

2012-12-4

行业研究(深度报告)

 评级 **看好** **维持**

分析师: 刘俊

☎ (8627) 65799532

✉ liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120002

联系人: 蒲东君

☎ (8627) 65799537

✉ pudj@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

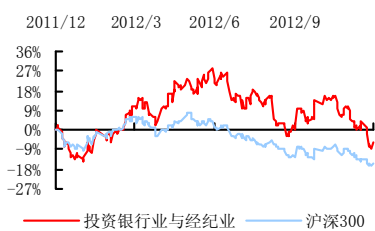
☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司名称	公司代码	投资评级
000562	宏源证券	谨慎推荐
600030	中信证券	谨慎推荐
600837	海通证券	推荐
601788	光大证券	推荐
601688	华泰证券	推荐

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《第45周报: 市场低迷使券商股相对收益不断下降》2012-12-2

《证券业第44周报: 券商新政进入务实阶段》2012-11-25

《证券业第43周报: 券商股挤泡沫有助于估值体系优化》2012-11-18

投资银行业与经纪业行业

2013 年投资策略:

喧嚣的创新, 静静地变革

报告要点

■ 投资逻辑

在创新政策酝酿、出台、落实的过程中, 2012 年券商股的投资逻辑是创新政策的推出和券商盈利的改善, 那么 2013 年将以创新带来的业绩分化所体现的创新业务弹性为基础, 在股价上体现为创新弹性和估值优势的差异。

■ 被忽略的变化——从周期属性到成长属性

券商的经营环境和竞争格局、业务和产品种类、客户结构等各方面, 在 2009 年以来已发生了显著的变化, 创新既是内在盈利模式转变的需求, 也顺应了经营环境变化、金融资产体系内转移的趋势。从资本市场发展和金融管制放松的角度, 行业成长空间和盈利稳定性大幅提升, 经营模式的变革将推动券商股在此阶段从周期股羽化为成长股。

券商股从周期属性向成长属性转变这一趋势, 在信用融资类和债券类业务的快速发展、盈利结构中固定收益类收入比重的大幅提升等方面已开始体现。

■ 创新改善券商盈利的路径分析

从 11 条新政到五大功能的完善, 创新在拓宽业务内涵的同时, 全方位提升券商财务、经营和外部杠杆, 通过撬动更大范围的资金, 实现新业务规模和业绩的快速增长。考虑到不同阶段创新对券商经营和业务模式的影响, 我们认为在创新的初期, 新型资管业务将带来手续费和息差收入的迅速提升, 而在成熟阶段, 承销和投资收入将实现跨越式增长, 行业 ROE 水平有望提升至 15%。

■ 客户资源是创新弹性的衡量标尺

新的业务与盈利模式决定了以客户保证金、托管资产、企业及零售客户数量等指标为代表的新型客户资源, 是衡量创新弹性的标尺。为了综合考虑客户规模和客户结构两方面因素, 我们分别从估值、单位资本客户资源、新业务收入贡献三个维度来测算券商创新业务弹性, 其中, 招商、华泰、光大、中信、海通等券商新业务弹性相对较高。

■ 投资策略及重点个股分析

综上所述, 创新仍将是影响明年证券业的最主要制度因素, 不同的是, 驱动股价表现的主要逻辑, 已经从政策预期转变为以客户资源为衡量标尺的新业务弹性的高低。我们维持对行业的看好评级, 并持续推荐新业务增长空间相对较大的光大、华泰证券, 以及兼具业绩稳定性和增长优势的海通证券。

目录

投资逻辑.....	5
被忽略的变化——从周期属性到成长属性.....	5
经营环境变化是券商谋求变革的根本原因.....	5
券商利润结构正发生着巨大改变.....	7
2013 年券商盈利结构变化预测.....	9
创新改善券商盈利的路径分析.....	12
丰富业务内涵, 拓宽收入源.....	12
提升杠杆倍数增强盈利能力.....	14
券商业绩提升幅度测算.....	16
客户资源是创新弹性的衡量标尺.....	17
新型客户资源竞争是未来券商竞争基础.....	17
现有客户资源比较分析.....	19
三个维度看券商创新弹性.....	21
投资策略及重点个股分析.....	23
光大: 再融资驱动下的业绩释放.....	23
华泰: 新业务增长空间最大.....	24
海通: 兼具业绩稳健和增长优势.....	25

图表目录

图 1: 2009-2012 年上市券商网点数量及员工人数变动.....	6
图 2: 2008-2012 年证券行业净资本与净资产变动情况 (亿元).....	6
图 3: 2009-2012 年上市券商保证金存款余额变动 (亿元).....	6
图 4: 2010-2012 年行业季度佣金费率变动情况.....	6
图 5: 2001 年以来期货成交额及品种结构变化 (亿元).....	7
图 6: 2009-2012 年上市券商收入结构及变动情况.....	7
图 7: 2009-2012 年上市券商利润结构及变动情况.....	8
图 8: 2012 半年报部分券商披露的分部利润结构.....	8
图 9: 2009-2012 年上市券商股票及债券自营规模占比.....	9
图 10: 2009-2012 年上市券商债券自营规模及占净资产比重 (亿元).....	9
图 11: 2012 年 1-6 月上市券商债券及货币资产可贡献收益与自营收益对比 (亿元).....	9
图 12: 2012 年 1-6 月上市券商佣金成本线及较佣金费率水平空间.....	10
图 13: 2009 年以来上市券商经纪业务利润贡献率测算.....	10
图 14: 2007-2012 年企业债、公司债、短融及中票发行规模 (亿元).....	11
图 15: 2008-2012 年企业债、公司债、短融及中票发行规模变动.....	11
图 16: 2007-2012 年 IPO、增发及配股发行规模 (亿元).....	11

图 17: 2008-2012 年 IPO、增发及配股发行规模变动	11
图 18: 2009-2012 年券商客户资金存款及占总资产比重 (亿元)	12
图 19: 2010-2012 年新增信托规模及银信信托规模占比 (亿元)	12
图 20: 11 条新政对证券公司业务内涵的拓展	13
图 21: 从 11 条新政到 5 大功能	13
图 22: 国内券商的 ROE 杜邦分解	14
图 23: 国外券商的 ROE 杜邦分解	14
图 24: 2005-2012 年上市银行、保险及券商财务杠杆倍数变动	14
图 25: 2001-2010 年美国券商财务杠杆倍数变动情况	14
图 26: 国内外券商经营杠杆及杠杆差额对比 (%)	15
图 27: 美国主要券商交易性金融资产规模及占比	15
图 28: 国内外券商外部杠杆对比	16
图 29: 2005-2012 年国内银行、保险及券商 ROE 变动情况	17
图 30: 2001-2010 年美国券商 ROE 变动情况	17
图 31: 2008-2012 年券商受托管理资金本金规模变动 (亿元)	18
图 32: 截至 2012 年 9 月 30 日信托基金及资管规模与同比变动 (亿元)	18
图 33: 银行信贷资产证券化基本流程	18
图 34: 截至 2012 年 9 月 30 日上市券商客户保证金排名 (亿元)	19
图 35: 截至 2012 年 9 月 30 日上市券商托管市值排名 (亿元)	20
图 36: 2012 年上半年上市券商交易额及网点数量 (亿元)	20
图 37: 2012 年上半年上市券商部均交易额排名 (亿元)	20
图 38: 截至 2012 年 9 月 30 日上市券商总市值/客户资金存款	21
图 39: 截至 2012 年 9 月 30 日上市券商总市值/托管市值	21
图 40: 从总市值角度衡量上市券商对客户资源的估值	21
图 41: 上市券商的客户保证金/净资产比值	22
图 42: 上市券商的托管市值/净资产比值	22
图 44: 公司累计股基交易额及累计佣金费率变动情况 (亿元)	24
图 45: 公司单季投资收益及累计投资收益率变动 (亿元)	24
图 46: 截至 2011 年 12 月 31 日上市券商两融余额及份额	24
图 47: 截至 2012 年 9 月 30 日上市券商两融余额及份额	24
图 48: 公司单季度管理费用及环比变动情况 (亿元)	25
图 49: 上市券商费用收入比情况 (截至 2012 年三季度末)	25
表 1: 各类金融机构资产管理规模变化 (亿元)	6
表 2: 2012 年 1-6 月上市券商固定收益及权益类投资贡献测算 (亿元)	9
表 3: 2013 年债券承销规模及收入预测 (亿元)	11
表 4: 2013 年股票承销规模及收入预测 (亿元)	12
表 5: 2013 年券商集合理财及代销金融产品规模与收入测算 (亿元)	12
表 6: 财务、经营及外部杠杆的内涵及计算方法	14
表 7: 国外主要券商负债结构对比 (%)	15
表 8: 美国主要券商资产结构对比 (%)	15
表 9: 1-2 年内资管、融资融券、场外市场等主要创新业务收入贡献	16

表 10: 创新不同阶段证券行业收入结构变化	17
表 11: 创新不同阶段证券行业盈利及 ROE 变动情况 (亿元)	17
表 12: 截至 2012 年 9 月 30 日券商新型客户资源指标	18
表 13: 截至 2012 年 10 月 31 日券商账户结构	18
表 14: 上市券商融资融券余额及市场份额变动对比 (亿元)	20
表 15: 1-2 年内上市券商部分新业务收入规模及贡献率	23
表 16: 截至 2012 年 9 月 30 日光大主要业务指标及排名	24
表 17: 部分券商现金管理产品成立规模一览	25
表 18: 截至 2012 年 9 月 30 日海通主要指标及排名	25
行业重点上市公司估值指标与评级变化	26

投资逻辑

2012 年的券商股不是世界末日，而是厚积薄发的开始。年初的金融工作会议、证券期货年度监管工作会议上传递出了北国之春的创新信号，此后从 5 月翘首期盼创新大会，再到 6 月低调黄山会议、再到 9 月、10 月的威海会议和广州会议，一系列政策涌动与市场起伏的碰撞中，券商股经历了上半年无政策、有业绩改善预期的朦胧期上涨行情，到三季度有政策但市场低迷的调整期，以及四季度的震荡蓄势期。当然，在全年政策推动和整体盈利改善的趋势下，券商股一改过去两年的颓势，实现了超越大盘相对收益和绝对收益。

透过轰轰烈烈创新浪潮的背后，我们注意到，券商的经营环境和竞争格局、业务和产品种类、客户结构等各方面，较 2009 年以前实际上已发生了显著的变化。此次的创新，源于监管层对资本市场和券商监管政策改革的推动，也有券商盈利结构畸形、脆弱亟待改善的内在动力；但政策只是催化剂，更深层次的，券商创新是自身经营环境改变的累积结果，顺应经济结构调整和融资体系改革的趋势，承接银行表内万亿资产不断转移到表外和非银机构的需求。因此，从资本市场发展和金融管制放松的角度，行业成长空间已大幅拓宽，经营模式的变革将推动券商股在此阶段从周期股羽化为成长股。

因此，本报告拟从证券公司外部环境和自身的变化、创新业务的推进路径等方面，解析市场对明年券商股走势最关注的问题：

- 1、券商股能否持续跑赢大盘，驱动因素如何？
- 2、创新到底给券商的成长空间和盈利能力带来了什么样的变化？
- 3、2012 年市场成交量和指数进一步下滑，但为什么上市券商可比业绩却有望实现增长？券商的盈利模式和结构到底发生了什么样的变化？
- 4、在金融改革趋势下，现阶段券商的创新是否会引发与银行、信托等金融机构的恶性竞争，还是互补性发展？
- 5、如何选择券商股，部分估值虚高的券商股是否还能吸引市场眼球？

被忽略的变化——从周期属性到成长属性

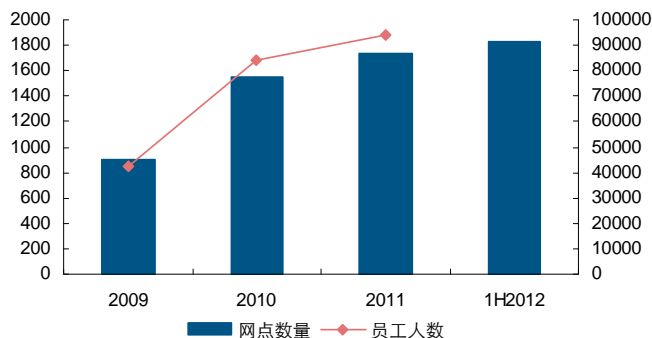
经营环境变化是券商谋求变革的根本原因

2008 年以来证券业经营环境已悄然发生了巨大的变化，竞争加剧是主旋律。

从内部环境看，市场长期低迷和竞争加剧使行业陷入盈利困境。在 2009 年流动性牛市和网点新政的推动下，券商的资本规模持续增加，营业网点与员工数出现了跨越式的增长；而另一方面，二级市场指数及成交持续低迷，大幅降低了客户资金规模与佣金费率，导致行业盈利空间骤减。

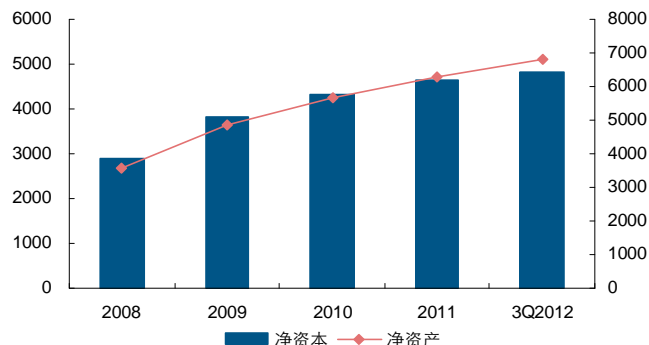
从外部经营环境看，在信贷紧缩和企业融资需求旺盛的格局中，银行的表外资产规模快速扩张，信托业的资产管理规模更是持续成倍增长，截至目前，银行理财规模在 6-7 万亿，信托资产规模达 6.32 万亿，而券商资产管理规模仅为 9296 亿元（且包括 7000 多亿元的定期票据类定向资产管理计划，而集合类资产管理计划不足 1500 亿元）。银行与信托的理财产品极大地挤压了券商资产管理产品的生存空间。

图 1：2009-2012 年上市券商网点数量及员工人数变动



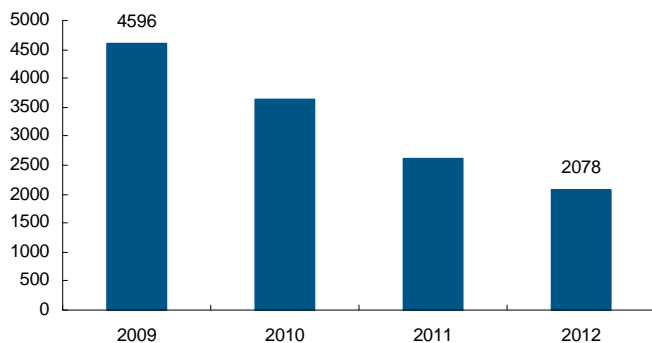
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 2：2008-2012 年证券行业净资本与净资产变动情况（亿元）



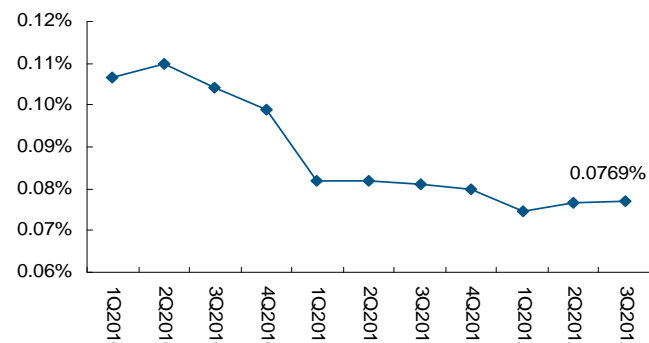
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 3：2009-2012 年上市券商保证金存款余额变动（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 4：2010-2012 年行业季度佣金费率变动情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

表 1：各类金融机构资产管理规模变化（亿元）

亿元	2007	2008	2009	2010	2011	1Q2012
银行理财	15794	50230	56435	130182	194020	54900
信托	9600	12200	20200	30405	48114	53016
券商资管(集合类)	892	496	1030	1415	1477	1464
阳光私募	452	262	252	320	442	130

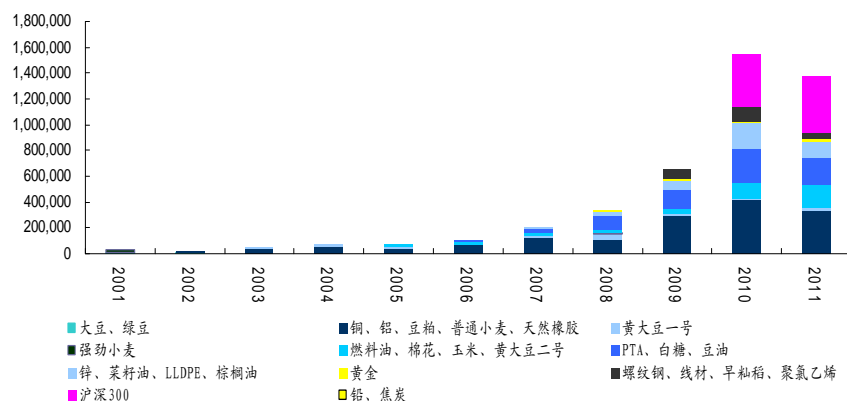
资料来源：长江证券研究部

当然，经营环境的变化中也包含着积极的因素。实际上，近两年资本市场的创新并没有停止，新业务及交易品种不断推出，使部分客户开始摆脱单纯获取股票交易利差的盈利模式，通过期货、ETF 和分级基金等新品种获利，在部分开始转型的营业部中，融资融券和期货佣金收入已代替通道佣金收入，成为主要的盈利来源。

例如，在 2007 年以来陆续推出了十余种新的期货品种后，期货市场的成交量和成交额实现了快速增长，尤其是沪深 300 股指期货推出后，占期货市场的成交量比重已达到 3 成。预计 2012 年期货市场成交量有望达到 160 万亿元，较 2011 年增长约 21%。

近两年新推出的交易品种还包括 ETF 和分级基金产品等。目前 ETF 基金净值规模已达 1248 亿元，是 2008 年 230 亿元的 5.4 倍，分级基金规模也已突破 700 亿元。

图 5：2001 年以来期货成交额及品种结构变化（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究部

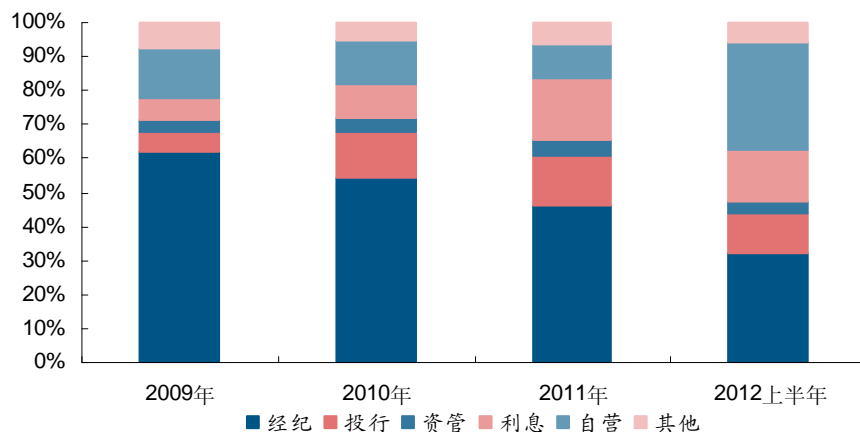
融资融券余额已经从年初的 336 亿元增长到目前的 770 亿元，虽然下半年行情低迷使余额增速下降，但全年突破 800 亿元、明年达到 1200 亿元的概率很大。

除了经营环境和竞争格局的变化，我们分析发现，弱市格局下券商的盈利模式和盈利结构已悄然改变，债券、融资融券、期货等业务随着资本市场的发展进入了快速持续增长的通道，不少券商自身也摒弃了过度依赖经纪和自营业务的经营模式，**通过以自有资金的稳健投资、发展有持续增长空间的业务，尝试构建盈利有基本保障、新业务可持续发展的经营模式。**

券商利润结构正发生着巨大改变

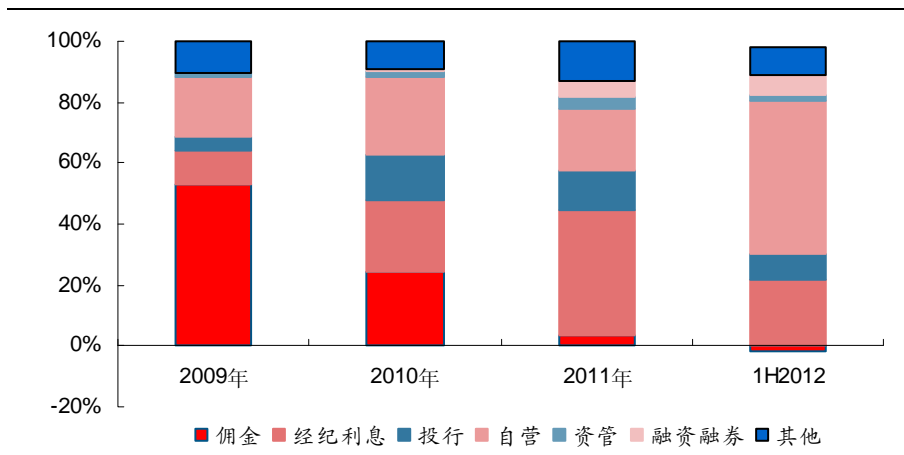
今年以来我们一直认为，收入结构已经不能真实反映券商盈利能力，利润结构分析才是王道。从收入结构看，2012 年 1-9 月，佣金收入占比为 32.38%，仍是券商最大的收入来源；但从利润结构看，按照我们对各业务的成本扣除法，佣金对利润的贡献率已由 2009 年的 52.8% 降至 2012 上半年的 -2.04%（考虑了后台相关部门的成本），即使考虑经纪客户的保证金利差收入，经纪业务对利润的贡献率也从 64% 下降至目前的 20%；而自营（主要是债券自营）和两融业务利润贡献率则分别提升至 54.6% 和 7.25%。

图 6：2009-2012 年上市券商收入结构及变动情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 7：2009-2012 年上市券商利润结构及变动情况

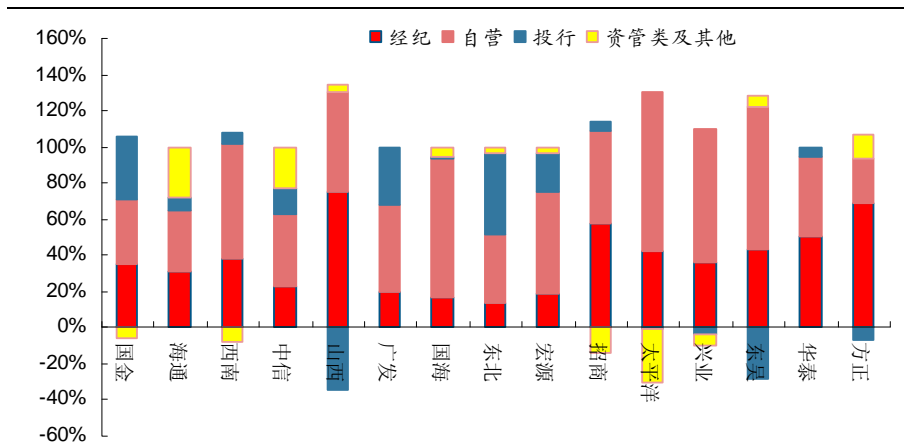


资料来源：Wind, 长江证券研究部

营业部对利润贡献率的下降，使弱市中成交量下滑对券商业绩的负面影响减弱，如果佣金费率再度下降，那么营业部有可能出现更大幅度的裁员，以降低过去几年网点扩展中剧增的成本。当然，营业部仍有着较高的存在意义，因为营业部所拥有的零售客户仍是保证金利差、金融产品代销、和资产管理等收入的基础。

上市券商利润结构也能反映盈利模式变化的趋势。根据 2012 半年报附注中披露的分部利润情况，不少券商自营业务对利润的贡献超过了经纪业务，其中兴业、国海、宏源等券商自营贡献率超过了 50%，这与过去两年有较大差别。在弱市环境下，上市券商自营利润贡献率普遍增长，显然不是依靠增加股票投资所获取的。

图 8：2012 半年报部分券商披露的分部利润结构



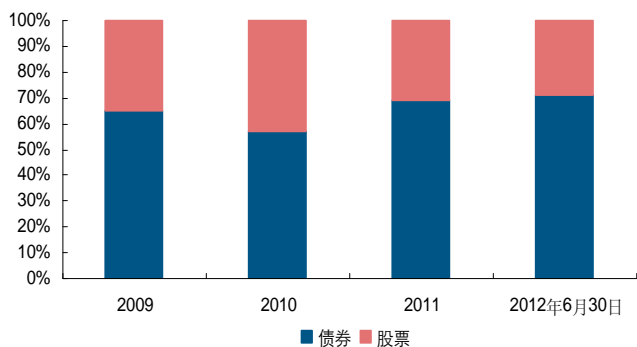
资料来源：Wind, 长江证券研究部

由此可见，经营环境的变化已使券商利润结构发生了巨大变化。券商盈利更多来自于固定收益类产品（即资本运作型业务）的投资收益和融资融券、债券承销、期货等有望持续增长的业务。资本运作和新业务的先发优势，将拉大券商盈利模式的差距，由此导致业绩进一步分化。

此外，通过加大债券类资产配置，提升资本金运作效率，券商自营业绩能逐步减弱股票二级市场的影响。我们通过券商自营的权益及债券资产比例分析其资本运作能力。从二者比例分配看，债券自营资产占自营总规模的比重，由 2009 年的 65.13% 提升至 2012

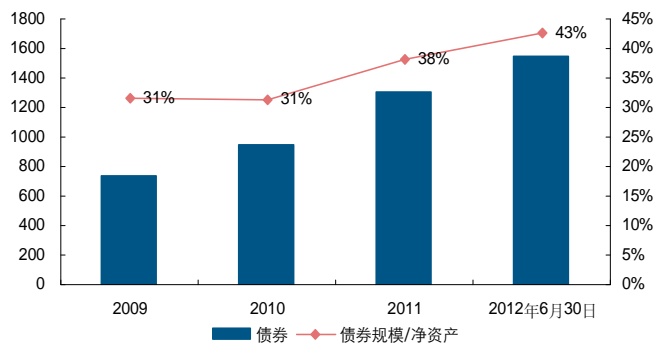
年 6 月 30 日的 71.18%，而债券资产占净资产的比重，也由 2009 年的 31.48%，提升至 2012 年 6 月 30 日的 42.70%。

图 9：2009-2012 年上市券商股票及债券自营规模占比



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 10：2009-2012 年上市券商债券自营规模及占净资产比重（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究部

为了细致拆分投资收益中权益和债券类资产贡献，我们假设券商整体自营投资收益率在 8-10%，根据股票市场表现和券商债券投资的收益率水平，测算出 2012 年 1-6 月上市券商自营收益中债券类资产投资的贡献率在 59%-74%之间，还有提升空间。

表 2：2012 年 1-6 月上市券商固定收益及权益类投资贡献测算（亿元）

分类	固定收益类收益（亿元）	固定收益类贡献	权益类贡献
情形 1	57.04	59.29%	40.71%
情形 2	71.31	74.12%	25.88%

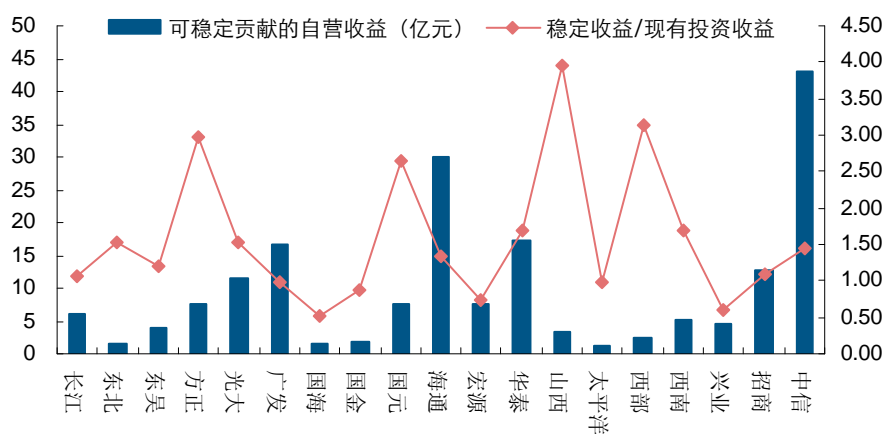
资料来源：长江证券研究部

2013 年券商盈利结构变化预测

对于影响券商明年盈利的各项因素，我们有以下几个方面的判断。

1、固定收益类投资将持续贡献稳定收益。券商资本运作能力在现有基础上将进一步提升。保守假设券商净资产的 60% 用于投资债券及货币类资产、投资收益为 7.5%，另有净资产的 15% 投资于银行间产品，平均收益率 4%，以此可实现的稳定收益与 2012 年的预计自营收益相比，可发现券商提升空间较大。

图 11：2012 年 1-6 月上市券商债券及货币资产可贡献收益与自营收益对比（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究部

山西、西部等小券商，及光大、华泰、中信等大券商都存在资金配置效率偏低的问题。

因此，我们认为 2012 年券商净资产的 50-60%都可能用于稳定回报类资产投资，平均收益率约 7%-8%左右；未来股票自营规模将进一步压缩，而资金运作效率的提升，将奠定 2013 年券商业绩持续稳定增长的基础。

2、佣金利润贡献难以提升。对于经纪业务利润占比，我们有以下几点假设：

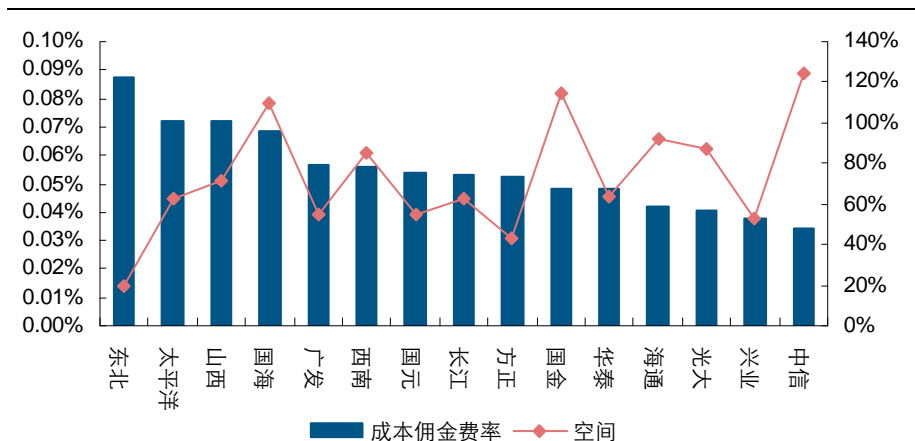
a 保守假设成交量进一步下降约 10-15%，即日均成交量 1000 亿元；

b 行业佣金费率在现有基础上下降 10%（考虑饱和地区网点新设放开、非现场开户影响）；

c 进一步优化营业部人员结构，持续降低成本支出。

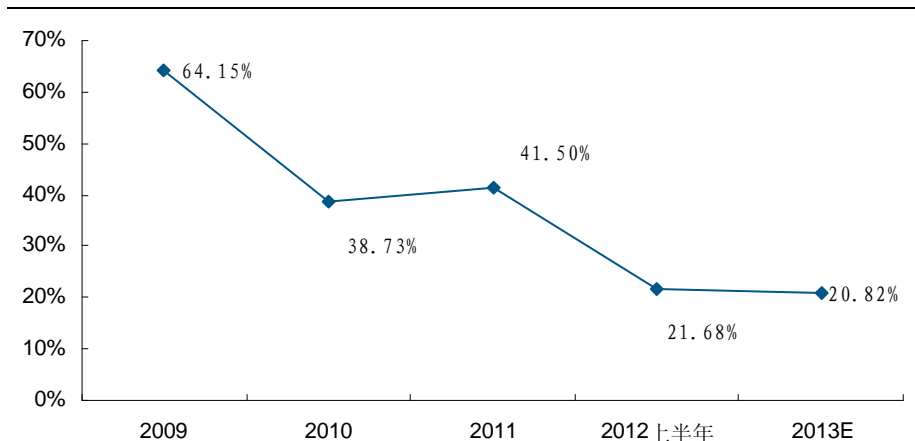
在此基础上，我们测算出明年佣金收入的利润占比仅为 1.5%，考虑客户保证金利差收益后，经纪业务对利润的贡献率维持在 20%-22%左右，进一步说明，经纪业务不再是券商主要的利润来源。

图 12：2012 年 1-6 月上市券商佣金成本线及较佣金费率水平空间



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 13：2009 年以来上市券商经纪业务利润贡献率测算

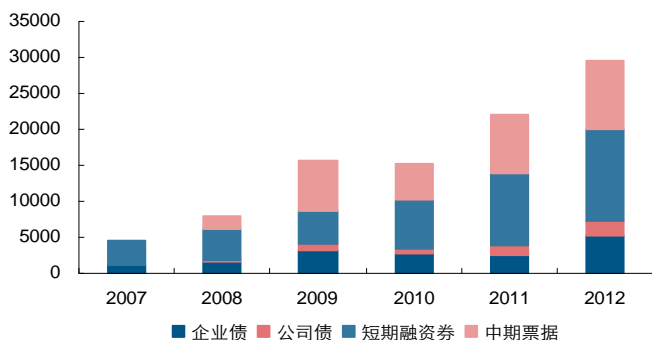


资料来源：Wind，长江证券研究部

3、债券及股票承销收入的两极变化。债券承销上，预计 2013 年企业和公司债、中小企业私募债仍将保持高速增长，而在短融及中票方面，券商承销份额增加到 20%；股票承销业务持续低迷，IPO 规模难以提升，增发和配股的发行难度也会加大。

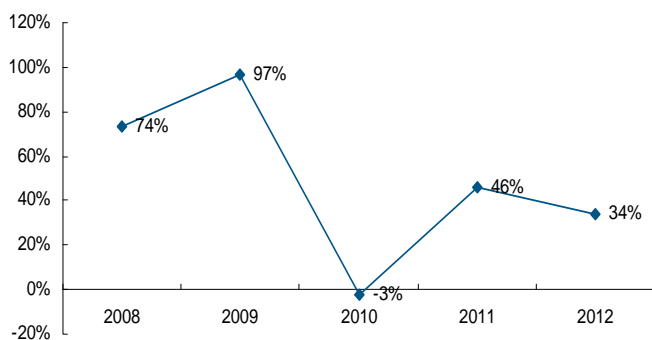
预计 2013 年债券及股票承销收入合计 278 亿元，仍将稳定增长。

图 14：2007-2012 年企业债、公司债、短融及中票发行规模（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 15：2008-2012 年企业债、公司债、短融及中票发行规模变动



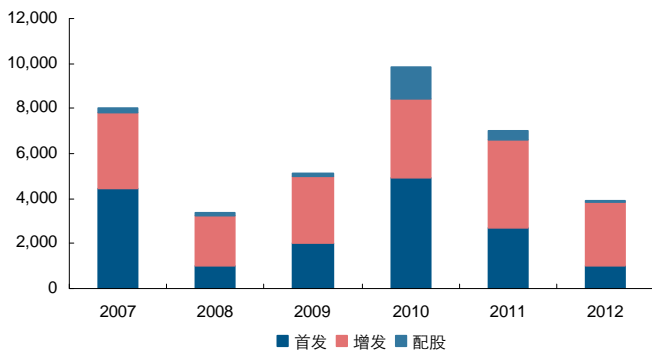
资料来源：Wind，长江证券研究部

表 3：2013 年债券承销规模及收入预测（亿元）

类别	2012E	2013 年增速	承销费率	2013 承销收入 预计
企业债	5468.06	50%	1.4%	114.83
公司债	2065.92	50%	1.50%	46.48
中小企业私募债	60.00	100%	1.00%	1.32
短融及中票	22542.79	30%	0.3%-1.4%	8.79(10%市 场份额计算)
债券承销收入			-	171.42

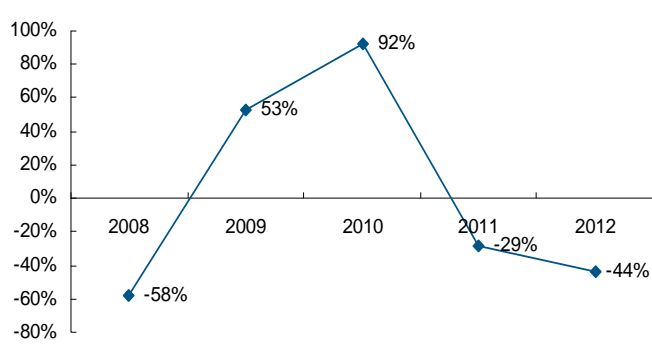
资料来源：长江证券研究部

图 16：2007-2012 年 IPO、增发及配股发行规模（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 17：2008-2012 年 IPO、增发及配股发行规模变动



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 4：2013 年股票承销规模及收入预测（亿元）

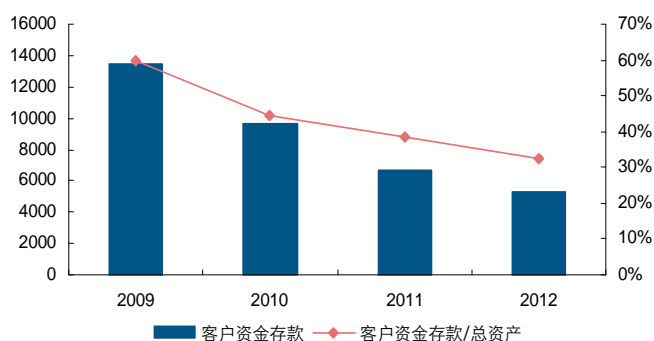
类别	2012E	2013 年增速	承销费率	承销收入
首发	-60%	25%	6.00%	79.20
增发	-30%	-20%	1.20%	26.06
配股	-70%	-10%	1.20%	1.37
股票承销收入	-43.86%	-	-	106.62

资料来源：长江证券研究部

4、资管及代销理财产品利润贡献倍增。资管新规和代销金融产品办法的落实打开了券商理财业务发展空间，预计明年券商集合资产管理及代销产品规模在 7000 亿元以上，理财类业务收入约 91 亿元。

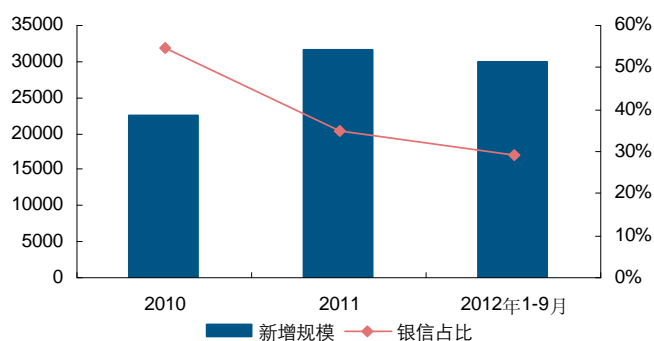
假设定期票据类定向资产管理产品在叫停后全部到期清算，但考虑到信贷紧缩环境下银行表内资产向表外转移的需求旺盛，预计明年其他类定向资产管理规模仍有望达到 5000 亿元，不过这类“通道型”产品的收益率较低。

图 18：2009-2012 年券商客户资金存款及占总资产比重（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 19：2010-2012 年新增信托规模及银信信托规模占比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 5：2013 年券商集合理财及代销金融产品规模与收入测算（亿元）

类别	2013E	收益率	收入
集合理财规模	3279.18	1.20%	39.35
定向资产管理规模	5000	0.05%	2.5
代销金融产品	4500.00	1.10%	49.50
合计	7779.18	-	91.35

资料来源：长江证券研究部

创新改善券商盈利的路径分析

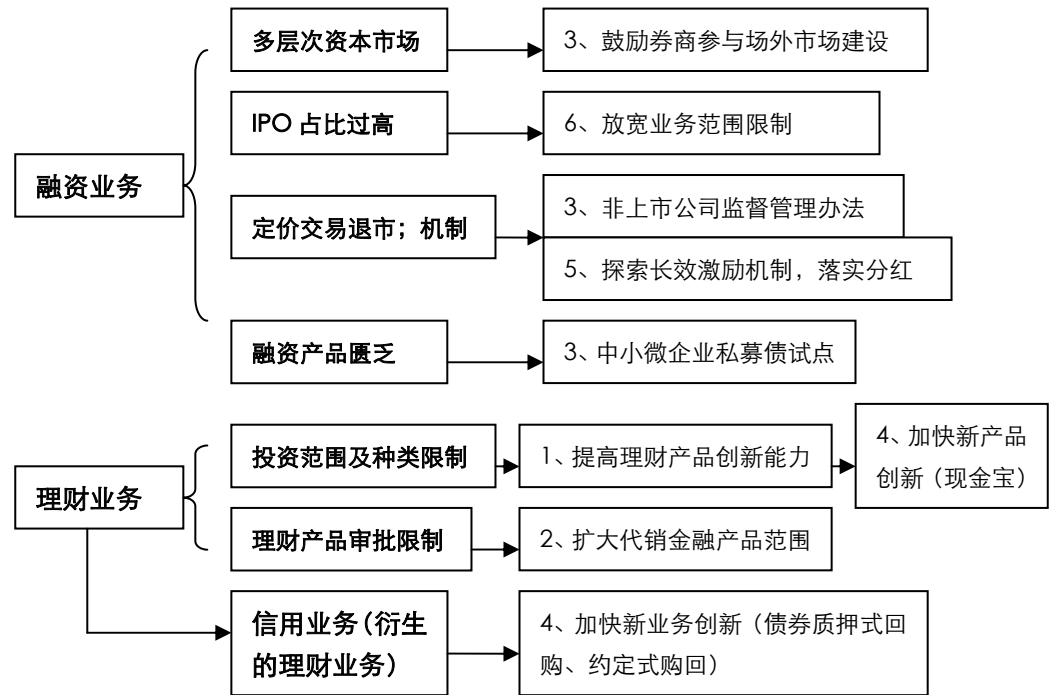
行业创新将加快券商“可持续增长类”业务的发展。

丰富业务内涵，拓宽收入源

从 11 条新政到五大功能的完善，我们沿着创新政策的时间序列，来解析新政的逻辑和影响。券商在资源配置方面优势突出，券商融资和理财功能的恢复是资本市场改革的最

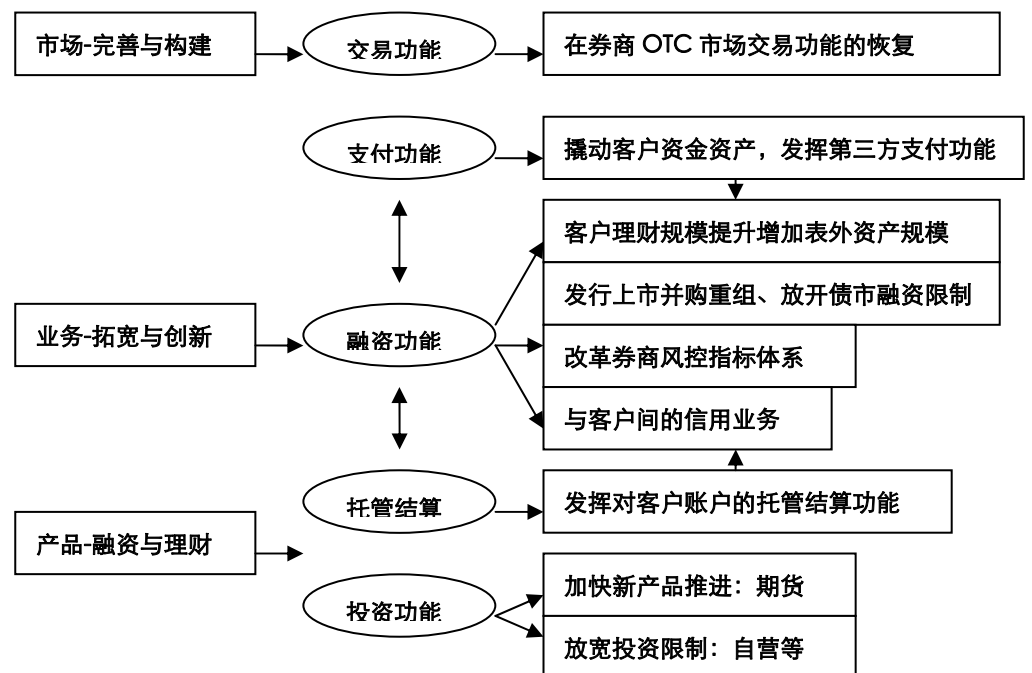
本质要求。交易、支付、融资、托管结算和投资五大功能的恢复，就是在进一步打破业务限制的同时，全方位提升券商财务、经营和外部杠杆，通过撬动更大范围的资金，实现新业务规模和业绩的快速增长。

图 20：11 条新政对证券公司业务内涵的拓展



资料来源：长江证券研究部

图 21：从 11 条新政到 5 大功能

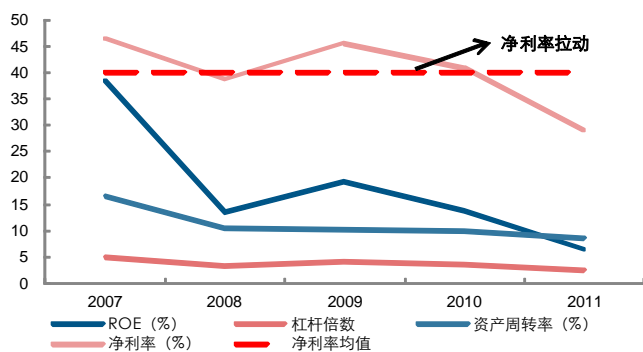


资料来源：长江证券研究部

提升杠杆倍数增强盈利能力

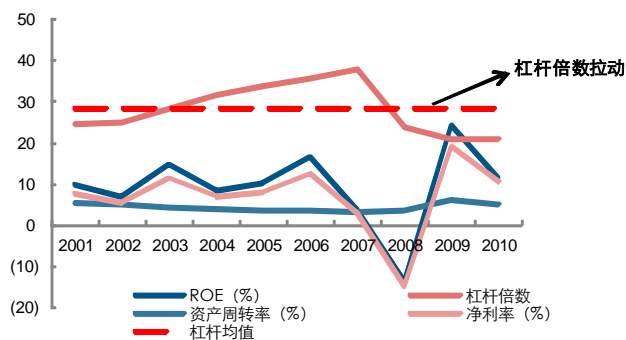
杠杆撬动 ROE 进一步提升。在对比国内外券商的 ROE 基础上，通过杜邦分解，可以发现国外券商的 ROE 主要是通过较高的权益乘数来撬动，而国内券商则依赖于净利润率提升。

图 22：国内券商的 ROE 杜邦分解



资料来源：中国证券期货统计年鉴（2011），长江证券研究部

图 23：国外券商的 ROE 杜邦分解



资料来源：SIFMA，长江证券研究部

除了严格定义的权益乘数杠杆外，券商的“杠杆倍数”可以分为财务杠杆、经营杠杆和外部杠杆三类，其中外部杠杆也是隐形杠杆，例如发展资产管理、产业基金等资本中介型业务等，对资本金耗费比重小，但达到相当规模后对利润贡献率很高。

表 6：财务、经营及外部杠杆的内涵及计算方法

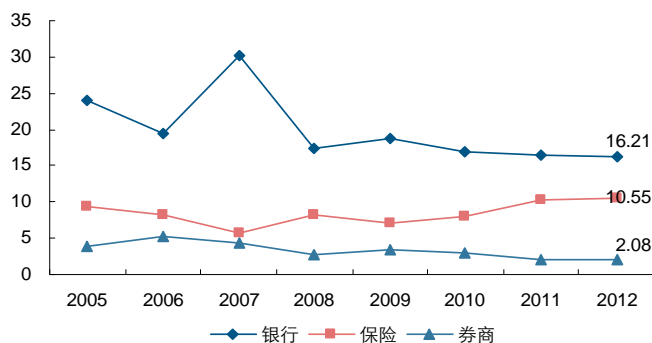
杠杆名称	内涵	计算方法
财务杠杆	财务能力	权益乘数：总资产/净资产
经营杠杆	表内业务的广度	(货币资金-客户资金存款+交易性金融资产)/净资产
外部杠杆	表外业务的广度	管理的客户资产规模 (AUM) /净资产

资料来源：长江证券研究部

财务杠杆的提升——融资功能的恢复

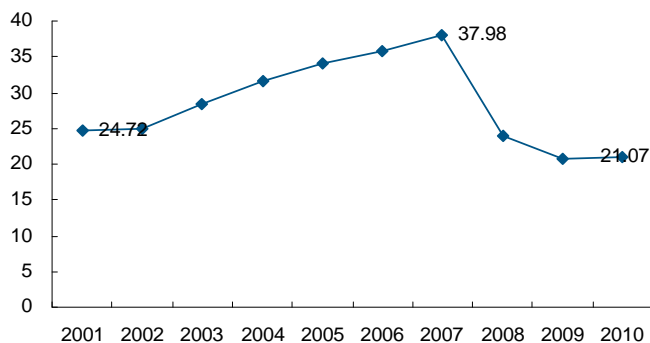
融资功能的恢复，旨在打破券商自身在股票尤其是债券市场的融资限制。**境内外券商的差异不仅体现在收入方面，更深层的是资产负债表背后经营模式的差异。**例如从国外主要券商的负债结构来看，国外主要券商的长期债券规模占负债总额的 15% 以上。

图 24：2005-2012 年上市银行、保险及券商财务杠杆倍数变动



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 25：2001-2010 年美国券商财务杠杆倍数变动情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 7: 国外主要券商负债结构对比 (%)

负债科目	高盛		摩根		美林		嘉信	
	2007	2011	2007	2011	2007	2011	2007	2011
应付客户账款	28.78	22.82	20.06	17.25	6.43	7.93	52.63	35.19
按回购协议售出证券	14.77	19.29	16.06	15.42	23.86	34.31	-	-
已售金融工具 - 但是尚未买入	-	17.00	6.19	10.25	-	-	-	-
普遍的负债科目								
短期借款	12.74	10.13	6.14	3.47	2.52	1.19	-	-
贷出证券	2.66	0.84	10.89	4.48	5.66	2.26	-	-
总计存款额	1.43	5.41	3.07	9.66	10.52	2.44	35.85	60.35
应付经纪人及清算机构账款	0.77	0.43	1.03	0.60	2.48	1.71	4.99	1.09
长期借款	15.24	20.35	18.80	27.10	26.93	21.86	2.33	1.98
其他非流动负债	-	-	2.43	2.35	-	-	-	-

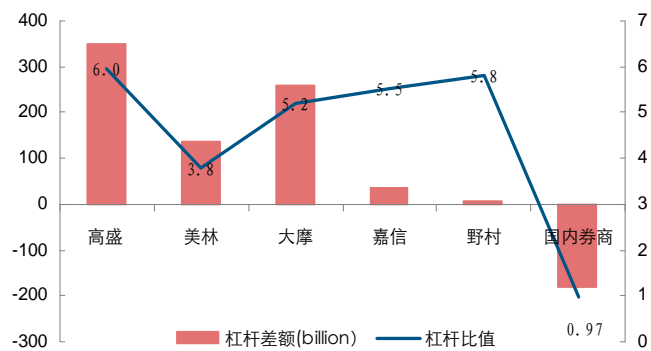
资料来源: 长江证券研究部

目前, 国内券商的权益乘数提升的趋势以开始显现, 一是通过发行短期融资券进行负债经营, 用于提升债券自营、融资融券、约定购回证券交易等业务的杠杆倍数; 二是通过发展现金宝等资产管理业务, 吸引客户保证金回流。

经营杠杆的提升——支付与托管结算功能的恢复

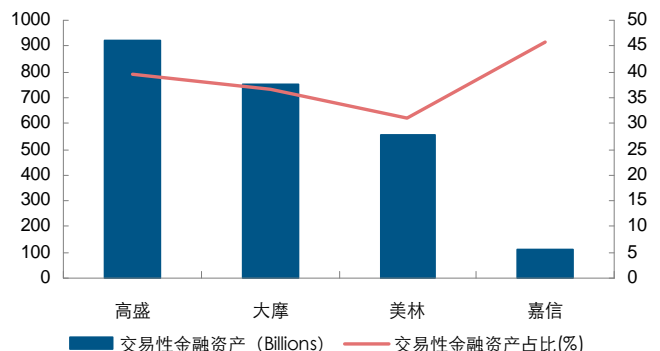
支付功能的恢复, 即从客户保证金入手, 通过发挥保证金存款广义第三方支付功能, 以及一些类信用业务, 增加券商理财业务的功能; 与此同时, 托管结算功能的恢复, 旨在从扩大机构客户的托管资产规模, 更大范围地撬动客户资金。

图 26: 国内外券商经营杠杆及杠杆差额对比 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 27: 美国主要券商交易性金融资产规模及占比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 8: 美国主要券商资产结构对比 (%)

资产科目	高盛		摩根		美林		嘉信	
	2007	2011	2007	2011	2007	2011	2007	2011
货币资金	1.36	6.07	5.51	6.31	2.28	2.47	7.84	8.00
用于监管目的的现金与证券	5.73	6.96	7.24	3.93	1.65	2.12	52.90	23.98
普遍的资产科目								
委托买入证券-再售	12.87	20.34	14.50	17.36	16.80	10.45	-	-
借入证券	31.94	16.61	24.58	16.95	10.16	25.81	-	-
应收经纪人与券商账款	1.63	1.54	0.42	0.70	1.89	1.56	0.56	0.21

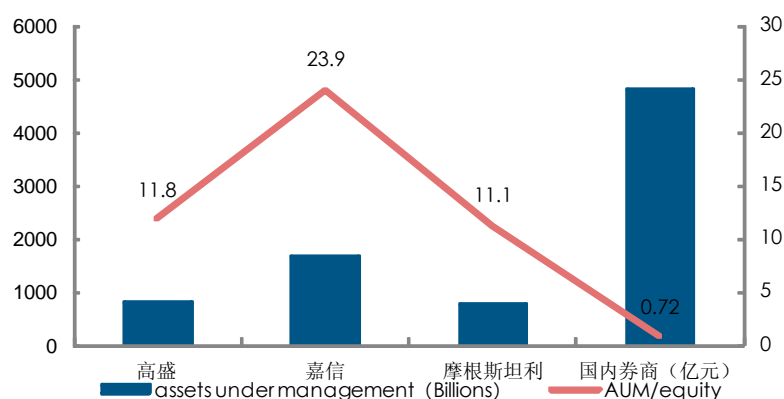
应收客户账款	6.51	6.53	4.20	4.53	7.88	3.69	17.24	10.20
交易资产及金融工具	36.50	39.45	32.69	36.72	24.89	31.03	4.32	45.75
应收贷款 - 净额	-	-	4.41	-	7.75	3.70	11.47	9.04
其他资产	3.46	2.51	2.13	8.00	5.66	4.68	5.66	2.75

资料来源：长江证券研究部

外部杠杆的提升——券商理财业务进一步壮大

外部杠杆主要衡量券商利用净资产撬动的客户资产管理规模。虽然券商管理的客户资产并不计入资产负债表，但理财业务收入则是未来券商最主要利润来源之一。

图 28：国内外券商资产管理规模及外部杠杆对比



资料来源：Goldman Sachs, 长江证券研究部

券商业绩提升幅度测算

考虑到不同阶段创新政策对券商经营和业务模式的影响，我们认为在创新的初期（1-2 年内），新型资管和融资融券业务将带来手续费和息差收入的迅速提升，而在创新的成熟阶段，随着场外市场的构建与成熟，以及期货衍生品的完善，收入将实现跨越式增长。

相应地，我们测算创新初期行业 ROE 水平可由目前的 5% 左右提升至 8-10%，而在创新的成熟阶段，券商的 ROE 水平可达 12%-15%。

表 9：1-2 年内资管、融资融券、场外市场等主要创新业务收入贡献

类别	业务规模		收入测算 (亿元)
	目前	1-2 年	
资产管理业务	自有产品 (亿元)	1709	84
	代销产品 (亿元)	-	10000
股权质押融资	质押融资规模 (亿元)	-	800
融资融券	融资融券余额 (亿元)	782.37	2000
场外市场 (挂牌与融资服务)	企业股本 (亿股)	-	900
	成交金额 (万亿)	-	35
增量的期货及衍生品业务	成交金额 (万亿)	-	35

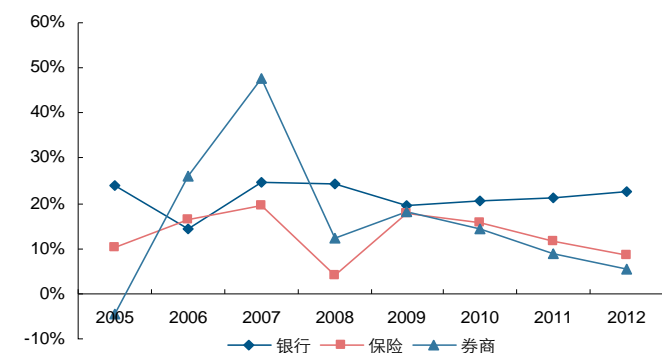
资料来源：长江证券研究部

表 10：创新不同阶段证券行业收入结构变化

	目前收入结构	1-2 年后	成熟阶段
佣金收入	43.84%	27.62%	20.88%
承销收入	15.01%	16.18%	15.59%
资管收入	2.35%	4.87%	3.19%
利息及融资融券收入	15.34%	16.23%	15.80%
投资收益及浮盈	22.52%	18.13%	12.77%
期货业务	0.94%	1.74%	1.44%
直投与并购业务	-	5.80%	6.38%
做市商收入	-	3.65%	17.56%
金融产品销售	-	5.80%	6.38%

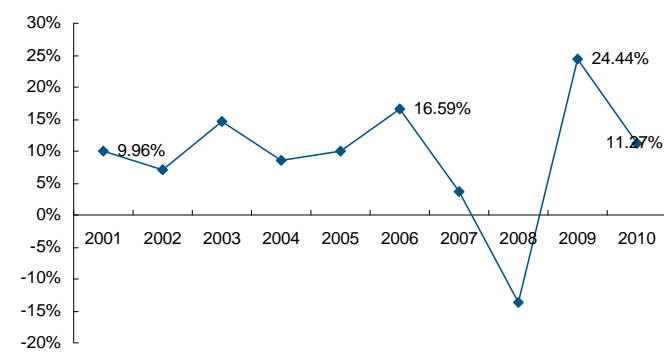
资料来源：长江证券研究部

图 29：2005-2012 年国内银行、保险及券商 ROE 变动情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 30：2001-2010 年美国券商 ROE 变动情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 11：创新不同阶段证券行业盈利及 ROE 变动情况（亿元）

	目前	1-2 年	成熟阶段
净利润	320	729	1319
股本	4800	5040	5292
净资产	6800	7820	9384
ROE	4.70%	9.32%	14.05%

资料来源：长江证券研究部

客户资源是创新弹性的衡量标尺

新型客户资源竞争是未来券商竞争基础

新的业务与盈利模式决定了以客户保证金、托管资产、企业及零售客户数量为代表的新型客户资源，是衡量券商创新弹性的标尺。

表 12: 截至 2012 年 9 月 30 日券商新型客户资源指标

	类别	规模
客户资金	客户交易结算资金 (亿元)	5620.52
	托管证券市值 (万亿)	12.69
	受托管理资金本金总额 (亿元)	9295.96
客户数量	有效账户数 (亿户)	1.39
	场外市场挂牌企业数	214

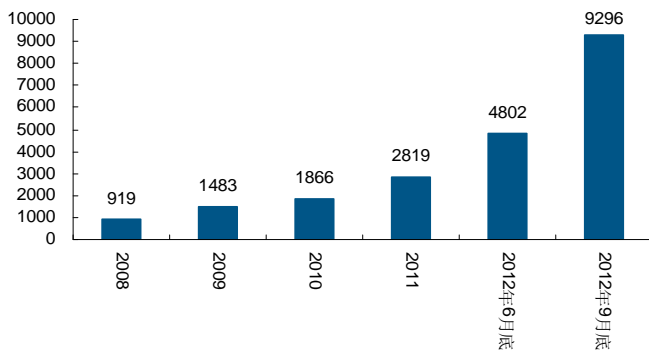
资料来源: 长江证券研究部

表 13: 截至 2012 年 10 月 31 日券商账户结构

类别	账户数 (万户)	占比
自然人	16675.75	99.63%
一般机构	50.67	0.30%
基金、信托、社保等	11.93	0.07%

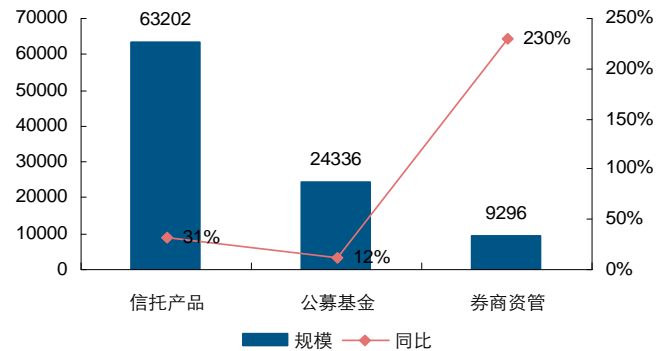
资料来源: 长江证券研究部

图 31: 2008-2012 年券商受托管理资金本金规模变动 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

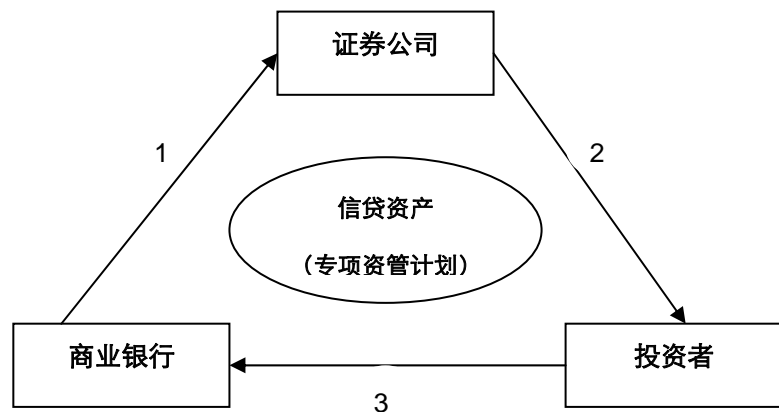
图 32: 截至 2012 年 9 月 30 日信托基金及资管规模与同比变动 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

与银行等金融机构的合作能在短期迅速提升客户规模。尽管面临银行与信托的激烈竞争, 但通过与银行、信托及保险等金融机构的业务合作, 券商可以从更大的市场空间挖掘客户资源。

图 33: 银行信贷资产证券化基本流程



资料来源: 长江证券研究部

典型银行信贷资产证券化业务流程：

- 1、 商业银行作为发起机构，以部分信贷资产作为专项资产管理计划的基础资产，与证券公司签署资产转让合同，以证券公司作为资产管理计划管理人，设立专项资产管理计划；
- 2、 证券公司发行以该专项资产管理计划为基础设计标准化资产支持受益凭证，向投资者发行募集资金；
- 3、 以专项资产管理计划财产产生的现金流为限支付本期证券的本息及其他收益，所募集资金支付给发起机构作为专项管理资产的支付对价。

对于银行信贷资产证券化规模，我们有以下几点假设：

- 1、 在目前信贷余额基础上，考虑 0.95% 的不良贷款率；
- 2、 贷款期限在 1-5 年范围的信贷资产证券化需求较高，这部分资产规模占 20-25%；
- 3、 在符合证券化的信贷资产中，每年有 10% 进行证券化；

在此基础上，我们测算得出未来每年潜在资产证券化规模在 4901-6127 亿之间，由此产生的交易和承销收入可达 300 亿元。

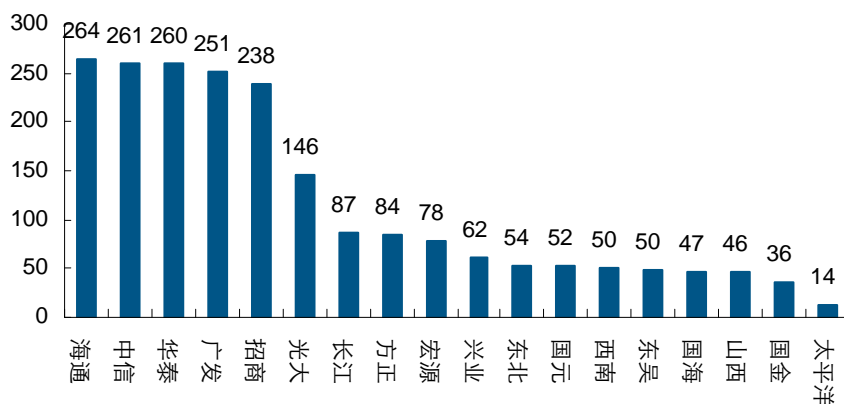
现有客户资源比较分析

就行业内部而言，对于客户资源的比较分析，可以从“质”、“量”两个方面考量。量的分析旨在比较客户保证金、托管资产等绝对规模的大小，而质的分析通过客户结构的衡量指标——部均交易额，来比较券商新业务的边际效应。

从量的角度看，招商、华泰、广发等券商的存量客户资源具有比较优势；而从质的角度看，中信和光大的增量客户结构较优，新业务增长的边际效应也较大。

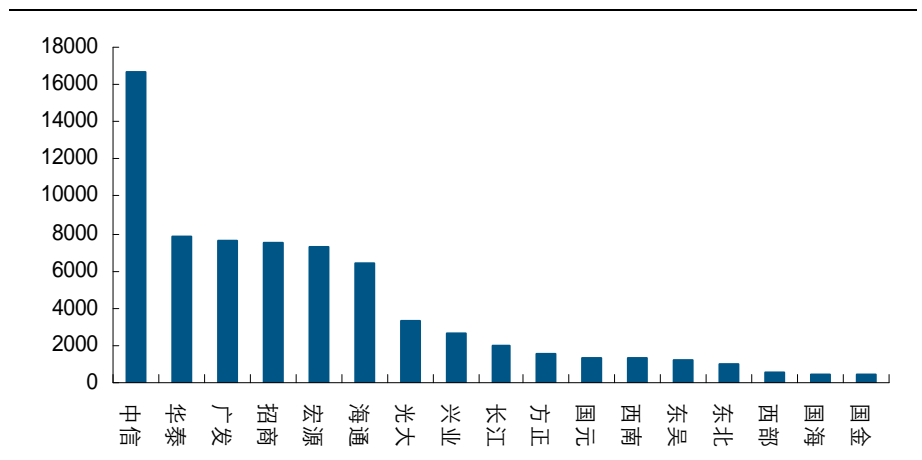
量的分析：客户规模对比

图 34：截至 2012 年 9 月 30 日上市券商客户保证金排名（亿元）



资料来源：长江证券研究部

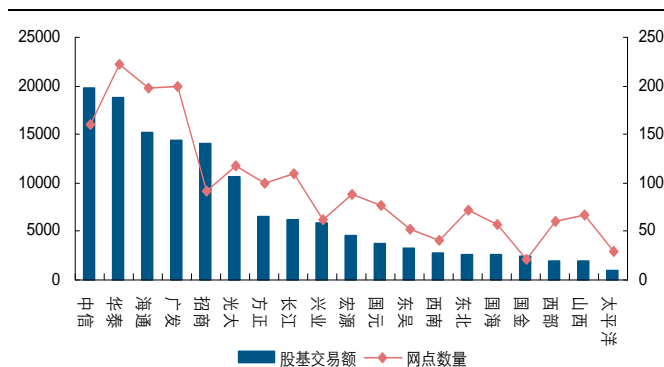
图 35: 截至 2012 年 9 月 30 日上市券商托管市值排名 (亿元)



资料来源: 长江证券研究部

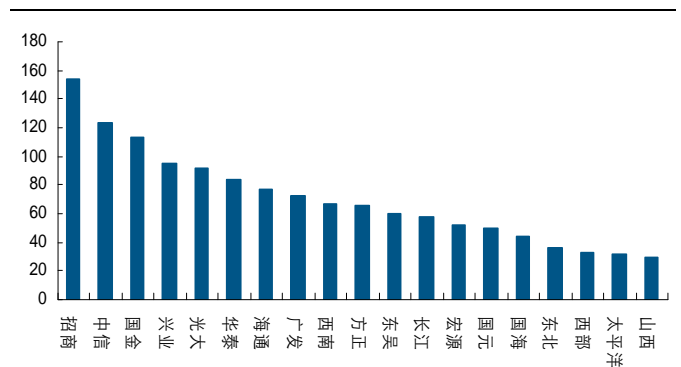
质的比较: 客户结构对比

图 36: 2012 年上半年上市券商交易额及网点数量 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 37: 2012 年上半年上市券商日均交易额排名 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 14: 上市券商融资融券余额及市场份额变动对比 (亿元)

券商	2012 年 9 月 30 日	市场份额	2011 年 12 月 31 日	市场份额
中信	61.99	8.85%	26.04	6.82%
海通	50.23	7.17%	39.16	10.25%
华泰	48.78	6.96%	26.4	6.91%
广发	45.76	6.53%	26.62	6.97%
招商	43.31	6.18%	27.85	7.29%
光大	36.88	5.26%	26.87	7.03%
宏源	22.57	3.22%	6.57	1.72%
方正	17.05	2.43%	8.8	2.30%
长江	13.9	1.98%	7.54	1.97%
兴业	10.35	1.48%	8.35	2.19%

国元	7.13	1.02%	3.79	0.99%
西南	5.22	0.74%	2.53	0.66%

资料来源：长江证券研究部

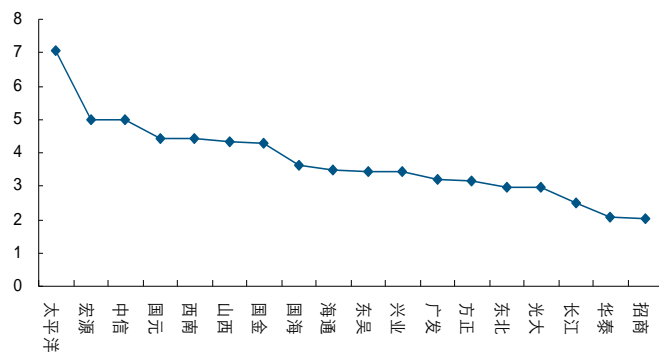
三个维度看券商创新弹性

为了综合考虑客户规模和客户结构两方面因素，我们分别从单位市值客户资源系数、单位资本客户资源、新业务收入贡献三个维度来测算券商创新业务弹性；其中，招商、华泰、光大、中信、海通等新业务弹性相对较高。

维度一：从单位市值所含客户资源

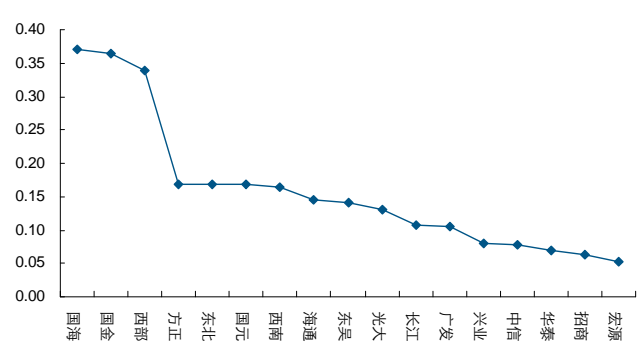
比较发现，招商、华泰、宏源等券商的单位市值所对应的客户保证金或托管总市值的规模相对较大，意味着这些客户资产所产生的收益对市值提升的空间较大。

图 38：截至 2012 年 9 月 30 日上市券商总市值/客户资金存款



资料来源：Wind，长江证券研究部

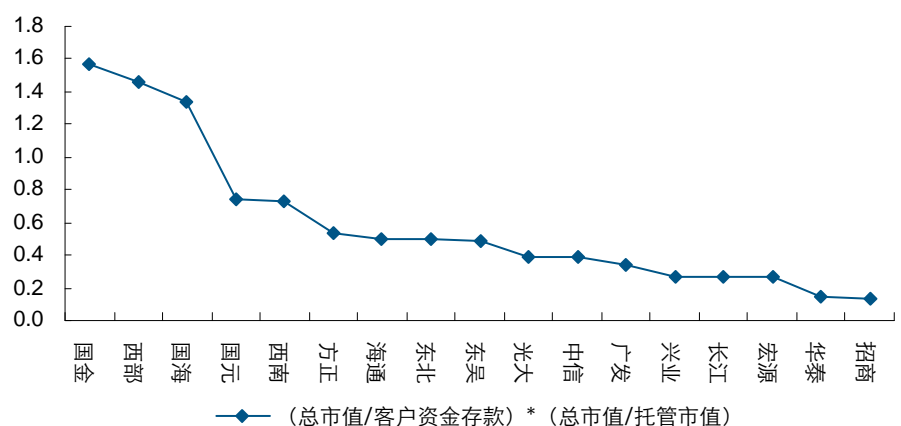
图 39：截至 2012 年 9 月 30 日上市券商总市值/托管市值



资料来源：Wind，长江证券研究部

进一步，我们可以把单位市值所含的保证金和托管市值综合衡量。

图 40：从总市值角度衡量上市券商对客户资源的估值

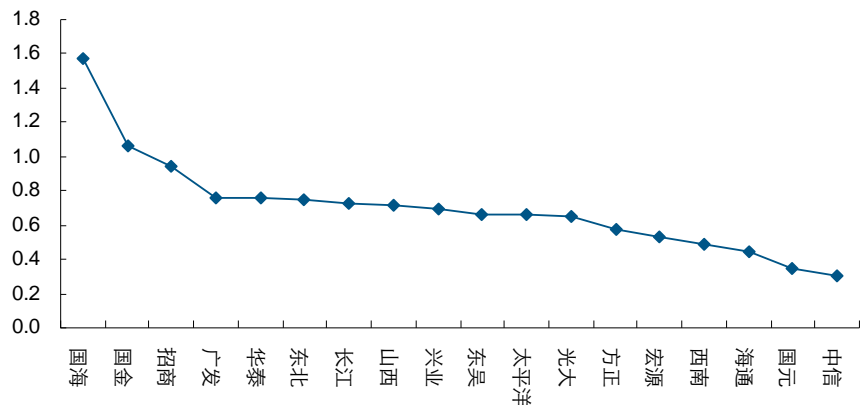


资料来源：Wind，长江证券研究部

维度二：单位资本所含客户资源

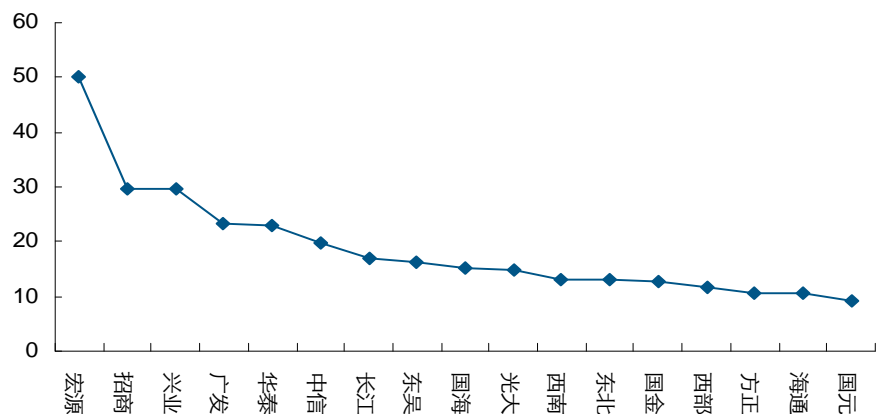
券商的单位净资产所包含的客户资源多寡，将决定了 ROE 提升的空间。其中客户保证金与净资产的比值靠前的券商，意味着融资融券、资产管理、金融产品代销等业务对 ROE 的提升幅度略大；托管市值与净资产比值靠前的券商，意味着股权质押类融资等业务对 ROE 的提升幅度较大。

图 41：上市券商的客户保证金/净资产比值



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 42：上市券商的托管市值/净资产比值



资料来源：Wind，长江证券研究部

维度三：基于存量客户资源的新业务收入贡献

假设不考虑场外市场、银证合作等增量客户资源类业务，仅考虑基于现有客户的、利润贡献较快的融资融券、股权质押融资、金融产品代销、现金管理类资产管理计划等业务，我们测算了这类业务的收入贡献率，显然，客户资源优势相对明显的券商提升幅度较大。

表 15：1-2 年内上市券商部分新业务收入规模及贡献率

券商	保证金份额	托管份额	新业务收入 (亿元)	收入贡献率
中信	4.64%	13.16%	26.81	20.49%
华泰	4.62%	6.20%	20.28	27.95%
广发	4.46%	5.99%	19.58	23.99%
海通	4.70%	5.00%	19.42	18.82%
招商	4.24%	5.94%	18.83	40.23%
光大	2.59%	2.58%	10.54	21.25%
宏源	1.38%	5.72%	9.66	30.84%
长江	1.55%	1.60%	6.36	22.86%
方正	1.49%	1.23%	5.81	20.71%
兴业	1.10%	2.09%	5.40	16.46%
国元	0.93%	1.08%	3.91	16.62%
西南	0.89%	1.06%	3.79	23.16%
东北	0.96%	0.74%	3.70	21.47%
东吴	0.88%	0.96%	3.66	24.04%
国海	0.84%	0.36%	2.97	16.95%
国金	0.64%	0.33%	2.32	11.10%

资料来源：长江证券研究部

当然，在考虑券商创新业务收入弹性的同时，还应注意到在未来两年内自有资金的投资收益仍将是利润的重要来源，因此我们在比较券商股的业绩增长潜力时，即要考虑新业务的收入贡献，也要考虑自有资金的投资能力和可提升的潜力。

投资策略及重点个股分析

综上所述，2013 年将是券商各项创新全面开展的一年，也将是经营模式和盈利结构变化最大的一年。创新所带来的金融管制放松和制度突破，不仅为券商带来更多的业务机遇，也将改变券商的业务内涵、收入结构、甚至是资产负债表，从而最终带来盈利增长、ROE 提升，在形成可持续增长预期的基础上推动券商股的估值体系优化。

我们认为，在创新政策酝酿、出台、落实的过程中，2012 年券商股的投资逻辑是创新政策的推出和券商盈利的改善，那么 2013 年将以创新带来的业绩分化为基础，在股价上体现为创新弹性和估值优势的差异。

除了市场熟悉的中信证券，以及我们过去两年持续推荐的宏源证券外，我们筛选出仍可值得重点关注的券商股包括光大、华泰和海通证券，相关简要分析如下：

光大：再融资驱动下的业绩释放

作为理财业务领域优势突出的券商，公司在创新初期，由融资融券等业务带来的业绩增长动力较强，目前业绩基数和估值水平较低。公司将于明年初启动再融资，预计将促使其提高自有资金的投资效率，带动业绩回归至应有水平。

表 16: 截至 2012 年 9 月 30 日光大主要业务指标及排名

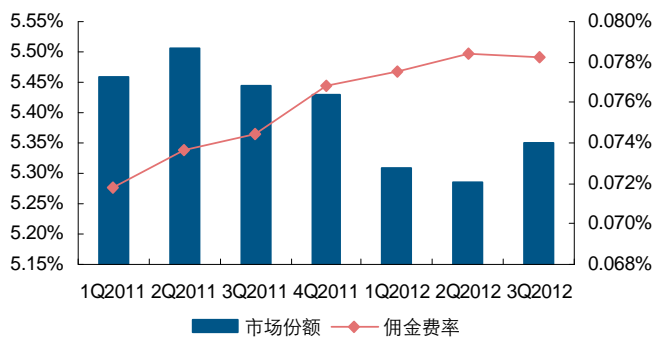
类别	规模	上市券商排名
融资融券份额	5.26%	6
资产管理规模 (亿份)	100.05	4
IPO 在会项目	14	6
佣金费率水平	0.0764%	14
净资产规模 (增发后)	294	5

资料来源: 长江证券研究部

华泰: 新业务增长空间最大

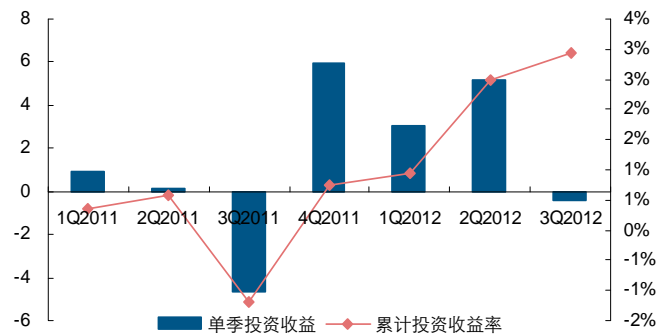
公司客户保证金与托管资产规模均居行业前列, 新业务增长弹性较高; 随着与联合证券整合后负面效应逐渐消除, 公司短期内业务增长空间最大。

图 44: 公司累计股基交易额及累计佣金费率变动情况 (亿元)



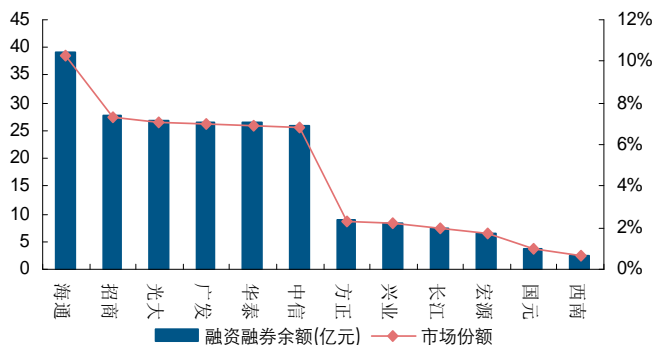
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 45: 公司单季投资收益及累计投资收益率变动 (亿元)



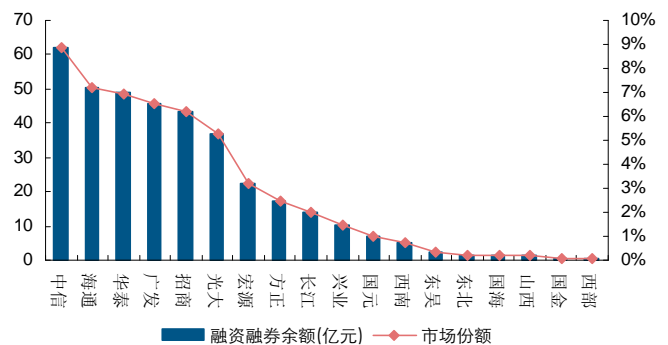
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 46: 截至 2011 年 12 月 31 日上市券商两融余额及份额



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 47: 截至 2012 年 9 月 30 日上市券商两融余额及份额



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 17：部分券商现金管理产品成立规模一览

产品简称	目标规模（亿元）	成立规模（亿份）	推广日	成立日
华泰紫金天天发	50	41.91	2012-7-18	2012-8-21
国泰君安现金管家	50	16.35	2012-6-28	2012-8-6
中信现金增值	80	5.30	2012-7-30	2012-9-3
银河水星 1 号	20	1.14	2012-7-23	2012-8-8

资料来源：长江证券研究部

海通：兼具业绩稳健和增长优势

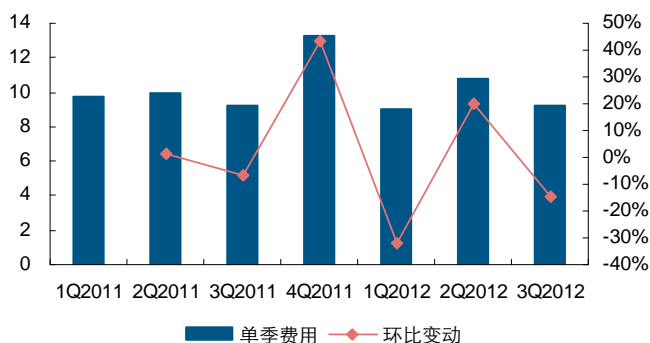
从管理费用和费用收入比水平看，公司费用控制能力在上市券商中居首位；与此同时，公司在理财和融资类业务份额持续保持领先地位。

表 18：截至 2012 年 9 月 30 日海通主要指标及排名

类别	规模	上市券商排名
融资融券份额	7.17%	2
企业债承销规模（亿元）	130	3
IPO 在会项目	19	4

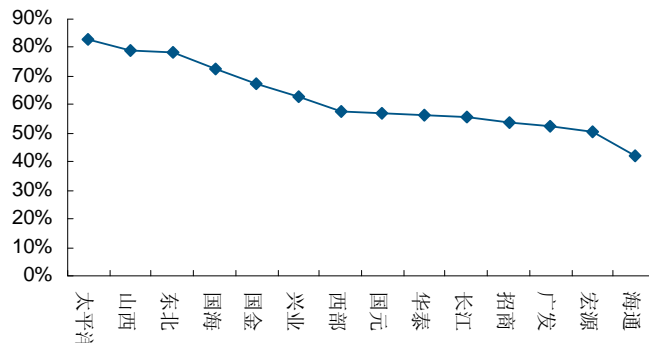
资料来源：长江证券研究部

图 48：公司单季度管理费用及环比变动情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 49：上市券商费用收入比情况（截至 2012 年三季度末）



资料来源：Wind，长江证券研究部

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			11A	12E	13E	11A	12E	13E	11A	12E	13E	上次	本次
600030	中信证券	10.56	0.35	0.40	8.59	30.50	26.68	1.34	1.30	1.25	0.35	谨慎推荐	谨慎推荐
600837	海通证券	8.70	0.33	0.43	23.07	26.28	20.32	1.86	1.75	1.64	0.33	推荐	推荐
000562	宏源证券	15.85	0.48	0.59	35.87	33.07	26.83	3.25	2.09	1.97	0.48	谨慎推荐	谨慎推荐
000728	国元证券	9.54	0.25	0.35	33.30	37.88	27.23	1.27	1.23	1.19	0.25	中性	中性
000686	东北证券	14.07	0.29	0.39	-59.35	48.13	35.99	2.91	2.78	2.62	0.29	中性	中性
600109	国金证券	13.69	0.27	0.32	59.10	50.36	42.82	4.23	3.96	3.69	0.27	中性	中性
600369	西南证券	7.68	0.15	0.23	67.90	49.69	34.08	1.80	1.75	1.68	0.15	中性	中性
601099	太平洋	4.95	0.07	0.10	47.49	68.42	50.51	3.59	3.44	3.26	0.07	中性	中性
601788	光大证券	10.79	0.34	0.46	23.88	31.51	23.46	1.72	1.65	1.56	0.34	推荐	推荐
600999	招商证券	8.89	0.30	0.35	20.63	29.55	25.63	1.69	1.62	1.54	0.30	中性	中性
000776	广发证券	12.21	0.40	0.48	35.02	30.76	25.68	2.30	2.14	2.01	0.40	中性	中性
601688	华泰证券	8.01	0.31	0.44	25.14	26.11	18.07	1.36	1.30	1.23	0.31	推荐	推荐
601377	兴业证券	10.37	0.24	0.31	52.41	43.35	33.15	2.71	2.57	2.42	0.24	中性	中性
002500	山西证券	5.72	0.09	0.14	71.10	63.09	39.64	2.32	2.25	2.15	0.09	中性	中性
601901	方正证券	3.90	0.09	0.11	92.60	43.36	37.02	1.67	1.62	1.57	0.09	中性	中性
000750	国海证券	7.36	0.12	0.18	69.85	62.15	41.73	5.29	4.96	4.53	0.12	中性	中性
601555	东吴证券	6.75	0.14	0.13	53.14	47.50	53.08	1.84	1.78	1.74	0.14	中性	中性
002673	西部证券	11.68	0.19	0.22	61.47	61.32	52.85	3.68	2.79	2.67	0.19	中性	中性

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	看 好：	相对表现优于市场	
	中 性：	相对表现与市场持平	
	看 淡：	相对表现弱于市场	
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%	
	谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间	
	中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间	
	减 持：	相对大盘涨幅小于-5%	
	无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。