 股市场月度股基交易额情况 (2011-2012.9)	6
图 8: 上市券商季度佣金率变化情况	6
图 9: 上市券商经纪业务收入情况 (2012 前三季度)	6
图 10: 各上市券商佣金率情况 (2012 前三季度)	6
图 11: 上市券商单季度自营 (含直投) 投资收益情况	7
图 12: 上市券商自营 (含直投) 投资收益 (2012 前三季度)	7
图 13: 上市券商资管业务收入情况 (2011-2012Q3)	7
图 14: 集合理财产品月度成立规模 (2011-2012.9)	7
图 15: 各上市券商资管业务收入情况 (2012 前三季度)	8
图 16: 季度 IPO 发行情况 (2011-2012Q3)	9
图 17: 季度再融资情况 (2011-2012Q3)	9
图 18: 各上市券商承销业务收入情况 (2012 前三季度)	9
图 19: 上市券商融资融券利息收入及收入占比情况 (2012H1)	10
图 20: 融资融券月度交易占比情况	10
表 1: 2012 年 1-10 月上市券商主承销情况	8
表 2: 截至 2012 年 10 月底, 上市券商的年度市场表现情况	11
表 3: 行业净资本排名前十券商	16
表 4: 2012 年上半年上市券商基金分仓情况	17
表 5: 上市券商融资融券业务开展情况	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一，5 月证券公司创新发展研讨会之后，行业创新发展步伐不断加快，中小企业私募债等陆续开闸，但受低迷市场环境影响，行业盈利仍有所下滑，传统盈利模式依然占据主导地位。

展望即将到来的 2013 年，鼓励、支持、督促创新仍然是行业政策的主基调，证券公司的新产品、新业务或将层出不穷，但规模仍要看监管部门相关配套措施的及时跟进、证券公司自身创新意识及创新推动力度；而创新业务从试点到范围扩大、到业绩贡献真正得以体现尚需 3-5 年时间，这和行业的运行周期相一致——盈利上升、下滑的时间间隔在 4-5 年左右，2013 年证券行业经营情况大幅改善的可能性仍较小，但创新业务仍将会是亮点。

对于券商自身而言，如何在行业创新向纵深发展的大背景下，抓住机遇，通过产品、业务、管理等多方面的创新来拓展收入渠道、提升整体盈利空间，也即，以创新实现收入来源的多元化，以收入的多元化来保障盈利空间，而这正是本篇报告的立意所在。

1. 传统业务仍陷困境，行业转向正在发生

1.1 行业创新力度超预期，但仍不敌市场低迷的冲击力

监管环境持续放松。今年以来，监管层在多方面支持鼓励行业创新，政策力度和幅度更是出乎市场意料之外，尤其在 5 月证券公司创新发展研讨会之后，行业创新加快发展，各项创新政策逐步兑现，中小企业私募债、证券公司短期融资券等陆续开闸，高收益债/债券质押报价回购/约定购回证券交易/保证金管理等业务试点的不断推广、转融资试点的推出、新三板试点的扩容等，行业创新试点全面开花。

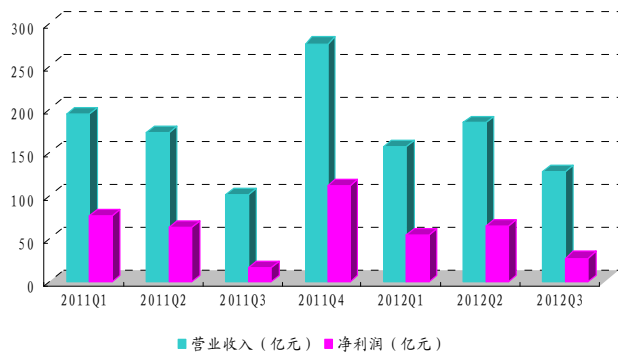
市场低迷、行业盈利下滑。2012 年在国内外多因素影响下，市场环境错综复杂，上证综指呈现震荡下行走势，1-9 月下跌 5.15%，市场成交总额也趋于萎缩、同比大幅减少 28.42%，在市场成交额下滑、IPO 发行趋缓等因素影响下，行业盈利情况继续下滑。据证券业协会数据显示，114 家证券公司前 3 季度实现营业收入 955.77 亿元、为 2011 年营收的 70.30%，净利润 263.42 亿元、为 2011 年净利润的 66.90%，盈利比例 76%、较之 2011 年度下滑了 7 个百分点。值得注意的是，截至 9 月底的客户交易结算资金余额仅 5620.52 亿元、较之 2011 年减少了 17.60%，不及 2010 年底的一半，在低迷市场环境下，客户财富缩减，客户资金逐步从 A 股市场中撤离。

经纪业务收入贡献度持续下滑。从收入结构看，受业务收入下滑的影响，经纪业务收入占比进一步下滑至 40.69%，投行（承销+保荐+财顾）业务收入占比下滑至 15.29%；而自营（含直投）投资收益的占比则有所提升、由 2011 年 3.66%提升至 22.43%，资管业务收入占比 1.76%、略有提升，融资融券收入已超 2011 年资管业务收入的 72.46%、收入占比达 3.81%。

上市券商的盈利占整个行业的 50%左右，其经营情况可以折射出行业发

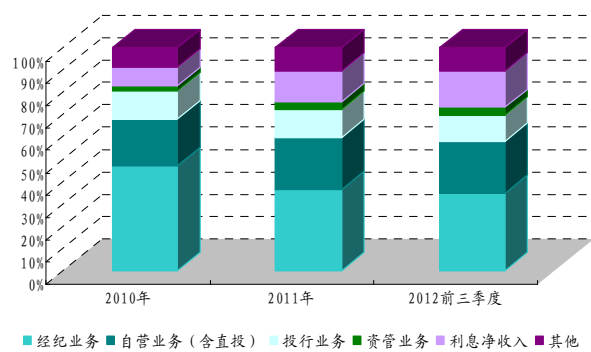
展趋势。1-9月，19家上市券商（母公司及相应子公司，下同）实现营业收入468.24亿元、同比微幅减少0.30%，净利润144.64亿元、同比减少6.62%，经纪和投行业务收入是拖累业绩的最主要因素，虽然创新业务有所发展，但券商尚未完全摆脱“靠天吃饭”的被动局面。

图 1：上市券商季度经营情况（2011-2012Q3）



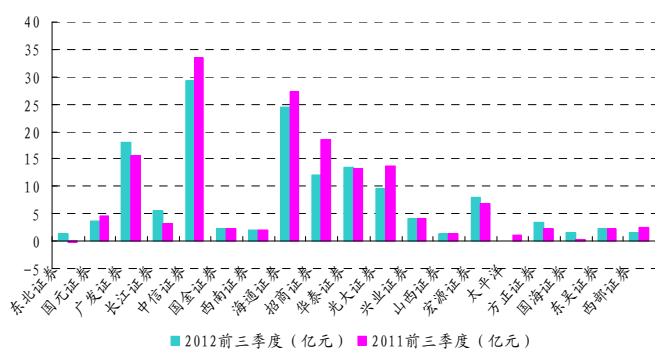
资料来源：中原证券，公司财务报表

图 2：上市券商收入结构变化情况



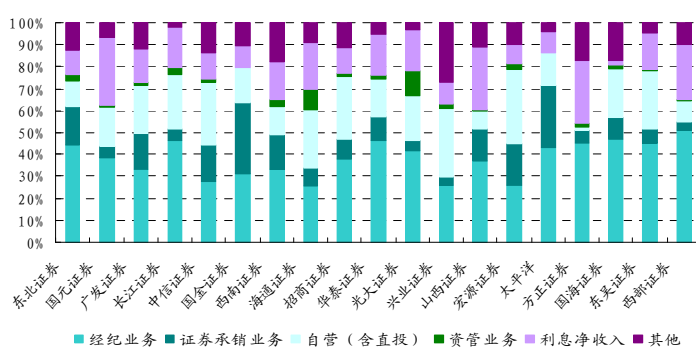
资料来源：中原证券，公司财务报表

图 3：各上市券商净利润变化情况（2012 前三季度）



资料来源：中原证券，公司财务报表

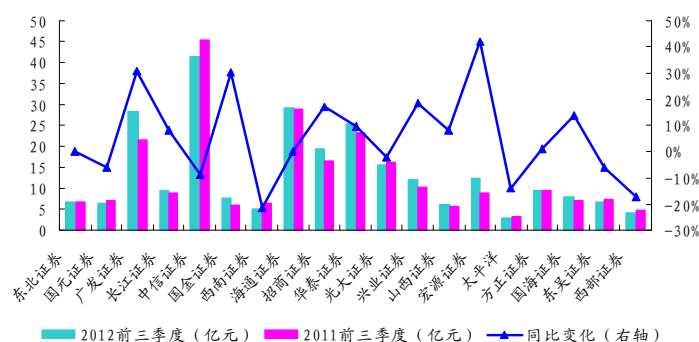
图 4：各上市券商收入结构情况（2012 前三季度）



资料来源：中原证券，公司财务报表

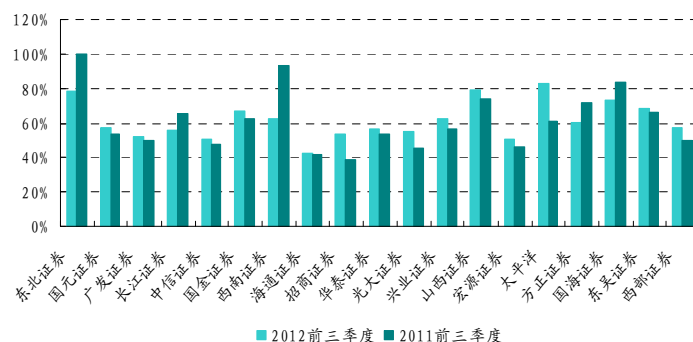
业务及管理费压力大。1-9月，19家上市券商业务及管理费合计256.12亿元、同比增加5.48%，营业收入占比由去年51.73%提升至54.70%。在目前行业创新加速发展、传统业务转型的大背景下，业务及管理费压力仍较大。

图 5：各上市券商业务及管理费变化情况（2012 前三季度）



资料来源：中原证券，公司财务报表

图 6：各上市券商管理费率情况（2012 前三季度）



资料来源：中原证券，公司财务报表

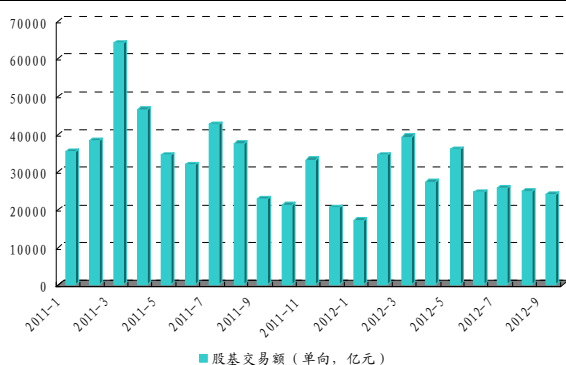
1.2 传统盈利模式的困境仍然难以摆脱

1.2.1 经纪业务：受市场成交下滑影响

前三季度，19家上市券商合计实现经纪业务净收入162.60亿元、同比减少28.06%，其中：股基交易额19.86万亿元、同比减少27.34%，前三季度平均佣金率为0.0806%、同比微幅下滑0.99%；各上市券商经纪业务净收入同比均下滑、且幅度均在20%以上，股基交易额全线下滑且幅度均超过25%，但平均佣金率的变化有所分化。

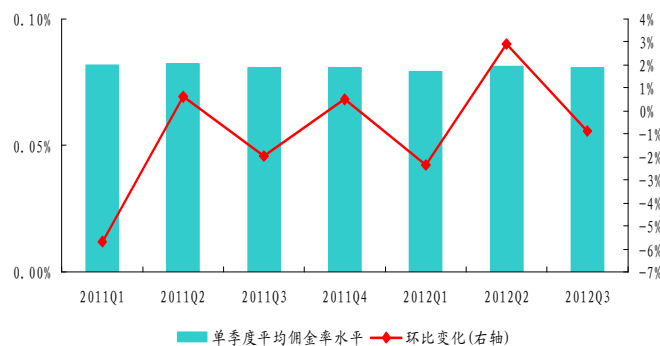
在市场环境无法控制的前提下，券商只能通过保证佣金率的稳定性来保证业务收入，而随着佣金率管制的放松、营业部自主设立的逐步放宽，行业平均佣金率仍有下滑的压力，尤其是目前基数较高的中小券商，未来需要通过加强投顾、代销金融产品、融资融券等业务服务来保证收入的相对稳定性。

图7：A股市场月度股基交易额情况（2011-2012.9）



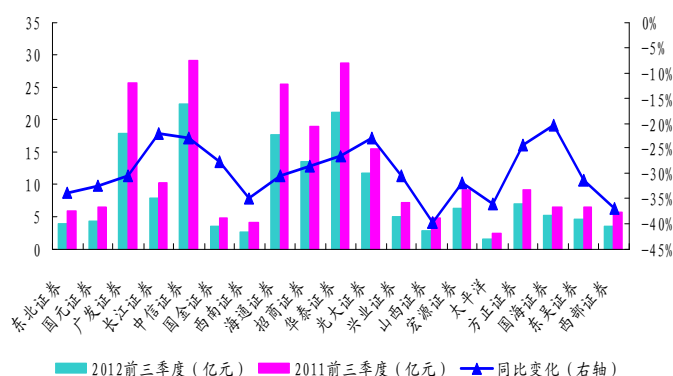
资料来源：中原证券，伟海证券精英网

图8：上市券商季度佣金率变化情况



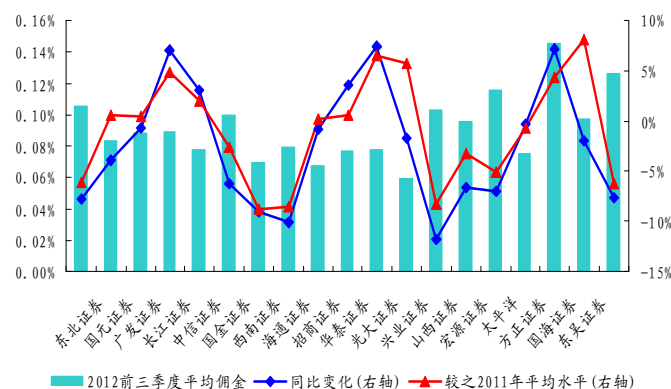
资料来源：中原证券，伟海证券精英网，公司财务报表

图9：上市券商经纪业务收入情况（2012 前三季度）



资料来源：中原证券，公司财务报表

图10：各上市券商佣金率情况（2012 前三季度）



资料来源：中原证券，伟海证券精英网，公司财务报表

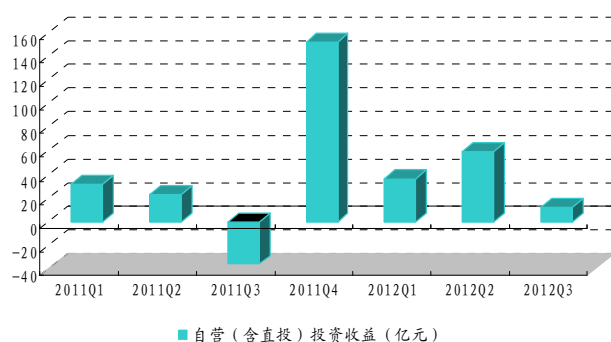
1.2.2 自营（含直投）投资收益夯实业绩

1-9月，上证综指、沪深300指数分别下跌5.15%、2.24%，较之去年同期-15.98%、-17.48%的表现大幅提升，再加上债券整体表现较好，均一定程度保证了上市券商自营投资收益的同比增长。前三季度，19家上市券商自营（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）

合计 108.15 亿元、同比大幅增加 460.88%，夯实了整体业绩；各上市券商全部实现正收益，与去年同期多数亏损的状态截然相反。

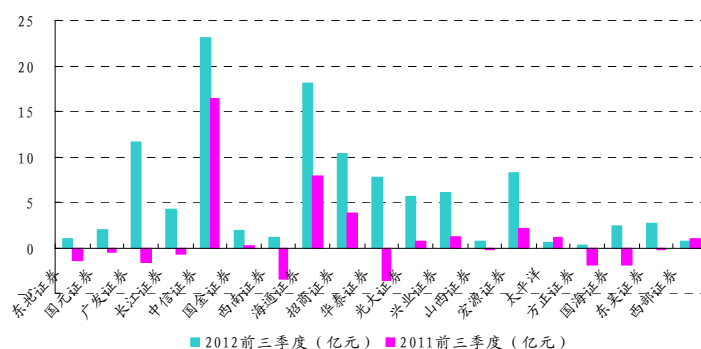
部分直投项目进入解禁期，业绩贡献待兑现。截至目前，19 家上市券商均已设立直投子公司或开展相关业务。据不完全统计，截至 9 月底，上市券商直投子公司已有 13 个项目进入解禁期，包括金石投资的昊华能源/机器人、广发证券的青龙管业、纳川股份等，第四季度至少还将有 4 个项目进入解禁期，业绩贡献静待收益的逐步兑现。

图 11：上市券商季度自营（含直投）投资收益情况



资料来源：中原证券，公司财务报表

图 12：上市券商自营（含直投）投资收益（2012 前三季度）



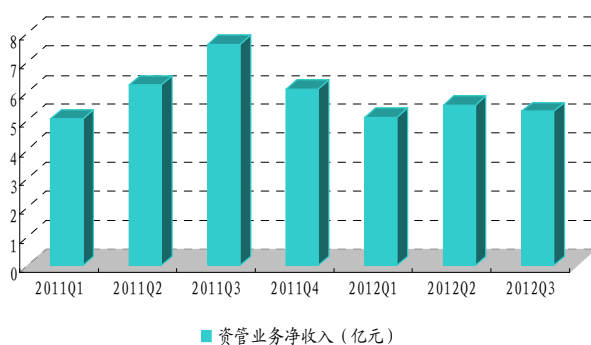
资料来源：中原证券，公司财务报表

1.2.3 资管业务——发展急需转型

2012 年以来，受竞争日益激烈的理财市场环境、较低迷的 A 股市场环境等因素影响，1-9 月新成立的集合理财产品规模 480.86 亿元、同比减少 19.25%，再加上集合理财产品净值也有所缩减，虽然期间定向、专项资管等规模有所增加，但仍无法改变管理费收入下滑的局面，前三季度，上市券商资管业务净收入 15.93 亿元、同比减少 15.75%。

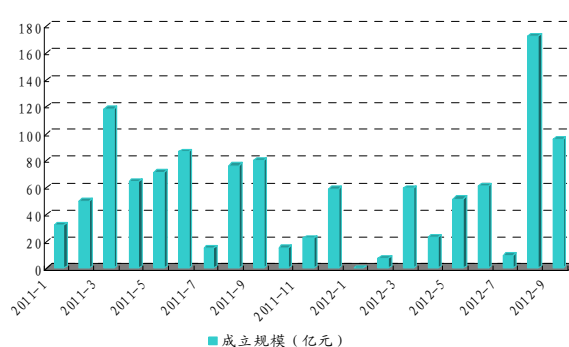
从业务发展看，受市场环境的影响，占据资管规模较大比重的集合理财产品，不仅遭受规模不断下滑的窘境，在产品设计、投资模式等方面也存在着诸多问题，比如多数产品设计仍以传统投资为主，业务发展急需转型。而此前业务发展在一定程度上也受政策限制，随着业务管理办法及实施细则的正式发布，业务管制趋于放松，未来资管产品趋于多元化发展。

图 13：上市券商资管业务收入情况（2011-2012Q3）



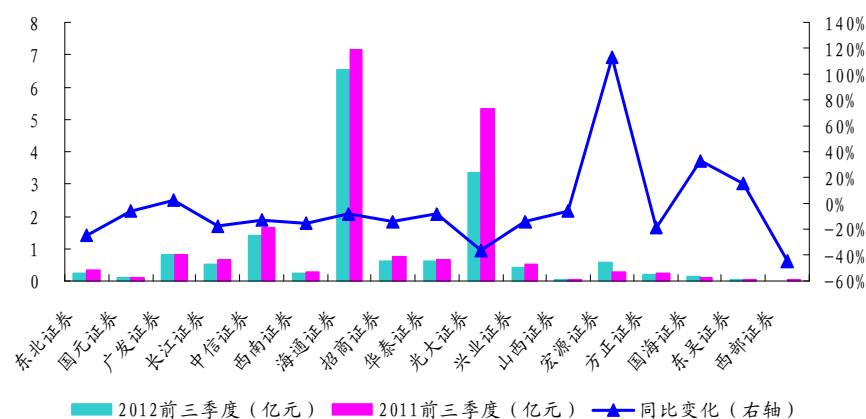
资料来源：中原证券，公司财务报表

图 14：集合理财产品月度成立规模（2011-2012.9）



资料来源：中原证券，wind 资讯

图 15: 各上市券商资管业务收入情况 (2012 前三季度)



资料来源: 中原证券, 公司财务报表

1.2.4 证券承销业务——IPO 发行趋缓

2012 年随着监管层新股发行改革的不断推进, IPO 募资规模大幅下滑, 1-9 月, 19 家上市券商共完成 69 家 IPO、265 家 (股权+债权) 再融资的主承销项目, 其中: IPO 承销金额 482.82 亿元、同比大幅下滑 41.03%, 再融资金额 4405.35 亿元、同比增加 33.82%。虽然主承销总金额实现同比 52.03% 的增长, 但附加值较高的 IPO 募资规模同比大幅下滑, 使得前三季度上市券商证券承销收入合计 56.01 亿元、同比减少 21.81%。

虽然投行业务收入整体下滑, 但各券商表现各异, 如表 1 所示, 中信、广发、华泰、招商、国金和海通证券等券商在主承销方面表现较好, 在目前围绕客户需求进行创新的大背景下, IPO/再融资主承销项目数较多的券商, 涉及的企业客户多, 未来客户资源可以进一步衍生, 在未来业务链条延伸中具备一定的优势。

表 1: 2012 年 1-10 月上市券商主承销情况

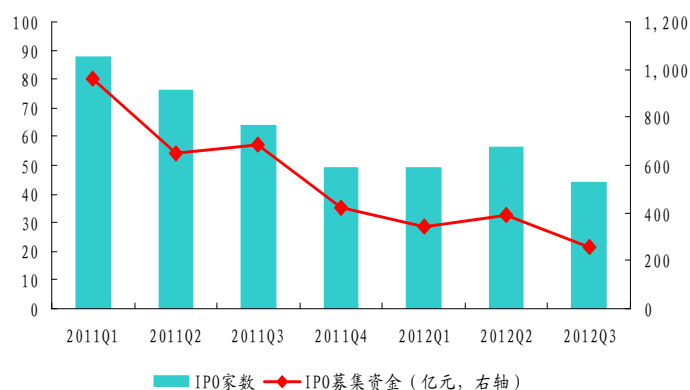
	主承销总家数	排名	IPO 家数	排名	主承销总额 (亿元)	排名	IPO 募资 (亿元)	排名
中信证券	84	1	15	2	1476.63	1	170.12	1
广发证券	37	9	9	4	424.64	13	67.58	3
华泰联合	23	15	9	5	323.76	15	50.58	5
招商证券	29	13	7	7	392.71	14	40.57	6
国金证券	16	21	8	6	142.12	27	31.77	10
海通证券	42	8	5	10	788.46	4	25.18	11
中德证券	9	34	2	21	93.53	35	22.19	14
宏源证券	36	11	3	14	453.00	11	16.39	15
太平洋证券	9	33	2	20	67.51	39	13.25	18
瑞信方正	8	37	1	32	136.61	29	11.11	21
国元证券	3	52	2	25	15.14	60	10.78	22
东北证券	5	44	2	22	49.21	46	8.08	26
光大证券	11	28	2	18	152.81	25	6.65	29

东吴证券	10	31	2	19	22.81	57	4.81	32
西部证券	1	71	1	38	4.13	70	4.13	35
长江证券	15	23	0	44	157.00	23	0.00	47
国海证券	15	24	0	45	191.14	19	0.00	44
兴业证券	14	25	0	46	110.40	33	0.00	51
西南证券	14	26	0	47	200.62	18	0.00	43

注：表中顺序按照 IPO 募集资金数额排序

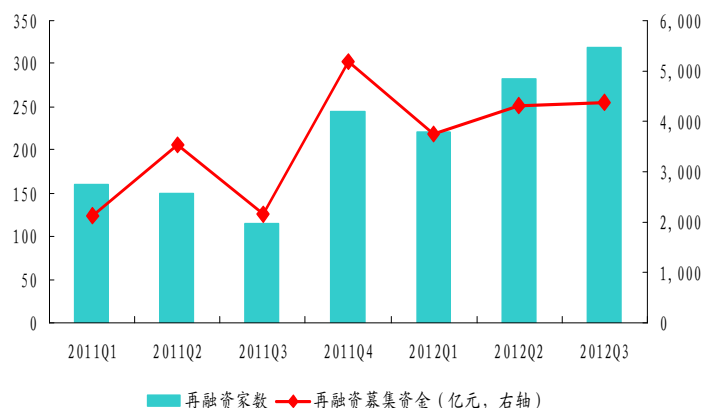
资料来源：wind 资讯，中原证券

图 16：季度 IPO 发行情况（2011-2012Q3）



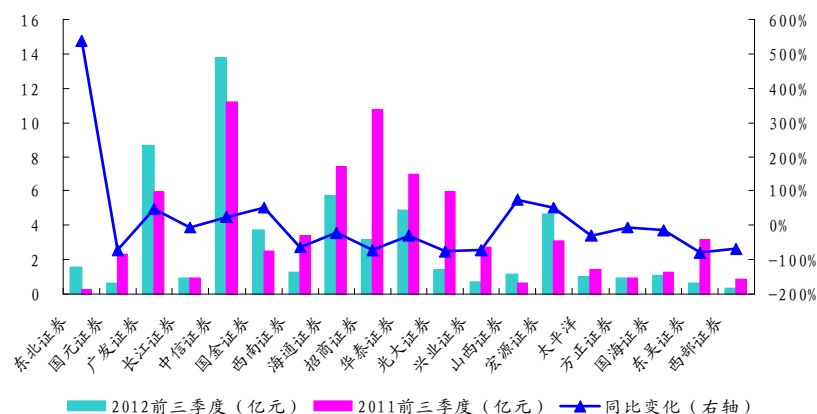
资料来源：中原证券，wind 资讯

图 17：季度再融资情况（2011-2012Q3）



资料来源：中原证券，wind 资讯

图 18：各上市券商承销业务收入情况（2012 前三季度）



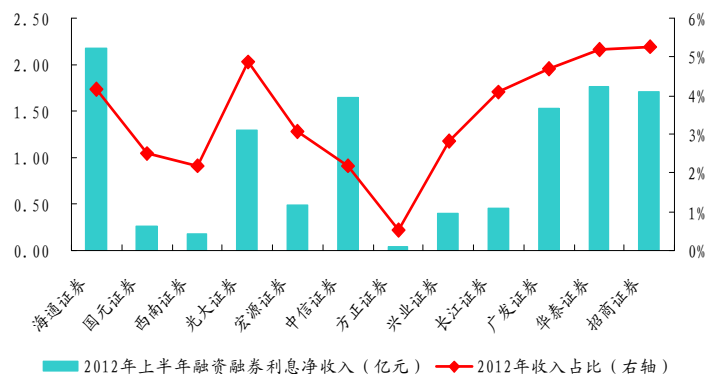
资料来源：中原证券，公司财务报表

1.2.5 融资融券业务——收入贡献超越资管

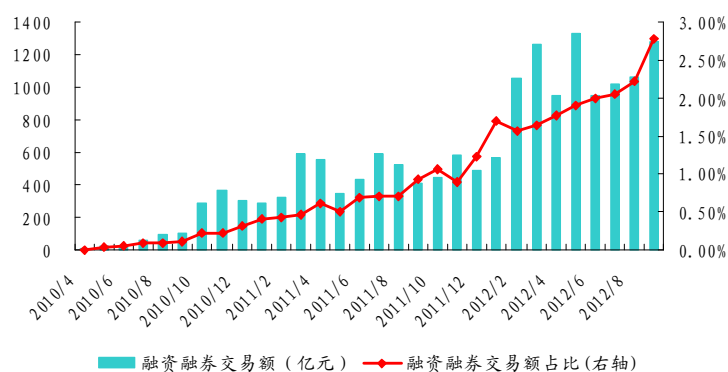
截至 9 月底，开展融资融券业务的券商数已达 71 家，随着越来越多的券商开展相关业务，再加上转融资试点启动，融资融券市场规模持续增长，交易活跃度也趋于提升，1-9 月，融资融券交易总规模达 9460.27 亿元、同比大幅增加 132.73%，占全部 A 股成交额的比重达 1.93%。

虽然多项传统业务收入趋于下滑，但融资融券收入贡献逐步凸显，前三季度收入贡献已达 3.81%、远超资管业务，融资融券收入也已占经纪业务收入的 9.37%，未来发展空间大。

图 19: 上市券商融资融券利息收入及收入占比情况 (2012H1) 图 20: 融资融券月度交易占比情况



资料来源：中原证券，公司财务报表

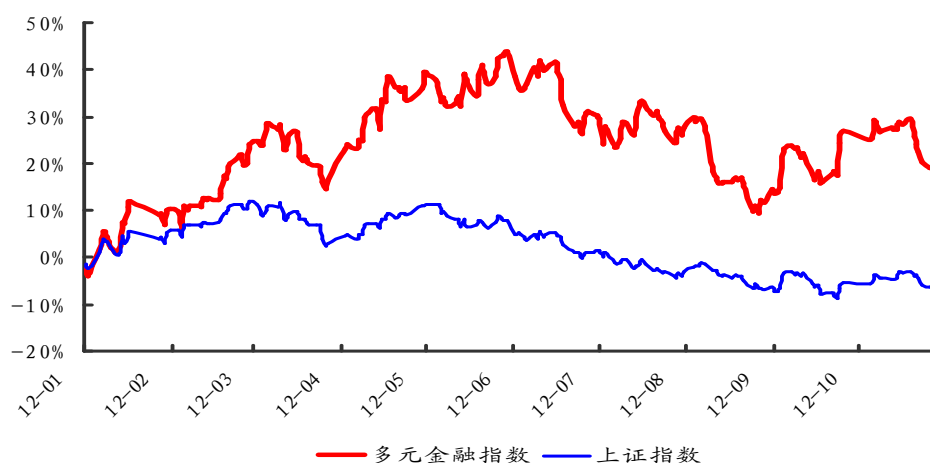


资料来源：中原证券，wind 资讯

2. 2012: 券商板块业绩向左、二级市场表现向右

虽然上市券商整体业绩有所下滑，但二级市场表现却独树一帜，今年以来券商板块整体表现较为靓丽，尤其是上半年：1-6 月多元金融指数平均涨幅为 30.77%，远超同期上证综指 1.18% 的涨幅，我们认为主要是以下三方面原因综合影响的结果：超跌后带来的板块补涨机会（2010.5-2011.12，多元金融指数下跌 47% 而同期上证综指下跌 19%）、年初以来的金融改革给金融板块带来的投资机会、证券行业创新动态等；而第三季度以来，随着上证综指的调整，多元金融指数也呈现下跌态势，7-10 月期间下跌了 10.76%、表现弱于上证综指，但仍未改变板块整体较为靓丽的表现，截至 10 月底，多元金融指数期间上涨 20.01%，而同期上证综指下跌 5.94%。

图 1: 截至 10 月底，2012 年度券商板块表现



资料来源：中原证券，wind 资讯

从个股来看，除太平洋、招商和西部证券外，其余 16 只券商股全线上

涨、且涨幅多数在 15%以上，中小券商表现显著优于大券商，其中：国海证券表现尤为靓丽、以期间涨幅 114.98%领涨整个券商板块，宏源、国金证券紧随其后、期间涨幅均超过 45%。

表 2：截至 2012 年 10 月底，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	10.89	16.17	1.00	50.98	9.86	1.42	1071.42	1068.82
海通证券	8.90	22.24	0.80	50.61	30.31	1.48	720.20	720.20
光大证券	11.61	15.95	1.19	52.06	35.17	1.83	396.83	396.83
招商证券	9.56	-4.78	0.66	43.12	32.56	1.76	445.60	238.45
华泰证券	9.26	20.04	1.30	63.04	28.85	1.54	518.56	193.04
广发证券	12.88	24.76	1.38	65.43	32.93	2.36	762.40	316.22
宏源证券	18.05	69.24	2.71	93.94	46.57	2.47	358.51	263.74
长江证券	9.01	27.49	1.06	51.33	32.60	1.79	213.65	213.64
东北证券	16.45	32.66	2.01	64.52	1699.52	2.24	160.98	105.17
国元证券	10.76	27.73	1.42	48.00	44.59	1.42	211.34	211.34
国金证券	14.39	46.11	3.84	71.85	63.29	4.27	143.93	143.93
西南证券	9.20	6.60	1.14	56.43	81.15	2.09	213.68	151.05
太平洋	5.70	-6.39	3.53	39.94	220.30	4.55	94.26	94.26
兴业证券	10.25	11.28	1.26	44.60	50.85	2.62	225.50	161.96
国海证券	9.54	114.98	11.75	230.84	84.46	6.21	170.95	43.89
山西证券	7.47	16.16	4.50	51.62	89.91	2.97	179.27	108.91
方正证券	4.25	3.23	5.42	44.12	67.60	1.84	259.25	140.90
东吴证券	8.24	26.49	11.19	66.36	71.74	2.22	164.80	41.20
西部证券	13.98	-3.59	15.51	83.56	133.83	3.35	167.76	27.96

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，Wind 资讯

3. 2013：创新发展向纵深推进，盈利基础仍在夯实中

3.1 证券公司经营环境前瞻

2013 年，证券行业将持续感受着监管放松、创新发展带来的机遇，创新发展的速度可能会超乎市场预期，但市场环境仍难言乐观。

3.1.1 市场环境：难言乐观

预计 2013 年上证综指在 2000 点附近震荡徘徊，趋势性机会依然不大，估值的结构性风险依然突出：一是从宏观经济看，周期性调整趋于结束，但结构性因素较为突出，若缺乏强有力的改革措施或改革效果没有显现，经济内生性的增长动力仍然微弱；二是从流动性看，在经济缓中趋稳、筑底反弹的情况下，国内货币政策难以进一步松动，广义利率下降的空间有限，A 股资金面仍面临“围城效应”的窘境；三是从市场结构看，“去散户化”进程正在延续，金融资本丧失话语权，产业资本主导市场趋势的格局已经形成，

并将继续冲击现有的估值体系；四是从监管层面看，制度建设的见效非一日之功，投资者信心提振依赖于顶层设计的出现。

2013 年成交情况较 2012 年难有明显起色，维持相类似成交金额的可能性较大，预计 2013 年成交金额在 28 万亿元-33 万亿元。

3.1.2 行业环境：监管持续放松，创新依旧

在 5 月创新研讨会之后，监管层多次召开各类专题研讨/座谈会，近期又加紧实地调研，并明确要求证券公司在创新思想上“放得更开、干的更好”，而政策方面，限制资管、自营和直投业务发展的相关政策也处于逐步放宽中。另一方面，证券行业创新业务涉及的部门、相关配套措施都较多，从目前发展情况看，部门衔接未能有效到位，各项配套措施也未能及时跟上，虽然创新业务不断推进中，但整体进度偏慢。

从近期监管层加紧实地调研，我们认为监管层鼓励证券公司创新的监管思路将在 2013 年得以延续，限制证券公司创新、发展的各种因素也会逐步得以解决或放松，包括转融券、柜台交易市场及自营/资管/新三板业务等，证券公司发展的大环境持续宽松，但业务规模的发展，仍要看监管部门相关配套措施的及时跟进、证券公司自身创新意识及创新推动力度。

3.2 行业创新层出不穷

2012 年资本市场发展关键在于制度改革、创新，而 2013 年主基调则将是改革创新的深化，随着资本市场和经济发展的不断深化，金融业战略调整、产业结构调整升级等都为行业创新提供了历史性的发展机遇。在监管持续放宽、行业创新面临发展机遇的大背景下，2013 年行业创新将层出不穷，我们认为更多的亮点主要集中在资管限制放宽后的产品多元化、场外交易市场和转融券的试点、保证金管理推广等方面。

3.2.1 资管产品多元化发展

今年以来，监管层多次鼓励社保基金等机构投资者增加对资本市场投资比重，积极推动养老保险等长期资金入市，为券商资产管理或财富管理业务提供了巨大的发展空间，券商可通过设计各类产品来吸引长期资金的投资；而随着居民财富快速增长，高净值的客户群体不断发展壮大，在“十二五”规划带来金融业战略性调整的大背景下，券商有望借助其自身的客户、渠道等资源，为高净值客户的财富管理提供更专业的服务。

随着 10 月《证券公司客户资产管理业务管理办法》及实施细则的正式发布，资管业务管制趋于放松，集合理财产品发行备案制得以实现，投资范围及产品设计的限制也得以放松，都为业务发展打开空间。预计 2013 年资管产品将呈现多元化发展，包括投资范围放宽后的不同类别产品组合、管制放宽后结合风险情况设计的分级产品、资产证券化等衍生产品。

3.2.2 场外交易市场加速发展

今年以来，场外市场建设不断加速，新三板试点范围也有所扩大，长三角、珠三角、环渤海等地区的区域股权交易市场陆续成立，上海、浙江、深圳等地也陆续推出当地的股权交易中心，场外市场发展空间巨大。而 9 月《关

于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见（试行）》的发布，为券商参与场外市场发展建设奠定了基础，也拉开了券商对区域性场外市场“跑马圈地”的帷幕。按照文件规定——“区域性市场原则上不得跨区域设立营业性分支机构”（即每个省一家区域市场），未来区域股权市场有望超过 30 家，按照每个市场平均挂牌 300 家（市值平均 1 亿元）粗略测算，区域股权市场的挂牌企业数达 9000 家，总市值近万亿元。

对于券商而言，可以凭借自身完整的业务链参与到场外市场的建设中：投行业务可为尚未上市的企业提供投融资服务，而企业后续的并购重组反过来将为投行拓展业务范围提供空间，积极参与场外市场建设可以成为券商积累企业资源的平台；券商提供的投融资服务可进一步延伸至经纪、资管业务，包括股东股份托管、专项产品设计等，而具备潜在投资回报的投资项目也为自营、直投业务提供了较好的投资标的。因此，区域股权市场的加速发展，券商业务链将全面受益，也有望大幅改变现有竞争格局，区位优势明显的本地化券商及综合实力雄厚、投行项目承揽能力强的全国性大券商将优先分享场外市场建设的盛宴。

3.2.3 保证金管理/质押报价试点的全面推广

保证金管理：自 2011 年 10 月信达证券获批保证金产品试点后，2012 年国泰君安、华泰证券等客户资源较丰富的大券商也相继发行保证金产品，目前已有信达“现金宝”、国泰君安“现金管家”、中信证券“现金增值”、华泰证券“紫金天天发”和银河证券“水星 1 号”等 5 只现金管理型集合理财产品，产品投向主要集中在定/活期存款、货币基金或短期债券品种，整体均属于低风险、投资收益稳健的产品。

2011 年以来市场环境整体较为低迷，客户资产严重缩水，再加上留存在账户的资金也仅能获得活期存款利率，客户交易结算资金持续流出股票市场。现金管理产品使得客户正常交易不受影响的情况下，资金利用效率大幅提高，将有效盘活沉淀的资金，有助于增加客户黏性，保证客户资源的不流失。目前还有海通、国信证券等多家券商通过业务初审，2013 年保证金管理规模将大幅扩容，随着资管投资范围的放宽，保证金管理业务的发展空间进一步提升，作为业务发展的关键要素，客户资源丰富的大券商将优先受益。

债券质押式报价回购：作为提高客户保证金使用效率的业务之一，质押式报价回购试点也逐步扩大，从最初的国信证券到 2011 年国泰君安、中信证券等 7 家券商获试点资格并开展业务，2012 年以来，平安、兴业、国元证券等多家券商也相继获得试点资格。预计 2013 年该业务试点将全面推广，通过投资于短期的银行隔夜拆借等获得远高于活期存款利息的利率，实现客户和券商的双赢。

3.2.4 上市券商队伍有望壮大

截至 10 月底 A 股市场上市券商仅 19 家、不及整个行业的 18%。资本金是制约各项业务发展的主要因素之一，随着各项创新业务的不断发展，券商融资需求更加迫切。随着监管层放宽券商 IPO 上市监管，各券商纷纷准备上市工作，目前已有 6 家券商处于初审或落实反馈意见中，也有其他券商处于上市材料准备中，2013 年将有更多的券商加入上市队列中，预计将有 8-10

家券商实现 IPO。

3.3 各业务发展趋势之预判

金融产品的丰富、业务种类的多元化是行业未来的发展趋势，这一趋势将在 2013 年得以更多的体现，与较依靠传统业务的模式相比，营业收入、净利润的来源将更加稳定，而业务模式能否得到大幅改善仍有待于证券公司自主创新的进度，再加上，多项创新业务试点到全面推广、从业务规模扩大到真正贡献利润都需要一定的时间，一般而言，创新业务真正对营业收入产生贡献至少需要 2-3 年的时间，因此，证券公司以经纪、承销等传统业务为主的收入结构在 2013 年仍难以得以彻底改观，创新业务全面发展但尚未能做到大幅改善盈利情况的作用。

3.3.1 传统业务的升级或创新难以一蹴而就

经纪：艰难局面依旧。基于对 2013 年市场环境及市场走势的判断，预计 2013 年市场成交额与 2012 基本持平，日均成交金额 1300~1500 亿元，行业平均佣金率水平持平、0.072% 左右，对应的经纪业务收入为 450~520 亿元、同比持平。但若考虑代销金融产品、投顾增值服务及融资融券等业务带来的增量收入，大经纪业务收入同比或将实现一定程度的增长。

自营：投资收益不确定大。基于对 2013 年震荡市场走势的判断，预计传统自营投资收益难以有效保证，另类投资子公司多数处于项目拓展期、业绩贡献难度也较大，更多的取决于固定收益类、量化及衍生品投资等多样化投资手段，能否保证自营投资收益的稳定性。

投行：受 IPO 募资影响大。截至 10 月底，共有 264 家企业实现股票融资，募集资金 3773.26 亿元、同比大幅减少 34.38%，而企业、公司债（券商主承销）成功发行 885 只，发行总规模达 11527.66 亿元、同比大幅增加 97.18%。预计首发募资规模下滑趋势将在 2013 年得以延续，虽然债券发行规模仍将实现增长，但业务附加值高的 IPO 募资规模减少使得投行业务收入难有大改观。

3.3.2 创新业务的做大做强还需要培育

2013 年，在传统业务难有大改观的情况下，行业创新发展的速度可能会超乎市场预期，各项创新业务将呈现遍地开花的景象，但创新业务对行业业绩贡献仍较为有限，做大做强还需要培育。

资管：发展空间大、业绩贡献不足。集合产品备案制的实现、投资范围放宽均打开了业务发展空间，2013 年包括集合、专项、定向等在内的资管规模有望进一步扩大，产品设计多样化发展，资管产品线有望进一步丰富，但预计整体业绩贡献仍显不足。

融资融券：券商稳定的收入来源之一。目前转融通试点已推出、试点范围也有所扩大，但目前仅限于转融资，而融券规模较小的限制条件仍未得以改善，预计转融券试点将在 2013 年得以解决，券种增加将为市场提供更多的做空机制，融资融券业务规模有望进一步扩大，融资融券收入在券商营业

收入中的占比逐步提升，成为券商稳定的收入来源之一。

场外市场：2013 年发展重点，仍需配套政策跟进。新三板试点扩容在 2012 年有所实现但范围仍较少，虽挂牌企业条件有所放宽，但投资门槛较高，且转板、做市商制度等配套措施尚未出台，新三板收入贡献有限，后续发展仍有待配套政策的推进。而区域性股权交易市场也将是 2013 年券商创新发展的重点，证券业协会的《证券公司参与区域股权交易市场管理办法（讨论稿）》也明确券商可投资入股区域性市场交易场所的同时开展“全业务”，2013 年将是券商抢夺区域市场资源、企业资源的关键一年。

直投业务：取决于项目收益的兑现。随着直投子公司及直投基金、产业基金等的纷纷成立，直投业务逐步进入常规化发展，而《证券公司直接投资业务规范》的发布，提升了直投业务的发展空间。2013 年将会有多个直投项目进入解禁期，但收益兑现与市场环境息息相关，收益确认的不确定性较大，业务实力强的券商业绩得以夯实的机率较大，行业内分化加剧。

此外，高收益债/债券质押报价回购/约定购回证券交易/保证金管理等业务试点均已启动，2013 年业务规模将大幅提升，但盈利贡献仍难以体现，尚待业务规模的扩大和时间的积累。

综上所述，随着行业创新的发展，行业内分化将更加明显，包括大券商与中小券商间、中小券商相互间的差距，大券商在资本实力、人才储备、业务投入等多方面的实力往往是多数中小券商所无法比拟的，决定了大券商与中小券商在创新业务存在的差距，中小券商中创新意识明显、业务投入相对较多的公司，也将能跟随行业发展的步伐，行业内分化更加明显。

4. 2013 年证券行业投资策略

4.1 投资思路

从行业环境来看，监管层鼓励证券公司创新的监管思路将在 2013 年得以延续，限制证券公司创新、发展的各种因素也会逐步得以解决或放松，而随着资本市场和经济发展的不断深化，金融业战略调整、产业结构调整升级等都为行业创新提供了历史性的发展机遇。在此大背景下，证券业创新发展的速度可能会超乎市场预期，创新层出不穷，资管产品、场外市场等创新均加速发展，但创新业务真正贡献业绩至少需要 2-3 年的时间，以经纪、承销等传统业务为主的收入结构在 2013 年仍难以彻底改观，创新业务尚无法大幅改善盈利情况。

4.2 投资品种选择标准

基于以上认识，我们认为，“创新”依然是 2013 年券商板块的一个投资主线，创新政策、动态的预期将对券商股的估值形成明显支撑，资本实力强、客户资源丰富且业务优势明显的券商个股将得到市场资金更多的关注。

- **资本实力：**资本实力向来是制约券商业务发展的主要因素之一，再加上多数创新业务占用资金时间较长，资本实力强的券商占据绝对优势，如中信、海通证券等。
- **客户资源：**未来行业发展方向将围绕客户需求展开，客户资源丰富与否是制约业务发展空间的重要因素，我们以基金分仓、证券承销项目来作为评判标准：IPO/再融资承销项目数较多的券商，涉及的企业客户多，客户资源进一步衍生，往往业务拓展空间也大；基金分仓多，机构客户多，客户结构相对而言较为优良，业务发展空间大。综合投行项目承揽和基金分仓情况来看，中信、海通、广发、招商、国金和华泰证券等占据一定优势。
- **创新潜力：**大券商的创新业务优势毋庸置疑，而中小券商的创新成长性也提供了业务发展空间。目前 19 家上市券商，全部都已取得资管、代办股份（新三板）和直投业务资格，多数已成立期货公司、基金公司等子公司，但融资融券（包括转融通）、直投/产业/并购基金、保证金管理和保险资金席位等创新业务方面则差异较大。从收入贡献相对较高的融资融券业务看，有部分券商 2012 年才取得业务资格，转融通试点资格取得时间更晚，但公司创新意识决定了创新业务的成长性。

表 3：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） （11/22 收盘 价）	市盈率（倍）		市净率 （倍）	投资 评级
	2012Q3	2012E	2013E			2012E	2013E		
中信证券	0.27	0.36	0.38	7.66	10.68	29.67	28.11	1.39	增持
海通证券	0.27	0.36	0.39	6.01	8.56	23.78	21.95	1.42	增持
兴业证券	0.19	0.27	0.30	3.92	10.13	37.52	33.77	2.58	增持

注：收盘价采取前复权方式；

资料来源：中原证券，wind 资讯

表 4：行业净资本排名前十券商

	净资本（2012 年中报，亿元）	排名
中信证券	444.37	1
海通证券	393.12	2
广发证券	210.90	3
国泰君安	201.21	4
招商证券	136.07	5
光大证券	130.08	6
申银万国	128.04	7
银河证券	124.24	8
国信证券	120.41	9
宏源证券	112.35	10

资料来源：wind 资讯，中原证券

表 5：2012 年上半年上市券商基金分仓情况

	交易基金只数	总交易佣金(万元)	佣金排名
中信证券	481	11,960.41	1
海通证券	387	7,916.55	6
广发证券	338	7,243.37	9
招商证券	408	6,681.93	10
兴业证券	345	6,485.98	11
长江证券	282	6,102.35	13
光大证券	298	5,654.41	14
国金证券	308	5,575.23	15
华泰证券	315	3,401.65	23
华泰联合	167	2,646.31	25
宏源证券	194	2,561.00	26
方正证券	160	2,306.69	29
东北证券	141	1,909.41	31
西南证券	82	1,610.02	33
国元证券	132	1,529.80	34
国海证券	110	1,423.68	35
西部证券	107	996.04	41
山西证券	84	558.92	55
东吴证券	104	418.38	63

注：表中顺序按照总交易佣金排序 资料来源：wind 资讯，中原证券

表 6：上市券商融资融券业务开展情况

	融资融券业务资格	开展业务时间	转融通试点资格	批次
中信证券	有	2010/4	有	第一批
海通证券	有	2010/4	有	第一批
广发证券	有	2010/4	有	第一批
招商证券	有	2010/7	有	第一批
兴业证券	有	2010/12	有	第二批
长江证券	有	2010/12	有	第二批
光大证券	有	2010/4	有	第一批
国金证券	有	2012/7		
华泰证券	有	2010/7	有	第一批
宏源证券	有	2010/12	有	第二批
方正证券	有	2010/12	有	第二批
东北证券	有	2012/6		
西南证券	有	2010/12	有	第二批
国元证券	有	2010/12	有	第二批
国海证券	有	2012/7	有	第二批
西部证券	有	2012/8		
山西证券	有	2012/6		
东吴证券	有	2012/6	有	第二批

资料来源：沪深证券交易所，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。