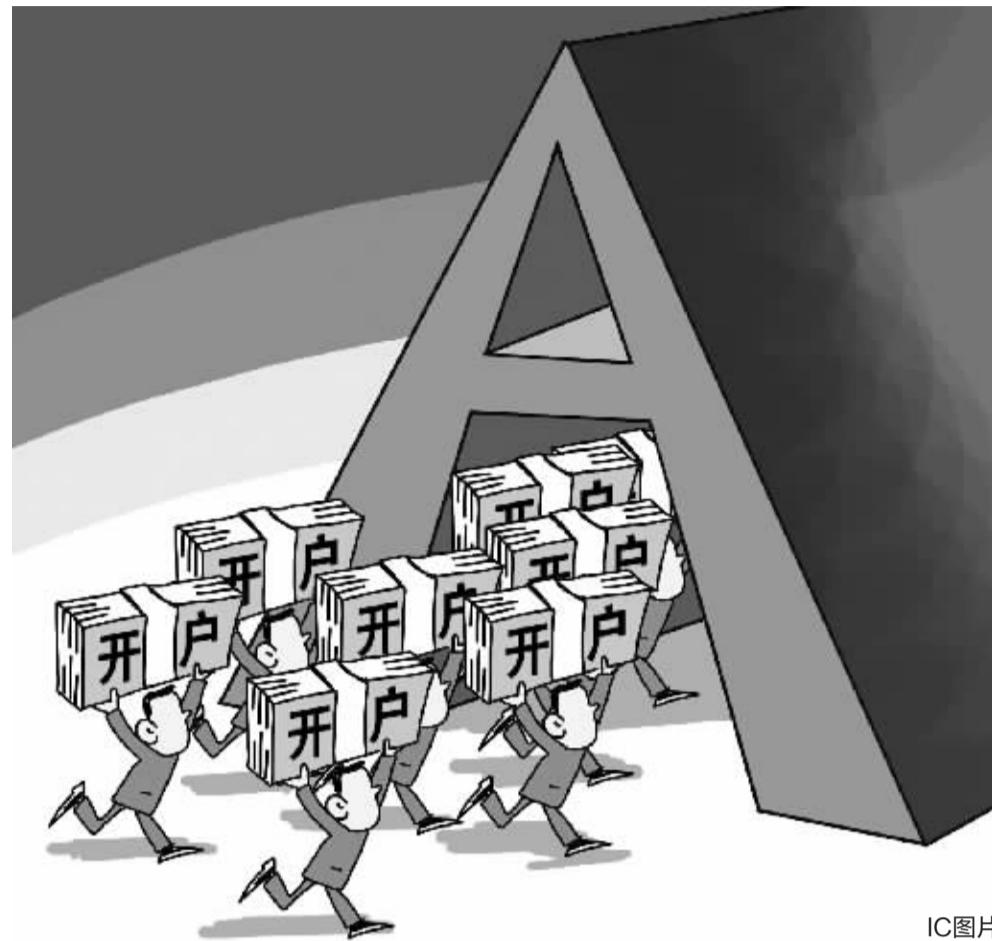


扎堆开户日进斗金 券商笑迎牛市丰收可期

□本报记者 朱茵

3日，沪深两市成交再创新高，成交额突破9000亿元。在单日成交接近万亿的资金裹挟之下，牛市中投资者首先将眼光放在了券商股身上。波澜壮阔的券商股行情是否还能继续？研究机构的观点是：牛市征途中，券商成长空间正在打开。



IC图片

开户“爆棚”类贷款业务未见天花板

“开户的号早早就放完了。”一家大型券商营业部人士告诉中国证券报记者，券商开户出自2007年以来久违的“爆棚”。该公司旗下全国多地营业部均出现排长队开户的景象，各路资金集中涌入。中国证券登记结算有限公司官网数据显示，A股新增开户数已连续6周超过20万。

3日，上证综指一度突破2800点，下午冲高回落仍收于2779点，日成交量接近5300亿元，再创历史新高；深证成指更是大涨近3%，成交3851亿元，两市成交再创新高，日成交额突破9000亿元。在牛市交易量增加的预期下，申银万国证券行业分析师何宗炎大胆预言，券商净利润大幅增加300%，市值空间还有200%。

值得关注的是券商11月份的月报即将亮相，预计净利润增速可观。来自券商综合信息显示，11月市场交易额、融资融券余额和上证单月涨幅均为今年最高，预计11月份业绩环比增长40%。今年前三季度，19家上市券商扣除非综合收益、净利润同比高增长59%和47%，预计全年盈利增速将再次上台阶。

2006年-2007年大牛市，市场日均交易额从2002年-2005年的日均交易额100亿-160亿元提升至1850亿元，并且在2007年至2013年市场日均交易额均值均在2000亿元左右，市场格局发生很大的变化。当前市场下，若市场进入真正大牛市，市场日均交易额可能将达

6000-8000亿元，融资融券余额可能达1.5万亿元以上。

当前对券商收入贡献弹性最大的仍然是经纪业务。经纪业务的盈利模式决定了当外部需求大幅增加时对净利润和收入的弹性最大。大牛市下日均交易额6000亿元的假设下，佣金收入和保证金规模均将大幅增加，同时佣金率的下滑速度也将大幅减缓，甚至由于赚钱效应，投顾的作用被放大，佣金率还有往上的可能。按此测算，经纪业务收入可能较之前大幅增加2倍。

而且，大牛市下，券商的自营业务收入也将大幅增加。有券商表示，随着投资渠道和投资品种的增多，券商的大自营业务还包括债券、直投、衍生品对冲等，预计总的收益会低于市场的涨幅，但大自营业务自身收益率比过去可能会大幅提升，预计20%总体收益率。

今年证券公司都在大力发展新三板业务，并且在新三板的做市商业务积极推广，这部分潜在的收益尚未真正体现。此外，一些大券商已完成向全能型投行的转变。

随着券商两融余额的快速增长达到8000亿之上，引起市场对融资天花板的担忧。不过，多家券商人士对记者表示，目前有很多手段增加资金来源，随着融资渠道的丰富，两融业务可以不断做大规模。券商的融资渠道拓宽，并且通过证监会融资的利率也在下降。还有很多券商通过将两融收益权转让，在银行发行产品，获得可

持续的资金来源。年底余额为1.5万亿元的假设下，年均双融规模可达1.2万亿元，由于其中4000亿元为自有资金，剩余部分为利差业务，因此总的收入可达575亿元。两融业务规模突破8000亿元，加上股权质押超过万亿元。明年预计还会翻番，预计会增加800亿元以上的净利润，而且利差大幅增加，证券公司越来越靠“类贷款”业务赚钱。

资产证券化新规近期颁布，资产证券化业务以及衍生业务将打开券商新的业务空间。一方面券商可以收取承销发行的费用，一方面可以收入转让交易的费用。而更大的一块在于随着资产支持证券基础资产规模的增加，券商基于此将发展大量衍生业务，如质押回购、衍生品对冲挂钩产品等，有望成为继双融业务和股票质押业务之后又一快速放量的资本中介业务，为券商增加杠杆提供业务空间。

申万分析师何宗炎表示，通过在大牛市下相对保守的假设，预计行业收入将达4400亿元，而由于行业税费总成本相对比较刚性，大部分均转化为净利润，预计行业净利润将达近3000亿元。上市券商的净利润比例约为56%，这样若明年为大牛市则上市券商的净利润在1700亿元左右。按照15-20倍的PE，对应市值为2.5万亿-3.5万亿元，在牛市之下，市场整体估值都会提升，可能会更加疯狂。当前上市券商总市值为1.27万亿元，按此计算还有约200%的空间。

发展空间打开 牛市驱动力转换

除了从自身利润增长的角度看券商发展前景，更多券业人士认为，未来行业发展的重要性，特别是从国外一些成熟投行的发展历程来看，牛市中券商的驱动力也在发生变化。

国泰君安证券行业分析师赵湘怀表示，在整个产业链向金融资本转移的过程中，非银金融将有非常重要的价值。券商是新经济、新金融的引擎，特别在多层次资本市场的建设方面。考察韩国的例子，韩国从1997年金融危机之后倒逼进行经济结构改革，虽然之后其GDP增长下降了一半，无风险收益率下降到4%，但却迎来了牛市，领涨的就是证券业，保险排第四位。当时很多中小企业只能靠券商在证券市场上进行融资。美国在上世纪七十年代末也遇到一样的经济转型的问题，在上世

纪70年代末推行了利率市场化、费用市场化改革。美林高盛完成转型，超越花旗等商业银行，同时美国诞生了KKR、黑石等知名PE机构。那么，中国在未来的几年也会诞生很多伟大的证券公司。2007年券商的大涨由β驱动，当时券商还是经纪业务为主，现在收入结构发生了很大变化，信用交易业务占比在30%以上，传统业务降低到30%以下。现在的券商行情是α驱动的。

值得关注的是，业内人士表示，明年《证券法》修订、证监会建立将解决客户保证金的问题。证券公司总资产只有2万多亿元，而居民财富是两百多万亿元，仅占1%。未来客户保证金有非常大的扩张机会，从现在不到2万亿元几年后会扩张到10万亿元。《证券法》大修的关键之一或许将是放开第三方托管资金，如果资金可

以不托管在银行而存在证券公司，则券商的发展将增加主动性。

监管层明确大力建设多层次资本市场，提高直接融资占比的重要性。目前直接融资比例仅40%，远低于美国的80%。券商总资产会增加到10万亿元以上，资管增加到10-15万亿元。全能型投行、精品券商、互联网券商将诞生并壮大。

何宗炎认为，按照美国证券行业占GDP的比例，中国证券行业收入的空间还有5-6倍，收入应在1.3万亿元左右，对应行业净利润在5000亿元左右。按照一个行业成熟时期的PE估值在10-15倍PE之间，则行业的市值空间在5-7万亿元。当前行业的净资产为7500亿元，上市券商整体PB为2.78倍；若行业整体上市的话，总市值为2万亿元，还有200%的增长空间。

券商股大涨 银行股或再度成为“催化剂”

随着市场中大板块大涨，带动市场交易额大涨，券商股的行情似乎还没有看到尽头。有分析师甚至认为，非银金融还没有走到“半山腰”。

由于今年上半年券商在互联网金融的冲击下，估值受到压制，不过这方面的负面影响在三季度后得到消除，部分券商的佣金率甚至环比上升，并且目前沪港通增量的预期仍旧存在。

券商人士认为，在资金涌人的前提下，市场上涨格局一旦形成，很难打破。当前市场的牛市预期在不断强化，周三市场在有色煤炭等的带动下，市场日交易额突破9000亿元创历史新高，彻底唤醒人们牛

市思维；预计2015年非大牛市下净利润仍有33%增速，当前大券商中信证券、海通证券的PB估值仅为2.1倍左右仍比较便宜，格局一旦形成很难改变，只要市场不大幅回调，大券商就会一直上涨至2.8-3倍PB水平，相对当前的估值水平还有20%以上空间；若在牛市预期之下，市场寻找新的龙头方向，一定会大涨，从而带动交易额的大幅增加，这也会为券商的上涨奠定基础。

有分析师表示，银行股的大幅发力也为券商股上涨的“催化剂”。若接下来银行股继续大涨，则大牛市的格局可能逐步形成，交易额将大幅增加，券商

在银行大涨之后可能会更加猛烈，对比2012年12月4日启动的行情正是如此。当然，若接下来银行股只是微涨或者滞涨，则此市场格局更加凸显券商股的优势，银行股回流的资金可能会重新进入券商股。

在普涨的格局下，分析师更未看好大券商以及有互联网金融概念的小券商，当前中信证券、海通证券与二线券商有20%的估值差距；与行业整体有40%的估值差距。

当然，有分析师认为，券商股经过前期的上涨，短期已累积巨大涨幅和获利盘，调整压力正在加大。

券商“掌门人”：春天已经到来

近日证券公司的年度策略会接连召开，在人头攒动的会议开场，证券公司“掌门人”对未来的行情乃至证券行业的发展充满信心。海通证券董事长王开国、国泰君安副总裁顾颉、光大证券总裁薛峰均表示，未来5-10年券商的可持续发展值得期待，行业发展春天已经到来。

海通证券董事长王开国：券业增长可持续

□本报记者 朱茵

在海通证券董事长王开国看来，股市已经进入反转并且站在中长期发展的起点上，未来券商行业的可持续发展值得看好。

告别资本市场低迷时代

他表示，这几天股市的上涨可能是多方面因素共同作用的结果。

一是宏观政策面发生了重大变化。过去10多年来，宏观经济基本面在逐步发生改变，高层多次强调要改变中国融资结构以间接融资为主的格局，积极扩大直接融资比例。这一提法说了大概有15年的时间。最近推出了一系列的改革政策措施，这些政策开始逐渐发挥作用，是一个由“量”变到“质”的过程。比如通过降息降低融资成本，通过各种措施来扩大直接融资，通过各种措施来降低间接融资比例。这是最近行情爆发的宏观经济背景。

二是从宏观和微观面看，国内投资者的资产配置偏好发生变化。过去十几年来，中国的企业家、富有人群和老百姓大宗资产配置主要是房地产。中国家庭的配置中房产大约占60%-70%，剩下是银行存款和少量的有价证券。这种状况历时十几年，但从2012年开始，中国老百姓配置资产的偏好已经发生变化，主要表现为：金融资产配置逐渐上升，特别是银行理财产品、信托产品和券商理财产品等在家庭金融资产配置中比例逐渐上升。这一轮行情也是中国老百姓财富表现形式和资产偏好上由“量”变到“质”的过程。

三是沪港通的开启。“沪港通”的政策将极大地改变中国人的投资行为及促进资本市场的变化，也就是说2600多个上市公司的股票只要几十家、不到一百家上涨，就足以使股市出现波澜壮阔的上涨。现在每天四五千亿元以上的成交量，大盘出现急速上涨，这是在沪港通的引领下中国老百姓投资和资本市场趋势发生了重大改变。正是因为这三股因素的活力，促成了当前资本市场这样一个波澜壮阔的行情。

市场行情能否持续，下一步的变化趋势是什么？王开国认为需要考虑几个重要因素：

第一、随着沪港通的推出，中国资本市场逐步与国际市场接轨，中国整个资本市场会不会并入摩根士丹利全球新兴市场指数？有研究人员估计，A股如果纳入MSCI指数，仅新兴市场指数基金配置将会带来3000多亿元的新增资金。投资者结构的变化将促使资本市场产生巨大的业态改变。

第二、未来房地产市场与地方融资平台会是什么样的演化趋势？如果房地产投资与地方融资平台得到极大的遏制，则将会有更多的财富转向证券市

场；投资者可能会抛售房地产，变现资金流向资本市场。

第三、中国经济相对全球经济是不是仍将高速增长？在中国经济对外开放、资本市场开放情况下，全球机构资金的市场配置取决于一个国家的经济增长量。过去资本市场没放开，即使中国经济快速增长也无法吸纳境外资金；在一定经济条件下，国内资本市场的波动取决于国内投资者的资金状况和投资行为；但在资本市场开放条件下，国内资本市场的波动不仅仅取决于国内投资者的资金状况、投资行为，也要从全球视野考量全球投资者的行为对中国资本市场的影响。

上述三个因素都向好的方向转换，所以行情现在确实是彻底的反转，彻底地告别了资本市场低迷的时代。

券商业绩增长可持续

王开国表示，在未来5年内券商行业具有增长的可持续性。

大牛市来了，比别人先得益；熊市来了，比别人先亏损，这是券商股的特征。他认为可以从以下几个方面来分析：一是未来中国如果推行注册制，一年内能上市公司就可能达千家，这在世界范围内是不可想象的。二是从经纪业务角度来说，尽管佣金率在下调，但是中国人参与资本市场的力度和热情前所未有，大量的人还没有参与到资本市场，国外投资者大量的还没有参与到A股市场。从二级市场的交易量来说，券商的增长也是可持续的。三是从资本市场投资角度来说，券商的投资分为一级市场投资、股票投资和固定收益各种有价证券投资，以及另类投资及各种项目投资、PE投资和产业资本投资。因为券商的资本非常雄厚，在二级市场无论是股票类还是固定收益类，还是另类投资均有很强的优势，尤其是大型券商。四是资产管理业务来看，随着市场的反转，券商资产管理规模将出现急速的上涨，资产管理又分为共同基金、财富管理和另类资产管理。这三大块券商的盈利增长是可持续的。五是资本市场的开放也给券商增添了新的客户和利润增长点。六是券商负债通道已经打开，具备了杠杆率提升的条件。现在的券商可以发行公司债、收益凭证、次级债、资本混合债、短期融资券，券商的负债渠道已经打开。最后一点，预期将来进行的《证券法》修改，券商的各项功能将得到基本完善。包括投资功能、负债功能、托管功能、交易功能等，预计券商的整个功能将会在新修改的《证券法》中得到完善。

当然，券商板块也存在风险，券商行业的波动率比任何行业都要高。因此，这是波动给量化投资者、套利投资者带来一个很好的投资平台。

光大证券总裁薛峰：券业发展空间完全打开

□本报记者 朱茵

光大证券从去年的重创中恢复增长，今年以来尤其是下半年，光大证券因其所属的光大集团重组，以及其自身的改革创新、加快发展，受到资本市场的广泛关注。作为上市公司，在A股的表现也十分抢眼。

光大证券总裁薛峰日前表示，光大的投行、资产管理、经纪业务、创新业务、研究与销售交易等都在向好。光大证券有优良的传统，眼下，中央直接推动光大集团的重组。重组后，光大集团股份有限公司作为公司控股股东和实际控制人，将对公司未来发展给予大力支持。光大证券作为集团旗下的重要上市公司，也会获得更多元的协同效应促进，释放更多的发展潜力，进入发展新阶段。这也成为光大证券有别于其他证券公司的优势。

薛峰表示，中国经济在未来不会出现系统性的风险，虽然已经下调到了个位数的增长，但是中国经济在逐步适应新平衡点上的新常态，应该相信资本市场新崛起的力量，改革会释放出红利，这些改革的实质进展应该是这轮股市发生反转的最主要的动力。

资本市场和实体经济之间的正循环在增强，投资者应该相信改革的巨大驱动力和民众的市场力量。我们正处在伟大变革时代。

毋庸讳言，证券行业的发展空间已经完全打开。行业外的约束正在消除，内在动力正在迸发，市场的需求会提供巨大推动力，今后5-8年证券行业会进入一个持续的增长期。现在面对大市场在做小行业，和银行不能比，但有信心在几年之后，保险、信托业将被证券行业甩在身后，因为证券行业的春天已经到来！

国泰君安证券副总裁顾颉：牛市回归

□本报记者 朱茵

“天气有点降温了，但是股市和债市就像阳春三月一样，上证综指创出了39个月的新高，债市的债券收益率也创出了近几年的新低。”国泰君安证券副总裁顾颉日前在策略会上表示，今年4月份，国泰君安研究所提出的预测400点已经实现了，不但实现了，还免费再送大家100多点。今年中期策略会的时候，市场还是非常低迷的。5月份左右，国泰君安提出400点的时候，短期市场有反复，面临了很多的质疑，甚至讥讽和嘲笑。但基

本上可以确认，未来可能是2007年之后的又一次牛市的回归。

他认为，今年国泰君安研究所用科学的方法抓住了最主要的矛盾，就是无风险收益率的下降将成为引导今年市场最核心的因素，当这个论点提出的时候，遭到了非常多的质疑，但这几个月市场的表现就充分证明这抓住了最核心的问题。在任何一个时点上，都可以找出一百个理由看空，也可以找出一百多个理由看多，关键你能不能从这两百个理由找出两个核心的点，这才是能够提供最有价值的信息和帮助的地方。