

证券行业 2010 年中期投资策略

关注传统业务表现突出以及创新业务受益较大个股

曹恒乾 研究员 温重伟 研究助理
电话: 020-87555888-419
eMail: chq@gf.com.cn

券商股被低估，长期投资价值显现

券商股在上半年随着市场指数和交易额的回落，整体表现不佳，由于券商股本身有放大指数振幅的效应（在市场指数增幅较大时，放大效应达到 100%），在弱市下有被低估的可能，所以，就目前的估值水平而言，从长期来看，有部分券商股已经具备较高的投资价值。

从传统业务挖掘投资机会

在传统业务上面，我们关注经纪业务市占率上升明显而佣金率下降较低的个股，从上半年的情况来看，中小券商的市占率上升高于行业平均，而佣金率下降幅度则低于平均值。从传统业务市占率和佣金率表现来看，推荐宏源证券和长江证券。

从创新业务挖掘投资机会

在创新业务上面，我们看好股指期货和融资融券未来对行业业绩的推动作用，就目前运行状况来看，我们推荐华泰证券和海通证券。其中，华泰证券和海通证券受益于股指期货以及融资融券业务，业绩贡献分别达到了 10.6%和 7.7%，在所有上市券商中排名前两位。

投资建议

考虑估值水平较低，传统业务表现较好，业绩增长稳定的券商中，我们推荐宏源证券和长江证券。其中，我们预测宏源证券 10~12 年 EPS 分别为 1.05、1.21 和 1.39 元，对应当前股价 PE 分别为 15、13 和 11 倍；预测长江证券 10~12 年 EPS 分别为 0.69、0.79 和 0.92 元，对应当前股价 PE 分别为 17、15 和 13 倍。考虑估值水平较低，受益创新业务较大，业绩增长稳定的券商中，我们推荐华泰证券和海通证券。其中，预测华泰证券 10~12 年 EPS 分别为 0.90、1.09 和 1.30 元，对应当前股价 PE 分别为 15、13 和 11 倍。预测海通证券 10~12 年 EPS 分别为 0.62、0.67 和 0.74 元，对应当前股价 PE 分别为 17、16 和 14 倍。

风险提示

未来股市存在交易额大幅下降，投资者信心丧失的风险。

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-7.33%	-15.6%	18.96%
沪深 300	-7.08%	-13.1%	3.28%

目录索引

一、本文研究逻辑	4
二、投资要点	4
三、指数、交易额回落——券商股被低估，长期投资价值显现 ...	5
(一) 上半年市场回顾——指数回落，交易额低于预期	5
(二) 弱市中显露机会，关注价值被低估的个股	8
四、从传统业务挖掘投资机会	9
五、从创新业务挖掘投资机会	10
(一) 股指期货对券商业绩的影响	10
(二) 融资融券对券商业绩的影响	12
六、投资建议	14
七、风险提示	20

图表索引

图 1: 上证指数与证券行业指数的周行情对比	5
图 2: 2010 年日均成交额及换手率	6
图 3: 2010 年股票、基金新增帐户数及环比变化	6
图 4: 投资者申购新股热情前高后低	7
图 5: 股指期货交易额逐月上升 (亿元)	11
图 6: 融资融券业务的市场整体表现	13
图 7: 宏源证券经纪业务佣金率降幅低于行业平均	15
图 8: 2009-2010 长江证券经纪业务市占率变化	16
图 9: 2009-2010 华泰证券经纪业务市占率变化	17
图 10: 华泰证券 2010 年各项业务收入预测占比	18
图 11: 海通证券经纪业务佣金率降幅低于行业平均	19
图 12: 海通证券 2010 年各项业务收入预测占比	19
表 1: 10 年日均交易额情况 (亿元)	6
表 2: 10 年新股发行情况	7
表 3: 09-11 年各券商每股收益及市盈率对比	8
表 4: 09-11 年各券商每股净资产及市净率对比	8
表 5: 09、10 年 1-5 月份市占率及变化情况	9
表 6: 09 - 10 年一季度佣金率实际值及变化情况	10
表 7: 股指期货与 A 股交易额的对比情况	11
表 8: 上市券商控股期货公司股指期货交易市占率	11
表 9: 股指期货业务利润预测 (亿元)	12
表 10: 股指期货业务对券商的业绩贡献	12

表 11: 2010 年融资融券业务对券商的业绩贡献测算 (亿元)	14
表 12: 宏源证券利润简表 (单位: 亿元)	15
表 13: 长江证券利润简表 (单位: 亿元)	16
表 14: 华泰证券利润简表 (单位: 亿元)	18
表 15: 海通证券利润简表 (单位: 亿元)	20

一、本文研究逻辑

我们从三个方面来挖掘具备投资价值的券商股。

首先，券商股在上半年随着市场的下跌，整体表现不佳，由于**券商股本身有放大指数振幅的效应，在弱市下有被低估的可能**，所以，就目前的估值水平而言，**从长期来看，有部分券商股已经具备较高的投资价值。**

其次，就目前证券行业的收入构成来看，经纪业务依旧是券商最重要和最稳定的收入来源，而经纪业务收入主要取决于市占率以及佣金率在行业内的表现。因此我们认为，**在市占率和佣金率上表现较好的公司，可以保证其持续稳定的盈利增长。**

最后，随着二季度股指期货和融资融券的开闸，部分在这方面有优势的券商能够凭借创新业务而受益，特别是股指期货成交量的超预期，有望给拥有期货子公司的券商带来一定的业绩增长。

考虑到估值水平、市占率、佣金率变化以及创新业务对券商业绩的影响，我们推荐**宏源证券、长江证券、华泰证券和海通证券。**

二、投资要点

1.考虑估值水平较低，传统业务表现较好，业绩增长稳定的券商中，我们推荐宏源证券和长江证券，其中，宏源证券在一季度的传统业务佣金率降幅在上市券商中最低，一季度净利润同比增长33%，我们预测10~12年EPS分别为1.05、1.21和1.39元，对应当前股价PE分别为15、13和11倍；长江证券10年平均市占率相比09年上升了10%，佣金率降幅也低于行业平均，一季度净利润同比增长了82%，预测10~12年EPS分别为0.69、0.79和0.92元，对应当前股价PE分别为17、15和13倍。

2.考虑估值水平较低，受益创新业务较大，业绩增长稳定的券商中，我们推荐华泰证券和海通证券。其中，华泰证券受益于股指期货以及融资融券业务，10年创新业务的利润预测为5.3亿元，业绩贡献达到了10.6%，在所有上市券商中，受益最大，预测10~12年EPS分别为0.90、1.09和1.30元，对应当前股价PE分别为15、13和11倍。海通证券10年创新业务的利润预测为3.84亿元，业绩贡献达到了7.7%，预测10~12年EPS分别为0.62、0.67和0.74元，对应当前股价PE分别为17、16和14倍。

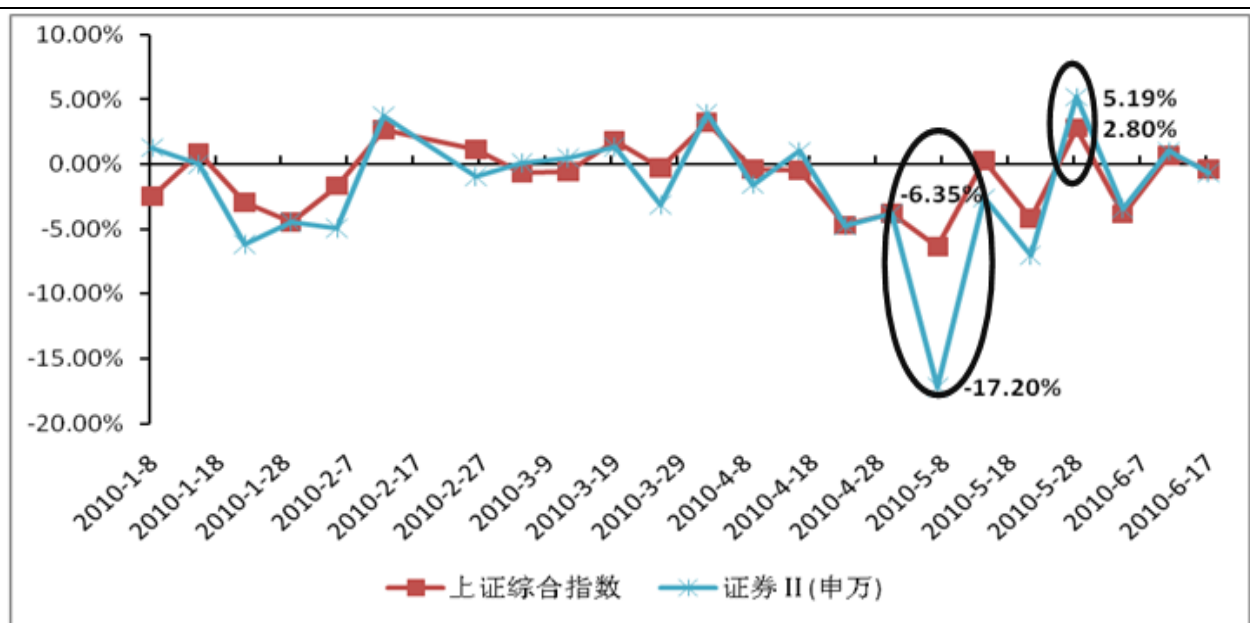
三、指数、交易额回落——券商股被低估，长期投资价值显现

(一) 上半年市场回顾——指数回落，交易额低于预期

2010年4月份以来，受到加息预期、房地产新政以及淘汰落后产能等多重利空因素的影响，导致A股市场在上半年表现出下跌为主的行情，截止到6月17日，上证综指跌幅达到了23.77%。而β系数较高的券商股受到弱市拖累，整个上半年的下跌幅度更是达到了42.75%。

我们通过下图的指数走势可以看出，券商类股在指数小幅波动时，其走势基本跟指数行情一致，但是在指数大幅震荡时，券商股的涨跌幅存在放大指数振幅的效应：在5月的第一个星期，上证综指大幅下跌了6.35%，此时的证券行业指数下跌了17.20%；同样的例子出现在5月的最后一个星期，上证综指反弹了2.80%，而证券行业指数则上涨了5.19%。可以看出，**在市场指数出现大幅震荡时，券商股的走势会在此基础上对振幅进行放大**，放大的幅度大约为100%（见图1）。相对年初而言，股价的大幅调整使得部分券商股具备了较高的安全边际，一旦市场指数企稳回升，证券行业将会因此而出现投资机会。

图 1：上证指数与证券行业指数的周行情对比



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

交易额低于预期。从交易所公布的统计月报数据来看，截至今年5月份，两市股权债基的日均交易额合计为2389亿元，与09年全年相比，下降了9%，受到市场下跌的影响，交易额并未承接09年下半年的大幅增长趋势。

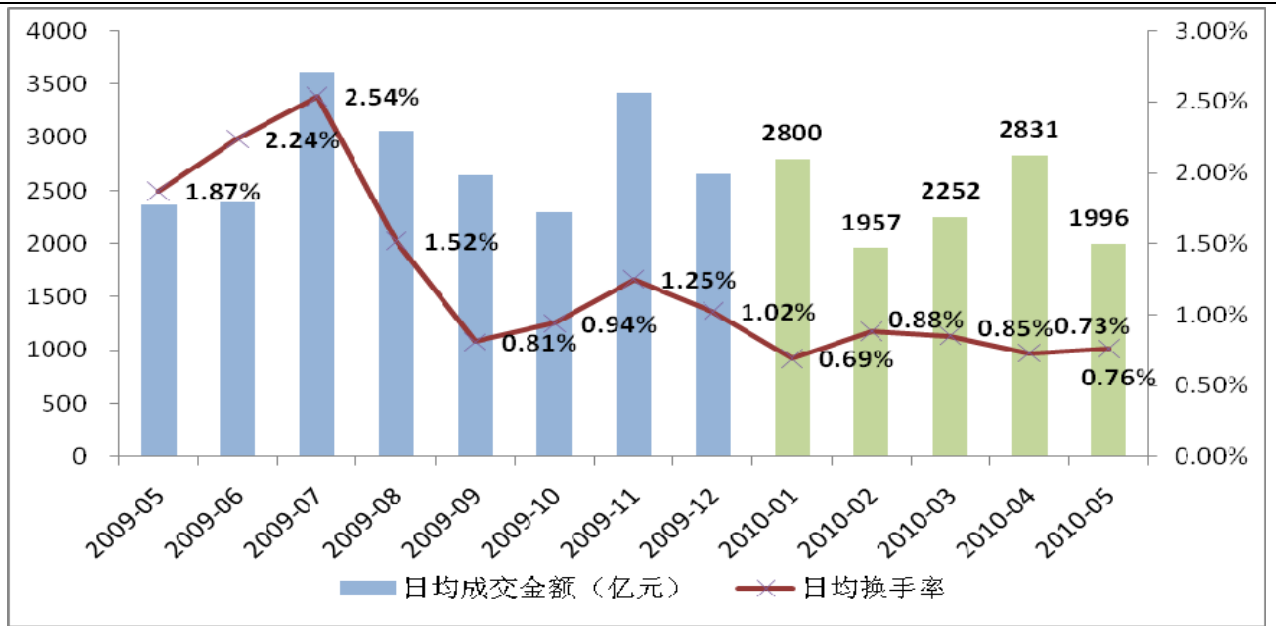
表 1: 10 年日均交易额情况 (亿元)

	2010-1	2010-2	2010-3	2010-4	2010-5	10 年前五月
日均交易额	2800	1957	2252	2831	1996	2389
同比变化	115%	-22%	5%	12%	-16%	-9%(比 09 年)
环比变化	5%	-30%	15%	26%	-29%	

数据来源: 上海证券交易所、深圳证券交易所、广发证券发展研究中心

市场情绪有所下降。首先从上证综指换手率数据来看, 10年前5个月的日均换手率保持在0.8%左右, 与09年相比下降明显。

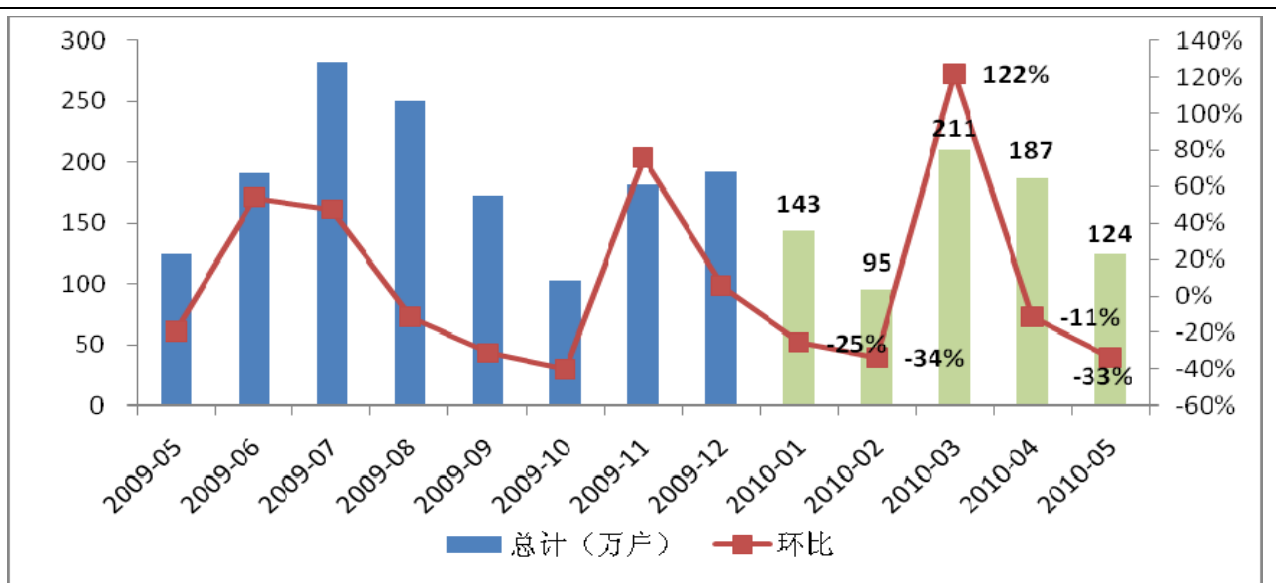
图 2: 2010 年日均成交额及换手率



数据来源: 上海证券交易所、深圳证券交易所、wind 资讯、广发证券发展研究中心

其次, 10 年股票、基金总计新增帐户数为 759 万户, 平均新增帐户数为 152 万户, 与 09 年全年相比, 下降了 16%。

图 3: 2010 年股票、基金新增帐户数及环比变化



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

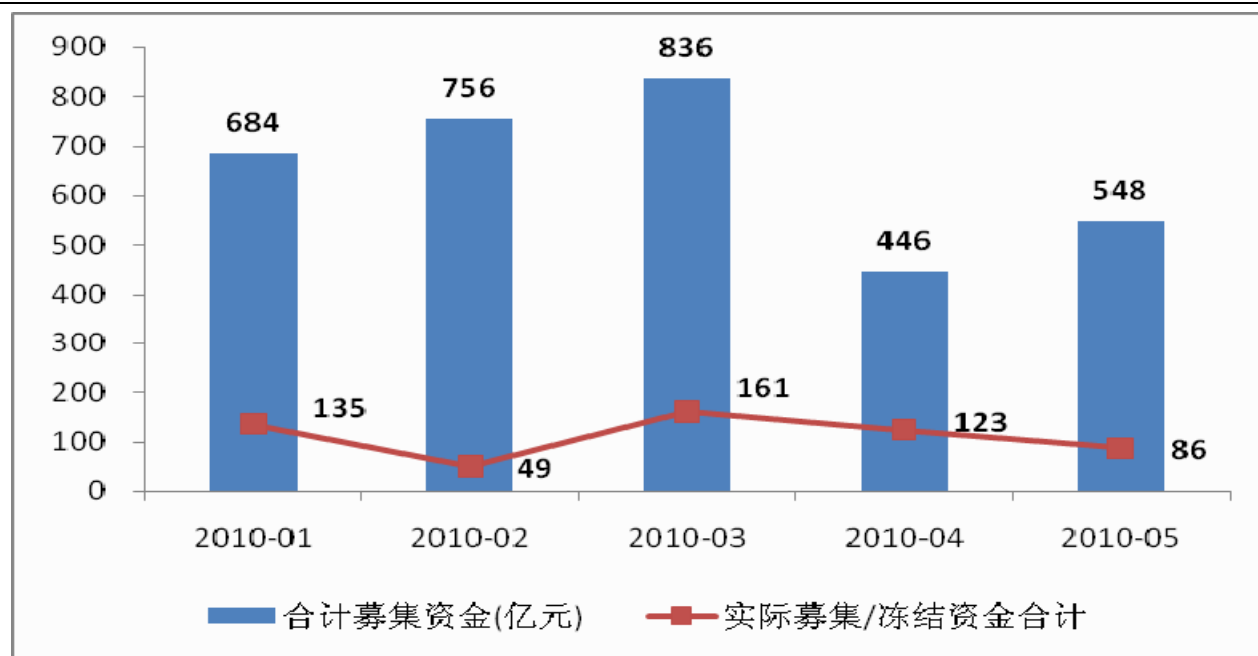
另外，从首发、增发和配股所募集的资金统计来看，10年一季度投资者对参与新股认购的热情较高，除去2月份春节因素外，冻结资金/实际募集的比例平均为150倍左右，而到了二季度，4、5月份的平均冻结资金倍数下降为105，投资者的热情有所回落。

表 2: 10 年新股发行情况

日期	2010-01	2010-02	2010-03	2010-04	2010-05
合计募集资金(亿元)	684	756	836	446	548
首发家数	35	20	36	28	36
首发募集资金(亿元)	425	395	314	349	440
冻结资金合计(万亿元)	6	2	5	4	4
实际募集资金/预计募集资金	2	3	2	3	3
冻结资金/实际募集合计	135	49	161	123	86
首发市盈率	67	57	53	63	55
增发家数	8	8	13	10	14
增发募集资金(亿元)	260	341	342	96	109
配股家数	0	2	2	0	0
配股募集资金(亿元)	0	20	180	0	0

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图 4: 投资者申购新股热情前高后低



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

不过随着市场对前期不利因素的消化，投资者信心有望逐渐恢复，融资融券试点的推进也会在一定程度上提升交易额。另外，除去市场外在因素的影响，券商股在上半年下跌了42.75%，远超过指数的下跌幅度，即使不考虑券商股回补的可能性，我们认为目前部分券商股的估值水平已经

存在被低估的情况。

(二) 弱市中显露机会，关注价值被低估的个股

证券行业指数在上半年下跌了42.75%，按照我们之前报告中所做的盈利预测，以6月18日收盘价计算，行业PE、PB分别为21倍和3.6倍，这个估值水平已经与07年金融危机行情最低迷时接近，行业有被低估的可能，部分券商股显露出较好的投资价值。

表3: 09-11年各券商每股收益及市盈率对比

上市券商	09年每股 收益	10一季度 每股收益	10年预测 每股收益	11年预测 每股收益	PE-2009A	PE-2010E	PE-2011E
东北证券	1.43	0.31	1.63	1.85	17	15	13
宏源证券	0.79	0.29	1.05	1.21	20	15	13
中信证券	1.35	0.23	1.36	1.56	15	15	13
华泰证券	0.82	0.16	0.9	1.09	17	15	13
国元证券	0.69	0.13	0.75	0.86	18	17	15
长江证券	0.68	0.19	0.69	0.79	17	17	15
海通证券	0.55	0.12	0.62	0.67	19	17	16
光大证券	0.92	0.10	0.75	0.86	17	21	18
平均	0.81	0.16	0.82	0.94	21	21	19
招商证券	1.14	0.22	0.91	1.00	18	23	21
西南证券	0.54	0.07	0.56	0.61	24	23	21
国金证券	0.52	0.09	0.38	0.44	28	38	33
太平洋	0.27	0.05	0.29	0.32	44	41	37

数据来源：公司招股说明书、wind资讯、广发证券发展研究中心

表4: 09-11年各券商每股净资产及市净率对比

上市券商	09年每股 净资产	10一季度 每股净资产	10年预测 每股净资产	11年预测 每股净资产	PB-2009A	PB-2010E	PB-2011E
国元证券	7.70	7.33	7.95	8.58	1.66	1.60	1.49
海通证券	5.28	5.44	6.19	7.17	1.97	1.68	1.45
中信证券	9.29	9.55	10.16	11.48	2.16	1.97	1.74
光大证券	6.57	6.67	7.03	7.74	2.40	2.24	2.04
长江证券	4.2	4.41	5.11	6.06	2.79	2.29	1.93
华泰证券	2.89	5.41	5.28	6.08	4.81	2.63	2.29
宏源证券	4.48	4.72	5.29	6.28	3.57	3.02	2.54
平均	4.81	5.13	5.47	6.31	4.05	3.60	3.06
招商证券	6.30	6.50	5.70	6.43	3.31	3.66	3.25
东北证券	4.78	5.04	6.46	8.36	5.03	3.72	2.88
西南证券	2.46	2.57	2.82	3.23	5.24	4.57	3.99
国金证券	2.59	2.69	2.45	2.77	5.60	5.92	5.24
太平洋	1.19	1.24	1.21	1.53	10.08	9.91	7.84

数据来源：公司招股说明书、wind资讯、广发证券发展研究中心

四、从传统业务挖掘投资机会——中小券商市占率大幅提升，佣金率继续下降

（一）中小券商市占率上升明显

10年中小券商市占率提升迅猛，增速逐渐放缓。从10年前5个月的数据来看，相比09年，大部分券商经纪业务市占率均有所提升，上升幅度为**3%**。而中小券商的提升幅度普遍高于平均水平，其中，西南、国金和长江证券前5个月的市占率相比09年分别增长了15%、12%和10%，提升速度大幅领先其他券商。但是，从最新的5月份数据可以看出，大部分在前期市占率增长迅猛的券商开始出现环比下降的情况，增速开始放缓，相反，10年前期市占率出现明显下降的大券商如招商证券、光大证券等，在最近两个月则出现止跌回升的局面。

表 5: 09、10 年 1-5 月份市占率及变化情况

上市券商	09	10-1	10-2	10-3	10-4	10-5	前五个月平均	前五个月-09
西南证券	0.61%	0.66%	0.68%	0.71%	0.73%	0.71%	0.70%	15%
国金证券	0.68%	0.76%	0.82%	0.79%	0.75%	0.67%	0.76%	12%
长江证券	1.59%	1.74%	1.72%	1.79%	1.74%	1.69%	1.75%	10%
中信系	7.89%	8.19%	8.13%	8.33%	8.51%	8.51%	8.33%	6%
东北证券	0.70%	0.71%	0.75%	0.75%	0.73%	0.73%	0.73%	4%
国元证券	1.15%	1.19%	1.16%	1.25%	1.20%	0.98%	1.19%	3%
华泰系	5.52%	5.82%	5.73%	5.63%	5.59%	6.04%	5.71%	3%
平均	2.60%	2.68%	2.68%	2.69%	2.68%	2.70%	2.68%	3%
宏源证券	1.28%	1.33%	1.41%	1.29%	1.27%	1.25%	1.31%	2%
海通证券	4.29%	4.34%	4.55%	4.47%	4.30%	4.09%	4.37%	2%
招商证券	4.01%	4.09%	3.90%	3.99%	3.99%	4.22%	4.02%	0%
光大证券	3.19%	3.08%	3.03%	3.01%	3.02%	3.20%	3.05%	-4%
太平洋	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%	0.27%	0.29%	0.26%	-7%

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

（二）佣金率继续下降

根据各券商一季报公布的佣金及手续费净收入进行测算，相对市占率的提升而言，所有上市券商的经纪业务佣金率无一例外，均呈现下滑的态势，而且下滑的幅度在一季度有所扩大，与09年相比，平均降幅为**16.24%**，一季度股权债基的平均净佣金率为千分之**0.9**。大券商的下降幅度高于平均水平，中信系、华泰系在10年一季度的下降幅度都超过了**20%**。

表 6: 09 - 10 年一季度佣金率实际值及变化情况

上市券商	2009	2010 一季度	2009 - 2008	2010 一季度 - 2009
宏源证券	0.132%	0.124%	-16.47%	-6.09%
太平洋	0.168%	0.155%	-16.52%	-7.56%
光大证券	0.090%	0.080%	-22.43%	-11.29%
海通证券	0.116%	0.101%	-3.90%	-12.49%
西南证券	0.117%	0.100%	-9.03%	-14.50%
长江证券	0.102%	0.087%	-1.88%	-14.91%
东北证券	0.158%	0.134%	-12.69%	-14.96%
招商证券	0.095%	0.080%	-10.96%	-15.74%
平均	0.109%	0.092%	-12.16%	-16.24%
国金证券	0.114%	0.092%	23.79%	-18.73%
中信系	0.110%	0.087%	-13.38%	-21.07%
国元证券	0.106%	0.083%	-24.88%	-21.80%
华泰系	0.107%	0.082%	-3.68%	-23.55%

数据来源: 公司财报、wind资讯、广发证券发展研究中心

随着经纪业务的竞争加剧, 有实力的大券商为了获得更多的份额, 大幅降低其佣金率, 因此这部分券商的佣金率普遍低于平均水平, 实际上我们可以看到, 为了争取客户, 实力雄厚的大券商在10年加大了降价的力度, 预计随着竞争的进一步加剧, 佣金率会继续下降, 特别是经纪业务占比相对较大的券商, 如光大、国金、太平洋、华泰等, 对保持业绩增长会有一定影响。

五、从创新业务挖掘投资机会

2010年是证券行业备受关注的一年, 3月31日正式开展了融资融券业务, 截至目前, 已经有11家券商获得了融资融券的试点资格, 我们在之前的多篇报告中就已经提到, 融资融券业务的开展, 不仅能够活跃市场交易, 更重要的是产生了一种全新的盈利模式, 对证券行业具有较大的影响。另外, 4月16日正式推出的股指期货交易也成为市场的一大亮点, 截止到目前的日均交易额已经达到了2102亿元, 与10年的A股日均交易额相当, 高于之前预期。融资融券和股指期货的推出, 虽然短期内对行业的业绩贡献无法起到明显的作用, 但是随着准入门槛下降, 市场逐渐成熟以及配套业务的推出, 相信能够给券商带来新的盈利增长途径, 下面我们根据目前掌握的一些情况, 对这两项业务开展能够给券商带来的盈利增长进行测算, 进而挖掘受益较大, 具备较高创新业务弹性的个股。

(一) 股指期货对券商业绩的影响

自股指期货推出以来, 日均交易额从一开始4月份的1248亿元一路上涨, 截止到6月18日, 统计的6月份日均交易额达到2768亿元, 这个数值

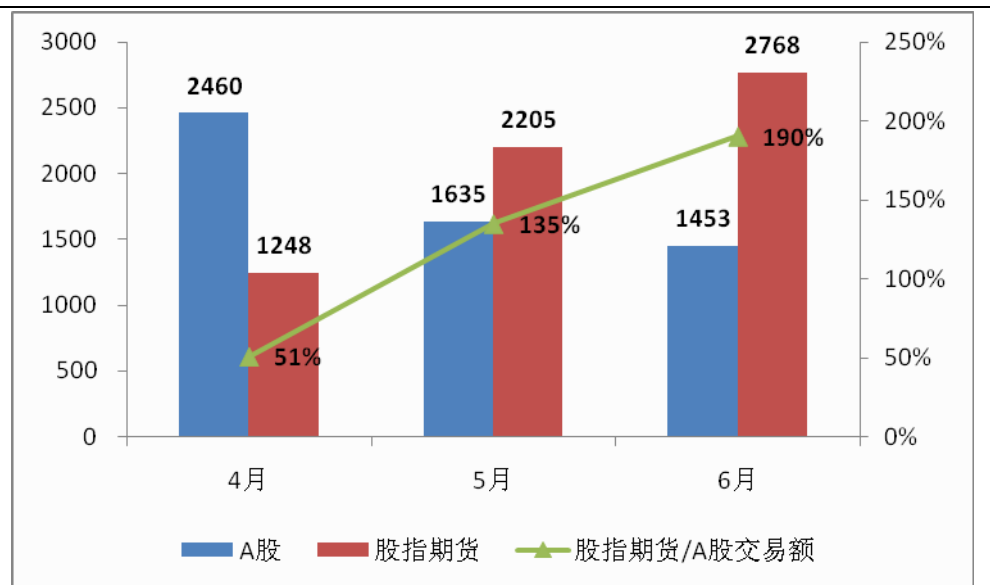
几乎是6月份A股交易额的两倍，远高于推出前的市场预期。实际上，根据国外的经验，股指期货由于具有配合现货市场进行套保的功能，而且佣金率较低，交易额一般会达到现货市场的3倍甚至更高。

表 7: 股指期货与 A 股交易额的对比情况

单位: 亿元	6月	5月	4月	平均
A股(共计52个交易日)	15985	32696	51670	
日均	1453	1635	2460	1930
股指期货(共计42个交易日)	30447	44107	13730	
日均	2768	2205	1248	2102
股指期货/A股交易额	190%	135%	51%	109%

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图 5: 股指期货交易额逐月上升(亿元)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

对于拥有期货子公司的券商来说，能够从股指期货交易中获得一定的收入，从目前交易的情况来看，市占率分化较为明显，各上市券商期货子公司的市场份额如下表所示：

表 8: 上市券商控股期货公司股指期货交易市占率

证券公司	控股期货	交易市占率	持单市占率
华泰证券	长城伟业	11.8%	18.7%
中信证券	中证期货、中信建投	4.9%	15.1%
海通证券	海通期货	8.1%	13.7%
光大证券	光大期货	2.3%	7.5%
招商证券	招商期货	0.3%	5.4%
宏源证券	宏源期货	0.0%	0.4%
长江证券	长江期货	0.0%	0.2%
国金证券	国金期货	0.0%	0.0%

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

股指期货能够为券商带来两方面的收入，第一是交易佣金收入，第二是未平仓合约的保证金利息收入。按照目前的交易情况，我们假设全年A

股日均交易额为2100亿元，股指期货/A股交易额假设为150%，未平仓合约占总交易量的比例按照目前持单量与交易量5%的比例计算，股指期货对行业的利润预测如下表：

表 9：股指期货业务利润预测（亿元）

A 股日均交易额	2100
股指期货/A 股	150%
股指期货日均交易额	3150
交易日	175
佣金率	0.015%
佣金收入	83
净利润/营业收入	50%
佣金收入净利润	41
未平仓合约量/交易量	5%
年均未平仓合约金额	158
保证金比例	12%
保证金	19
年利率	4%
保证金利息收入	1
净利润合计	42

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

股指期货总共能够为行业在2010年带来42亿元的净利润，根据各上市券商的市占率情况，测算出股指期货对各券商的利润贡献如下表：

表 10：股指期货业务对券商的业绩贡献

上市券商	控股期货	净利润（亿元）	EPS（元）	占比
华泰证券	长城伟业	5.0	0.09	10%
海通证券	海通期货	3.5	0.04	7%
光大证券	光大期货	1.0	0.03	4%
中信证券	中证期货、中信建投	2.2	0.03	2%
招商证券	招商期货	0.2	0.01	1%
宏源证券	宏源期货	0.0	0.00	0%
长江证券	长江期货	0.0	0.00	0%
国金证券	国金期货	0.0	0.00	0%

数据来源：广发证券发展研究中心

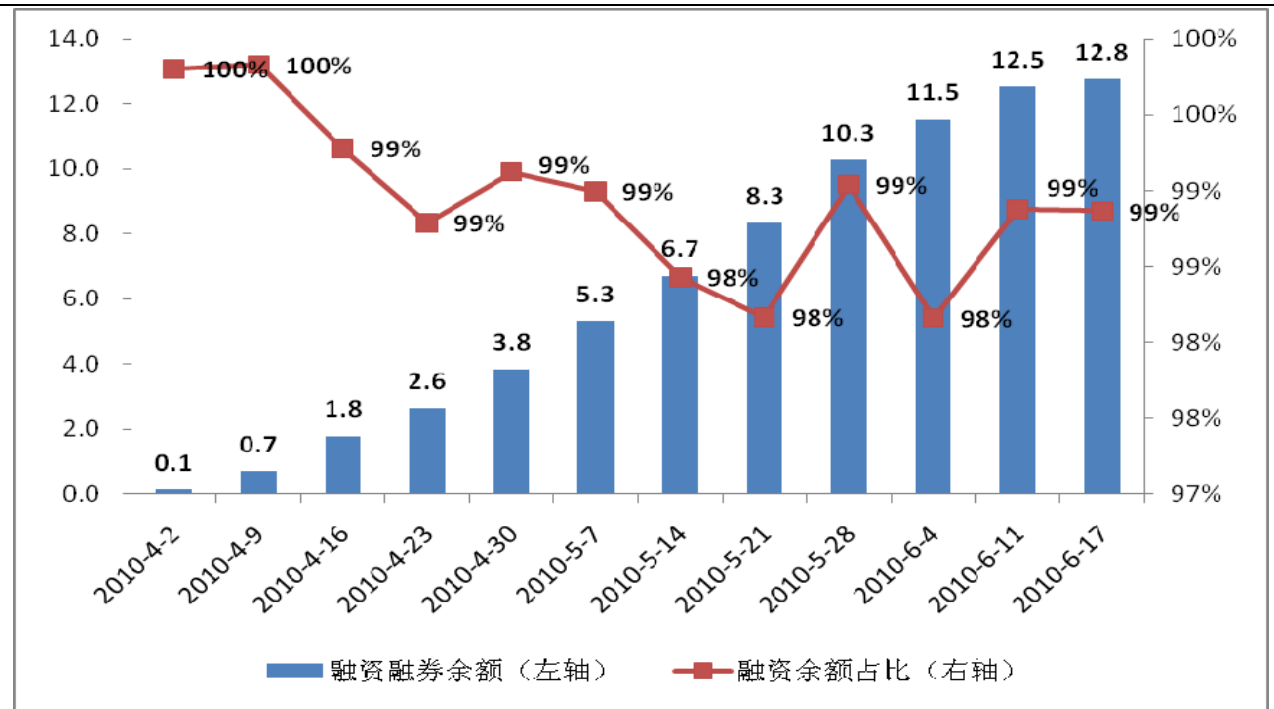
可以看到，受益股指期货较大的券商包括华泰、海通和光大证券，其中，由于长城伟业期货在业内具有较强的竞争力，使得控股公司华泰证券能从股指期货业务中获得5亿元的净利润，对10年的业绩贡献占比达到了10%。

（二）融资融券对券商业绩的影响

融资融券自3月31日试点以来，规模呈现递增态势。截至6月17日，4、5、6三个月的融资融券余额均值分别为1.8亿元、7.7亿元和12.3亿元，

其中主要以融资交易为主，融资余额占比为99%。从这两个多月的业务运行情况来看，融资融券的规模低于之前的市场预期，推出以来并未对交易额产生明显的放大效应，短期内对整个证券行业的业绩贡献也十分有限，不过按照国外的经验，随着融资融券试点的进一步推进，转融通等相关配套业务的推出，预计融资融券将逐渐体现出对券商业绩的催化作用，因此我们依然看好融资融券开展较早，业务弹性相对较大的券商。

图 6: 融资融券业务的市场整体表现



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

中国证监会在6月8日召开了“扩大融资融券试点工作安排”的相关会议，会议通报了招商证券、华泰证券、银河证券、东方证券、申银万国为第二批试点券商；其次，适当降低试点准入门槛，决定按照“最近一次证券公司分类评价为B类以上，最近6个月净资本均在30亿元以上”的条件和标准，再增加一批证券公司开展试点准备工作，按照这个标准，最有可能获得第三批试点资格的券商为国元和长江，预计可以在今年9月份开展相关业务；再次，抓紧研究转融通业务方案，适时推出与证券公司融资融券业务相配套的转融通业务。

我们对已经开展融资融券业务以及预计入选的第三批试点券商，在2010年的融资融券业绩进行估算：**券商开展融资融券业务的收入分为三块，分别为融资利息收入、融券手续费收入以及交易佣金收入。**根据试点券商公布的相关交易信息显示，目前市场平均的融资利率为7.86%，融券费率为9.9%，首批试点券商公布的平均融资融券规模占净资本的比例大约为30%。一般而言，进行融资融券的客户具有较高的风险偏好，假设日均换手率为2.5%，由此估算的年换手率为6.25，各券商的净佣金率按照一季报公布的数据来估算，我们假设10年的市场规模为可承载规模的10%，融资融券对券商的利润贡献预测如下表：

表 11: 2010 年融资融券业务对券商的业绩贡献测算 (亿元)

项目	中信证券	海通证券	光大证券	招商证券	华泰证券	国元证券	长江证券
净资本	349	344	182	180	239	128	74
融资融券规模/净资本	34%	23%	27%	30%	30%	30%	30%
可承载规模	120	79	49	54	72	38	22
市场规模	12	8	5	5	7	4	2
业务开展时间 (年)	0.75	0.75	0.75	0.5	0.5	0.33	0.33
融资规模	12	8	5	5	7	4	2
融资利率	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%
融资收入	0.93	0.62	0.38	0.42	0.56	0.30	0.17
融券规模	0.12	0.08	0.05	0.05	0.07	0.04	0.02
融券费率	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
融券收入	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
融资融券收入	0.94	0.62	0.39	0.42	0.56	0.30	0.17
换手率	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
佣金率	0.09%	0.10%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.09%
佣金收入	0.07	0.05	0.02	0.03	0.04	0.02	0.01
总收入	1.01	0.67	0.41	0.45	0.60	0.32	0.19
净利润/营业收入	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
净利润	0.50	0.34	0.21	0.22	0.30	0.16	0.09
加权总股本	82.88	82.28	34.18	35.85	56.00	19.64	21.71
EPS (元)	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00
业绩占比	0.4%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	1.1%	0.6%

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

可以看到,在目前的假设下,融资融券业务对各券商业绩的贡献都比较小,相信随着标的股票增加以及配套业务的开展,融资融券将给这部分券商带来更大的业绩贡献(按照发达国家的经验,融资融券收入的贡献将达到15%~20%),我们依然看好该项业务未来对券商的贡献。融资融券在所有今年已开展或者有望在年内开展融资融券业务的上市券商中,国元、光大、海通、招商、华泰和长江证券受益相对较大,相对具有较高的业务弹性。

六、投资建议

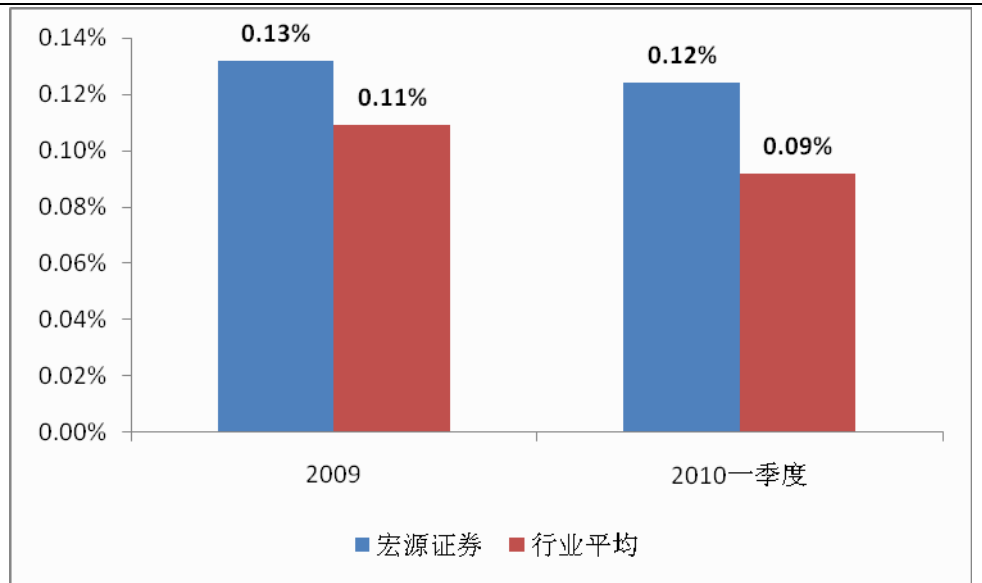
1.考虑估值水平较低,传统业务表现较好,业绩增长稳定的券商中,我们推荐宏源证券和长江证券:

宏源证券 (买入)

宏源证券一季度的经纪业务佣金率降幅在上市券商中最低,仅为6.09%,远低于行业平均16.24%,一季度净利润同比增长33%,预测10~12年EPS分别为1.05、1.21和1.39元,对应当前股价的PE分别为15、13和

11倍。

图 7: 宏源证券经纪业务佣金率降幅低于行业平均



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 12: 宏源证券利润简表 (单位: 亿元)

报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	29.20	38.39	43.02	48.14
手续费及佣金净收入	23.82	27.95	30.96	34.30
其中: 经纪净收入	21.38	22.46	24.70	27.18
承销净收入	1.32	3.21	3.69	4.25
资管净收入	0.17	1.05	1.21	1.39
利息净收入	1.67	2.17	2.39	2.63
投资净收益	3.71	6.69	7.83	9.08
其中: 联、合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-0.07	1.50	1.76	2.04
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	0.06	0.08	0.09	0.09
二、营业支出	13.55	17.62	19.38	21.31
营业税金及附加	1.54	2.00	2.20	2.42
管理费用	11.99	15.59	17.15	18.86
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	0.02	0.03	0.03	0.03
三、营业利润	15.65	20.78	23.64	26.83
加: 营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.08	0.10	0.11	0.13
四、利润总额	15.57	20.67	23.53	26.70
减: 所得税	4.06	5.28	5.81	6.39
加: 未确认投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
五、净利润	11.52	15.40	17.72	20.31

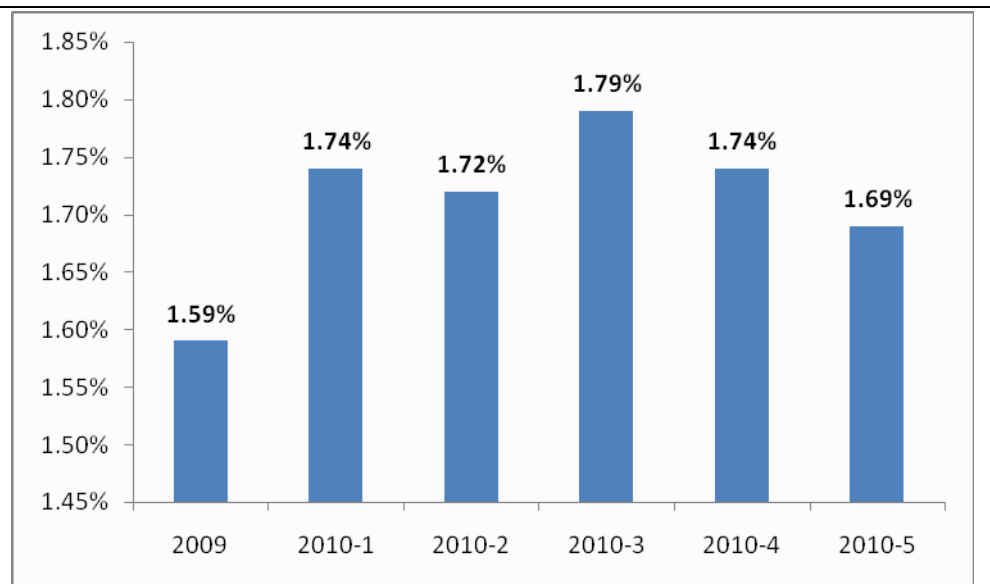
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有净利	11.52	15.40	17.72	20.31
六、每股收益：				
基本每股收益	0.79	1.05	1.21	1.39
稀释每股收益	0.79	1.05	1.21	1.39

数据来源： 公司财报、广发证券发展研究中心

长江证券（买入）

10年平均市占率为1.75%，相比09年上升了10%，高于上市券商平均增幅，而佣金率降幅为14.91%，低于行业平均，一季度净利润同比增长了82%，预测10~12年EPS分别为0.69、0.79和0.92元，对应当前股价的PE分别为17、15和13倍。

图 8: 2009-2010 长江证券经纪业务市占率变化



数据来源： 公司财报、广发证券发展研究中心

表 13: 长江证券利润简表（单位：亿元）

报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	31.94	33.66	38.91	45.25
手续费及佣金净收入	23.01	26.31	29.81	34.72
其中：经纪净收入	20.47	23.27	26.35	30.76
承销净收入	1.62	1.91	2.22	2.59
资管净收入	0.67	0.84	0.91	0.99
利息净收入	1.7	1.68	2.29	2.71
联、合营企业投资收益	0.32	0.56	0.65	0.74
总自营业收入	6.86	5.03	6.09	6.99
汇兑净收益	0	0	0	0
其他业务收入	0.06	0.07	0.08	0.09
二、营业支出	14.33	14.3	16.53	19.22

营业税金及附加	1.59	1.51	1.75	2.04
管理费用	12.84	12.79	14.79	17.19
资产减值损失	-0.11	0	0	0
其他业务成本	0.01	0.01	0.01	0.01
三、营业利润	17.61	19.36	22.38	26.02
加：营业外收入	0.66	0.5	0.5	0.5
减：营业外支出	0.05	0.1	0.1	0.1
四、利润总额	18.23	19.76	22.78	26.42
减：所得税	4.51	4.89	5.63	6.53
加：未确认损失	0	0	0	0
五、净利润	13.72	14.87	17.51	19.89
母公司所有净利	13.72	14.87	17.15	19.89
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益：				
基本每股收益	0.68	0.69	0.79	0.92
稀释每股收益	0.68	0.69	0.79	0.92

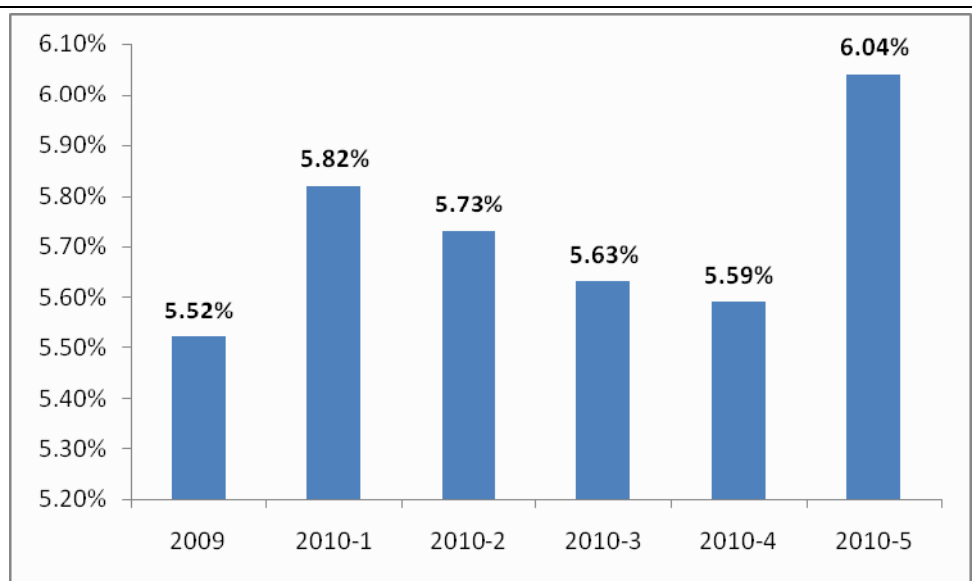
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2.考虑估值水平较低，受益创新业务较大，业绩增长稳定的券商中，我们推荐华泰证券和海通证券：

华泰证券（买入）

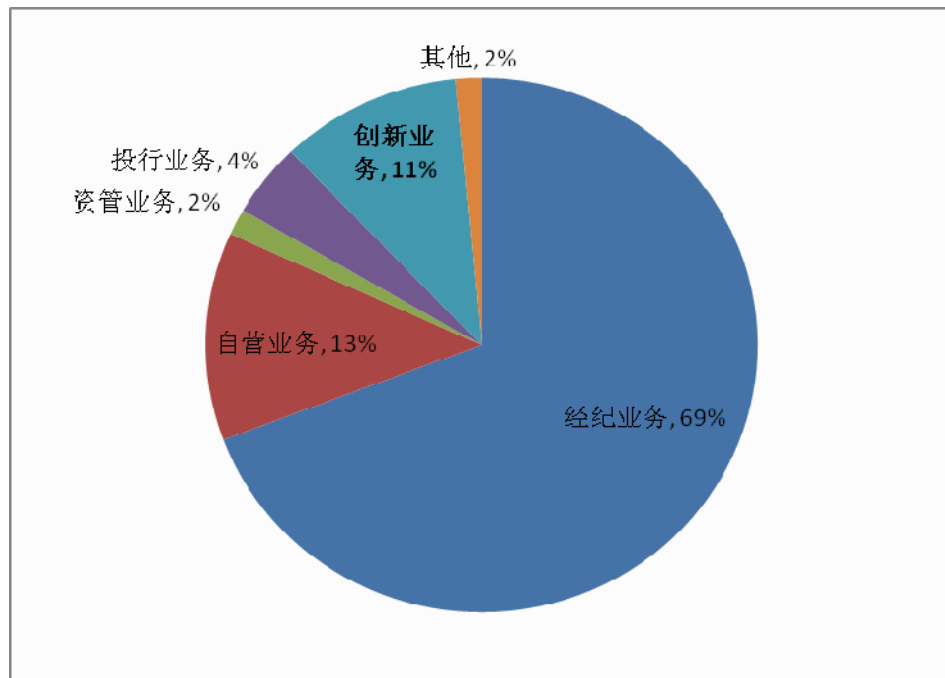
10年平均市占率为5.71%，相比09年上升3%，高于上市券商平均增幅。受益于股指期货以及融资融券业务，10年创新业务的利润预测为5.3亿元，业绩贡献达到10.6%，在所有上市券商中受益最大，预测10~12年EPS分别为0.90、1.09和1.30元，对应当前股价PE分别为15、13和11倍。

图 9：2009-2010 华泰证券经纪业务市占率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 10: 华泰证券 2010 年各项业务收入预测占比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 14: 华泰证券利润简表 (单位: 亿元)

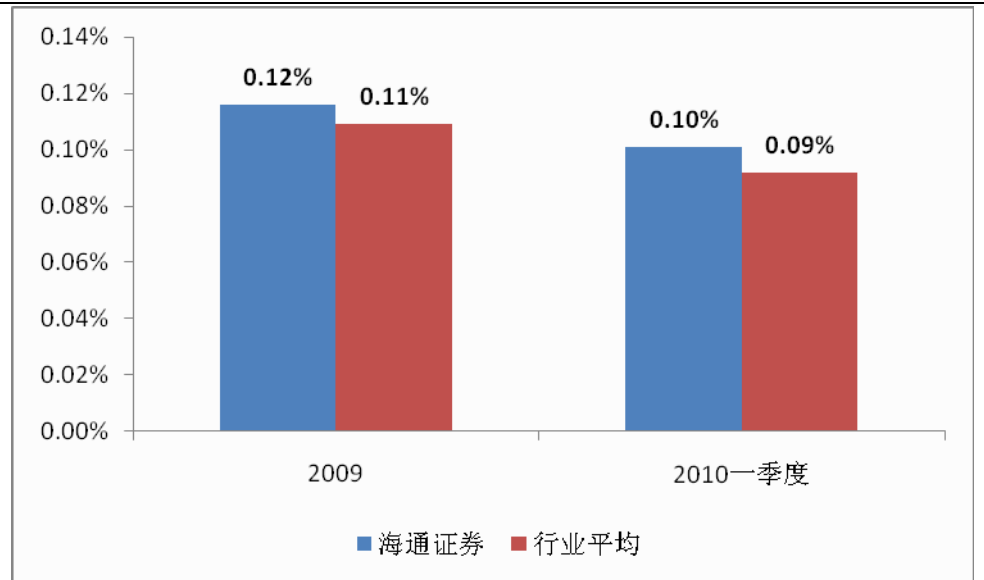
报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	95.64	112.49	132.42	150.22
手续费及佣金净收入	81.23	89.63	110.25	125.22
其中: 经纪净收入	74.40	78.00	84.81	92.26
承销净收入	5.35	5.04	3.02	3.63
资管净收入	1.49	1.78	10.15	11.52
利息净收入	6.79	8.63	12.98	13.97
总自营收入	7.42	14.23	9.19	11.03
其他业务收入	0.20	0.20	0.20	0.20
二、营业支出	42.28	41.75	47.06	47.91
营业税金及附加	4.69	5.22	5.58	6.16
管理费用	37.55	36.53	41.18	41.92
三、营业利润	53.36	70.74	85.36	102.31
营业外收支	-0.14	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	53.22	70.74	85.36	102.31
减: 所得税	12.34	16.40	19.79	23.72
五、净利润	40.88	54.34	65.57	78.59
母公司所有净利	37.95	50.44	60.87	72.95
少数股东损益	2.91	3.89	4.70	5.63
六、每股收益:				
基本每股收益	0.68	0.90	1.09	1.30
稀释每股收益	0.68	0.62	0.67	0.74

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

海通证券（买入）

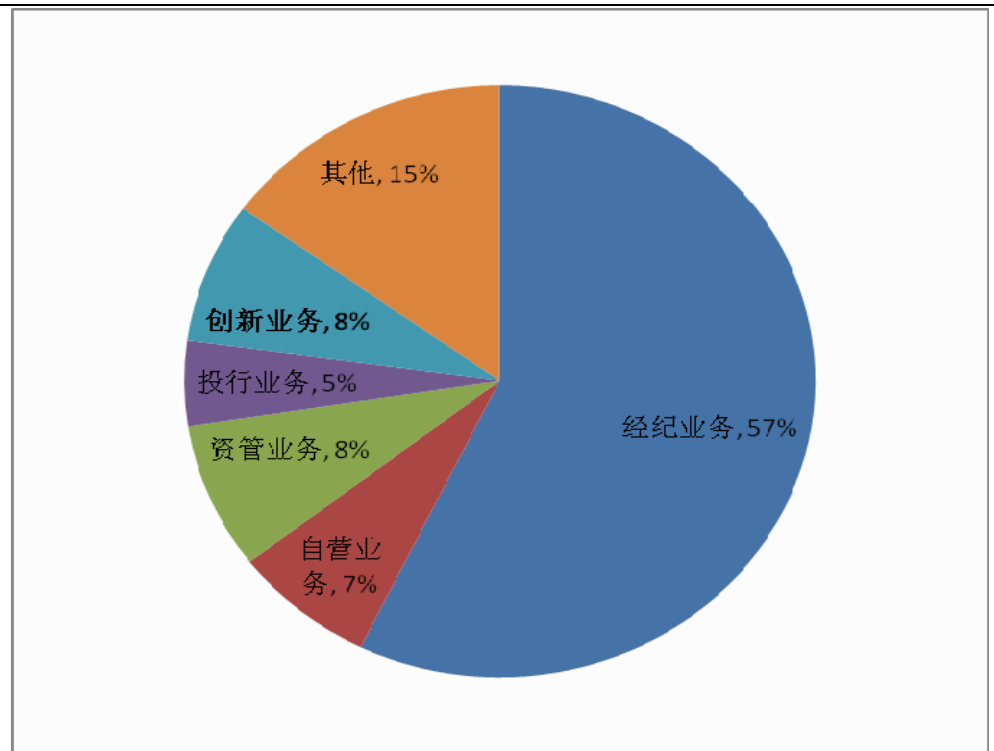
传统业务方面，海通证券10年一季度经纪业务佣金率降幅为12.49%，低于行业平均16.24%。10年创新业务的利润预测为3.84亿元，业绩贡献达到了7.7%，预测10~12年EPS分别为0.62、0.67和0.74元，对应当前股价的PE分别为17、16和14倍。

图 11: 海通证券经纪业务佣金率降幅低于行业平均



数据来源： 公司财报、广发证券发展研究中心

图 12: 海通证券 2010 年各项业务收入预测占比



数据来源： 公司财报、广发证券发展研究中心

表 15: 海通证券利润简表 (单位: 亿元)

报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	99.40	111.26	116.73	128.8
手续费及佣金净收入	77.55	89.63	93.15	102.22
其中: 经纪净收入	62.74	63.72	66.81	72.26
承销净收入	3.82	5.16	3.02	3.63
资管净收入	7.44	8.87	10.15	11.52
利息净收入	11.24	12.27	12.98	13.97
联、合营企业投资收益	0.66	0.84	0.97	1.1
总自营收入	9.73	8.11	9.19	11.03
汇兑净收益	0.02	0.2	0.22	0.25
其他业务收入	0.2	0.2	0.21	0.23
二、营业支出	42.10	45.91	48.22	52.28
营业税金及附加	4.75	5.32	5.58	6.16
管理费用	37.25	40.66	42.67	46.2
资产减值损失	0.07	0.07	0.03	0.07
其他业务成本	0	0	0	0
三、营业利润	57.3	65.36	68.51	76.52
加: 营业外收入	2	2	2	2
减: 营业外支出	-0.52	0.5	0.5	0.5
四、利润总额	59.82	66.86	70.01	78.02
减: 所得税	13.2	14.45	15.13	16.86
加: 未确认损失	0	0	0	0
五、净利润	46.62	52.41	54.88	61.16
母公司所有净利	45.48	51.22	54.88	61.16
少数股东损益	1.14	1.19	1.25	1.31
六、每股收益:				
基本每股收益	0.55	0.62	0.67	0.74
稀释每股收益	0.55	0.62	0.67	0.74

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

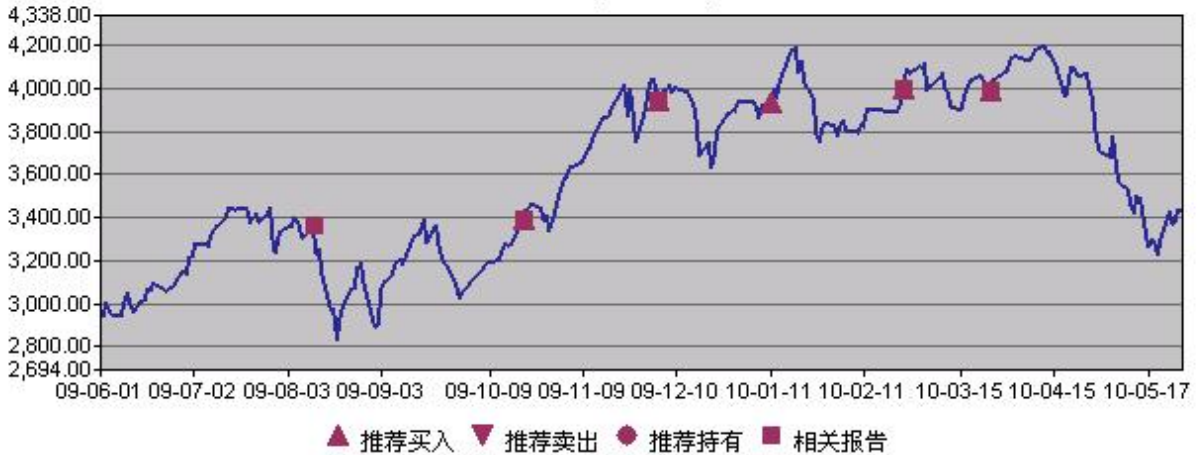
七、风险提示

未来股市存在日均交易额大幅下降, 投资者信心丧失的风险。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

综合类证券公司(01092121)行情走势



相关研究报告

证券行业月度报告 (2010-5)	曹恒乾	2010-05-16
证券业 2010 年一季报汇总分析	曹恒乾	2010-05-09

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。