

中性 维持
证券业
2009 年 01 月 15 日

资本大戏促经济增长下券商持续获益

证券信托行业高级分析师：谢盐

xiey@htsec.com

021-23219436

2009 年全国证券期货监管工作会议在京召开

09 年证监会定调全年发展重点：推出创业板，推动并购重组，做好融资融券试点。1 月 14 日，2009 年全国证券期货监管工作会议在京落幕。为落实中央经济工作会议精神和“金融三十条”，服务国民经济发展全局，会议决定，2009 年和今后一个时期，证券监管将紧紧围绕“保增长、扩内需、调结构”的主线。重点做好以下几个方面的工作：第一，继续夯实市场基础，促进市场平稳运行。其中，要进一步完善大宗交易制度。第二，全面贯彻落实中央经济工作会议精神和“金融三十条”，服务国民经济发展全局。积极推动上市公司并购重组。推出创业板，服务建设创新型国家战略。大力发展公司债券市场，进一步优化投融资结构。第三，稳妥推进市场创新，有序扩大对外开放。深入推进发行制度改革。研究建立“合格投资者”制度。进一步完善代办股份转让系统。做好融资融券业务试点。第四，稳步发展期货市场，增强服务国民经济的能力。增加期货新品种，做好股指期货推出前的各项准备工作，尽快上市钢材、稻谷期货。第五，全力做好维稳和舆论引导工作，确保市场安全运行。第六，夯实市场法制基础，依法严惩违法违规违纪行为。第七，加强和改进日常监管，提高行政效能。第八，加强监管队伍建设，提高监管执行力。

创业板推出提速，对券商承销收入和手续费收入有一定推动作用：第一，目前，08 年 3 月 21 日中国证监会起草《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》已完成公开征求意见，我们估计很快正式稿会出台；第二，随着中国经济受外围经济危机影响而出现明显下滑，且中小企业因融资困难而出现较大数量的倒闭之际，从扶持中小企业发展和经济结构转型角度看，当前都十分有必要推进创业板市场建设；第三，我们预计，初期，管理层对创业板发行可能较为谨慎，首年发行数量约为 100 家左右，则融资规模将达 150 亿元左右，以后估计年份每年约 200 家左右上市融资；第四，如果创业板上市按每家融资 1-2 亿元规模，每年发行规模将在 200-300 亿元。这将为证券业带来承销收入 4.5 亿元左右；第五，目前，监管部门规定券商直投比例不能高于拟创业板上市企业股权的 7%，否则不能作为其承销保荐人。我们采用目前中信证券约 7.5% 资本金用于 PE 业务作为行业均值（截至 08 年中，全行业总净资本约 2794 亿元，直投业务年化收益率约 20% 左右），这将给我国券商每年带来 PE 业务收入约 42 亿元；第六，创业板企业回报高，流通盘小，有可能吸引大量资金炒作，尽管短期对主板资金有分流作用，但也会带来新增资金，故对券商经纪业务收入总体有正面推动作用；第七，中信等大型券商由于资本雄厚，获得 PE 资格早，项目储备较多，将获益最多。

预计 09 年证券业承销业务收入为 69.42 亿元。08 年股市的持续低迷已严重影响到 IPO 步伐，特别是 10 月份以来 IPO 基本已经停滞，这已对券商承销业务产生较大的负面影响。但是，考虑到未来央企整合下的兼并重组、OTC 等多层次市场建设、公司债市场扩容等，这些都给我国券商的承销业务带来新的发展机遇。我们假设创业板在 09 年下半年推出，则综上所述，2009-2010 年，我国券商承销费收入将分别达到 69.42 亿元和 87.73 亿元。

表 1 创业板推出后的证券业承销业务佣金收入预测（亿元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
GDP	209407.00	249530.00	273734.41	297001.83	325811.01
股票融资/GDP(%)	1.39	3.12	1.06	0.84	0.94
股票融资额	2914.75	7774.77	2904.05	2507.13	3074.93
股票承销费率(%)	1.85	1.36	1.36	1.36	1.36
债券融资/GDP(%)	0.59	0.66	0.81	0.97	1.15
债券融资额	1244.00	1646.98	2221.00	2887.30	3753.49
债券承销费率(%)	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22
融资额合计	4158.75	9421.75	5125.05	5394.43	6828.42
承销收入合计	69.19	126.14	66.71	69.42	87.73

资料来源：Wind 资讯、中国货币网、海通证券研究所

并购重组快速增加，预计 09 年证券业财务顾问业务收入为 23.52 亿元。证监会大力支持上市公司并购重组，08 年已有 171 家公司通过并购重组向上市公司注入优良资产三千余亿元。我们预计，并购重组活动的不断增加将给券商带来一定

的财务顾问业务收入，该业务毛利率水平较高，2009 - 2010 年预计可分别为券商带来 23.52 亿元和 32.93 亿元。

表 2 并购重组下证券业的财务顾问业务收入预测（亿元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
并购交易规模	8304.00	12000.00	16800.00	23520.00	32928.00
并购交易规模增长率（%）	50.00%	44.51%	40.00%	40.00%	40.00%
券商承担金额占市场份额（%）	10.00%	10.00%	17.86%	20.00%	20.00%
券商承担并购金额	830.40	1200.00	3000.00	4704.00	6585.60
券商财务顾问收入	4.15	6.00	15.00	23.52	32.93

资料来源：Wind 资讯、中国货币网、海通证券研究所

预计 09 年融资融券首批试点家数为 5 - 8 家，11 家试点券商的融资融券利差收入预计为 26.86 亿元。第一，前期参加融资融券测试的 11 家券商净资本规模都在 50 亿元以上，这反映出融资融券业务试点资格主要根据券商资本金规模决定；第二，为了尽量减小首批试点券商和后续推广试点券商之间造成的人为行政审批差异，同时扩大融资融券初期试点影响力，我们预计，首批试点家数将达 5 - 8 家左右；第三，我们假设前期行业融资融券试点规模占净资本的比例为 20%，并考虑到中国的降息预期，假设 09 年融资融券短期借贷年化利率约为 7%，则可以测算出 09 年 11 家试点券商的融资融券利差收入约 26.86 亿元。

表 3 11 家试点券商的融资融券业务利差收入预测（亿元）

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
净资本合计*	1598.62	1918.34	2493.84	3242.00	4214.59
融资融券规模/净资本规模（%）	—	20.00	20.00	20.00	20.00
融资融券规模	—	383.67	498.77	648.40	842.92
利差率（%）	—	7.00	6.00	5.00	5.00
利差收入	—	26.86	29.93	32.42	42.15

*注：11 家券商中除了银河证券采用 07 年底的净资产数据外，其他券商采用 08 上半年底的净资本数据

资料来源：Wind 资讯、中国货币网、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

谢盐：证券信托行业

重点研究上市公司：中信证券、海通证券、辽宁成大。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构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。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。