



2015年7月10日  
行业报告  
评级: 正面

分析员: 梁心敏  
电话: (852) 2147 8809  
邮件: pandoraleung@abci.com.hk

主要数据

平均 15 年预测市盈率 (倍)	10.17
平均 15 年预测市帐率 (倍)	1.47
平均 15 年预测股息收益率 (%)	2.99

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

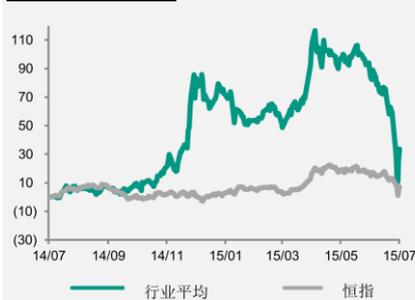
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	-27.13	-20.44
3 个月	-36.18	-27.49
6 个月	-22.30	-26.40

\*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现 (%)



来源: 彭博, 农银国际证券

# 中国证券业

## 15 年上半年业绩亮丽, 行业前景正面

**15 年上半年业绩亮丽。**根据中国证券业协会, A 股市场上市的 22 家证券公司在今年上半年的运营收入达到 1,669.24 亿元人民币, 同比增长 265.21%; 其次, 这些证券公司在同期的净利润通过同比增长 336.85%, 达到 807.74 亿元人民币。截至 2015 年 6 月底, 这 22 家证券公司的净资产达到 7,660.49 亿元人民币, 同比增长 45.47%。

**A 股保持较高的市场交易量。**上证综指在 6 月中达到 5,166 点, 比 2014 年底的水平上升 59.7%, 为年初至今最高水平。沪港通和中国实行的宽松货币政策使流动性加强和市场预期正面, 从而带动股市的上涨。A 股市场的日均交易量在 6 月达到 17,380 亿元人民币, 比 5 月的 15,490 亿元人民币上升 12.2%, 比 14 年 12 月的 7,830 亿元人民币上升 122.0%。

**资本中介业务将会成为盈利增长点。**融资融券业务维持高增长, 其业务量从 14 年 12 月底的 10,260 亿元人民币上升到 2015 年 6 月底的 20,490 亿元人民币。融资融券业务对行业收入的贡献在 202、2013、2014 年分别为 4%、12%、17%。我们预期, 该业务在今年对行业的收入贡献将会达到 20%-25% 的区间。随着金融业继续放开, 资本中介业务将会继续推动中国的证券公司收入继续增长。

**投行业务的增长将加快。**A 股市场加快了 IPO 的进程, 有更多的公司准备上市。仅在今年上半年, 一共有 193 家公司成功在 A 股市场上市并募集 1,466 亿元人民币, 比上年的全年的上市公司数目 (125 家) 和集资额 (669 亿元人民币) 有大幅的提升。此外, 目前审批制的上市机制将会过渡到注册制, 料将会加快上市审核的过程, 并在长期内对 A 股市场有促进作用。上市业务带来的投资银行业务收入在 2014 年有大幅上升。而我们预期, 该类收入在 2015 年仍将会继续上涨。

**更健康的资本水平。**中信证券 (6030 HK)、海通证券 (6837 HK)、银河证券 (6881 HK) 和中州证券 (1375 HK) 都宣布了将会在今年进行 H 股的配股。此外, 广发证券 (1776 HK)、华泰证券 (6886 HK) 都在今年完成了在港股市场上市, 这将会加强资本状况, 并减少对资本约束的压力, 并从而支持这些公司拓展资本密集型业务。

**稳定市场的措施。**中国证券业协会在 7 月 6 日宣布, 21 家证券公司以 2015 年 6 月底净资产 15% 出资, 合计不低于 1,200 亿元, 用于投资蓝筹股 ETF。此外, 上证综指在 4,500 点以下, 在 2015 年 7 月 3 日余额基础上, 证券公司自营股票盘不减持, 并择机增持。如果以上的市场稳定措施对于市场起到稳定作用, 券商将会在短期内受益。

**中国证券业展望正面。**我们对中国证券业的基本面保持正面。因此, 最近的股价下跌形成了各种入市机会。最近的股价下跌使大多数的券商 (如中信证券、海通证券、银河证券和中州证券) 目前的股价都比 52 周高位低 40%。中国证券业目前的估值水平相当于 1.47 倍的 15 年预测市盈率。而我们预测行业的 2015 年预测股本收益率为 15.35%。



风险因素: 1) 券商佣金率的继续下降; 2) A股市场交易量的波动加大; 3) 中国经济增长放缓; 4) 每股收益会因配股而稀释; 5) 如银行可以取得证券业营业牌照, 证券业竞争将会加大; 6) 中国证监会持续暂停 IPO; 7) 自营交易业务收入的高波动性。

图表一: 同业估值比较

		市值 (百万美元)	股价 (本地 货币)	市帐率 (倍)			市盈率 (倍)			股本回报率 (%)			股息率 (%)		
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
<b>H 股</b>															
中信证券-H	6030 HK Equity	50,888	23.70	1.77	1.59	1.36	12.72	10.92	9.95	13.40	13.16	14.36	2.07	2.42	2.80
海通证券-H	6837 HK Equity	35,664	15.04	1.41	1.26	1.09	9.69	8.67	7.58	14.91	14.88	14.83	2.95	3.37	3.93
中国银河证券	6881 HK Equity	10,089	8.20	1.25	1.11	0.98	8.43	7.89	6.95	16.70	14.91	14.40	3.19	3.72	4.41
中州证券	1375 HK Equity	1,748	5.15	1.71	1.54	1.50	10.93	9.30	7.77	13.87	15.27	17.30	3.76	4.56	6.67
广发证券-H	1776 HK Equity	24,770	16.82	1.40	1.25	1.12	8.98	8.59	7.94	18.37	15.15	14.37	2.82	3.19	3.08
华泰证券-H	6886 HK Equity	25,241	17.08	1.25	1.14	1.03	10.24	9.26	8.13	14.85	13.43	14.08	3.15	3.51	3.84
<b>行业平均</b>				<b>1.47</b>	<b>1.31</b>	<b>1.18</b>	<b>10.17</b>	<b>9.11</b>	<b>8.05</b>	<b>15.35</b>	<b>14.46</b>	<b>14.89</b>	<b>2.99</b>	<b>3.46</b>	<b>4.12</b>
<b>A 股</b>															
申万宏源	000166 CH Equity	37,517	15.68	n.a.	n.a.	n.a.	16.68	11.88	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
东北证券	000686 CH Equity	5,746	18.23	n.a.	n.a.	n.a.	17.70	14.94	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国元证券	000728 CH Equity	8,250	26.08	2.24	2.06	n.a.	22.60	18.82	14.63	10.87	11.33	n.a.	1.92	3.63	n.a.
国海证券	000750 CH Equity	5,797	15.58	3.12	2.78	n.a.	28.85	24.34	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
广发证券-A	000776 CH Equity	24,770	22.11	2.41	2.10	1.81	15.68	13.52	12.40	17.49	16.47	16.20	1.68	1.99	1.96
长江证券	000783 CH Equity	10,074	13.19	3.74	3.29	2.73	18.79	16.20	13.88	20.63	21.36	21.07	1.33	1.93	2.20
山西证券	002500 CH Equity	6,275	15.47	3.23	2.91	n.a.	32.57	26.44	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
西部证券	002673 CH Equity	14,722	32.70	3.68	3.27	n.a.	47.05	40.37	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中信证券-A	600030 CH Equity	50,888	27.72	2.57	2.27	1.93	17.53	15.01	13.04	15.06	15.51	15.66	1.49	1.73	1.93
国金证券	600109 CH Equity	8,076	16.58	3.89	3.27	2.82	28.34	23.55	19.74	15.31	15.35	13.47	0.93	1.18	0.97
西南证券	600369 CH Equity	8,696	19.13	2.89	2.57	2.26	21.21	17.47	11.92	14.17	16.47	15.35	1.18	1.80	1.93
海通证券-A	600837 CH Equity	35,664	22.29	2.61	2.31	2.01	17.20	14.74	13.10	15.57	16.57	16.90	1.66	1.89	2.23
中国招商证券	600999 CH Equity	24,975	26.70	3.17	2.60	2.43	18.03	16.34	16.01	16.68	16.86	16.47	1.81	1.89	2.05
太平洋证券	601099 CH Equity	6,544	11.51	3.86	3.62	n.a.	45.49	37.13	n.a.	10.20	11.00	n.a.	0.52	0.61	n.a.
兴业证券	601377 CH Equity	10,904	13.02	3.21	2.56	2.81	23.29	17.34	14.63	16.48	17.33	21.54	1.21	1.61	2.15
东吴证券	601555 CH Equity	8,371	19.25	2.78	2.48	2.57	22.28	17.34	16.81	14.84	16.71	16.98	1.30	1.66	1.87
华泰证券-A	601688 CH Equity	25,241	24.47	2.53	2.19	1.99	17.80	14.43	13.52	15.72	16.15	16.96	1.94	2.29	2.43
光大证券	601788 CH Equity	13,376	24.30	2.63	2.14	1.67	19.46	16.84	13.89	14.43	16.97	12.54	1.25	1.67	1.55
方正证券	601901 CH Equity	15,525	11.71	2.91	2.61	n.a.	24.00	18.59	n.a.	13.90	n.a.	n.a.	1.71	n.a.	n.a.
<b>行业平均</b>				<b>3.03</b>	<b>2.65</b>	<b>2.28</b>	<b>23.92</b>	<b>19.75</b>	<b>14.46</b>	<b>15.10</b>	<b>16.00</b>	<b>16.65</b>	<b>1.42</b>	<b>1.84</b>	<b>1.93</b>

来源: 彭博, 农银国际证券预测



## 权益披露

分析员，梁心敏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内就投资银行服务向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2010-2014 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其他附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司  
电话: (852) 2868 2183