

报告类型 / 行业深度报告

同步大势

上次评级： 优于大势

2013 年证券行业投资策略报告

——资产管理业务脱颖而出

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，以应对行业内外部的竞争。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部的竞争，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。

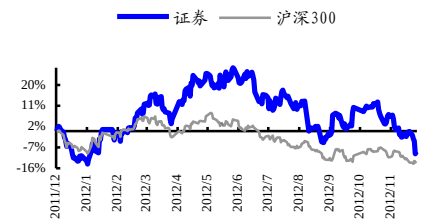
创新业务将促进券商资产管理业务快速发展。证券公司的资产管理业务的创新性很大程度上依赖于能使用哪些类型的投资工具，因此资产管理的投资范围相当重要。创新措施将能有效地提高券商理财产品的收益率，满足不同风险偏好、不同投资需求的客户的需要。积极拓展以收费为主的新型资产管理业务，将成为证券公司未来的主要收入和利润来源之一。

除了受业务创新的影响之外，券商的经营业绩还受行情波动的影响，毕竟其业务收入主要来自于传统业务。进入 2012 以后，中国逐步放松货币政策，流动性也将逐渐宽松，随着经济增速放缓和通胀率处于低位，预计 2013 年还有降息和降准备金率的空间。近期经济出现筑底迹象，工业企业盈利有所回升，有利于市场走好。明年上半年预计有一波盈利好转带来的反弹。

但是，影响行情发展的因素很多，国内外利空利好因素的此起彼伏，将加大股指的波动幅度，影响券商的经营业绩，进而影响其股价走势。鉴于此，我们给予证券行业同步大市的评级。

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。我们给予资本充裕、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谨慎推荐评级。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-11.68%	-6.36%	-8.83%
相对收益	-7.21%	-3.12%	6.32%

重点公司

中信证券
广发证券

投资评级

谨慎推荐
谨慎推荐

相关报告

《2012 年下半年证券行业投资策略报告》

2012-06-22

证券分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

(021)20361101 zhaoxa@nesc.cn

目 录

1. 证券行业的外部竞争压力	4
2. 证券行业内部的竞争状况	5
3. 业务创新的必要性	6
4. 推出创新的措施	6
5. 创新活动将引领资产管理业务快速发展	8
5.1. 创新业务将促进券商资产管理业务快速发展	8
5.2. 券商资产管理业务发展空间广阔	9
5.3. 资产管理业务发展有利于券商业务收入结构改善	10
6. 资产管理业务创新任重而道远	11
6.1. 目前的资产管理业务创新仍属“通道”业务	11
6.2. 资产管理业务面临着信托机构的竞争与挑战	11
7. 行业投资策略	12
8. 部分公司每股收益敏感性分析	13
8.1. 中信证券	13
8.2. 海通证券	13
8.3. 广发证券	14
8.4. 招商证券	14
8.5. 长江证券	15
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速度	5
图 3: 各金融子行业利润增长趋势	5
图 4: 经纪业务佣金率下滑趋势	6
图 5: 2010-2011 年全国个人可投资资产总体规模	9
图 6: 2010-2011 年全国个人可投资资产总体规模	10
图 7: 各类投资产品资产增长速度对比	11
表 1、放宽业务范围的措施	7
表 2、2010 年国内证券公司与境外投行业务结构比较	10
表 3、中信证券每股收益敏感性分析	13
表 4、海通证券每股收益敏感性分析	13
表 5、广发证券每股收益敏感性分析	14
表 6、招商证券每股收益敏感性分析	14

表 7: 长江证券每股收益敏感性分析	15
--------------------	----

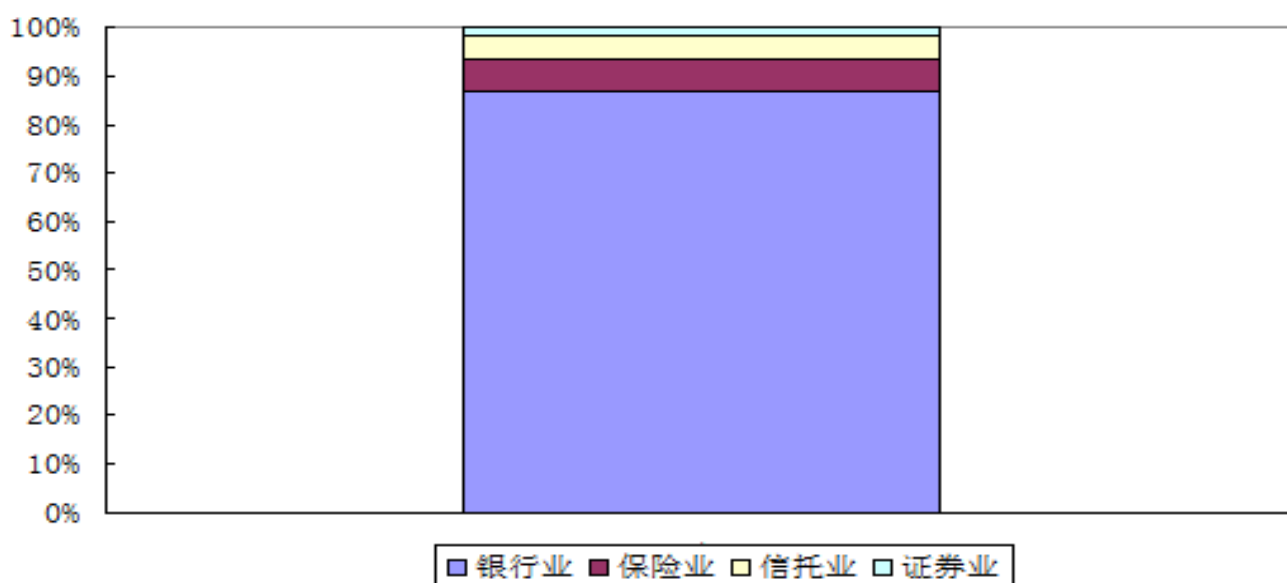
1. 证券行业的外部竞争压力

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业务一种资源——资金，在对资金来源的获得上，它们之间存在着竞争关系。

在资产管理业务方面，各金融机构之间共享同一资金来源，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，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。

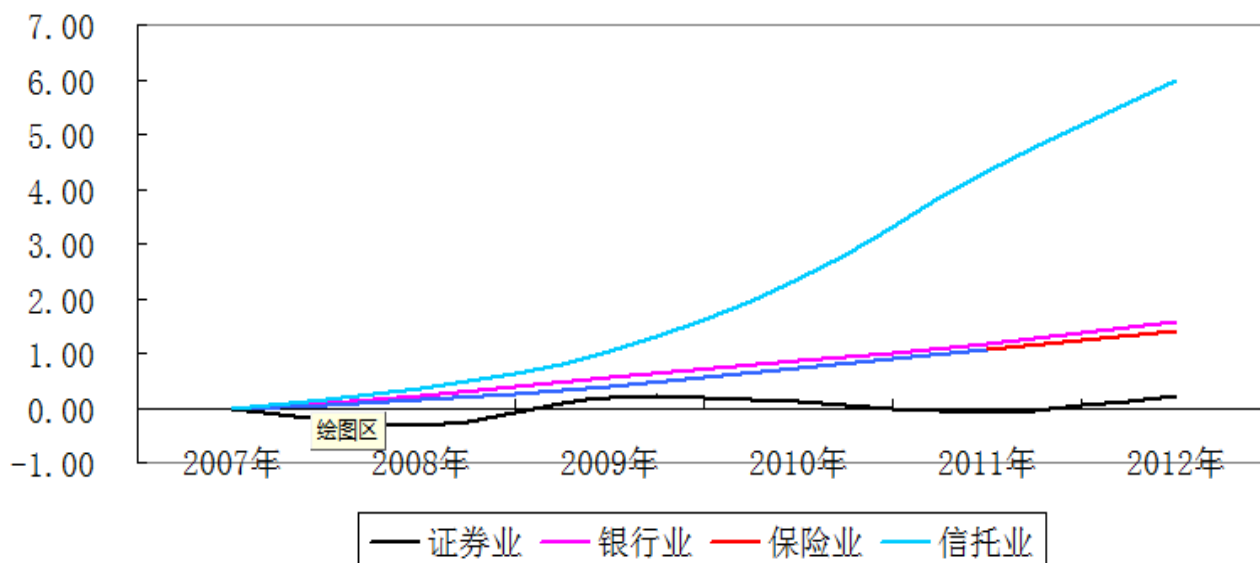
图 1: 各金融行业总资产对比



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。

图 2: 各金融子行业总资产增长速度

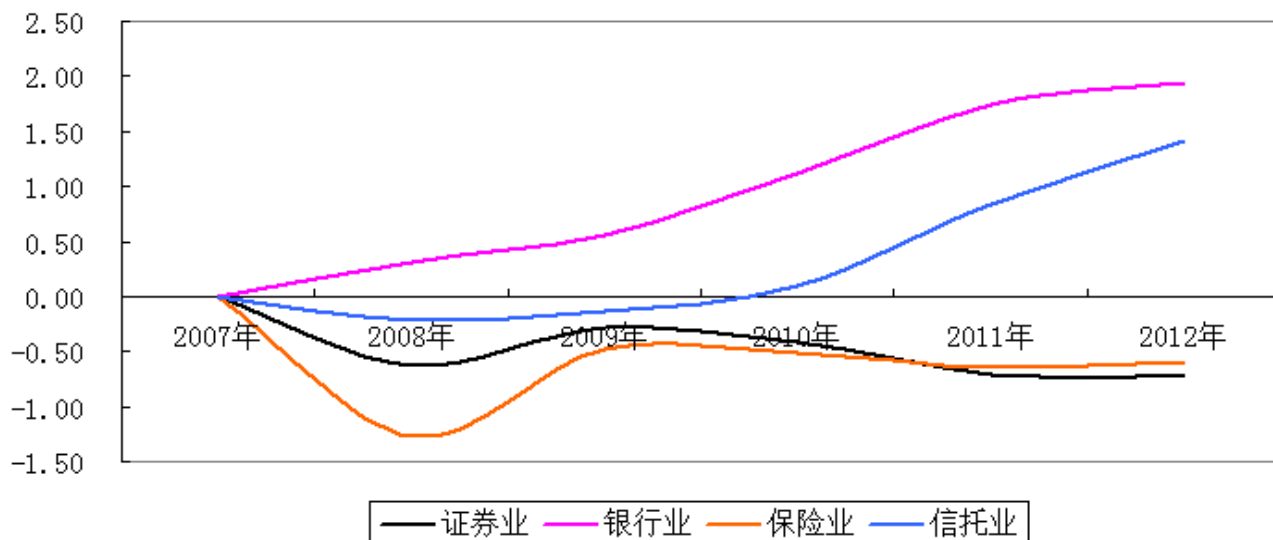


数据来源: 东北证券, Wind

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

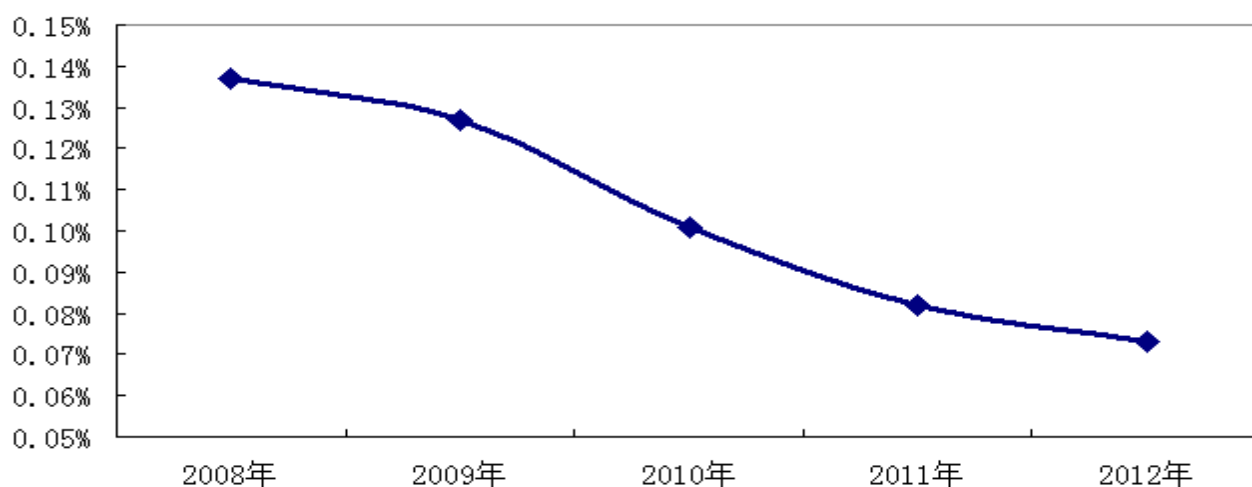
2. 证券行业内部的竞争状况

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的竞争状况，从经纪业务佣金率的下滑程度，证券业的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。

图 4: 经纪业务佣金率下滑趋势



数据来源：东北证券，Wind

3. 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，以应对行业内外部的竞争。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部的竞争，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。

4. 推出创新的措施

2012年5月，在证券公司创新发展研讨会上，《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）》提出了推进证券行业改革创新的11条举措，分别指向提高证券公司理财类产品创新能力、加快新业务新产品创新进程、放宽业

务范围和投资方式限制、扩大证券公司代销金融产品范围、支持跨境业务发展、推动营业部组织创新、鼓励证券公司发行上市和并购重组、鼓励证券公司积极参与场外市场建设和中小微企业私募债券试点、改革证券公司风控指标体系、探索长效激励机制及积极改善证券公司改革开放、创新发展的社会环境等。

目前，这 11 条举措已陆续发布。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。

表 1、放宽业务范围的措施

措施	规章	内容
加快新业务新产品创新进程	《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《证券公司定向资产管理业务实施细则》	对于集合资产管理计划，区分针对普通投资者的“大集合”和针对高端投资者的“小集合”，适度扩大资产管理的投资范围和运用方式，但总体上还被限定在金融市场上的各类标准化和非标准化的金融产品上；而对于为单一客户的定向资产管理业务，则完全放开其投资范围，允许投资者与证券公司自愿协商，由合同自行约定；至于针对客户特定目的而开展的专项资产管理业务（主要是企业资产证券化业务），则允许设立综合性的集合资产管理计划。
放宽投资范围和放开投资方式限制	通过修订《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》	修改后的《自营规定》在投资范围方面主要有三个方面的变化：一是增加了全国中小企业股份转让系统(即新三板)挂牌转让的证券；二是银行间市场的投资范围扩大到全部交易品种，包括短期融资券和资产证券化产品等；三是允许券商投资由银监会批准或备案发行，在金融机构柜台交易的证券，具体而言就是银行理财计划和集合资金信托计划等。 另外，修订后的《自营规定》，将允许符合条件的证券公司，直接从事非套期保值的金融衍生品交易。
扩大证券公司代销金融产品范围	公布《证券公司代销金融产品管理规定》	此次正式发布的代销规则明确了代销金融产品范围。要求代销的金融产品应当是在境内发行的，并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品。也就是说，符合相关要求的证券公司理财产品、证券投资基金、商业银行理财产品、信托公司信托计划、保险产品等，证券公司均可代销。
措支持跨境业务发展		提出了一系列支持证券公司发展跨境业务的思路与措施建议，包括支持证券公司及其境外子公司为中资企业提供跨境投行服务；增加 QFII、RQFII 和 QDII 的额度并允许多种方式使用，加快推出跨境双向上市 ETF 产品；允许证券公司开展专项 QDII 经纪业务等多项举措。
鼓励证券公司发行上市和并购重组。		核心是解决证券公司通过资本市场做大做强的问题。应鼓励证券公司充分利用资本市场。今年以来，证监会机构部已向 5 家证券公司出具 IPO 上市监管意见书。目前，有关取消 IPO 上市审慎性监管标准方案已形成。

拓展证券公司基础功能，发展证券公司柜台业务	证监会发布《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见》。协会起草《证券公司中小企业私募债券承销业务尽职调查指引》	这项措施核心是要培育和强化证券公司销售交易、托管结算、支付、融资和投资等基础功能，建立证券公司柜台市场，发展证券公司私募业务。
改善证券公司风险控制指标体系。	证监会发布《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的公告	核心是要进一步完善净资本管理制度，在有效控制风险前提下，放大行业业务空间，提高公司自有资金使用效率。近期证监会发布调整证券公司净资本和风险资本准备计算标准规定，行业业务发展空间进一步扩大。

资料来源：蔡宗琦《券商创新 11 项措施年底完成》

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。

5. 创新活动将引领资产管理业务快速发展

5.1. 创新业务将促进券商资产管理业务快速发展

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。

对于集合资产管理计划，区分针对普通投资者的“大集合”和针对高端投资者的“小集合”，适度扩大资产管理的投资范围和运用方式，但总体上还被限定在金融市场上的各类标准化和非标准化的金融产品上；而对于为单一客户的定向资产管理业务，则完全放开其投资范围，允许投资者与证券公司自愿协商，由合同自行约定；

至于针对客户特定目的而开展的专项资产管理业务（主要是企业资产证券化业务），则允许设立综合性的集合资产管理计划。

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。

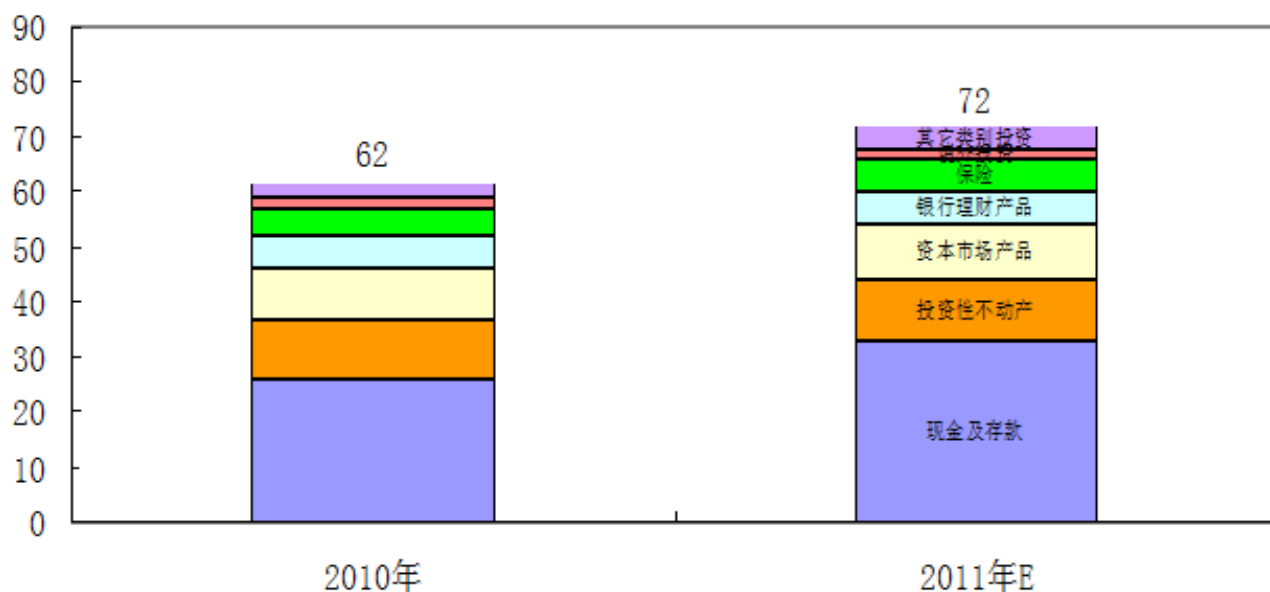
5.2. 券商资产管理业务发展空间广阔

随着我国经济的快速增长，居民个人可投资资产也同步快速增加，2010 年我国个人可投资资产达到 62 万亿人民币，比 2009 年增长 19%；2011 年我国个人可投资资产达到 72 万亿人民币。同时，我国高净值人群规模正在逐年扩大。2010 年，中国的高净值人群达到了约 50 万人的规模。其中，超高净值人群超过 2 万人，个人可投资资产达到 5 千万以上人士超过 7 万人。

投资需求的增长是个人资产上升到一定阶段以后的必然趋势。随着居民收入的增长，高收入阶层对投资收益的追求和对风险承受能力的逐渐增强使人们越来越倾向于寻找适合自己的资产配置。

中国高净值人士的财富目标、资产配置以及增值服务的需求越来越多元化。居民个人可投资资产的快速增加，越来越多的高净值人群倾向于选择专业理财机构为其进行财富管理。个人资产对银行存款的配置意愿越来越低。

图 5： 2010 - 2011 年全国个人可投资资产总体规模



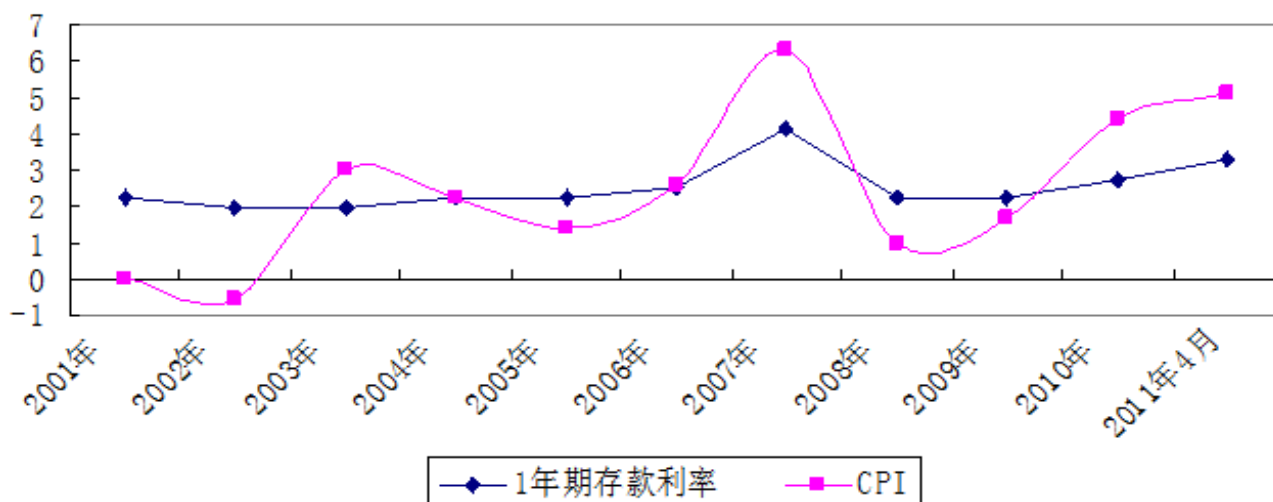
资料来源：招商银行《2011 年中国私人财富报告》

注：“资本市场产品”包含个人持有的股票、基金、债券等；“其他类别投资”包含个人持有的信托、私募股权投资、

阳光私募、黄金和期货等。

由于投资渠道缺乏，我国居民仍有高达 79% 的个人金融资产是以银行存款的形式存在，在高通胀时代，银行存款对个人财富的保值增值越来越起不到保障作用。随着我国经济的快速增长，居民个人可支配收入也同步快速增加，居民个人的理财需求也出现了井喷式的增长。

图 6： 2010 - 2011 年全国个人可投资资产总体规模



资料来源：招商银行《2011 年中国私人财富报告》

随着居民收入的增长，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。从市场份额来看，证券公司的创新理财产品还有较大提升空间。

5.3. 资产管理业务发展有利于券商业务收入结构改善

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%。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。

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。资产管理业务收入上升，有利于改善券商的业务收入结构，提高抗风险能力。

表 2、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》

6. 资产管理业务创新任重而道远

6.1. 目前的资产管理业务创新仍属“通道”业务

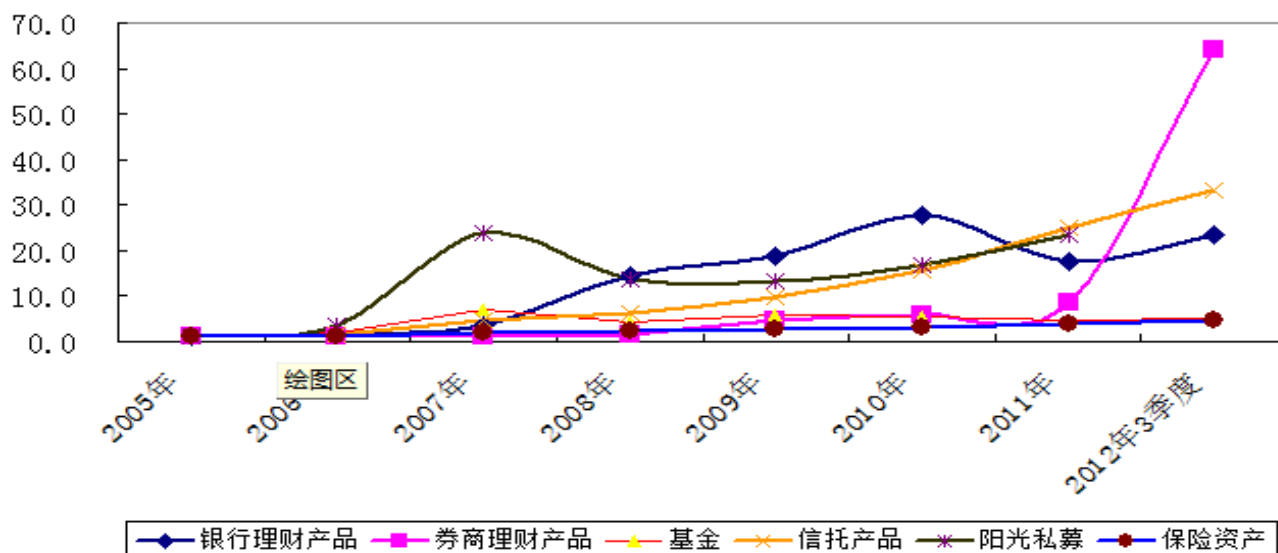
最新的资产管理业务实施细则大大拓宽了各种资产管理产品的投资范围，其中定向资产管理取消了双 10% 的限制，对投资范围也取消了相关限定。目前，以券商定向资产管理计划为载体的银证合作发展出多种模式。包括银证票据合作、银证信贷资产合作、银证及银信贷款合作以及最新开发的银证保存款合作及银证保同业合作等。

截至 2012 年三季度末，证券业资产管理规模已达 9000 多亿元，较二季度末增长 90% 以上，逼近万亿元大关。虽然目前银证合作业务规模急剧增长，但以通道费为主的管理费却由 0.3% 骤降至 0.05% 以下，已不到集合资产管理计划管理费的一成。由于目前票据业务同质化严重，引起券商之间恶性竞争导致利润率微薄。

券商资产管理规模发展速度虽快，但存在着较大隐患。根据相关数据，银证合作已增长至券商资产管理业务总规模的 70% 以上。在各大金融机构纷纷提出打造“财富管理”、“资产管理”旗舰的背后，券商却在向信托的传统业务看齐，逐渐沦为银行表外资金的另一个新通道。

目前券商大量开展的银证通道业务，提供的产品与银信合作时的信托产品没有太大的差别，并不是真正意义上的创新，而且似乎有滥用信托法律关系、突破分业经营体制的嫌疑。而且，潜在风险不可小视。

图 7: 各类投资产品资产增长速度对比



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

6.2. 资产管理业务面临着信托机构的竞争与挑战

在创新政策下，券商的资产管理业务实际上已经具备了类似于信托的灵活性。

券商要像信托一样实现创新转型，还需要在两大方面实现突破。首先是人才积累。券商资产管理业务传统上主要投资于股票和债券二级市场，对于融资对接等新型业务的项目资源和操作经验较为有限。这既需要人才的招募，也需要内部其他部门之间的合作。其次是风险控制经验的积累。券商主要着眼于股票市场，其风险偏好及风险评价标准存在较大的差异。如何调整激励机制，在新的业务领域如何推动业务发展的同时有效控制风险，将是未来券商面临的重要课题。

另外，券商资产管理的创新业务还面临着信托公司的竞争。信托公司在财富管理市场上具有“先发优势”。信托公司在多样化运用信托财产和跨市场配置信托资产方面，已经积累了十多年的经验，具有了自己成熟的业务模式和管理模式，锻造了一大批优秀的从业队伍，并形成了一套严密保护投资者和保障行业健康发展的监管体系，也积淀了大量优质的客户。当券商开始介入类似信托的资产管理领域时，其市场、经验、人才、行业成熟度等方面均面临严重短缺，监管体系也比较粗放。相比之下，信托业在其 10 多年的发展历程中，已经获得了巨大的市场份额，信托产品已经成为主流金融产品获得了社会广泛的认同，信托公司的内部管理已经建立了比较规范和严密的体系，整个信托行业的发展和监管也已经相对成熟。因此，财富管理业务市场规模虽大，券商的资产管理业务想进入这一领域也面临着严峻的挑战。

7. 行业投资策略

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。

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。

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。

除了受业务创新的影响之外，券商的经营业绩还受行情波动的影响，毕竟其业务收入主要来自于传统业务。

进入 2012 以后，中国逐步放松货币政策，流动性也将逐渐宽松，随着经济增速放缓和通胀率处于低位，预计 2013 年还有降息和降准备金率的空间。近期经济出现筑底迹象，工业企业盈利有所回升，有利于市场走好。明年上半年预计有一波盈利好转带来的反弹。

但是，影响行情发展的因素很多，国内外利空利好因素的此起彼伏，将加大股指的波动幅度，影响券商的经营业绩，进而影响其股价走势。鉴于此，我们给予证券行业同步大市的评级。

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、宏源证券和东吴证券有可能在某

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 2013 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。给予谨慎推荐的投资评级。

表 3、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

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 2013 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。给予谨慎推荐评级。

表4、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 2013 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。给予谨慎推荐评级。

表 5、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 2013 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 6、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 2013 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 7: 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、《环球企业家》：贺颖彦《券商资管虚假繁荣与政策赛跑 需超越通道业务》；
- 3、《证券日报》：李文：《银证合作冲刺万亿大关 券商资管走到十字路口》；
- 4、周小明：《2012 年 3 季度信托业发展析评》；

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