

创新红利释放 长期拐点渐进

——证券行业2013年度投资策略报告

德邦证券研究所 非银行金融小组

SAC执业证书编号:S0120512100001

夏根大 张蕾

zhanglei@tebon.com.cn

8621-68761616-8516

2012年12月28日

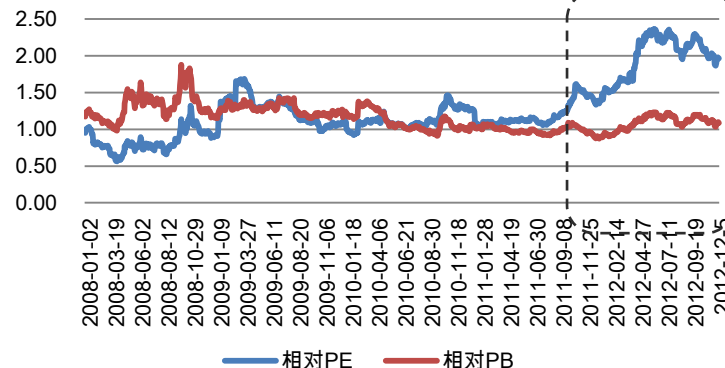
表现—创新预期支撑板块整体跑赢大盘

2012年上半年，在市场反弹和创新大会双轮驱动下，券商板块获得相对沪深300指数25.63%的超额收益，位列中信一级行业各板块首位。

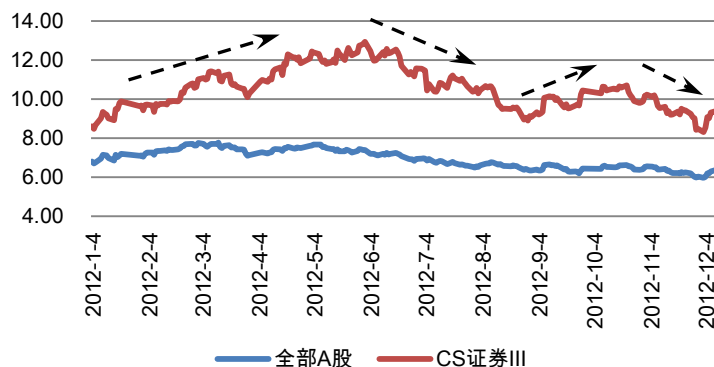
尽管3季度末、4季度初全球货币宽松预期和威海会议的推动下板块经历小幅反弹，但整体难以抵御市场整体下行、传统通道业务受到抑制导致传统业务业绩下滑带来的负面影响，下半年板块收益有较大幅度的回调。

综合全年，金改浪潮下券商基本面好转预期仍然带来板块获得正收益。中信一级行业中，非银行金融年初至12月27日涨幅23.72%，仅次于房地产板块，其中，证券(III)上涨26.89%。

图表1 2008年以来券商板块相对大盘溢价



图表2 2012年券商板块与大盘走势

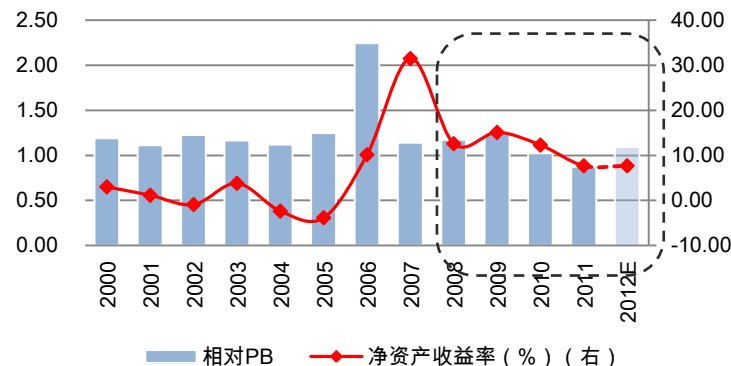


表现—板块溢价反应盈利能力改善预期

2008年以来，券商板块相对A股的PB估值与ROE密切相关，2012年高相对估值反应市场对行业创新变革改善券商盈利模式、提高盈利能力的预期。

个股表现也基本符合“创新驱动”逻辑，除了国海证券、国金证券受定向增发预期推动且流通盘小、本身股价弹性较高外，宏源、广发和海通都是年初至今较为看好的创新代表。

图表3 2008年后相对PB与ROE密切相关



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

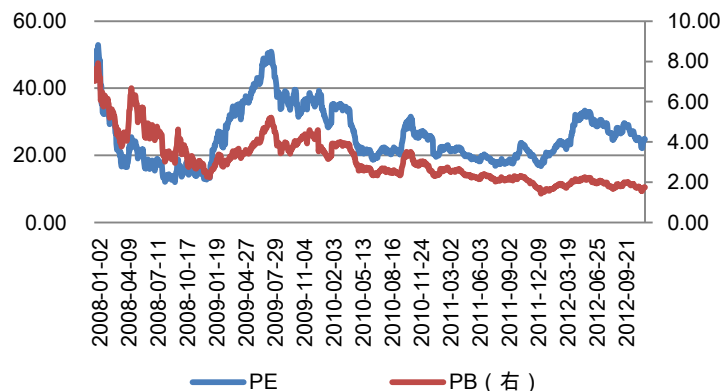
图表4 2012年度行业涨幅前五的个股

证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)	年平均换手率 (%)	基本面特征
000750.SZ	国海证券	164.10	11.05	-
000562.SZ	宏源证券	67.37	0.91	承销规模、资管收入增长显著，两融业务快进
600109.SH	国金证券	59.10	1.38	-
000776.SZ	广发证券	41.91	1.39	IPO市场份额显著提升，两融、直投等创新业务行业领先，业务资格受限得到解决，创新全面铺开
600837.SH	海通证券	31.31	0.72	收入结构均衡、传统通道业务占比低，资金实力雄厚，两融、直投、约定式回购等创新业务市场先锋

注：数据截止2012年12月27日。资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

盈利与估值一拐点将至，静待释放

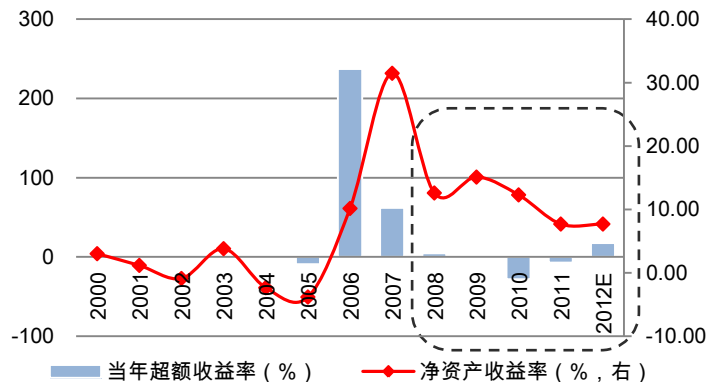
图表5 估值见底



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

2008年以来板块PB在2-7之间波动，2012年行业平均PB为1.88倍，其中大型券商平均PB为1.70倍左右，PB位于历史底部。

图表6 2012年行业低盈利与板块高收益并存

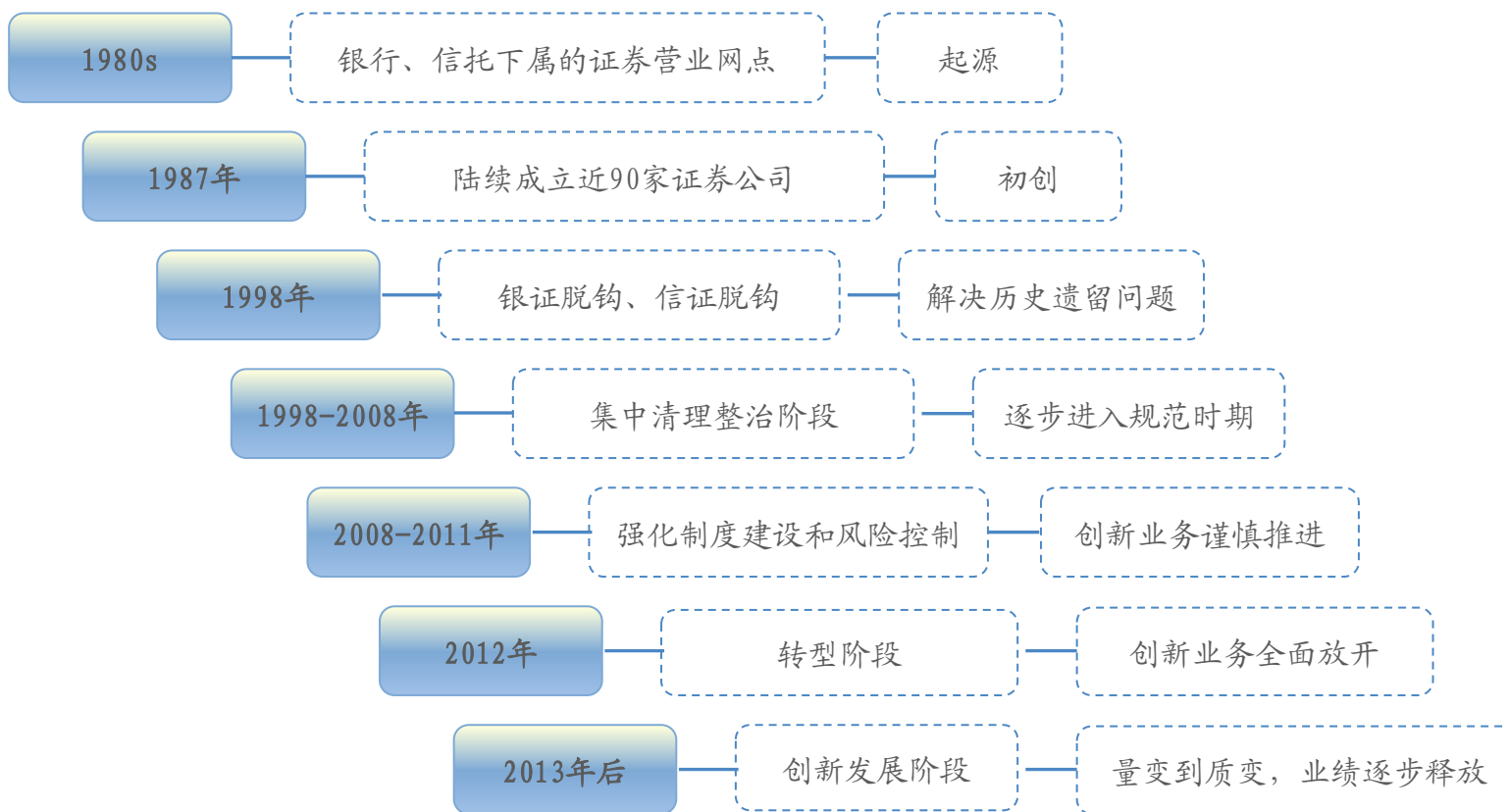


资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

观察最近几年板块的当年超额收益率和行业净资产收益率，可以看出当年超额收益率在某种意义上反应了对下一年行业盈利的预期，并且提前一年作出反应。

2012年板块高收益预示2013年即将是行业的一个盈利的拐点，幅度不会太大，2014年后我们认为券商行业的盈利将会有更大改善。

大环境—行业监管由管控转向开放



资料来源：德邦证券研究所

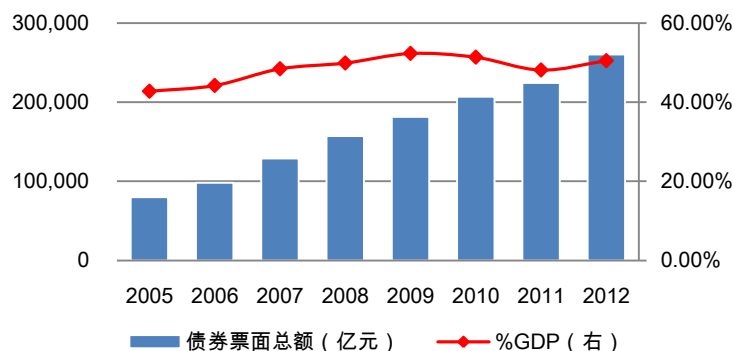
大环境—创新政策逐步落实

分类		内容	落实情况
市场建设	市场结构	债券市场 衍生品市场 场外市场	企业债、公司债融资规模剧增 私募债开始试点 商品期货品种新增 国债期货进入审批轨道、开始仿真交易 新三板扩容 区域性的股权市场建设 券商柜台市场试点临近，自办托管有望获制度突破
	流动性引入	提高QFII、RQFII额度	QFII增至192家、RQFII额度提高到2700亿
业务	通道	经纪 承销	推动营业部组织创新 非现场开户 代销金融产品 光大证券首推客户证券资金消费支付服务 中小企业私募债开始试点
	资产驱动	传统自营 资产管理 融资融券 约定式购回式证券交易 质押式报价回购 现金管理 直接投资 做市商	发布《关于证券自营业务投资范围及有关事项的规定》，自营范围放宽，另类投资公司组建 出台《期货公司资产管理业务试点办法》，18家期货公司获得试点 实施《证券公司客户资产管理业务管理办法》，全面松绑资管业务 两融业务基本常规化，转融资开始试点 扩大试点 向个人投资者开放 扩大试点 保证金现金管理转常规 发布《证券公司直接投资业务规范》，放宽直投范围，设立直投资基金有望改成协会备案制。 -
资本与风控	-	-	中外合资券商外方股东的持股比例上限，从原来的三分之一提高至49% 研究拓宽证券公司融资渠道，优化净资本和负债指标 出台《证券公司风险控制指标管理办法》征求意见稿

资料来源：德邦证券研究所

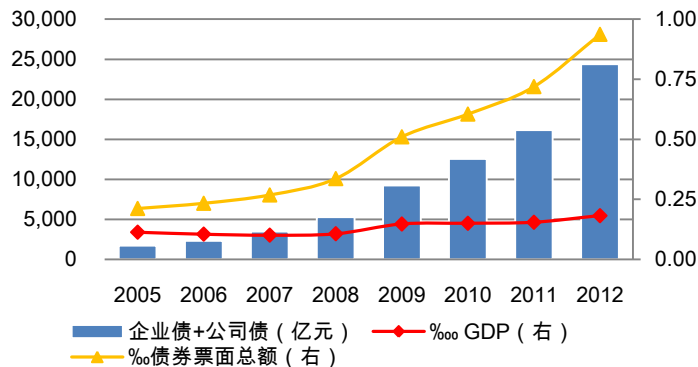
初见成效—债券市场迅速发展 固收业务丰收年

图表7 债券票面余额及其占GDP比重



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

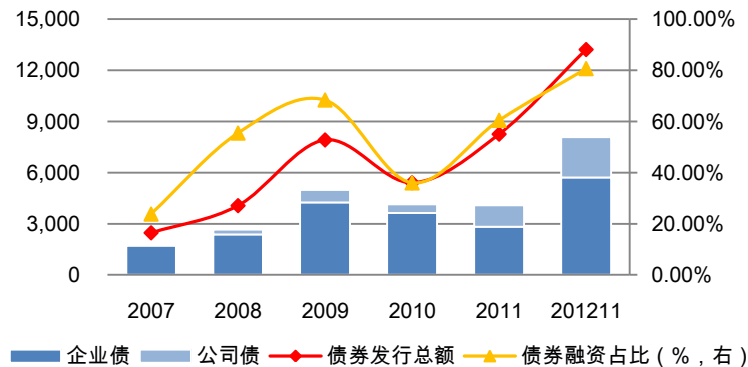
图表8 企业债/公司债规模和占比增加迅速



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

年初至今针对中国直接/间接融资失衡以及企业股权/债权融资失衡问题，债券市场今年获得较大发展，其中企业债和公司债规模及其占比迅速增加，给券商承销业务带来较多项目资源，今年前11个月券商债券承销规模占总承销规模达到80%，一定程度上缓解了IPO规模大幅下滑对承销收入的巨大冲击。

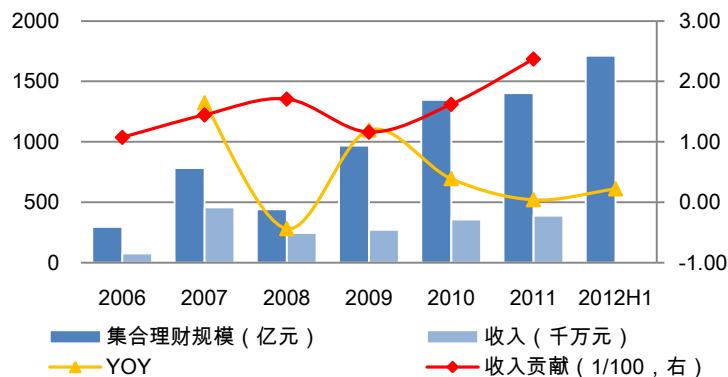
图表9 2012年券商债券承销规模剧增



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

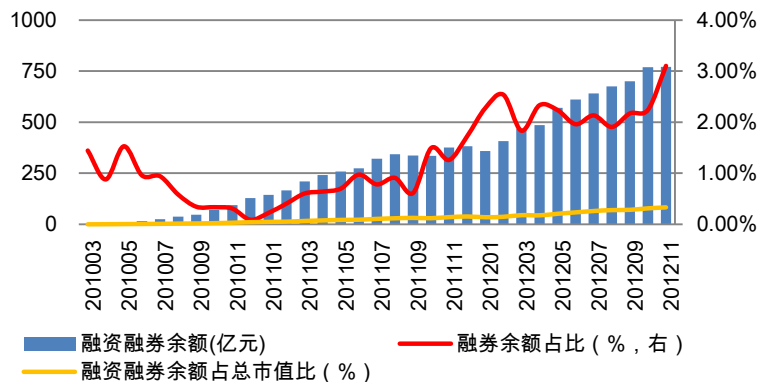
初见成效—创新政策红利 资产驱动型业务进步显著

图表10 2008年后行业集合理财规模及收入逐步增加



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

图表12 融资融券余额及占比



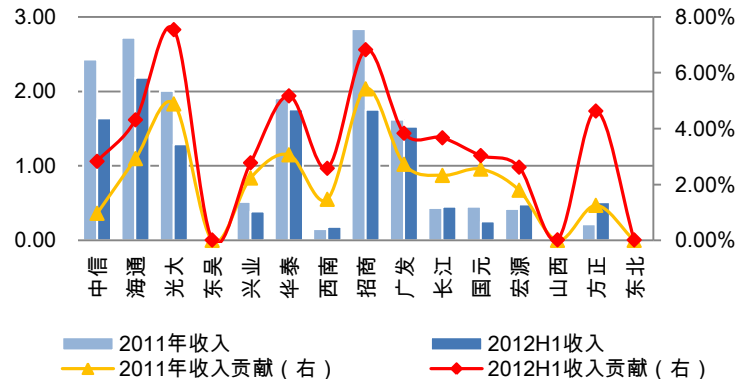
资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

2012年券商资产驱动型业务在创新政策红利作用下进步显著。约定购回式证券交易和质押式报价回购短期内收入贡献有限，但资产管理收入和融资融券利息收入增加已见成效。

图表11 约定购回式证券交易逐步扩容



图表13 上市券商两融收入贡献比较

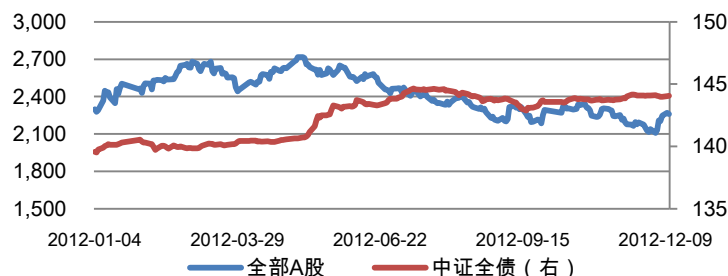


资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

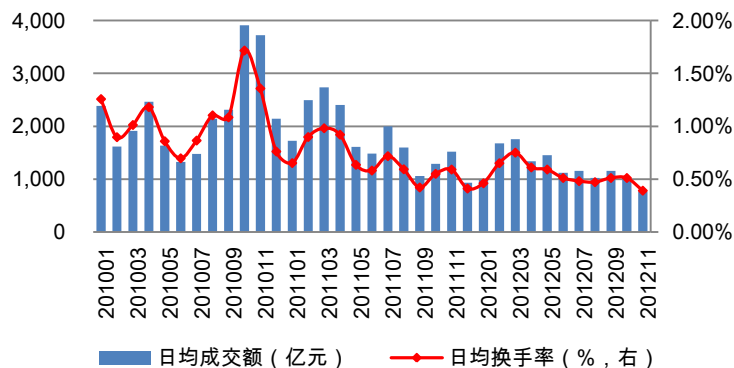
悲观面—市场低迷 传统业务继续下滑趋势

下半年二级市场低迷，全年日均成交额1300亿，低于年初预期，成交和换手率接近盈亏平衡点；IPO规模骤减，尽管债券承销抵消部分负面影响，全年承销收入仍大幅下滑；股市低迷、债市表现强劲，高配债的券商2012年自营收入同比正增长。

图表14 2012年股市及债市相关指数走势

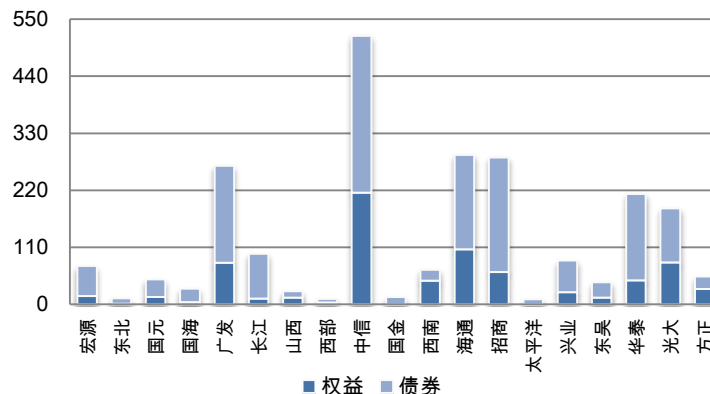


图表16 成交额及换手率见底



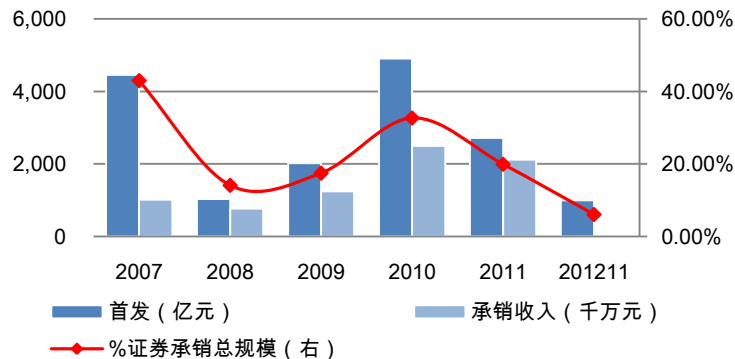
资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

图表15 2012H1上市券商自营资产规模及配置



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

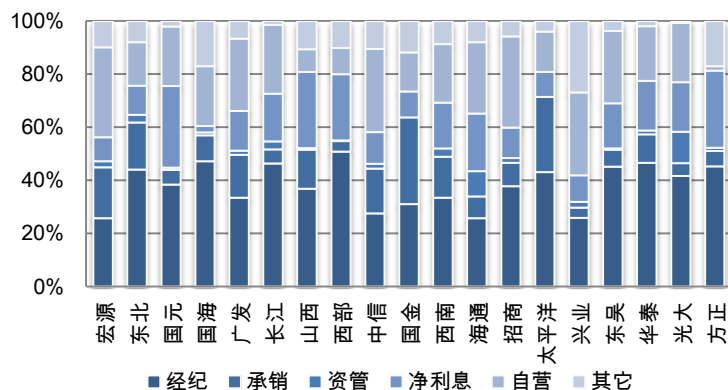
图表17 IPO承销规模及收入2012年大幅下滑



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

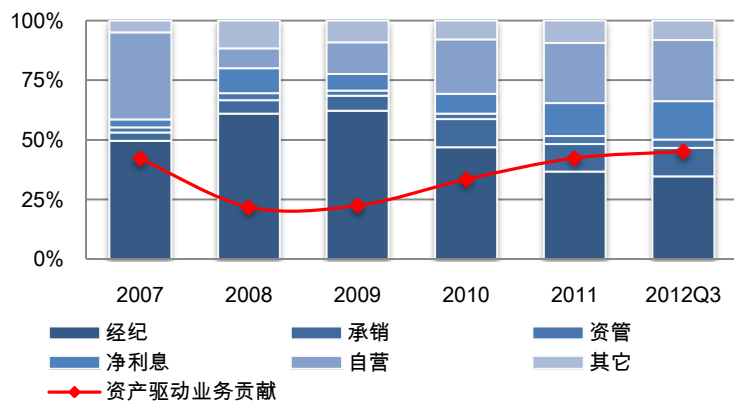
小结—前3季度业绩及各项业务影响因素程度

图表17 前3季度上市券商收入构成



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

图表18 上市券商历史收入构成



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

单位：亿元，%	2012Q1-Q3	YOY	对收入影响
经纪	163	-28.06%	48.12%
承销	56	-18.87%	14.70%
资管	16	-15.75%	4.03%
自营	120	297.01%	6.44%
净利息	75	1.10%	15.90%
收入	468	-0.30%	100%
业务及管理费	283	5.97%	-
净利润	148	-6.46%	-

上期业务贡献决定本期各业务同比增速对收入的影响程度，在券商人员总数不变动的假设前提下，成本刚性，收入增长情况下利润增长幅度大于收入，收入下滑情况下利润下滑幅度小于收入；在券商经营计划成本/收入比保持稳定的前提假设下，净利润基本同步于收入变动。

预计2013年收入同比增速仍依次受到经纪、自营、净利息和承销影响较大，其中资产驱动型业务贡献的提升表明其对收入增长的作用力越来越凸显。

传统业务—继续依赖市场和政策

经纪业务佣金率逐渐趋稳、自营规模占净资产比例基本保持稳定或略有上升，券商传统业务继续依赖市场成交额、二级市场收益率以及IPO审批、发行速度。中性情况下，我们假设来年日均成交额有所增加、自营收益率基本类似、IPO发行速度加快，预计2013年经纪、承销、自营业务收入分别为508亿、200亿和281亿，传统业务总收入约为989亿，较2012年增长约6%，核心波动区间约为778-1224亿。

自营收入敏感性分析	自营规模/净资产比例 (%)								
	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
-2.00%	-65	-72	-79	-86	-94	-101	-108	-115	-122
0.00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.00%	65	72	79	86	94	101	108	115	122
4.00%	130	144	158	173	187	202	216	230	245
6.00%	194	216	238	259	281	302	324	346	367
8.00%	259	288	317	346	374	403	432	461	490
10.00%	324	360	396	432	468	504	540	576	612
12.00%	389	432	475	518	562	605	648	691	734
14.00%	454	504	554	605	655	706	756	806	857

资料来源：德邦证券研究所

佣金收入敏感性分析	日均交易额 (亿元)								
	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900
0.090%	479	523	566	610	653	697	741	784	828
0.085%	453	494	535	576	617	658	699	741	782
0.080%	426	465	503	542	581	620	658	697	736
0.075%	399	436	472	508	545	581	617	653	690
0.070%	373	407	440	474	508	542	576	610	644
0.065%	346	378	409	440	472	503	535	566	598
0.060%	319	348	378	407	436	465	494	523	552
0.055%	293	319	346	373	399	426	453	479	506
0.050%	266	290	315	339	363	387	411	436	460

资料来源：德邦证券研究所

承销收入敏感性分析	IPO承销规模 (亿元)								
	700	900	1100	1300	1500	1700	1900	2100	2300
16.00%	79	101	124	146	169	191	214	236	259
15.00%	82	105	128	152	175	198	222	245	268
14.00%	85	109	134	158	182	206	231	255	279
13.00%	89	114	140	165	190	216	241	267	292
12.00%	93	120	147	173	200	227	253	280	307
11.00%	99	127	155	183	211	240	268	296	324
10.00%	105	135	165	195	225	255	285	315	345
9.00%	113	145	177	209	242	274	306	338	371
8.00%	123	158	193	228	263	298	333	368	403

资料来源：德邦证券研究所

创新业务紧密跟进 长期业绩拐点渐进

单位：亿元	2012E	2013E	同比增速
代销产品收入	20	50	150%
集合理财规模	1,750	2,300	-
专户理财规模	8,500	15,000	-
券商资产管理收入	19	28	47%
客户资金存款	6,000	6,800	-
利差（%）	-	3%	-
现金管理收入	0	19	-
市场两融余额	750	1,500	-
平均利率（%）	8%	7.5%	-
信用成交额	9,375	19,500	-
佣金率（%）	0.09%	0.08%	-
两融收入	54	100	85%
约定购回式交易余额	15	40	-
利差（%）	3%	3%	-
约定购回式交易收入	0.23	0.83	261%
另类投资	-	10	-
创新总收入	93	208	124%
收入贡献	7.9%	15.1%	-

注：券商资管收入不包含持股公募基金所得投资收益，资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

在创新政策的推动下，2013年创新业务规模、收入及对总收入的贡献将有较大幅度提高。其中代销产品、券商资管、现金管理、两融、约定购回式交易以及另类投资总收入2012年、2013年分别预计可达到93亿、208亿，收入贡献分别可达7.9%、15.1%，2013年对收入增长的贡献大约在10%以上。

考虑到中性情况下，传统业务收入较2012年增长6%，综合下来2013年全行业营业收入可实现正增长，改变前几年负增长状态，进入业绩长期改善的良性通道。

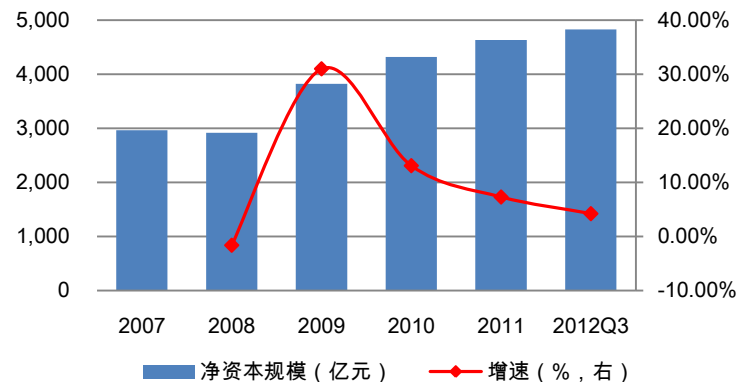
净资本规模限制发展 融资需求强烈

创新业务发展，尤其是资产驱动型业务扩大对券商净资本要求较高，但当前行业净资本规模相对其他金融机构还比较低，未来扩大净资本需求强烈。

当前政策环境上也进一步向鼓励券商扩大资本规模方向倾斜，一方面包括券商融资渠道拓宽的推进，另一方面也包括风险准备计算标准的调整所释放出的资本。

内容	措施
融资渠道 拓宽	适当延长证券公司短期融资券的发行期限 简化和便利证券公司发行公司债相关管理办法 证券公司发行次级债规定 优化净资本与负债指标 完善质押式回购业务等
鼓励证券 公司上市 和重组	允许符合法定上市条件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
修改风控 指标体系	修改《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》， 降低资管、自营等风险资本准备计算标准等

图表19 近两年行业净资本规模增长缓慢



资料来源：证券业协会，德邦证券研究所

图表20 2012年上市券商融资时间表

机构	公告日期	募集规模 (亿元)	进程
宏源证券	2011.10	69	募集完成
海通证券	2011.11	117	募集完成
东北证券	2012.02	40	募集完成
国金证券	2012.03	31 (估算)	获得中国证监会核准
山西证券	2012.05	10	提交中国证监会并购重组审核 委员会审核
兴业证券	2012.08	40 (估算)	股东大会表决通过
光大证券	2012.08	70 (估算)	获得财政部批复
太平洋	2012.08	39 (估算)	董事会通过

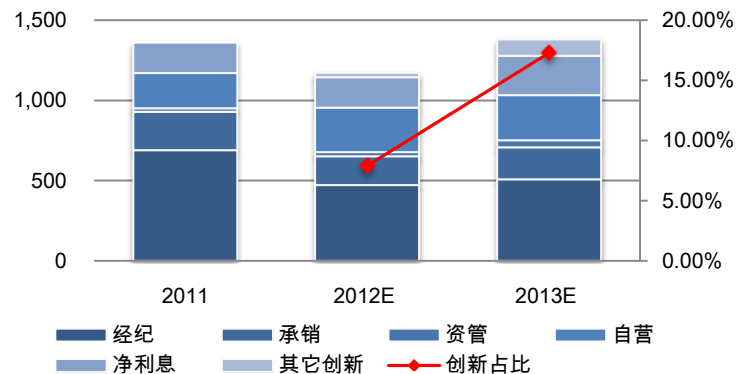
资料来源：上市公司公告，德邦证券研究所

创新业务高增速促使2013年实现正增长

预计2012/2013年全行业收入分别约为1173/1374亿元，分别同比增长-13.8%/17.1%。假设2012/2013年业务及管理费占收入比分别为55%/50%，预计2012/2013年行业平均ROE约为6.0%/7.2%。

其中经纪、承销、资管、自营、净利息收入分别占比为40%、15%、2%、24%、16%和37%、15%、3%、20%、18%，各业务分布更加均衡，创新业务贡献加大，行业盈利模式更加合理化发展。

图表21 行业业务结构变化预测



资料来源：德邦证券研究所

	2011	2012E	2013E		2011	2012E	2013E
经纪	689	472	508	%收入	50.7%	40.2%	36.8%
承销	241	180	200	%收入	17.7%	15.3%	14.5%
资管	21	25	44	%收入	1.5%	2.1%	3.2%
自营	220	279	281	%收入	16.2%	23.8%	20.4%
净利息	189	188	246	%收入	13.9%	16.0%	17.8%
其中：两融利息	23	45	84	%收入	1.7%	3.8%	6.1%
一般利息	166	143	162	%收入	12.2%	12.2%	11.7%
其它创新	-	29	101	%收入	-	2.5%	7.3%
总收入	1360	1173	1380	%收入	100.0%	100.0%	100.0%
净资产	6300	6800	7500	-	-	-	-
ROE	6.58%	6.04%	7.24%	-	-	-	-

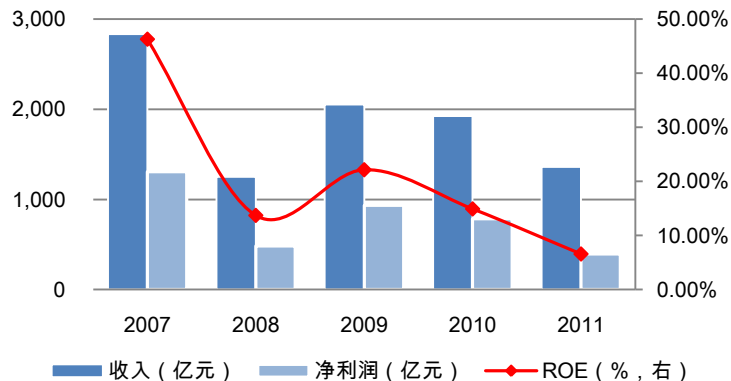
注：假设2012/2013年业务及管理费用占总收入比例分别为55%/50%，所得税率25%。资料来源：德邦证券研究所

长期拐点渐进 维持行业“推荐”评级

➤ 行业投资建议

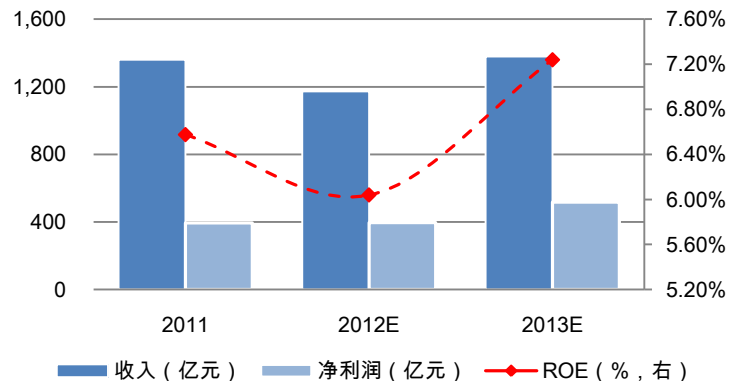
1. 随着经济企稳，不确定性因素的消除和投资者信心的逐渐恢复。在来年市场向好和创新政策继续向行业倾斜的前提下，中性情况预计2013年全行业传统业务收入将较今年小幅增长，创新业务增长迅速且对整体收入贡献大幅提升，全年行业总收入实现正增长，改变前几年负增长状态，进入业绩与盈利模式长期改善的良性通道。
2. 2012年估值和业绩均处于底部区间，预计2013年为行业业绩拐点，基本面好转下板块估值中枢将有望向上调整，**维持行业“推荐”评级。**

图表22 2009年后行业收入和盈利情况逐年恶化



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

图表23 预计2013年后行业业绩进入长期改善期

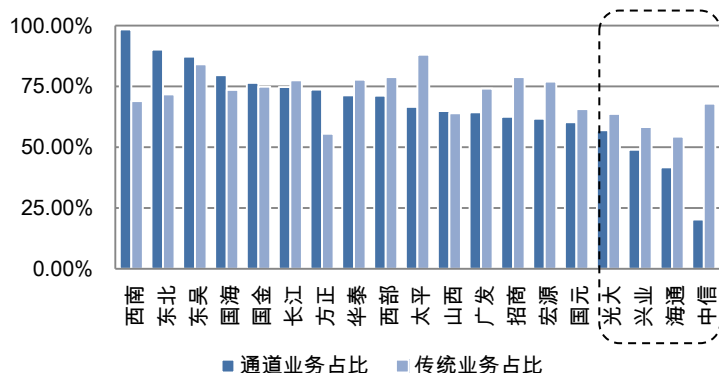


资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

➤ 看好创新业务贡献大 2013年全年业绩有较好预期的低估值券商股

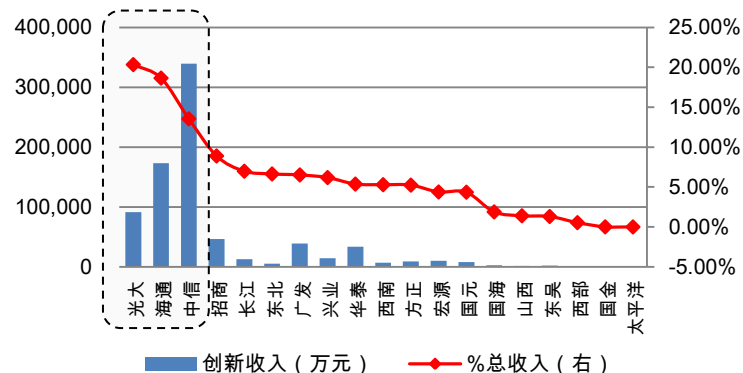
在我们认为未来传统业务“高增长+贡献提高”从而带来2013年后行业总体收入恢复正增长的前提下，看好传统通道业务占比低、2013年有望获得高增长的创新业务占比较高的券商，考虑到2012年部分券商由于自营业务反弹造成相对2011年业绩有较大幅度回升造成的高基数，2013年下滑风险存在、排除此类公司。同时综合当前估值水平，**建议长期关注海通证券（600837.SH）、光大证券（601788.SH）。**

图表24 2011年上市券商通道和传统业务收入占比



注：通道业务为经纪+承销，传统业务为经纪+承销+投资收益（含公允价值变动但扣除直接收入）。资料来源：德邦证券研究所

图表25 2011年上市券商创新业务收入占比



注：创新业务包括代销金融产品、资管、两融、约定购回、直投等。资料来源：公司年报，德邦证券研究所

机构名称	12Q1-Q3净利润 (亿元)	同比 (%)	机构名称	12Q1-Q3净利润 (亿元)	同比 (%)	机构名称	12Q1-Q3净利润 (亿元)	同比 (%)
中信证券	29.16	-12.67%	宏源证券	8.04	18.24%	东北证券	1.43	-
海通证券	26.00	-9.97%	方正证券	3.40	58.88%	东吴证券	2.33	0.87%
广发证券	18.19	17.13%	国元证券	3.71	-19.17%	国金证券	2.31	-1.70%
华泰证券	13.79	2.00%	西南证券	2.02	0.00%	西部证券	1.64	-37.40%
光大证券	9.76	-31.32%	长江证券	5.51	66.97%	山西证券	1.38	12.20%
招商证券	12.17	-34.46%	兴业证券	5.16	3.41%	国海证券	1.81	187.30%

资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

估值比较

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB 2012Q3	BPS (元)			PB			EPS (元)			PE		
					2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)	2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)	2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)	2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)
000562	宏源证券	17.49	347	2.39	3.59	3.59	7.43	4.61	2.35	2.22	0.33	0.51	0.58	53.82	34.63	30.42
000686	东北证券	15.67	153	2.13	4.83	3.15	3.35	3.55	4.68	4.35	-0.16	0.20	0.26	-	79.95	60.27
000728	国元证券	10.50	206	1.39	7.54	7.54	7.65	1.45	1.37	1.34	0.29	0.24	0.30	36.71	43.93	35.47
000750	国海证券	11.58	208	6.90	1.50	1.50	1.63	8.27	7.09	6.39	0.04	0.14	0.18	275.71	85.15	64.33
000776	广发证券	14.01	829	2.53	5.34	5.34	5.76	5.58	2.43	2.24	0.35	0.41	0.50	40.14	34.09	27.85
000783	长江证券	8.92	212	1.77	4.85	4.85	5.09	1.88	1.75	1.68	0.18	0.31	0.35	48.74	28.87	25.71
002500	山西证券	7.00	168	2.64	2.48	2.48	2.57	3.30	2.72	2.61	0.08	0.09	0.11	87.50	79.55	64.22
002673	西部证券	13.18	158	3.15	2.64	2.64	4.22	6.36	3.13	2.97	0.19	0.18	0.23	70.86	72.42	58.32
600030	中信证券	12.04	1,326	1.57	7.86	7.86	7.97	1.61	1.51	1.44	1.14	0.41	0.50	10.54	29.37	24.23
600109	国金证券	14.93	149	4.42	3.24	3.24	3.47	4.44	4.31	4.00	0.23	0.26	0.31	64.35	56.98	48.01
600369	西南证券	8.67	201	1.97	4.26	4.26	4.40	2.65	1.97	1.88	0.11	0.14	0.21	76.73	61.49	40.90
600837	海通证券	9.51	912	1.54	5.47	6.45	6.73	1.73	1.47	1.41	0.37	0.34	0.41	25.70	27.97	23.19
600999	招商证券	10.19	475	1.87	5.29	5.29	5.65	2.19	1.80	1.67	0.43	0.36	0.46	23.64	28.46	21.96
601099	太平洋	5.30	88	4.23	1.41	1.28	1.31	4.90	4.06	3.94	0.10	0.03	0.04	55.79	196.30	132.50
601377	兴业证券	11.44	252	2.81	3.83	3.83	4.08	2.74	2.80	2.61	0.20	0.25	0.30	57.78	45.58	38.26
601555	东吴证券	7.68	154	2.05	3.70	3.70	3.86	2.39	1.99	1.89	0.12	0.16	0.20	66.21	47.70	38.21
601688	华泰证券	8.95	501	1.47	5.93	5.93	6.24	1.77	1.43	1.34	0.32	0.31	0.41	28.06	28.96	21.67
601788	光大证券	13.53	462	2.07	6.28	6.90	7.88	2.10	1.96	1.72	0.45	0.39	0.49	29.93	34.78	27.39
601901	方正证券	4.22	257	1.78	2.33	2.33	2.41	2.18	1.75	1.69	0.04	0.08	0.10	100.48	51.46	43.96

资料来源：德邦证券研究所（以上以12月20日收盘价为计算标准）

风险提示：

- I. 证券经纪佣金率下滑速度超出预期；
- II. IPO发行速度继续不达预期，直接投资业务退出渠道及收益受一级市场IPO发行速度及发行市盈率下滑不利影响风险；
- III. 部分创新业务，如两融等竞争加剧，导致利差和信用交易佣金费率下滑高于预期，更多券商获得两融业务带来公司市场份额下滑幅度高于预期；
- IV. 资管专户理财通道业务受同业、基金通道、保险通道等竞争影响，费率持续下滑超预期，银行强势地位仍无法动摇，监管部门政策风险等；
- V. 二级市场波动带来投资收益波动风险；
- VI. 其他风险

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

总部

总部	地址
德邦证券有限责任公司	上海市浦东新区福山路500号城建国际中心26楼
中州期货有限公司	山东省烟台市莱山区迎春大街133-1科技创业大厦1楼
德邦基金管理有限公司	上海市吴淞路218号宝矿国际大厦35楼

分公司

分公司	地址
北京分公司	北京市朝阳区朝阳北路237号复星国际中心31楼3108室
广州分公司	广州市天河区体育西路189号城建大厦24楼C单元