

报告类型 / 行业动态报告

同步大势

上次评级：同步大势

小盘券商股是领涨品种

——券商股估值对比及交易特征

报告摘要：

从上市券商来看，券商股虽属于同一板块，但个股之间估值差别却比较大，反映在市值规模上也是如此，同等盈利能力，同等资产规模的券商，市值规模有的相去甚远。

概括来说，总股本或流通股本比较小的券商估值水平相对高；总股本及流通股本比较大的大券商估值水平比较低。大券商估值水平比较低，小券商估值水平普遍高，特别是流通盘比较小的券商估值水平更高。

对于大券商来说，业务收入渠道丰富，在市场低迷的情况下，业绩同比尚有所增长，因此，估值水平低。

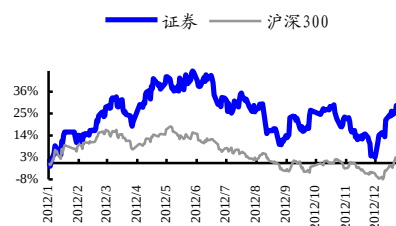
随着股市的下跌，大券商股价普遍回调，但大券商的业绩下降幅度较小，因此大券商的估值水平下降幅度较大，大券商的估值水平普遍较低。

中小券商经纪业务收入占比普遍较高，中小券商受市场波动的影响较大，市场低迷的情况下，交易额大幅度下降，影响了中小券商的业务收入。对于小券商来说，股价回调的同时，业绩也出现下跌，并且有可能业绩比股价下降的幅度还快，因此，小券商的估值凸显出来，显得比较高。

在投资券商股方面，投资者一直面临着买“大券商”还是买“小券商”的取舍。流通盘较大的券商股，估值往往低于板块平均水平，被认为更具备安全边际，但股价弹性相对较小，难以赚取到较大规模的绝对收益；而流通盘小的券商股，尽管估值水平较高，但具有较好的波动性和价格弹性，可操作性强。市场翻转时，尽管小盘券商股估值水平高，但资金追逐强烈，股价涨幅较大。

所以，在底部逐渐确立，行情翻转的情况下，因为行业选择的明确性和股价较好的价格弹性，估值较高的小券商股反而成为首选的投资标的。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	22.06%	5.98%	31.02%
相对收益	5.58%	-2.17%	23.56%

重点公司

投资评级

广发证券	谨慎推荐
长江证券	谨慎推荐
西部证券	谨慎推荐

相关报告

《2013年证券行业投资策略报告》

2012-12-03

《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

1. 券商股估值比较

从上市券商来看，券商股虽属于同一板块，但个股之间估值差别却比较大，反映在市值规模上也是如此，同等盈利能力，同等资产规模的券商，市值规模有的相去甚远。

概括来说，总股本或流通股本比较小的券商估值水平相对高；总股本及流通股本比较大的大券商估值水平比较低。大券商估值水平比较低，小券商估值水平普遍高，特别是流通盘比较小的券商估值水平更高。

表 1：上市券商综合指标比较

单位：亿元/亿股

证券简称	总股本	流通 A 股	收盘价 (元)	总市值	A 股市值	预测每股收益 (元)	PE
太平洋	16.5	16.5	5.4	85.7	85.7	0.01	536
国海证券	17.9	4.6	11.7	177.8	45.6	0.15	78.13
西部证券	12.0	2.0	14.5	149.2	24.9	0.20	72.25
山西证券	24.0	14.6	7.0	153.8	93.5	0.10	69.80
国金证券	10.0	10.0	15.6	147.4	147.4	0.23	67.83
东吴证券	20.0	12.2	7.9	149.6	91.4	0.16	49.44
兴业证券	22.0	15.8	10.8	251.2	180.4	0.23	47.04
西南证券	23.2	16.4	8.7	194.2	137.3	0.20	43.65
方正证券	61.0	33.3	4.3	251.9	137.4	0.10	43.00
国元证券	19.6	19.6	10.7	206.8	206.8	0.26	41.04
广发证券	59.2	24.6	14.2	824.0	341.7	0.41	34.59
宏源证券	19.9	14.6	17.9	337.7	248.4	0.53	33.68
光大证券	34.2	34.2	13.3	443.3	443.3	0.41	32.34
中信证券	110.2	98.1	12.2	1,298.9	1,157.1	0.38	32.11
长江证券	23.7	23.7	9.0	209.1	209.1	0.30	30.10
海通证券	95.8	80.9	9.8	898.1	758.2	0.35	27.91
华泰证券	56.0	20.8	9.3	500.1	186.2	0.34	27.24
招商证券	46.6	46.6	10.2	457.3	457.3	0.38	26.74

资料来源：WIND

注：券商股盈利预测来自于 WIND 的市场一致预测，收盘价取自 2012 年 12 月 26 日的个股收盘价。

表 2：券商股盈利能力与估值比较

单位：亿元

证券简称	总市值	A 股市值	营业收入	净利润	资产总计	净资产	实收资本	PE
中信证券	1,298.9	1,157.1	250.3	125.8	1,482.8	869.9	110.2	32.11
海通证券	898.1	758.2	92.9	31.0	988.8	466.1	82.3	27.91
广发证券	824.0	341.7	59.5	20.6	768.1	316.7	29.6	34.59
招商证券	457.3	457.3	52.3	20.1	688.6	246.7	46.6	26.74
华泰证券	500.1	186.2	62.3	17.8	857.4	336.2	56.0	27.24
光大证券	443.3	443.3	45.0	15.4	433.3	222.1	34.2	32.34
宏源证券	337.7	248.4	23.5	6.5	212.9	71.2	14.6	33.68

国元证券	206.8	206.8	17.8	5.6	226.0	148.0	19.6	41.04
兴业证券	251.2	180.4	23.2	4.4	219.5	87.7	22.0	47.04
长江证券	209.1	209.1	18.6	4.3	286.6	115.0	23.7	30.10
西南证券	194.2	137.3	10.4	2.6	177.7	99.0	23.2	43.65
方正证券	251.9	137.4	17.1	2.6	261.4	145.8	61.0	43.00
国金证券	147.4	147.4	10.8	2.3	88.6	32.5	10.0	67.83
东吴证券	149.6	91.4	13.0	2.3	158.6	74.5	20.0	49.44
西部证券	149.2	24.9	10.3	2.2	98.7	31.8	10.0	72.25
山西证券	153.8	93.5	11.0	1.9	131.0	63.0	24.0	69.80
太平洋	85.7	85.7	6.7	1.6	49.4	21.2	15.0	536
国海证券	177.8	45.6	12.7	0.8	111.8	29.3	7.2	78.13

资料来源：WIND

1.1. 大券商业绩同比上升，估值水平低

对于大券商来说，业务收入渠道丰富，在市场低迷的情况下，业绩同比尚有所增长，因此，估值水平低。

2012 年，尽管股市低迷，但中信证券、海通证券、招商证券、光大证券等大券商的业绩下降幅度较小。这跟大券商的业务收入结构有关，从业务结构上来看，大券商的经纪业务收入占比普遍较低，因此，大券商受市场波动的影响较小。相对来说，大券商创新业务开展的比较好，业务来源渠道比较丰富，业务收入相对稳定。特别是大券商都完成了融资，净资本规模比较大，公司存款规模扩大，利息收入增加。利息收入上升，有利于对冲在弱势环境下业绩的周期性波动。因此，尽管市场低迷，但大券商业绩下降幅度较小。

随着股市的下跌，大券商股价普遍回调，但大券商的业绩下降幅度较小，因此大券商的估值水平下降幅度较大，大券商的估值水平普遍较低。

表 3：大券商业务收入结构

	中信证券	海通证券	广发证券	光大证券	招商证券
经纪业务	27.5%	25.7%	33.4%	41.6%	37.8%
承销业务	16.9%	8.3%	16.2%	4.9%	8.8%
资产管理	1.7%	9.5%	1.5%	11.8%	1.7%
利息净收入	12.0%	21.7%	15.0%	18.6%	11.5%
投资收益	31.3%	26.9%	27.1%	22.3%	34.3%
其他业务	0.6%	0.3%	0.4%	0.8%	0.3%

资料来源：公司公告

1.2. 中小券商业绩同比下降，估值水平高

中小券商经纪业务收入占比普遍较高，中小券商受市场波动的影响较大，市场低迷的情况下，交易额大幅度下降，影响了中小券商的业务收入。对于小券商来说，股价回调的同时，业绩也出现下跌，并且有可能业绩比股价下降的幅度还快，因此，小券商的估值凸显出来，显得比较高。

表 4：小券商业务收入结构

	山西证券	西部证券	国金证券	东吴证券
--	------	------	------	------

经纪业务	36.8%	50.8%	31.1%	45.2%
承销业务	14.7%	3.9%	32.6%	6.3%
资产管理	0.6%	0.3%	0.0%	0.5%
利息净收入	28.7%	25.0%	9.9%	17.0%
投资收益	8.5%	9.9%	14.7%	27.2%
其他业务	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告

2. 券商股的交易特点

对于非券商行业来说，行情到来时，这个行业必须处于景气周期的上升阶段，或者这个行业必须有较明朗的发展预期及其他政策性利好因素，这个行业中的股票才有上涨的机会。否则，即使大盘上涨，如果这个行业的个股业绩不配合，个股难以大涨，顶多是估值修复而已。在市场上涨趋势确立的情况下，行业及个股的选择是个难题。

相对于其他行业来说，券商股的业绩与股票市场的走势高度相关。只要市场翻转，券商股的业绩急剧提高，券商股必然大涨。券商股的贝塔值高、弹性大，在市场翻转时，股价一般会跑赢大盘。在行业或个股选择困难的情况下，券商股因为具备类似指数基金的通用性，并且弹性大，往往成为投资者的首选。

回顾 A 股市场历次的反弹，券商股往往是在市场大跌过后反弹行情中的“风向标”和“领头羊”。

在投资券商股方面，投资者一直面临着买“大券商”还是买“小券商”的取舍。流通盘较大的券商股，估值往往低于板块平均水平，被认为更具备安全边际，但股价弹性相对较小，难以赚取到较大规模的绝对收益；而流通盘小的券商股，尽管估值水平较高，但具有较好的波动性和价格弹性，可操作性强。市场翻转时，尽管小盘券商股估值水平高，但资金追逐强烈，股价涨幅较大。

所以，在底部逐渐确立，行情翻转的情况下，因为行业选择的明确性和股价较好的价格弹性，估值较高的小券商股反而成为首选的投资标的。

3. 不同时段领涨的券商股

从 2008 年以来，几段上涨行情来看，领涨的券商股都是小盘股。2008 年 12 月至 2009 年 7 月，领涨的券商股是长江证券等；2010 年 7 月至 2010 年 11 月，领涨的券商股是广发、兴业证券等；2012 年 1 月至 2012 年 5 月，领涨的券商股是国海证券等。

表 5：不同时段领涨的券商股

证券简称	2008-12-31 至 2009-07-28	2010-07-02 至 2010-11-10	2012-01-02 至 2012-05-01	2012-11-30 至 2012-12-28
长江证券	205.1 %	42.2 %	33.7 %	26.6 %
国元证券	147.6 %	28.1 %	29.3 %	21.9 %
海通证券	133.4 %	32.1 %	33.5 %	29.3 %
宏源证券	128.3 %	57.9 %	42.7 %	26.8 %

国金证券	124.4 %	43.6 %	37.9 %	31.2 %
中信证券	110.0 %	35.6 %	33.9 %	34.3 %
广发证券		94.0 %	43.1 %	36.8 %
华泰证券		38.9 %	33.8 %	30.7 %
兴业证券		53.2 %	29.8 %	30.7 %
光大证券		19.4 %	29.7 %	34.4 %
招商证券		21.0 %	26.3 %	26.2 %
山西证券			28.0 %	32.7 %
东吴证券			49.2 %	24.6 %
方正证券			26.4 %	17.1 %
国海证券			121.1 %	76.0 %

资料来源：WIND

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国内使用，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