

三大亮点拓展券商转型空间

——证券行业 2014 年中期策略

⑤ 亮点一：业绩复苏明显

2014 年 1 季度,全行业实现净利润 81.93 亿元,同比增长 11.92%。表现最出色的当属投行业务和资管业务,其中投行业务贡献收入 31.83 亿元,同比增长 139.8%,资管业务贡献收入 15.78 亿元,同比增长 127.2%。其他业务也有不同程度的上涨,其中业务贡献率最高的经纪业务上涨 15.72%,利息收入上涨 46.7%,投资收益上涨 8.07%。

⑤ 亮点二：国九条带来政策改革红利

5 月 9 日,国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(新“国九条”),它从经济社会发展全局的高度,对新时期资本市场改革、开放、发展和监管等方面进行了统筹规划和总体部署,将有力推动资源优化配置,助力经济转型。

⑤ 亮点三：中国证券业发展规划纲要奠定战略目标

根据国民经济发展的总体规划和行业发展的战略目标,预计到 2020 年:资本市场融资额占社会融资总额的比重达到 25%;证券经营机构总资产在金融行业中占比达到 6%;证券经营机构管理客户资产占城乡居民总收入之比达到 55%。目前,我们有市值世界第三的股票市场,余额世界第五的债券市场,资本市场服务实体经济的实力正在不断增强,证券公司在推动经济发展、加快产业升级、落实国家创新战略方面将发挥越来越重要的作用。

⑤ 创新预期下,各业务板块空间广阔

分业务来看,受大盘成交低迷和互联网金融的影响,经纪业务受到明显压制;定向增发成为资本市场的主要融资手段之一,其增长势头对投行业务形成有力支撑;资产管理业务越发体现证券公司的核心竞争力;融资融券业务经过连续高速增长,进入平稳发展期;股权质押式回购、新三板等面临爆发式增长。整体来看,创新业务板块发展空间广阔。

⑤ 投资选择：具有转型优势的中型券商

随着创新业务的发展,我们认为,具有转型优势的中型券商具有更大的业绩想象空间。我们推荐坐镇西南边陲、展现创新实力的西南证券(600369.SH),以及创新表现出色、区域性优势明显的国元证券(000728.SZ)。

⑤ 风险提示

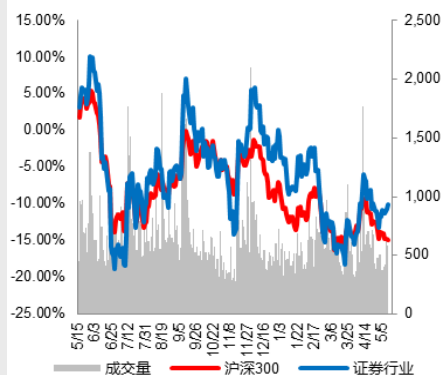
创新业务推动可能低于预期。

大盘低迷拖累券商经纪业务收入。

行业：证券
投资评级：看好

市场表现

截至 2014.7.7



分析师：赵莎莎

证书编号：S1490514030002

联系人：宋蕊

Tel: 010-58565126

Email: songrui@hrsec.com.cn

目 录

一、行情回顾：整体表现平淡.....	4
二、上半年证券行业三大亮点.....	5
1、亮点之一：业绩复苏明显.....	5
2、亮点之二：国九条带来的政策改革红利.....	8
3、亮点之三：中国证券业发展规划纲要奠定战略目标.....	9
三、创新预期下，各业务板块空间广阔.....	10
1、经纪业务：压力迫使转型.....	10
2、投行业务：定向增发业务出现爆发性增长.....	12
3、资产管理业务：进入稳定发展期.....	14
4、信用交易：进入爆发性增长期.....	15
5、新三板：做市商将催生巨大业务空间.....	18
四、投资选择：具有转型空间的中型券商.....	20
1、近期看好的业务发展点.....	20
2、西南证券（600369）：坐镇西南边陲，展现创新实力.....	21
3、国元证券（000728）：创新表现出色，看好区域性优势.....	22
五、风险提示.....	23

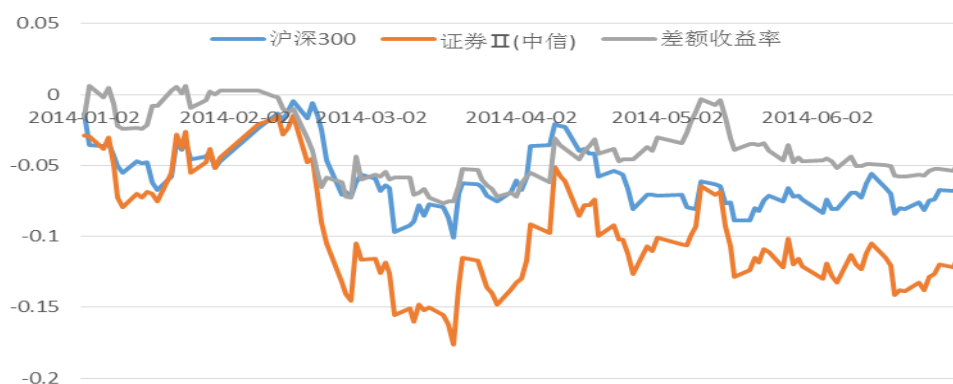
图表目录

图表 1: 上半年上证综指及证券指数运行情况	4
图表 2: 上半年个股运行情况	4
图表 3: 行业利润情况明显好转	5
图表 4: 上市券商营业收入（合计）变动	6
图表 5: ROE 转入上升通道	6
图表 6: 上市券商 2013 年利润增长情况	7
图表 7: 上市券商净利润（合计）变动	7
图表 8: 证券行业净资产规模远远不足（万亿）	9
图表 9: 证券行业净利润有待提升（亿元）	9
图表 10: 经纪业务收入仍占据主要地位	10
图表 11: 股市活跃度出现下滑	11
图表 12: 证券公司营业部集中在沿海一带	11
图表 13: 上半年定向增发业务出现大幅增长（亿元）	12
图表 14: 上市券商上半年股权承销业务排名（亿元）	12
图表 15: 债券承销持续火爆（亿元）	13
图表 16: 上市券商上半年债券承销业务排名（亿元）	13
图表 17: 券商资产管理产品发行统计	14
图表 18: 上市券商资产管理产品发行排名	15
图表 19: 融资买入额与融券卖出额比较	16
图表 20: 融资余额与融券余额比较	16
图表 21: 上市券商融资融券业务规模变动	16
图表 22: 质押式回购业务规模增长迅速	17
图表 23: 上半年上市券商质押式回购业务规模	17
图表 24: 新三板挂牌企业数量及规模增长迅猛	19
图表 25: 上市券商新三板挂牌企业数量排名	19
图表 26: 证券行业 2014 年业绩预测	21
图表 27: 上市券商 2014 年盈利状况预测	22

一、行情回顾：整体表现平淡

2014 年证券行业板块表现相对平淡，走势弱于沪深 300。虽然从政策角度连续出台利好消息，同时 2013 年证券公司业绩均出现大幅增长，但在股价上表现不明显。从走势上来看，证券行业指数的走势与沪深 300 指数走势基本一致，但弱于大盘。上半年，沪深 300 指数下降 6.5%，证券行业指数下降 11.3%，差额收益率为-4.8。

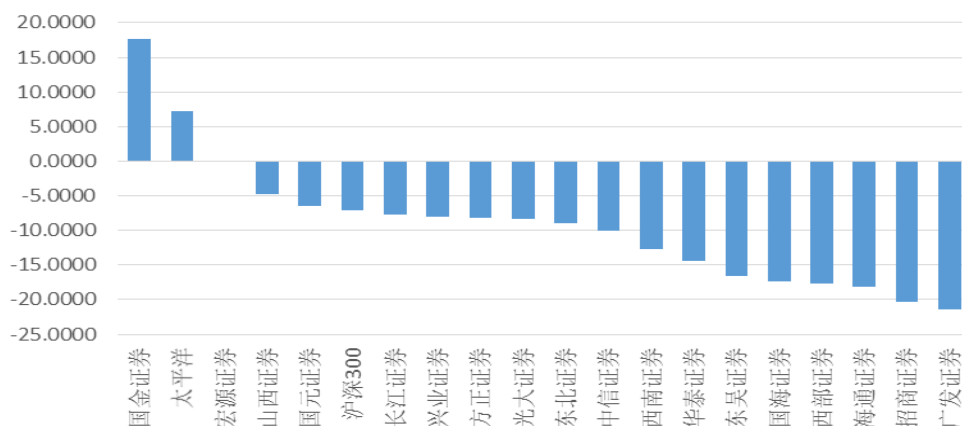
图表 1：上半年上证综指及证券指数运行情况



Wind，华融证券整理

从个股情况来看，19 只个股表现差异较大。业绩稳定的大型券商并不受市场青睐，而具有未来空间想象力的中小盘股涨幅明显居前。比如受互联网金融概念影响的国金证券，上半年上涨 17.6%，而海通证券、招商证券、广发证券等业绩良好的大型券商跌幅居前。

图表 2：上半年个股运行情况



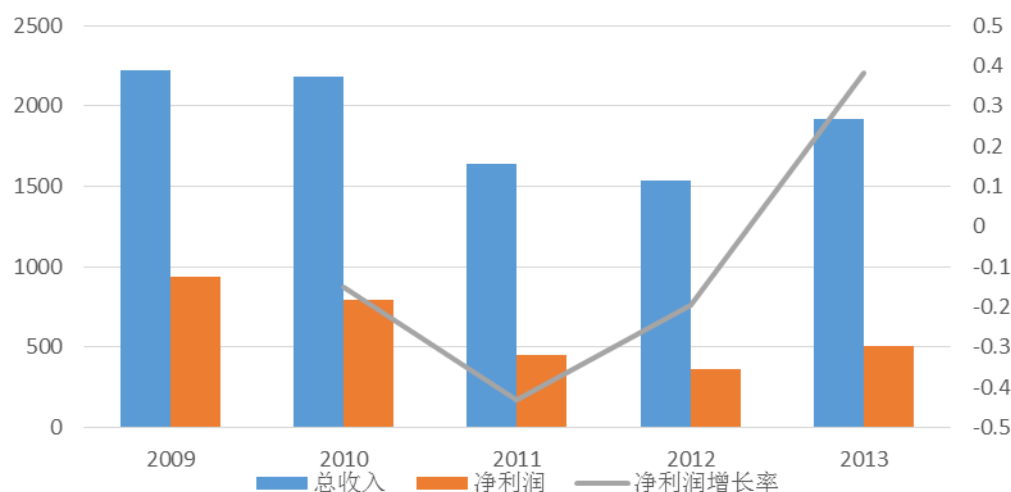
数据来源：Wind，华融证券整理

二、上半年证券行业三大亮点

1、亮点之一：业绩复苏明显

2013 年证券行业业绩明显复苏。2013 年 115 家证券公司全年实现营业收入 1592.41 亿元，同比增长 22.99%；其中经纪业务收入同比增长 50.62%，投行业务收入同比下降 11.33%，资产管理业务收入同比增长 162.71%，自营业务投入同比增长 5.29%，融资融券业务收入同比增长 250.99%。115 家证券公司中有 104 家实现盈利，全年共实现净利润 440.21 亿元，同比增长 33.68%。

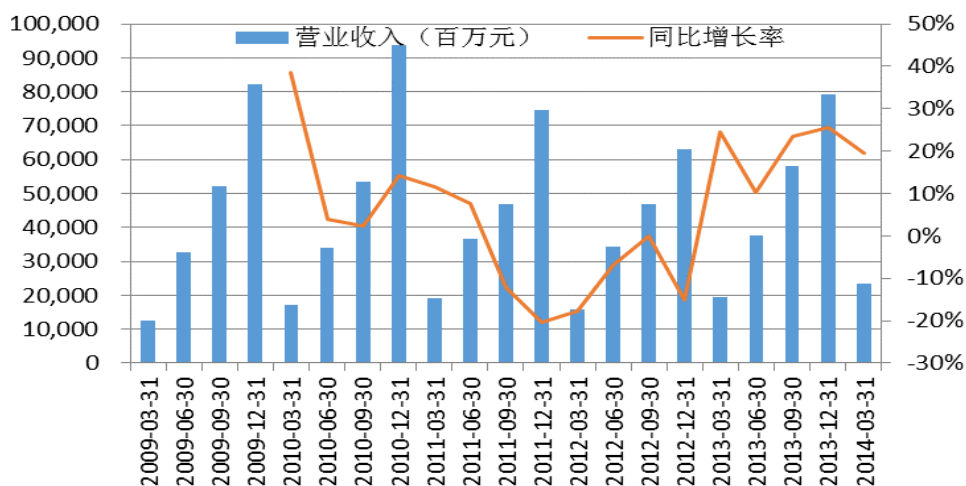
图表 3：行业利润情况明显好转



数据来源：Wind，华融证券整理

一季度行业利润继续回升。2014 年 1 季度，全行业实现净利润 81.93 亿元，同比增长 11.92%。表现最出色的当属投行业务和资管业务，其中投行业务贡献收入 31.83 亿元，同比增长 139.8%，资管业务贡献收入 15.78 亿元，同比增长 127.2%。其他业务也有不同程度的上涨，其中业务贡献率最高的经纪业务上涨 15.72%，利息收入上涨 46.7%，投资收益上涨 8.07%。从上市公司情况来看，19 家上市公司共实现营业收入 234.78 亿元，同比增长 19.59%。除宏源证券、西部证券、兴业证券和光大证券营业收入同比出现下滑外，其余 15 家公司均有不同程度的上涨。其中涨幅最高的为国元证券，一季度实现营业收入 7.83 亿元，同比增长 107%；其次为国金证券，实现营业收入 6.66 亿元，同比增长 97.3%。而从营业收入的规模来看，排名第一的当属中信证券，实现营业收入 47.41 亿元，同比增长 60.58%；之后为海通证券，实现营业收入 30.36 亿元，同比增长 3.78%。

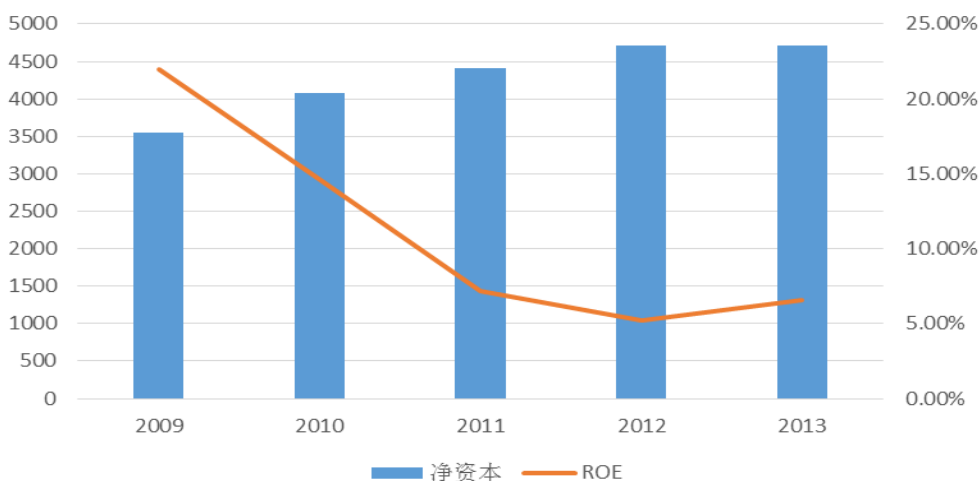
图表 4：上市券商营业收入（合计）变动



数据来源：Wind，华融证券整理

杠杆率的提升推动 ROE 进入上升周期。目前，我国证券行业正处于从传统业务模式向资本中介业务模式转型时期，而资本中介型业务如融资融券业务、股权质押业务等，大多是资本消耗型，因此，证券公司的融资需求越加强烈。同时，监管部门重新启动了券商短期融资券、公司债、次级债等融资工具，拓宽了券商的融资渠道，券商将通过多种外部融资方式改善资金需求，提升杠杆率，从而推动 ROE 提升。

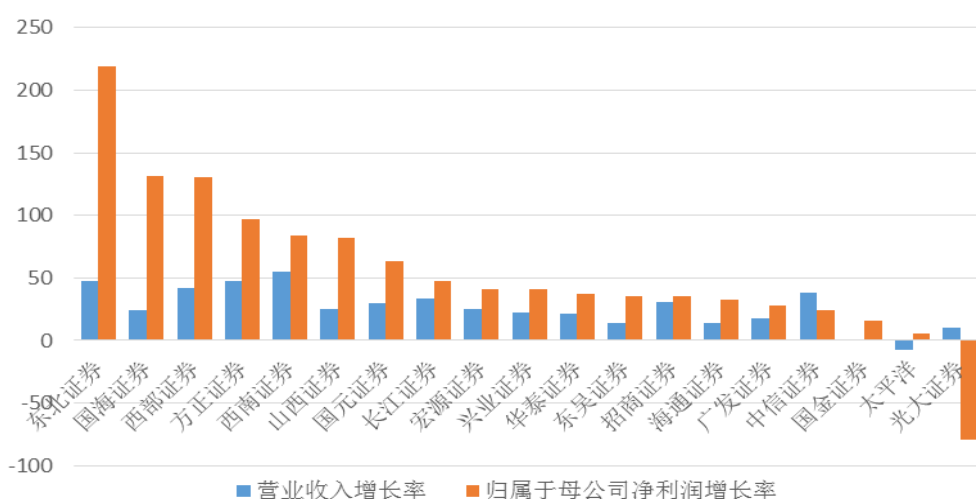
图表 5：ROE 转入上升通道



数据来源：Wind，华融证券整理

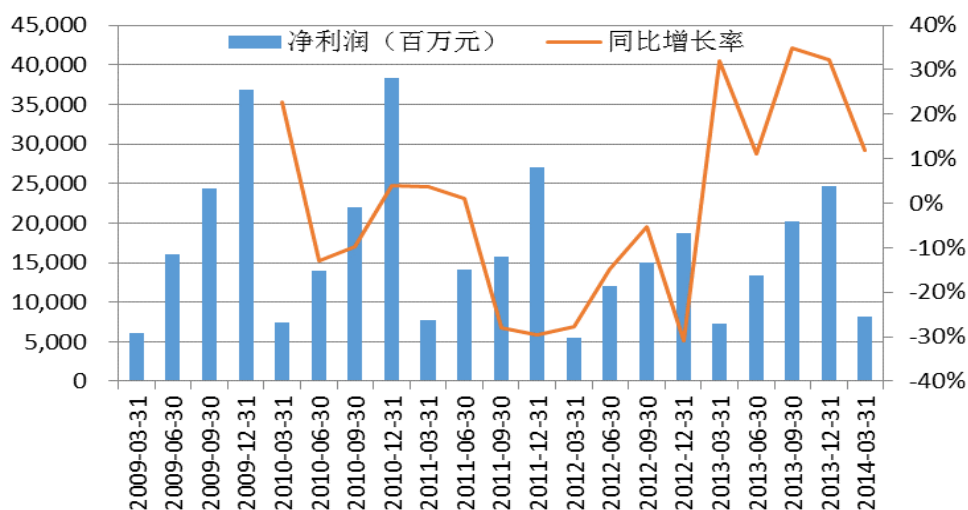
中小上市券商业绩表现出色。从上市券商的业绩情况来看，中小券商的业绩表现出色。从 2013 年归属于母公司的净利润同比增长率来看，东北证券以 218.77% 的涨幅排名第一，其次为国海证券，涨幅达到 131%，除光大证券受乌龙指影响净利润同比出现下滑外，其余 18 家上市券商均有不同幅度的上涨。从营业收入的同比增长率来看，排名第一的是西南证券，同比上涨 54.9%，其次为方正证券，同比上涨 47.6%。整体来看，上市券商 2013 年业绩复苏明显。

图表 6：上市券商 2013 年利润增长情况



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 7：上市券商净利润（合计）变动



数据来源：Wind，华融证券整理

2、亮点之二：国九条带来的政策改革红利

5 月 9 日，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新“国九条”），它从经济社会发展全局的高度，对新时期资本市场改革、开放、发展和监管等方面进行了统筹规划和总体部署，将有力推动资源优化配置，助力经济转型。

注册制改革是可期待的最大亮点。新“国九条”表示，要逐步探索符合我国实际的股票发行条件、上市标准和审核方式，积极稳妥推进股票发行注册制改革。股票发行注册制改革是我国目前资本市场上最值得期待的亮点，有望促使资本市场步入健康发展的新时期。注册制改革后，企业发行数量会增多，一方面，这促使企业重视规范化运作，重视信息披露，重视公共关系处理，这样才能获得投资者的认可和青睐；另一方面，上市准入门槛的降低增加了上市企业的种类及数量，给投资者提供了更多可选择的空间和余地；这都将给我国股票市场带来更大的发展空间。

新三板业务拓展投融资渠道。新“国九条”提出，要加快多层次资本市场建设，要加快完善全国中小企业股份转让系统，建立小额、便捷、灵活、多元的投融资机制，要将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系。从制度建设上，新三板充分体现了国务院要求的“简政放权”，市场在资源配置中发挥决定性作用；从服务对象上，新三板主要为创新性小微企业提供融资服务，以弥补证券市场的不足；从投资者参与上，新三板主要是机构投资者参与，因此风险外溢性比较小。整体来看，新三板是我国多层次资本市场的重要组成部分，为创新型、成长型的小微企业提供了有效的融资渠道，可以有效推动金融机构资金流入实体经济。

多项措施充分保护投资者利益。投资者保护是健全资本市场的重要目标，每逢资本市场改革，都会强调投资者保护的重要性，此次新“国九条”也不例外。无论是私募基金阳光化，还是完善退市制度、强化债券市场信用约束，都充分体现了新“国九条”在保护投资者利益方面的力度和决心。这些政策的逐步落实，都将在保护投资者权益的前提下，推动我国资本市场进一步健康发展。

“内引外扩”提升 A 股市场流动性。随着上海自贸区和沪港通的先后推出，资本市场双向开放成为市场炒作的热门话题，而在新“国九条”中，再次强调了要便利境内外主体跨境投融资，要逐步提高证券期货行业的对外开放水平，要在符合外商投资产业政策范围内，逐步放宽外资持有上市公司股份的限制，充分释放了加速我国资本市场双向开放的政策信号。国内方面，支持全国社会保障基金积极参与资本市场投资，支持社会保险基金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模。国际方面，扩大合格境外机构投资者的范围，提高投资额度与上限，逐步放宽外资持有上市公司股份的限制，稳步开放境外个人直接投资境内资本市场。这对于增加资本市场存量资金将有明显的促进作用，特别是合格境外投资者的引入，有利于提高 A 股的活跃程度，在目前房地产市场风险较大，非标资产打破刚性兑付的背景下，中长线资金入市值得期待。

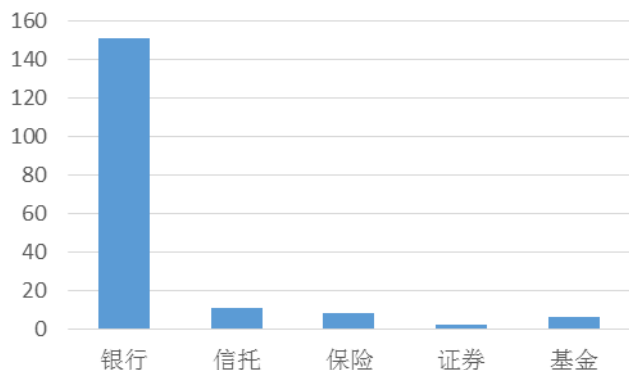
3、亮点之三：中国证券业发展规划纲要奠定战略目标

根据国民经济发展的总体规划和行业发展的战略目标，预计到 2020 年：资本市场融资额占社会融资总额的比重达到 25%；证券经营机构总资产在金融业中占比达到 6%；证券经营机构管理客户资产占城乡居民总收入之比达到 55%。目前，我们有市值世界第三的股票市场，余额世界第五的债券市场，资本市场服务实体经济的实力正在不断增强，证券公司在推动经济发展、加快产业升级、落实国家创新战略方面将发挥越来越重要的作用。

整体规划的三个重要方向。从整体规划来看，证券行业未来发展趋势主要集中在三个方向。一是建立现代投资银行，推动证券经营机构向现代投资银行转型。而现代投资银行应该是以交易型投行为主的、为客户提供全方位多品种的融资服务及投资工具的市场参与者和风险管理者。二是形成开放、多元、包容的行业格局，支持行业对内、对外开放，实现差异化竞争、包容性增长、多元化发展。三是建设系统重要性机构，支持有条件的证券经营机构通过发行上市、并购重组、率先试点跨境业务和综合经营，不断做大做强，发展成为系统重要性机构。

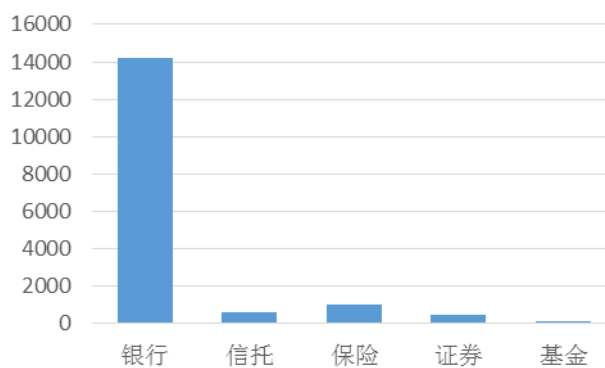
鼓励更多资本注入证券公司，做大做强。目前证券公司仍以国有为主，民营证券公司屈指可数，之后有望进一步放宽证券经营机构设立、入股限制，支持各类资本和专业人员等符合条件的主体参股或设立证券经营机构。比如 CEPA 补充协议十里就提到，允许港资金融机构在上海市、广东省、深圳市设立合资的全牌照证券公司，港资合并持股比例最高可达 51%，内地股东不限于证券公司。国有、民营、内资、外资并存的多元化的竞争格局将使得证券公司彻底发挥竞争力，提升专业能力，从而改变牌照价值大于业务价值的现状。

图表 8：证券行业净资产规模远远不足（万亿）



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 9：证券行业净利润有待提升（亿元）

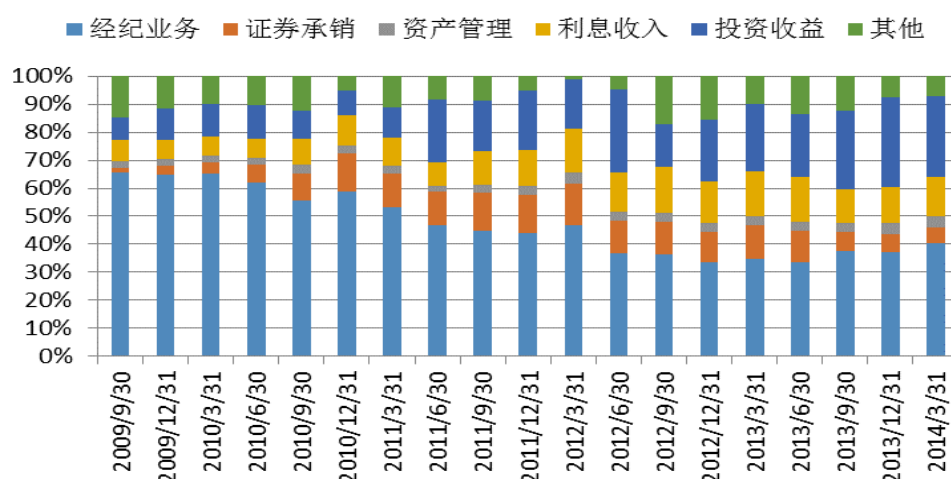


数据来源：Wind，华融证券整理

鼓励差异化竞争，提升证券公司的特色经营实力。从目前证券公司的现状来看，无论是排名居前的中信、国泰君安，还是名不见经传的中小券商，其主要的盈

利来源大都是经纪业务，同质化竞争严重。而从国外的发展历程来看，无论是高盛、美林，还是摩根大通、摩根士丹利，在业务上都有着自身独特的业务优势以及难以复制的竞争力。国内证券公司要与国际接轨，必须要培养自身特色业务，避免“路路通，路路松”的发展模式，要在全面发展的同时，打造优势业务。随着业务管制及牌照的放开，国内证券公司会逐步进入分层阶段，第一梯队是国际化大投行，第二梯队是特色经营的证券公司，第三梯队是以经纪业务为主的网络化券商。

图表 10：经纪业务收入仍占据主要地位



数据来源：Wind，华融证券整理

通过国内外并购壮大实力，建设系统重要性公司。在企业发展的过程中，通过横向及纵向并购来完善产业链，提升行业垄断实力，是行之有效的扩张手段。中信证券的发展历程就为我们提供了证券公司通过并购飞速发展的优秀案例。目前由于证券牌照难得，大部分证券公司都作为国有金融资源，轻易不选择出售。但随着证券公司牌照的放开，竞争加剧的同时必将带来行业的整合。做为全球屈指可数的资本市场，证券行业需要有系统重要性证券公司，这既能提升证券公司的核心竞争力和全球影响力，也能防范证券行业系统性风险的发生。

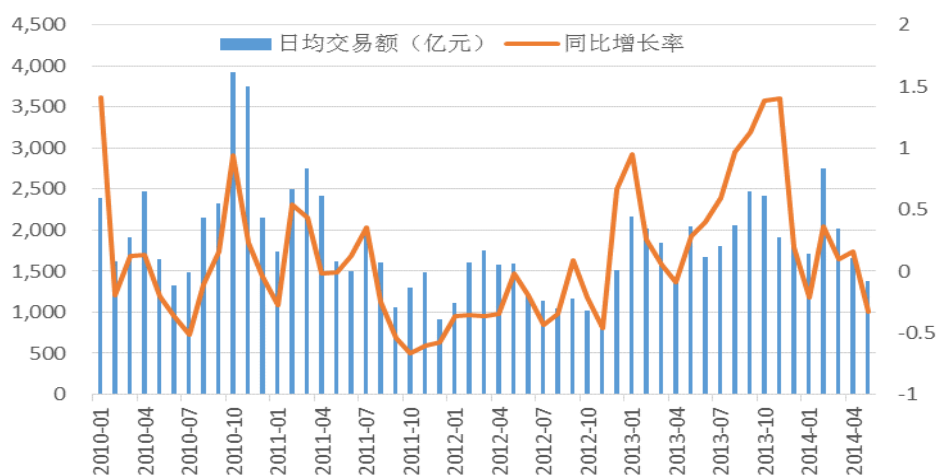
三、创新预期下，各业务板块空间广阔

1、经纪业务：压力迫使转型

日均交易额的下降压制经纪业务收入。自 2007 年以来，券商的盈利状况大幅下滑，一是由于市场低迷，交易量持续降低；二是由于竞争激烈，券商佣金率不断下滑，从而拖累经纪业务收入。而我国证券公司业务结构失衡，经纪业务占据了券商业务收入的半壁江山，导致经纪业务的波动严重影响证券公司收入情况。而从

2014 年上半年以来，股市日均交易额逐步下滑，在一定程度上压制了券商的经纪业务收入，从而迫使券商寻求转型之路。

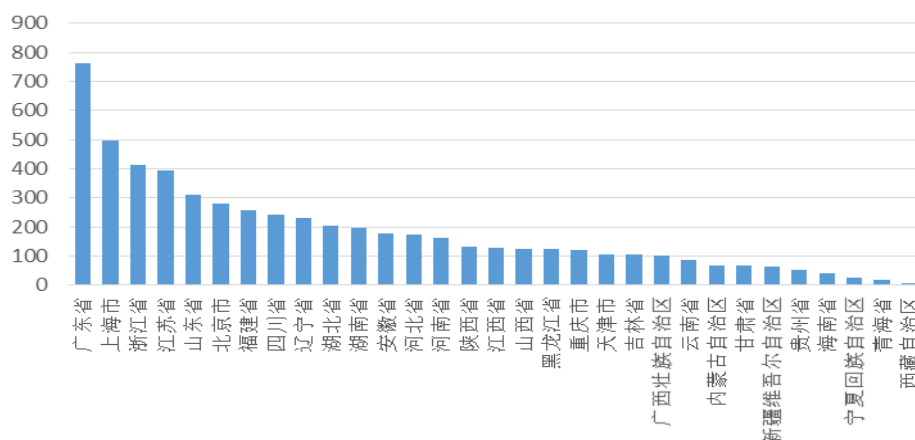
图表 11：股市活跃度出现下滑



数据来源：Wind，华融证券整理

C 型营业部加剧经纪业务的竞争战。截至 2013 年底，全国证券公司营业部共有 5544 家，这主要受益于 C 型营业部的放开。所谓 C 型营业部，指的是在营业场所内未部署与现场交易服务相关的信息系统且不提供现场交易服务的营业部。因此，2013 年在营业部数量上出现了爆发性的增长，比 2012 年增加了 566 家。其中，东南沿海和东部沿海地区营业部分布较为密集，广东、上海、江苏、浙江四地区营业部数量达到 745 家、492 家、384 家、406 家。

图表 12：证券公司营业部集中在沿海一带



数据来源：Wind，华融证券整理

预计全年经纪业务收入略超去年。我们预计下半年股市成交量将有所回升，加上创新政策所带来的利好推动，预计 2014 年经纪业务收入将略高于 2013 年，达到 883.3 亿元。

2、投行业务：定向增发业务出现爆发性增长

定向增发业务成为主要融资手段。从 2013 年以来，定向增发业务逐渐成为资本市场的主要融资手段。从 2014 年上半年的数据来看，定向增发共完成了 2032 亿元，几近于去年全年的业务规模，无论从定增业务的公司数量和募集金额来看，均出现了同比大幅增长。截至 6 月底，已经有 289 家公司公告了定增预案，募集资金超过 5500 亿元，其中募集金额超过 100 亿元的有 4 家，超过 10 亿元的有 132 家，主要集中在房地产、汽车、电子元器件、非银行金融几大行业中。

图表 13：上半年定向增发业务出现大幅增长（亿元）

	总承销	首发 IPO	定向增发	公开增发	配股
2014.6	2548.53	390.27	2032.66	3.65	120.32
2013	2689.93	0.00	2162.55	70.16	457.22
2012	3166.89	994.60	1917.31	115.47	139.51
2011	4935.98	2680.75	1593.89	288.79	372.56
2010	8751.82	4767.65	2129.98	377.14	1477.04
2009	3437.31	1878.98	1190.67	261.69	105.97

数据来源：Wind，华融证券整理

图表 14：上市券商上半年股权承销业务排名（亿元）

机构名称	家数	总承销		首发		定向增发
		金额(万元)	业内排名	金额(万元)	金额(万元)	金额(万元)
海通证券	12	2,175,261.32	2	150,756.28		1,868,371.37
西南证券	10	1,666,187.51	4	120,657.85		1,545,529.66
长江证券	4	1,253,102.05	6	62,310.00		1,190,792.05
中信证券	6	1,251,607.94	7	516,939.58		734,668.35
广发证券	11	1,139,554.07	8	203,799.58		471,931.21
华泰证券	11	1,133,032.47	9	139,085.12		993,947.35
东吴证券	4	761,103.22	11	41,141.40		719,961.82
山西证券	4	531,546.39	16	40,201.20		491,345.19
国金证券	6	439,928.13	18	29,888.30		410,039.83
招商证券	5	435,471.04	19	435,471.04		
方正证券	3	381,304.41	20			381,304.41
兴业证券	5	190,239.16	26	34,976.80		108,255.67
宏源证券	2	116,449.25	34	72,999.25		43,450.00

国元证券	2	83,748.28	38	66,248.28	17,500.00
东北证券	2	69,240.00	42	69,240.00	
光大证券	1	31,232.00	49	31,232.00	
国海证券	1	30,240.00	50		30,240.00
太平洋	1	29,460.00	51	29,460.00	

数据来源：Wind，华融证券整理

债券承销持续火爆。从 2012 年开始，债券承销和股权承销就呈现出“冰火两重天”的走势，一方面是股权承销的低迷不振，另一方面却是债券承销的热火朝天。自 2012 年，债券承销迎来了爆发性增长，同比增加 69.94%。2013 年虽然债券总承销的数量上与 2012 年基本一致，但总金额却下降了 26.73%。但从 2014 年上半年的情况来看，债券承销火爆势头不减，预计将再现 2012 年的规模。

IPO 重启利好投行业务收入。在定向增发业务迅猛增长，债券承销规模稳定增长的前提下，IPO 的重启将进一步推升投行业务收入。我们预计 2014 年，投行业务将为证券行业贡献收入超过 200 亿元。

图表 15：债券承销持续火爆（亿元）

	债券总承销	短融中票	公司债	企业债	金融债	可转债	政府支持机构债	资产支持证券
2014.06	8,826.06	473.10	458.70	4,518.90	1,539.50	48.59	750.00	814.88
2013	11,466.47	659.4	1,697.63	4,709.80	2,012.25	544.81	1,500.00	157.73
2012	15,647.84	679.45	2,623.31	6,499.31	3,895.80	163.55	1,500.00	212.62
2011	9,207.06	652.35	1,291.20	2,423.48	3,391.83	413.2	1,000.00	0
2010	6,616.13	491	511.5	2,647.53	958.8	717.3	1,290.00	0
2009	8,492.07	697.5	734.9	3,173.50	2,832.90	46.61	966.67	0

数据来源：Wind，华融证券整理

图表 16：上市券商上半年债券承销业务排名（亿元）

机构名称	债券总承销		短融中票	公司债	企业债	金融债	可转债
	总承销金额	业内排名	金额	金额	金额	金额	金额
中信证券	1,075.92	1	154.65	17.99	24.00	488.50	6.20
广发证券	338.23	7	17.00	0.90	228.17	91.67	
海通证券	292.00	9			222.00	70.00	
招商证券	254.21	10	27.75	5.00	20.00	56.50	
宏源证券	241.00	11		10.50	218.00		12.50
西南证券	127.26	18		21.26	62.00	10.67	
华泰证券	114.40	19		5.70	42.50	60.00	6.20
兴业证券	112.70	20		15.60	78.50	6.00	12.50
山西证券	103.00	22		53.50	49.50		

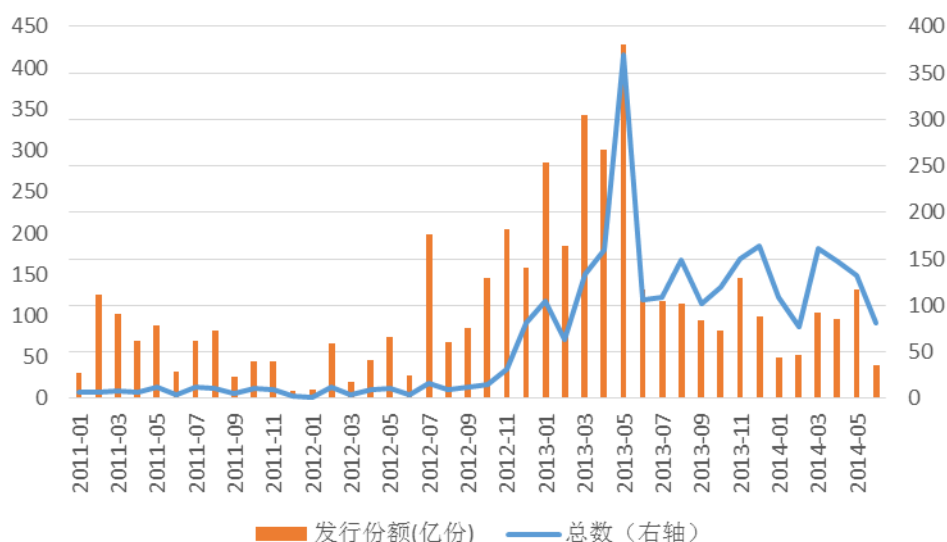
国海证券	97.92	26	4.10	77.50	10.00	6.32
长江证券	91.00	27		91.00		
光大证券	88.50	28		48.00	40.50	
东吴证券	64.00	33	12.50	51.50		
方正证券	45.17	42	6.00	16.67	22.50	
西部证券	27.40	51	7.50	19.90		
国金证券	26.50	52	6.50	20.00		
太平洋	24.90	54	5.40	19.50		
东北证券	22.50	55	3.50	19.00		
国元证券	0.32	79	0.32			

数据来源：Wind，华融证券整理

3、资产管理业务：进入稳定发展期

通道业务规模压缩，券商资管进入稳定发展期。从券商资产管理产品发行月度统计可以看到，自从 2012 年以来，券商的资产管理业务迎来了爆发式的增长。券商资管业务主要有三个方向，第一是通道类业务，目前正在逐步萎缩；第二是融资类业务，比如类信托；第三则是资产管理业务，也是证券公司最核心的竞争力。去年券商资管规模出现爆发性增长，很大一部分是来自于通道类业务的增长。而随着券商资管的逐步稳定发展，融资类业务及资产管理业务开始逐渐显现其核心地位。预计 2014 年资产业务收入仍稳定在 70 亿元左右。

图表 17：券商资产管理产品发行统计



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 18：上市券商资产管理产品发行排名

管理人	产品数量	份额合计(亿份)	资产净值合计(亿元)
中信证券	78	150.97	147.0539
光大证券	39	139.51	132.7993
招商证券	37	131.32	130.5826
兴业证券	36	67.77	69.2024
广发证券	36	148.62	168.9163
华泰证券	36	217.96	215.0818
海通证券	34	95.17	122.7806
国元证券	26	45.98	45.5510
宏源证券	25	89.00	107.2560
长江证券	22	126.67	124.9277
东吴证券	16	16.98	16.6017
东北证券	15	38.79	33.2874
国金证券	15	20.25	20.2970
国海证券	15	16.34	16.1929
山西证券	13	11.75	11.2489
太平洋	12	7.25	7.2504
方正证券	8	9.64	8.6146
西部证券	7	6.36	5.7919
西南证券	7	22.16	19.3130

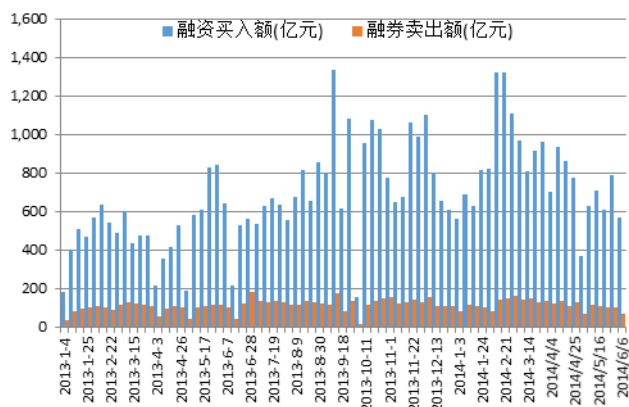
数据来源：Wind，华融证券整理

4、信用交易：进入爆发性增长期

证券信用交易主要是与证券现货交易相区别的一种交易形式，指证券客户在买卖证券时，只支付一定比例的现金或证券，其差额部分通过借贷补足的一种交易形式。信用交易作为一种基础性制度的创新，可以拓宽货币市场和资本市场的连接渠道，活跃市场交易，引导投资者行为，进而对证券市场投资理念的转变形成深刻的影响。目前，融资融券业务、股票质押式回购、约定购回式交易在大盘低迷的状态下持续活跃，正在成为拉动券商信用交易的三驾马车。

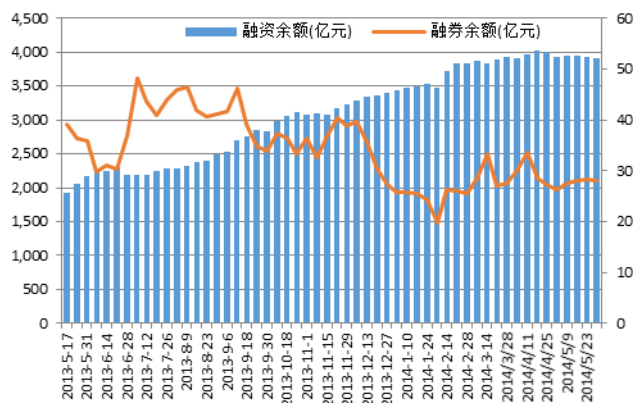
融资融券业务告别高速增长期。自融资融券业务上市以来，一直处于飞速增长阶段，从 2011 年到 2013 年 3 年间，融资融券余额从 144 亿增长至 3465 亿元，增长 24 倍之多。目前，融资融券业务正在告别高速增长期。截止 2014 年 6 月底，沪深两市融资融券余额达到 4041 亿元，比年初增长 17%，与 2013 年 277% 的增长率相比，增速大幅回落，进入平稳过渡期。前 6 个月累计融资买入额为 21233 亿元，比去年上半年同比增长 73%，比去年下半年环比增长 2.7%，增速放缓明显。但目前融资融券业务发展较不平衡，融资规模占融资融券规模的 98% 以上。随着融券交易活跃度的提升，融资融券业务仍将处于黄金发展期。

图表 19：融资买入额与融券卖出额比较



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 20：融资余额与融券余额比较



数据来源：Wind，华融证券整理

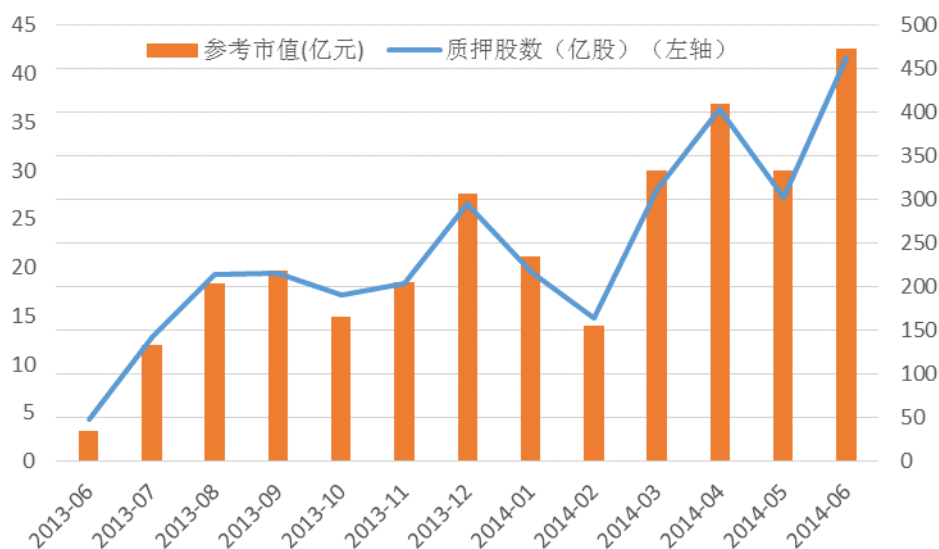
图表 21：上市券商融资融券业务规模变动

机构简称	期末融资融券余额(万元)		期间累计融资买入额(万元)	
	2014.06	2013	2014.06	2013
中信证券	1,230,943.32	3,539,235.37	7,947,609.05	18,112,816.79
招商证券	857,184.29	1,974,699.01	10,086,632.84	17,746,090.80
广发证券	777,548.74	1,994,513.06	9,630,403.70	18,175,345.85
华泰证券	749,332.21	1,956,835.20	14,473,355.16	28,981,849.13
海通证券	550,579.84	1,984,821.12	8,766,818.55	17,956,385.97
光大证券	523,126.64	1,207,477.99	7,027,033.57	12,807,867.49
方正证券	352,236.14	792,299.16	4,294,764.42	7,983,936.79
长江证券	228,664.00	555,751.03	3,407,950.22	5,711,901.36
宏源证券	219,914.34	569,694.66	2,699,928.49	5,257,499.65
国元证券	174,065.48	409,789.00	2,593,978.91	5,181,223.33
兴业证券	163,194.70	421,613.75	2,316,240.97	3,518,858.04
东北证券	131,840.22	233,608.34	1,411,009.88	1,935,435.56
西南证券	113,268.00	223,070.62	1,494,679.66	2,292,539.76
国海证券	105,347.70	207,080.35	1,151,101.44	2,269,829.54
国金证券	89,387.64	148,758.56	939,725.71	1,156,921.41
东吴证券	87,044.22	241,842.42	1,506,923.91	2,351,337.67
山西证券	82,323.61	154,094.79	832,654.02	1,083,594.86
西部证券	50,031.72	109,042.07	558,275.70	899,297.77
太平洋	11,563.33		66,970.11	

数据来源：Wind，华融证券整理

股票质押式回购增长迅猛。从 2013 年 6 月股票质押式回购业务试点以来，规模增长迅猛，到 2014 年 6 月，月度新增规模就达到了 473 亿元。而根据 Wind 统计，股票质押交易的质押方主要一般公司、银行、信托和证券公司，在证券公司股票质押业务中，又分质押式回购和非质押式回购。从目前股票质押交易的质押方占比来看，质押式回购业务试点以来，迅速抢占了银行、信托等公司股票质押业务的原有份额，逐渐成为股票质押业务的首选类型。从股票质押式回购新增规模占证券市场总市值之比来看，目前股票质押式回购仍属于发展初期，从月度平均数据来看，仅占证券市场总市值的 0.14%。我们认为，股票质押式回购有着成本低、券源广、期限灵活、资金渠道多等多方面优势，随着该业务的进一步成熟，可以成为上市公司大股东的重要融资手段，未来的上涨空间有望类比于融资融券的增长速度，预计 3 年内收入可以超过 100 亿元。

图表 22：质押式回购业务规模增长迅速



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 23：上半年上市券商质押式回购业务规模

券商名称	交易次数	总质押股数(万股)	参考市值(万元)
中信证券	60	298,662.83	2,457,260.16
华泰证券	44	93,600.33	1,716,933.91
海通证券	32	106,338.98	1,004,431.90
兴业证券	31	76,123.16	977,715.25
广发证券	24	52,886.75	882,941.93
东吴证券	23	45,403.73	565,968.57
西南证券	20	44,367.70	729,380.71
长江证券	17	40,296.38	478,517.15

招商证券	17	32,705.80	425,437.58
国元证券	12	25,608.11	378,865.55
东北证券	9	18,731.33	192,245.82
太平洋	8	27,018.07	335,798.78
方正证券	8	12,113.20	199,126.06
宏源证券	7	16,267.97	145,174.09
国海证券	6	5,600.00	49,006.00
山西证券	5	4,275.17	118,293.94
国金证券	3	20,620.00	147,987.50
光大证券	2	8,328.00	71,870.64
西部证券	2	2,710.90	61,910.73

数据来源：Wind，华融证券整理

约定购回式交易遭遇瓶颈期。2013 年上半年，约定购回式交易受到投资者追捧，月度新增交易市值迅速增长至 30 亿元。但 6 月份质押式回购业务试点之后，挤占了约定购回式交易的业务空间，约定购回式交易重归平淡，遭遇发展瓶颈期，月度新增交易市值不足 10 亿元。由于约定购回式交易主要是由证券公司以自有资金参与交易，按照中国证监会机构监管部对证券公司开展约定购回式证券交易业务的要求，试点期间业务规模不能超过证券公司净资本的 15%，这就使得约定购回式交易的发展存在规模上限。相比之下，股票质押式回购业务的资金融出方可以包括证券公司、证券公司管理的集合资产管理计划或定向资产管理客户、证券公司资产管理子公司管理的集合资产管理计划或定向资产管理客户，具有更大的发展空间。

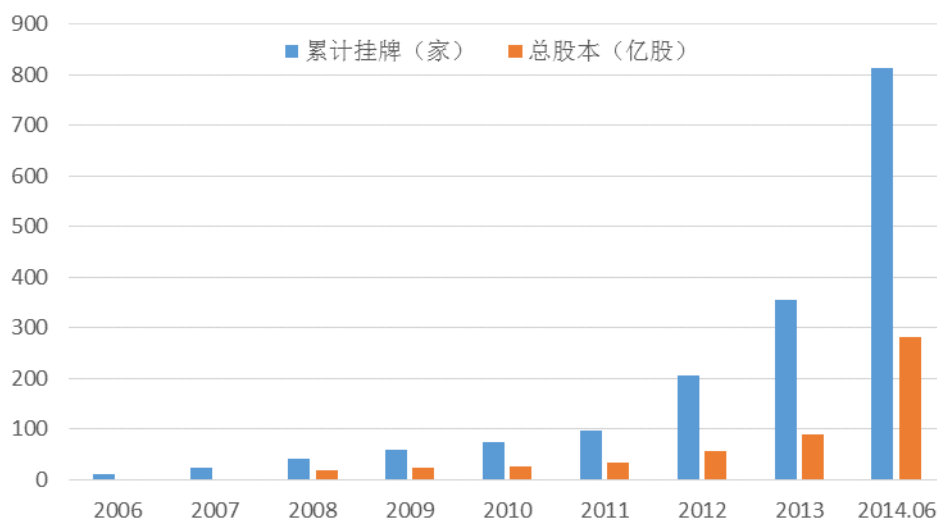
5、新三板：做市商将催生巨大业务空间

新三板市场大幅扩容，挂牌企业数量增长迅猛。今年上半年，新三板市场规模大幅扩容。截至 6 月 30 日，挂牌企业数量已达 813 家，比去年底的 355 家增长了 129%；总股本达 282 亿股，比去年底增加 190%。今年上半年，新三板挂牌企业成交笔数为 930 笔，成交股数为 1.65 亿股，成交金额为 21 亿元，已远远超过新三板去年全年 8.2 亿元的总成交金额。预计随着新三板市场的扩容，中小企业挂牌家数将继续快速增长，从而成为创业板和中小板的重要后备力量，进一步完善我国多层次资本市场体系的建设。

做市商的利差收入是新三板的主要盈利点。从台湾和美国的情况来看，做为成熟的多层次资本市场体系，台湾兴柜市场的市值占主板市场的 3%，成交额占主板市场的 1.15%，而且数年内基本稳定在这一水平。美国由于纳斯达克市场上市门槛较低，因此 OTCBB 市场相比于台湾的兴柜市场，公司数量多，市值较低，其市值占主板市场的 1%，成交量占主板市场的 10%，但成交额仅占主板市场的 0.03%。我国的资本市场体系与台湾较为相似，目前新三板扩容刚刚起步，在未来 5 年内，

新三板仍将保持快速发展的阶段，5 年后进入稳定发展期。我们预计，5 年后，成熟的新三板市场会达到与台湾市场类似的水准，即市值占主板市场的 3%，成交额占主板市场的 0.5% 以上。新三板业务对证券公司收入的贡献主要分为三个方面：一是新三板挂牌带来的投行收入；二是通过撮合交易带来的交易佣金收入；三是通过直投、资管等业务获得的其他收入。根据我们测算，新三板的主要收入来源于做市商的利差收入，5 年后有望超过百亿元。

图表 24：新三板挂牌企业数量及规模增长迅猛



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 25：上市券商新三板挂牌企业数量排名

券商简称	挂牌家数	股份总量(万股)	可交易股份总量(万股)	资产合计(万元)
广发证券	40	220,925.75	99,813.09	746,801.91
长江证券	39	117,920.33	40,342.16	293,601.77
光大证券	28	101,611.34	25,227.56	271,577.83
西部证券	27	435,853.24	198,906.42	356,376.41
东吴证券	23	64,319.52	21,067.92	244,273.81
宏源证券	20	97,964.54	32,636.63	419,803.32
东北证券	19	57,788.43	19,977.73	235,315.50
海通证券	17	137,548.90	54,200.97	437,465.75
方正证券	15	25,530.00	8,284.59	78,165.02
招商证券	13	30,153.10	10,041.07	69,641.26
国金证券	12	65,580.00	30,294.55	424,418.47
中信证券	11	71,056.01	36,664.32	109,352.78
兴业证券	11	76,523.97	41,749.49	95,576.99

国元证券	11	47,754.10	15,388.71	172,245.98
山西证券	9	15,425.54	7,375.30	59,879.21
国海证券	6	23,080.00	11,862.64	84,827.57
西南证券	4	327,263.59	2,695.60	1,236,441.60
太平洋	4	54,660.00	28,602.34	677,958.28

数据来源：Wind，华融证券整理

四、投资选择：具有转型空间的中型券商

1、近期看好的业务发展点

从支持资本市场改革和国家产业转型的角度看，3-5 年内将是证券行业跨越式发展的转型期，金融改革将为券商提供一个优秀的发展平台，新三板、场外市场、创新式衍生品、结构化产品等等，都将为券商提供非常好的发展机遇。而在市场环境整体转好的基础上，券商 ROE 有望整体步入上升新周期。

衍生品业务打造交易型投行概念。现代券商投行的业务已经突破了其原有的承销、经纪和自营业务的框架，项目融资、风险投资、资产管理、资产证券化、结构化衍生产品等都开始成为投资银行的核心业务。其中，衍生品业务、特别是 OTC 衍生品的出现和发展使得投行业务模式产生了根本性的影响。从美国投行的发展来看，业务多样化以及 OTC 衍生品的快速发展使得各家投行的业务结构发生了明显的变化。从 1980 年到 2000 年，承销、自营以及佣金这三项传统业务占投行总收入的比重下降到 50%，而衍生品等新兴业务占总收入的比例逐渐上升，其中场外 OTC 衍生品的快速发展是其最重要的推动力量。衍生品设计能力也随之成为了各家投行的核心竞争力。

存款保险制度、利率市场化等助推多元化金融产品发展。两会期间李克强总理曾表示，要“建立存款保险制度，健全金融机构风险处置机制”，这是 2014 年金融市场的重点工作。其中，强制保险、有限赔付和风险差别费率机制是我国存款保险制度设计的重要方面。而实现存款保险制度之后，就是利率市场化的推行。目前我国已经实现了贷款利率市场化，但是对金融机构而言，影响最大的仍然是存款利率市场化。存款利率市场化将对银行、信托等以筹资为主要资金来源的金融机构产生较大的负面影响，也会在一定程度上提高券商的筹资成本，收窄券商利差收入。但整体而言，券商受到的冲击较小，同时，会带动券商多元化金融产品创新的步伐，为券商提供新的利润空间。

多层次资本市场体系的建设助力实体经济。从去年资本市场的表现来看，上市公司并购重组屡获成功，公司债、企业债密集发行，多地股权交易中心顺利运营，私募股权基金蓬勃发展，多层次资本市场体系正在架构成型，直接融资金量也创下新高，这些，都为实体经济注入了强劲动能，也充分拓展了证券公司投行业务的发展

空间。虽然目前企业主要的筹资方式还是通过主板及中小板市场，三板及场外市场相对较弱，但预计到 2020 年资本市场融资额占社会融资总额的比重要从 2013 年的 6.1% 提升到 25%，这将推动我国多层次资本市场体系更加完善，新三板及区域性股权交易市场也将获得飞速发展的机遇。虽然新三板目前保荐收入与成本不相上下，并未给券商带来直接收益。但随着做市商制度的推出，新三板可以为券商提供全业务链的发展机会。

证券行业的对外开放打造国际化之路。 证券市场国际化是金融市场的发展趋势，其本质是国际资本跨国间的自由流动，是生产国际化和资本国际化的必然要求，也是全球经济一体化的必然结果。目前，我国的资本市场和证券行业正处在“新兴+转轨”的过程中，国际化是一个长远必然目标。证券市场国际化的意义在于将国内外投资者与筹资者联系起来，在整个世界范围内有效配置资金，为资金稀缺者引进资金，为投资场所稀缺者提供投资场所和投资对象，在促进各国经济发展的同时推进整个世界经济的繁荣。上海自贸区、前海试验田、以及正在审批中的粤港澳自贸区、天津自贸区等已经为我们打开了国际化的想象空间，其中政策落实比较确定的仍是上海自贸区和前海试验田，可以充分利用境内外资本的流动，投资境外优秀企业，将业务范围拓展至全球。

图表 26：证券行业 2014 年业绩预测

	2012A		2013A		2014E	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经纪业务	595.05	39%	803.32	42%	883.65	40%
投资银行业务	180.33	12%	131.64	7%	216.40	10%
资产管理业务	50.09	3%	75.76	4%	79.55	4%
融资融券业务	52.5	3%	184.62	10%	221.54	10%
自营业务	388.06	25%	403.11	21%	443.42	20%
其他业务	271.85	18%	322.46	17%	354.71	16%
总收入（亿元）	1537.88	100%	1920.91	100%	2199.27	100%

数据来源：Wind，华融证券整理

2、西南证券（600369）：坐镇西南边陲，展现创新实力

西部大开发和金融创新催生转型良机。 从宏观角度来看，西南证券未来的发展有两大依托：一是西部大开发和丝绸之路经济带为西部地区带来的发展机遇，有望为以西部地区为主要服务对象的西南证券提供良好的业务机会；二是证券行业创新改革的逐步推出，有望引领整个行业走向高速发展时期。

股东背景雄厚，兼具地域优势。 西南证券的大股东是重庆渝富资产管理集团有

限公司，渝富集团成立于 2004 年，是经重庆市人民政府批准组建的国有独资公司，主要经营市政府授权范围内的资产收购、处置相关产业投资、企业重组兼并顾问代理等等。而作为唯一一家注册地在重庆的证券公司，也是重庆唯一一家 A 股上市的金融机构，西南证券有望借助西部大开发和长江上游区域性金融中心建设的历史机遇，充分发挥在业务拓展、兼并扩张等方面的区域优势，全力提升综合实力，从而将地域优势发展成为自身的核心竞争力，进入加速发展的快车道。

新三板、并购重组及创新业务亮点。从业务角度来看，西南证券的业务亮点主要是新三板、并购重组以及创新业务。西南证券是首家控股股权交易中心的券商，而场外市场的发展将为其提供良好的发展机会；并购市场的客观前景也为投行业务去 IPO 化提供了补充性的业务机会；同时，西南证券通过收购西南期货、西证创新、西证股权等多家子公司，已经打造金融全产业链，未来有望迎来爆发性的增长，依托西南边陲，打造西南地区的金融航母。

我们认为接下来 3-5 年间，创新业务将推动证券行业进入高速发展期，而西南证券地处西南边陲，拥有良好的西南区域优势，在丝绸之路经济带的战略推动下，有望借此迅速发展壮大。我们预计 2014、2015、2016 年公司净利润分别为 8.23 亿元、10.38 亿元、13.29 亿元；预计 2014、2015、2016 年的 EPS 分别为 0.29、0.37、0.47（考虑 2014 年定增影响）。因此，我们对西南证券给予**强烈推荐**评级。

3、国元证券（000728）：创新表现出色，看好区域性优势

子公司创新业务表现出色。国元证券旗下共有四家全资子公司和一家联营企业。2013 年，国元创新投资业绩显著，实现营业收入 2.5 亿元，对国元证券的收入贡献率达到 12.67%。其他子公司除国元证券（香港）业绩出现下滑外，也都实现了不同幅度的增长。

看好其区域性优势。国元证券今年业绩的三大板块为经纪、自营和两融，由于两融业务基本也都依托经纪业务客户开展，因此，国元证券 2013 年主要的业绩优势依然来自于经纪业务。由于国元证券属于区域性券商，营业部集中在安徽省，具有明显的地域优势。虽然互联网金融的兴起，对其经纪业务可能造成一定的压力，但地域性优势有望在股权质押、新三板、区域性股权市场等创新领域得到良好的体现。

我们预计 2014、2015 年公司净利润分别为 7.24 亿元、8.52 亿元；预计 2014、2015 年的 EPS 分别为 0.37、0.44。因此，我们对国元证券给予**推荐**评级。

图表 27：上市券商 2014 年盈利状况预测

	各项业务收入					营业总收入	净利润
	经纪	承销保荐	资产管理	自营	其他业务		
中信证券	72.37	13.16	6.31	92.03	13.25	197.13	71.01

海通证券	47.55	8.52	11.03	48.18	33.96	149.24	69.59
广发证券	48.89	4.46	2.82	48.12	15.32	119.62	43.86
华泰证券	56.66	4.94	4.26	20.98	19.92	106.75	37.34
招商证券	43.01	2.02	2.37	27.63	10.06	85.09	30.35
光大证券	34.71	4.36	8.19	1.39	12.62	61.26	11.33
宏源证券	19.05	5.67	5.82	19.74	6.25	56.53	19.08
兴业证券	14.70	4.06	1.54	13.03	4.27	37.59	10.92
长江证券	21.81	0.90	1.12	12.19	7.36	43.39	15.58
方正证券	21.78	0.86	0.54	9.23	11.02	43.42	14.86
国元证券	13.02	0.74	0.39	8.27	5.37	27.79	7.24
国金证券	9.24	2.06	0.62	4.49	3.12	19.51	3.98
国海证券	14.02	4.33	0.48	2.65	1.87	23.34	5.26
东吴证券	12.00	0.86	0.38	7.10	3.24	23.58	5.97
东北证券	10.75	1.34	2.44	10.13	2.59	27.25	8.74
西南证券	6.89	3.11	0.81	7.47	2.37	20.65	8.23
山西证券	7.57	2.27	0.11	1.59	4.81	16.34	3.13
西部证券	9.84	0.11	0.16	2.78	3.26	16.14	4.87
太平洋	3.83	0.92	0.22	2.08	0.78	7.83	1.57

数据来源：Wind，华融证券整理

五、风险提示

创新业务的推进可能低于预期。

大盘低迷拖累券商经纪业务收入。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn