

证券行业

挑战与机遇并存

——2009 年度证券行业投资策略

研究结论

- 2009 年证券行业业绩下滑风险犹存：经纪业务手续费收入面临 08 年较高的基数可能继续下滑；自营业务方面，由于股票市场仍受宏观经济及企业赢利层面不确定性的影响，并且浮盈释放、权证创设等正面因素不复存在，自营业务收入大幅增长难度较大；投行、资产管理等与市场环境关联度较小的业务规模有限；从费用方面而言，相对于收入的高波动性而言，证券公司业务及管理费仍显得弹性不足，因此综合来看业绩仍存在下行风险。
- 相对于上一轮熊市而言，经历了综合治理的证券行业抵御市场周期的能力显著增强，出现行业性危机的可能性较小。在市场化并购机会尚未出现，而传统业务增长潜力较为有限的背景下，我们认为证券公司增长模式将由粗放的规模扩张转变到更加注重盈利渠道拓宽及业务能力提高的内延式发展。拥有良好应变能力及清晰战略布局的证券公司将能够把握资本市场改革发展过程中不断涌现的业务机会从而实现新的崛起。
- 从台湾及日本融资融券业务情况来看，虽然由于业务模式的不同，两个市场在融资融券余额及信用交易占总体交易比重方面存在一定差异，但相同点在于融资融券余额周转率均非常高。这一点对我们的启示在于，由于高周转率的特点，较少的信用资金规模能够带来相对较大的交易量，对于试点券商而言，优先开展业务将是提高经纪业务市场份额的良好机遇。
- 行业投资策略：我们认为 2009 年传统业务增长有限使证券行业仍面临业绩下滑风险的挑战，但不断出现的新业务机会也给能够把握机遇的证券公司提供了提前布局下一轮牛市的可能。站在向下一轮牛市的过渡阶段，我们认为在证券行业投资策略上应当兼顾抗风险能力以及业绩修复成长能力。从比较结果来看，我们认为中信及海通证券在上述两方面较中小券商具备较为明显的优势。
- 从我们对估值水平的历史比较来看，中信、海通等优质券商 PB 估值已回落至历史最低水平附近。随着传统业务恢复稳定及新业务逐步产生实质性贡献，优质券商 ROE 水平将稳步提升，业务多元化也将使得盈利稳定性增强。我们认为优质券商中长期投资吸引力已经显现，并给予中信及海通证券增持评级。对于行业内其他公司，我们认为投资者可以把握市场反弹带来的交易性机会进行波段操作。
- 由于证券行业收入与市场走势存在高度相关性，我们提示投资者注意盈利预测的关键假设，并关注假设可能与实际不符的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

阚路

银行与证券行业分析师

8621-63325888×6082

kanlu@orientsec.com.cn

顾军蕾

CFA 银行与证券行业首席分析师

8621-63325888×6084

gujunlei@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

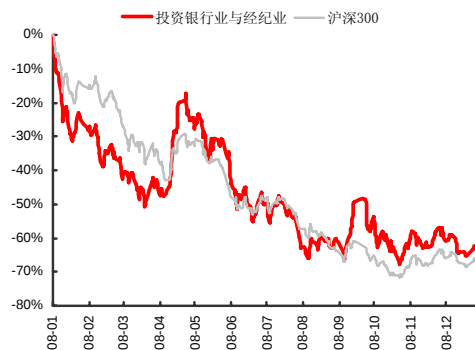
行业

证券

报告日期

2008 年 1 月 16 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-2.89

-9.48

-63.27

相对表现 (%)

-1.94

-8.35

3.22

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
中信证券	3.74	1.09	0.98	18.84	增持
海通证券	1.33	0.38	0.36	9.07	增持
宏源证券	1.39	0.36	0.31	12.63	中性
国元证券	1.56	0.36	0.32	11.44	中性
长江证券	1.41	0.46	0.36	9.20	中性
国金证券	1.32	1.47	0.72	24.47	中性
东北证券	1.92	0.68	0.56	12.77	中性

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

2009 年业绩下滑风险犹在.....	5
经纪业务：流通市值上升 VS. 换手率及佣金率下降.....	6
自营业务：亏损可能性降低，但增长空间有限	8
投行业务：有望成为业务亮点	10
资产管理业务：短期内规模和业务收入受制于市场波动	12
费用：相对于收入的大幅波动，费用具有一定刚性	14
逆境中实现新的崛起	14
行业发展基础依然健康	14
逆境中蕴藏发展机遇.....	16
投资策略	20
强大净资本实力提升安全边际	20
资产流动性高提升抗风险能力	21
经纪业务规模与盈利结构影响业绩稳定性	22
自有资金规模影响盈利潜力	23
创新能力决定未来成长空间	23
客户规模与结构.....	24
盈利预测与估值.....	25
重点公司	27

图表目录

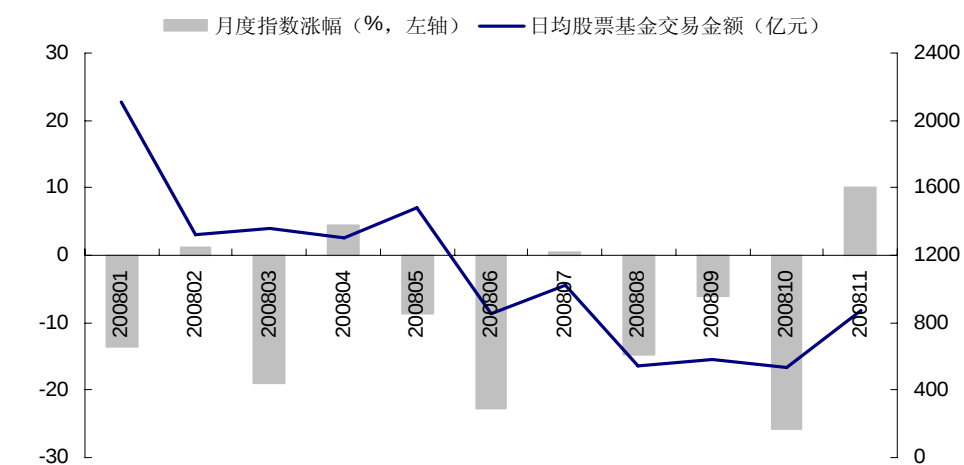
图 1：2008 年 1-11 月月度指数涨幅及日均股票基金交易金额成交情况	5
图 2：上市券商季度营业收入及净利润呈逐季下降趋势	5
图 3：2008 年上市券商营业收入变动归因分析（单位：亿元）	6
图 4：2008-2010 年限售流通股份解禁情况	6
图 5：A 股市场 1998 至 2008 年 11 月流通市值换手率	7
图 6：海外市场换手率情况	7
图 7：上市券商 2008 年前三季度与 2007 年对比	8
图 8：2008 年前三季度上市券商自营业务收入及收益率	9
图 9：2008 年中报上市券商自营业务收入结构	9
图 10：上市券商自营资产结构	10
图 11：证券承销业务规模及收入预测（单位：亿元）	11
图 12：高盛财务顾问业务收入及其占净营业收入、投资银行收入比重	12
图 13：05 年以来券商集合理财业务规模及产品数量	13
图 14：基金份额及管理资产规模变动情况	13
图 15：上市券商业务及管理费及其占营业收入比重	14
图 16：上市券商净资本规模/业务及管理费比值	15
图 17：美国投资银行信用交易利差收入及占营业收入比重	17
图 18：2007 年信用交易利差收入占美国投资银行营业收入比重达到 7%	17
图 19：日本证券行业信用交易利差收入及占营业收入比重	17
图 20：台湾融资融券交易额占比及余额周转率	18
图 21：日本融资融券交易额占比及余额周转率	18
图 22：上市券商净资本规模及净资本/净资产比重	21
图 23：2008 年三季报上市券商交易性金融资产/可供出售金融资产占净资产比重	21
图 24：2008 年中报上市券商自营股票占净资产比重	22
图 25：上市券商经纪业务规模及非经纪自营业务收入占比	22
图 26：2008 年三季报上市券商自有资金情况	23
图 27：上市券商营业部数量及 2008 年上半年部均股基权交易金额	24
图 28：上市券商 2008 年上半年基金分仓佣金及股票分仓交易量占总体股票交易量情况	24
图 29：中信证券 PE-Band 图	26
图 30：中信证券 PB-Band 图	26
图 31：中信证券业务收入结构	29
表 1：经纪业务交易量及手续费收入预测	8
表 2：2008 年企业主体债券承销市场份额	11

表 3：08 年以来并购重组业务相关政策动态.....	12
表 4：证券行业营业收入及净利润预测	14
表 5：基金、保险及社保持股占 A 股流通市值比重.....	16
表 6：证券行业新业务机会分析.....	16
表 7：2009 年融资融券业务带来经纪业务交易增量分析（亿元）	19
表 8：2009 年融资融券带来增量手续费收入分析（亿元）	19
表 9：2009 年融资融券业务带来的业务收入合计（亿元）	20
表 10：上市券商获取新业务资格能力比较	23
表 11：上市券商康风险性与业绩修复成长能力比较	25
表 12：上市券商盈利预测假设	25
表 13：上市券商盈利预测与估值.....	25
表 14：海外市场证券公司估值情况（以 2008 年 12 月 30 日收盘价）	27
表 15：中信证券 2009 年融资融券业务收入预测.....	28
表 16：中信证券 2009 年融资融券对 EPS 增厚预测	28
表 17：中信证券 2009 年 EPS 敏感性分析.....	28
表 18：海通证券 2009 年 EPS 敏感性分析.....	30
附表 1：中信证券（600030）财务报表预测与比率分析.....	31
附表 2：海通证券（600837）财务报表预测与比率分析.....	32

2009 年业绩下滑风险犹在

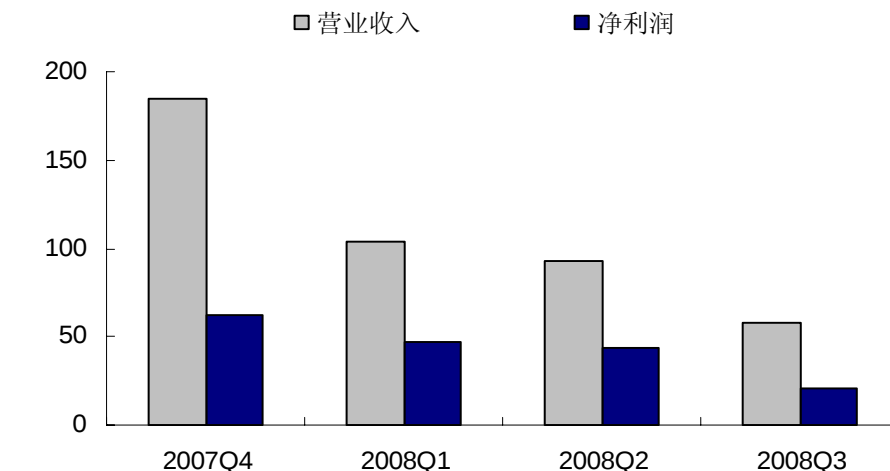
指数连续下挫以及交易量大幅缩水是 2008 年证券行业业绩下滑的主要原因。从上市券商前三季度经营情况来看，2008 年以来季度净利润环比不断下降，第三季度环比降幅达到 51%，而累计净利润也呈现同比加速下滑态势，前三季度净利润较 2007 年同期下降 48%。第四季度由于市场指数和交易量有所回升，季度业绩环比可能出现年内首次正增长，但仍难改变全年业绩大幅下滑的态势，我们预计证券行业 2008 年营业收入与净利润下滑幅度将分别达到 57%和 65%。从归因分析中可以看出，经纪和自营业务是拖累上市券商营业收入下滑的主要原因，而投行、资产管理等业务收入虽然同比有所增长，但由于规模有限难以起到平抑业绩波动的作用。

图 1：2008 年 1-11 月月度指数涨幅及日均股票基金交易金额成交情况



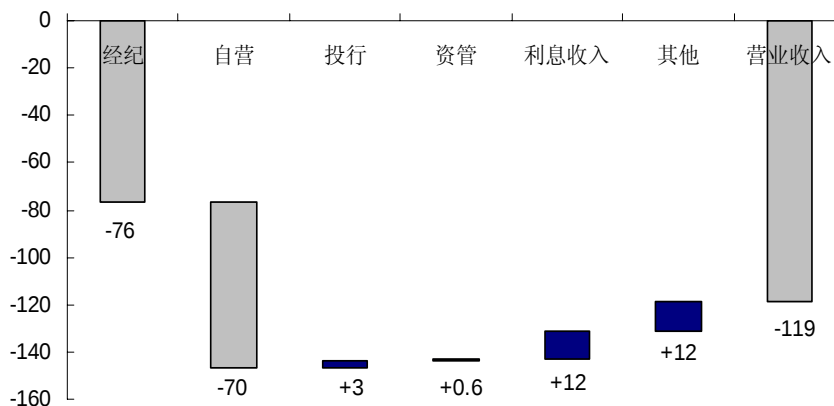
资料来源：wind

图 2：上市券商季度营业收入及净利润呈逐季下降趋势



资料来源：公司数据

图 3：2008 年上市券商营业收入变动归因分析（单位：亿元）



资料来源：公司数据

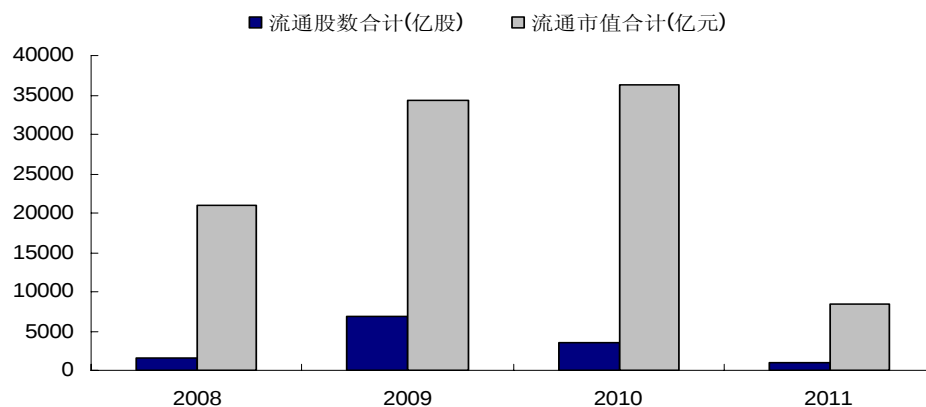
我们认为 2009 年经纪业务手续费收入面临 08 年较高的基数可能继续下滑；自营业务方面，由于股票市场仍受宏观经济及企业赢利层面不确定性的影响，并且浮盈释放、权证创设等正面因素不复存在，自营业务收入大幅增长难度较大；而投行、资产管理等与市场环境关联度较小的业务规模有限，因此综合来看行业营业收入及业绩下滑风险犹在。

经纪业务：流通市值上升 VS. 换手率及佣金率下降

经纪业务收入受流通市值、流通市值换手率以及佣金率三方面因素的影响。2008 年，上述三个因素同时下降导致了经纪业务手续费收入的大幅萎缩。

我们认为，限售股份解禁流通将为 09 年流通市值增长提供主要动力，而估值水平逐步恢复、企业 IPO 及增发也将在一定程度上促进流通市值的提升，我们预计 2009 年末 A 股流通市值将从 08 年底的 4.8 万亿增长至 9.1 万亿左右。

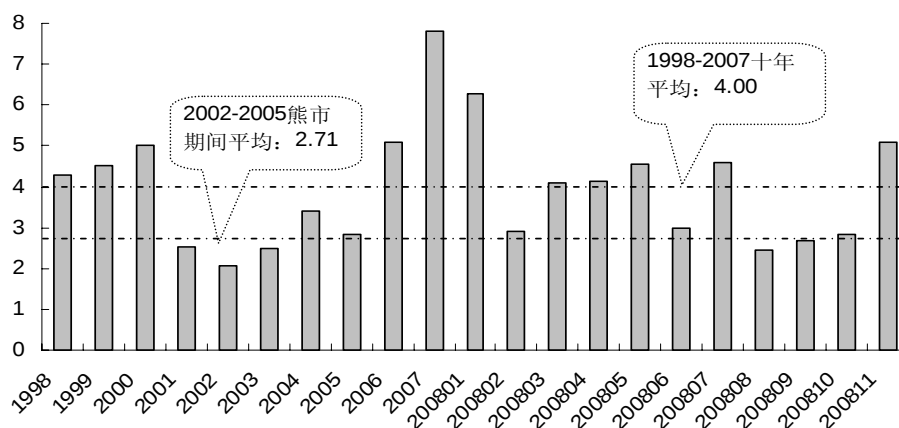
图 4：2008-2010 年限售流通股份解禁情况



资料来源：wind 注：流通市值以 08 年 12 月 15 日市场价格计算

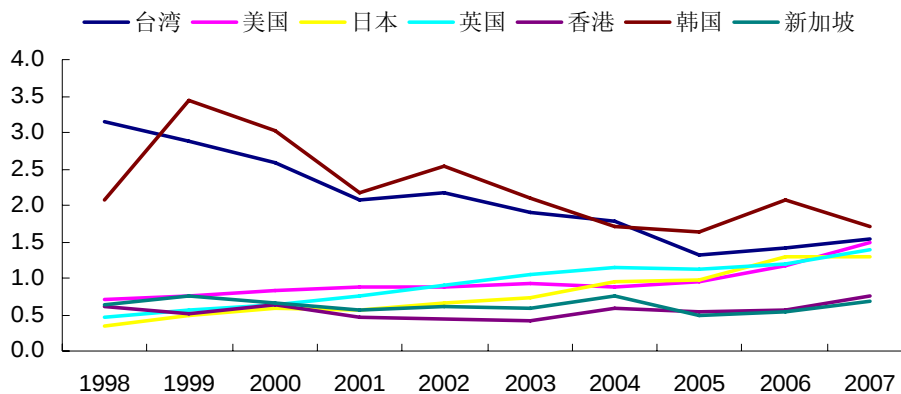
从流通市值换手率来看，2008年1月至11月平均年化换手率为3.88，较2007年7.80的水平已有较大幅度回落。我们认为，明年股票市场继续单边下跌的可能性较小，股票资产相对吸引力逐渐上升、整体较为宽裕的流动性、市场与政策博弈带来的结构性交易机会将有助于维持一定的交易需求；但另一方面大规模限售股份解禁将给流通市值换手率带来一定压力：流通市值增长的主要动力来自限售股份流通，虽然这部分股份将全部记入流通市值，但实际进入流通的比例可能较低，因此将拉低整体市场换手率。综合考虑以上原因，我们假设2009年年均流通市值换手率将回落至3倍左右，低于1998至2007年十年间4倍的平均换手率，略高于上轮熊市中平均2.71的流通市值换手率。

图5：A股市场1998至2008年11月流通市值换手率



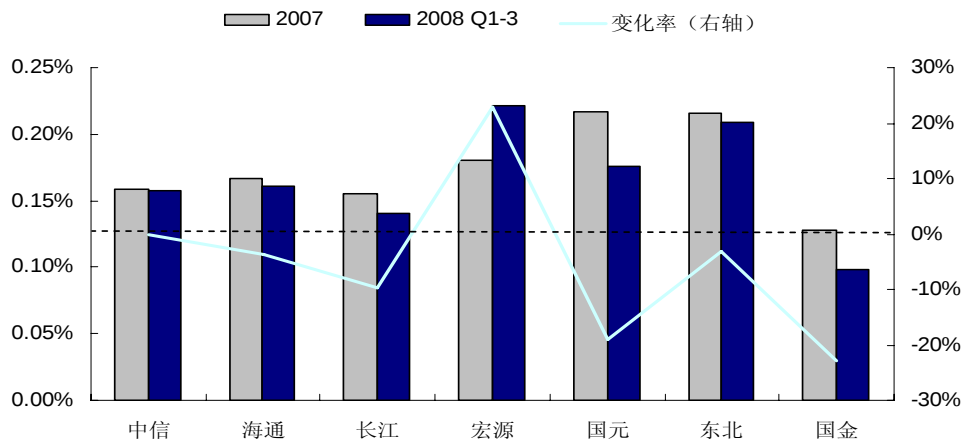
资料来源：wind 注：2008年1月至11月为年化数据

图6：海外市场换手率情况



资料来源：CEIC

从佣金率来看，上市券商2008年前三季度平均佣金率较2007年下降了近5%，随着弱市中经纪业务竞争加剧以及佣金率较低的机构投资者占比不断增加，我们预计2009年经纪业务佣金率仍可能有一定幅度下降。从各券商具体情况来看，区域垄断性较强的地区性券商以及研究能力较强的大型券商有望保持佣金率的相对稳定。

图 7：上市券商 2008 年前三季度佣金率与 2007 年对比


资料来源：公司数据

表 1：经纪业务交易量及手续费收入预测

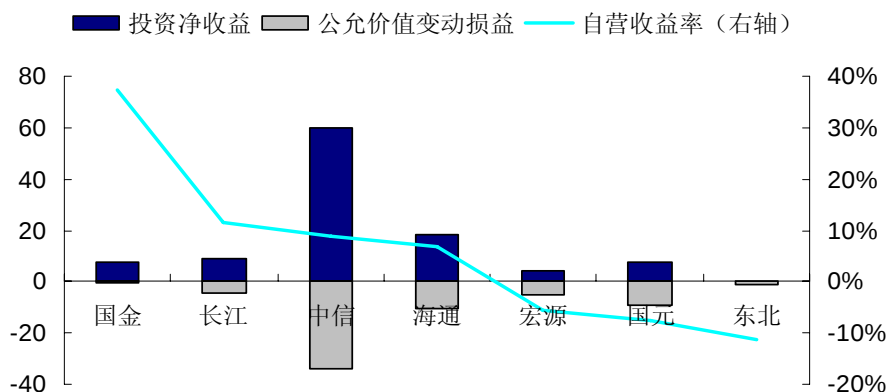
	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
期末流通市值（万亿）	9.06	4.76	9.07	14.45	17.06
平均流通市值（万亿）	5.81	6.91	6.92	11.76	15.75
流通市值换手率	8.12	3.80	3.00	2.20	1.80
股票基金成交金额（万亿）	47.16	26.25	20.75	25.87	28.35
股票基金日均成交金额（亿元）	1,949	1,085	857	1,069	1,172
佣金率	0.17%	0.16%	0.15%	0.15%	0.15%
手续费收入（亿元）	1,623	840	622	776	851

资料来源：东方证券研究所整理

自营业务：亏损可能性降低，但增长空间有限

2008 年前三季度七家上市券商实现了自营业务收入 36 亿（投资净收益与公允价值变动损益合计，不包括联营及合营企业投资收入），占当期营业收入比重为 16%，总体投资收益率达到 10%，其中四家券商实现了 6% 以上的自营业务收益率，表现远好于市场指数。

图 8：2008 年前三季度上市券商自营业务收入及收益率

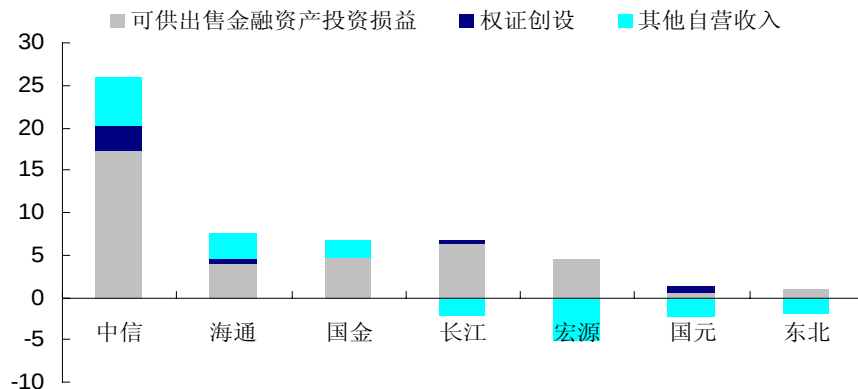


资料来源：公司数据

2008 年上市券商投资收益率大幅好于市场指数的原因主要在于：

(1) 可供出售金融资产浮盈释放以及权证创设收入增厚自营收益。截至 2008 年中报，七家上市券商可供出售金融资产投资损益与权证创设收入分别达到 38.1 亿和 5.1 亿，这两项收入占上市券商前三季度自营业务收入的比重分别达到 90%和 12%。

图 9：2008 年中报上市券商自营业务收入结构

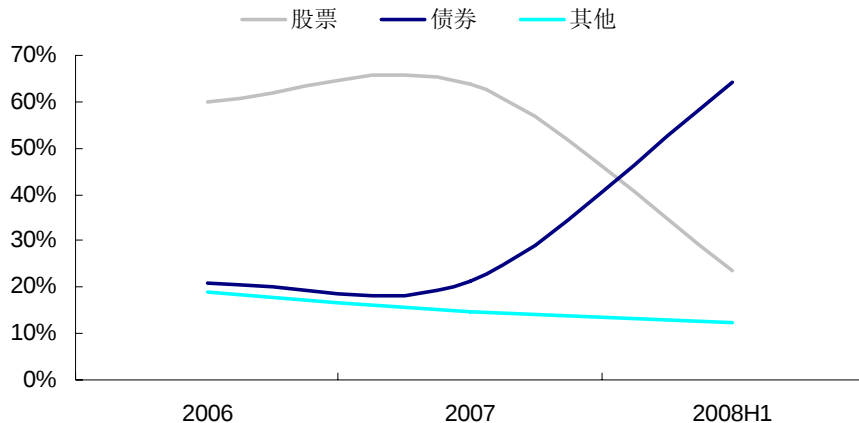


资料来源：公司数据

注：其他自营收入包括交易性金融资产出售及公允价值变动损益、衍生金融资产投资及公允价值变动损益

(2) 及时调整自营证券规模与结构，从中报来看，上市券商交易性与可供出售金融资产中股票资产占比已从年初的 64%大幅下降到 24%，而债券资产配置从 21%上升到 64%，从而避免了下半年股票市场继续大幅下跌的冲击，而享受了债券市场牛市的收益。

图 10：上市券商自营资产结构



资料来源：公司数据

2009 年，股票市场依然面临较多不确定性，在监管层号召证券公司回归中介业务的背景下，我们预计证券公司证券投资业务仍将注重稳健性，交易性金融资产与可供出售金融资产规模占净资产比重将维持在目前约 40% 的水平左右；在结构上，股票类资产相对吸引力增强，而债券投资收益率将有所下降，因此 2009 年股票配置比例可能较目前有一定提升。根据我们策略团队对 2009 年指数运行区间为 1900 点至 2400 点的判断，我们预计 2009 年证券公司自营业务收益率将在 10% 左右，2010 年后，由于股票市场好转以及直投等创新业务开始贡献利润，自营业务收益率将有一定提升。

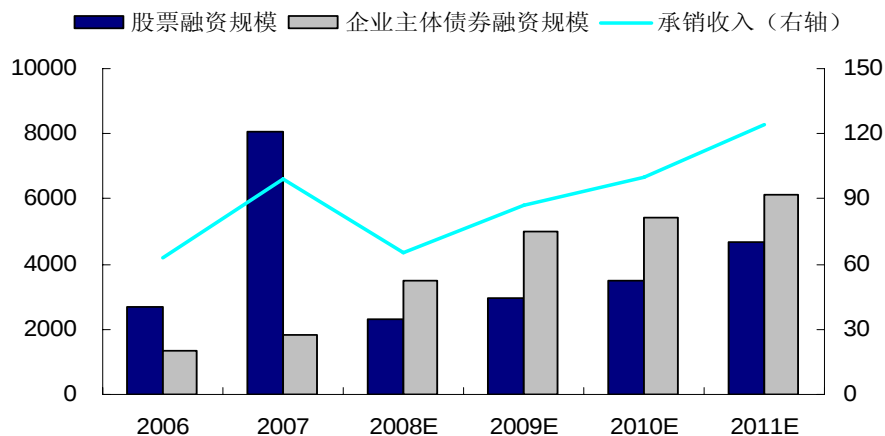
投行业务：有望成为业务亮点

受到市场环境影响，2008 年股票融资额较 2007 年大幅下滑，截至 12 月中旬的融资规模为 2326 亿元，较 2007 年全年下降近 70%，IPO 融资项目自 08 年 9 月底进入暂停状态。目前已过会未发行的 IPO 项目达到 36 个，发行股本在 150 亿股左右，预计融资额将达到 600 亿。我们认为，证券市场资金配置的基本功能不能丧失，IPO 暂停的现象必将在 2009 年得到改变，市场企稳后企业积压的融资需求可能出现一个集中释放的过程，届时股票承销领域将出现较多业务机会。

2008 年企业主体债券（包括公司债、企业债、可转债及可分离转债）融资额则达到创纪录的 3481 亿元，超过同期股票融资金额，占新增贷款规模比重也由 2007 年的 5% 大幅上升到 8.65%。我们预计明年债券融资在今年高基数的基础上仍将有一定增长：首先，经济下滑周期中，银行存在一定的惜贷情绪，而企业较大的资金压力将增加债券融资需求，部分企业也可能通过债券融资进行并购；第二，对基础设施投入的增加将带动地方政府城投债、基础设施债券如铁道债的融资需求；第三，债券市场制度建设日趋完善、低利率环境有利于降低企业债券融资成本。我们预计 2009 年企业主体债券融资额占同期新增贷款规模的比重仍将有一定幅度提升，融资规模将达到 4800 亿至 5200 亿。

企业主体债券融资业务的市场集中度较高。2008 年共有 32 家证券公司作为主承销商（或联合主承销商）参与了企业主体债券融资项目，按融资规模来看，排名第一的中信证券市场份额达到 19%，而 CR5 和 CR10 则分别高达 58% 和 75%。债券发行业务与承销商项目资源、资金实力及机构客户基础等均有较大关系，在这些方面具备优势的证券公司将是未来几年债券市场规模扩容的主要受益者。

图 11：证券承销业务规模及收入预测（单位：亿元）



资料来源：东方证券研究所

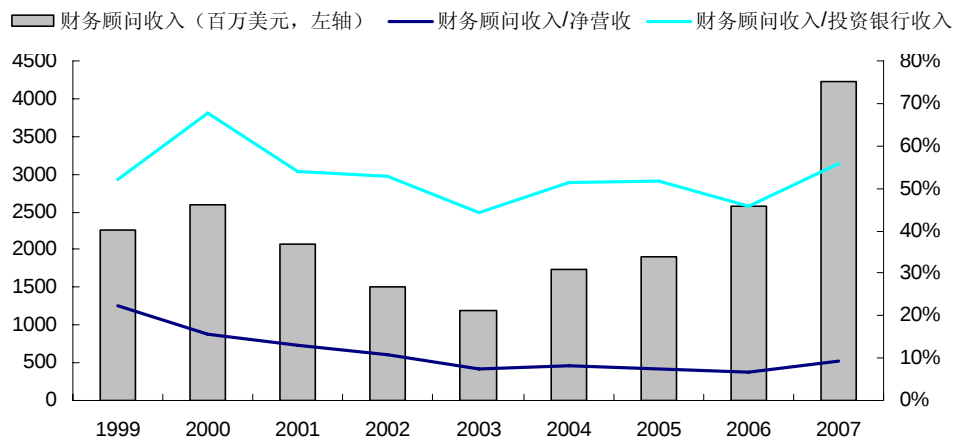
表 2：2008 年企业主体债券承销市场份额

排名	主承销商	承销金额 (亿元)	市场份额 (%)
1	中信证券	661	18.99
2	中金公司	517	14.85
3	国泰君安	370	10.62
4	中国银河	282	8.09
5	中银国际	193	5.55
6	招商证券	143	4.09
7	中信建投	138	3.98
8	国信证券	112	3.22
9	高盛高华	100	2.87
10	安信证券	83	2.39
13	光大证券	73	2.08
16	长江证券	45	1.29
23	宏源证券	19	0.55
29	海通证券	12	0.34

资料来源：wind

并购重组业务也有望成为新的投行业务增长点。并购重组是海外投行重要业务品种，美国 2007 年并购交易额达到 1.6 万亿美元，是同时期权益融资额的 7 倍。财务顾问业务收入是海外投行营业收入中非常重要的组成部分，以高盛为例，财务顾问业务收入近年来呈现明显增长趋势，远超债券承销与股票承销，占投资银行业务收入的 50%，占营业收入比重也达到 10% 左右。

图 12：高盛财务顾问业务收入及其占净营业收入、投资银行收入比重



资料来源：公司数据

中国未来产业整合的大趋势使我们有理由对财务顾问业务寄予更多期待。根据国务院国资委的部署，中央企业联合重组和资源整合将继续加快推进，到 2010 年中央企业将从目前的 143 家减少到 80—100 家，9 万亿未上市资产的重组和流动化将给证券公司财务顾问业务带来更多机会。其次，经验表明，经济下滑过程中，观望心态可能在一定时期内抑制并购活动，但随着信心逐步恢复，投资者或有实力的行业龙头将利用经济周期的底部时期对受影响而业绩下滑的企业进行并购重组。我们认为，随着政府经济刺激政策效果逐步显现，以及适度宽松的货币政策下较为充裕的流动性环境，市场化并购重组活动自 2009 年下半年起也将有较大规模的提升。第三，2008 年持续、密集的并购重组相关政策的出台，为未来的并购重组活动铺平了制度道路，扫清了技术障碍。

表 3：2008 年并购重组业务相关政策动态

日期	相关政策
4 月 16 日	证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》
5 月 21 日	深交所公布《上市公司重大资产重组财务顾问业务指引（试行）》
7 月 5 日	证监会发布《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》
12 月 1 日	尚福林在第七届中小企业融资论坛上提出“未来要重点做好四方面的工作”，排在首位的就是“推进上市公司并购重组”
12 月 9 日	银监会公布《商业银行并购贷款风险管理指引》

资料来源：东方证券研究所整理

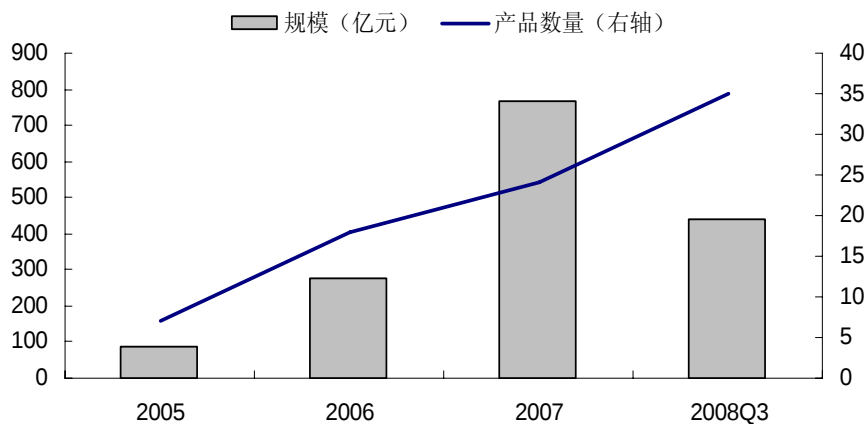
我们认为，随着债券融资规模扩大和并购重组业务机会的增加，证券公司投行收入结构将逐渐趋于多元化。债券承销和财务顾问业务收入的增长不仅将增加证券公司投行业务收入，还将减少投行业务收入对股票市场的依赖程度，拓宽证券公司低风险业务盈利渠道，对于改善证券公司传统盈利模式具有重要意义。

资产管理业务：短期内规模和业务收入受制于市场波动

2008 年集合理财计划审批速度明显加快，截至目前已成立且仍在存续期的集合理财计划为 37 个，加上尚有 10 只正处于募集期，实际上集合理财计划数量已达到 47 个，较 2007 年末的 24 只明显

增长。但规模却由 2008 年年初 770 亿左右缩减到三季度末的 438 亿，单位净值下降也意味着证券公司无法提取业绩报酬收入。长远来看，我们认为随着居民财富的增长以及理财意识的成熟，资产管理业务未来成长空间广阔。我们预计未来几年集合理财计划审批可能继续提速，并最终由审批制转变为报备制，业务及产品创新也将更多层面满足客户需求，但短期来看，业务规模及收入仍将受制于市场波动，业绩贡献仍较为有限。

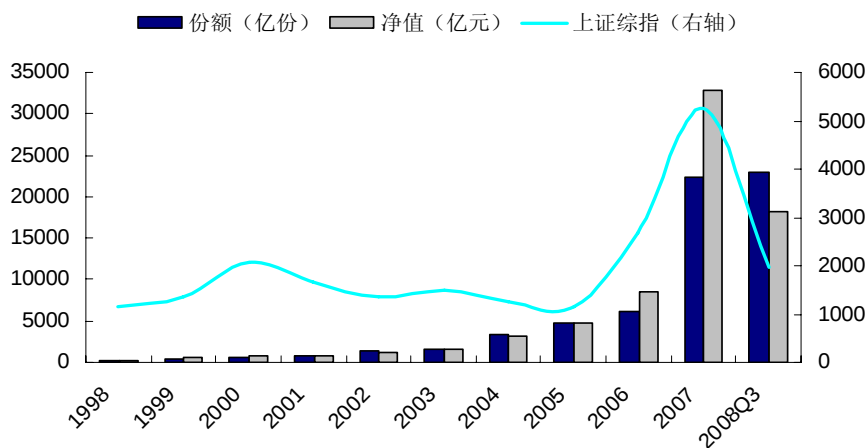
图 13：05 年以来券商集合理财业务规模及产品数量



资料来源：wind

随着市场由牛转熊，基金管理资产规模也受到影响，由 07 年底的 3.28 万亿下降 44% 至 2008 年三季度末的 1.82 万亿，虽然基金份额仍有小幅增长，但弱市中股票基金营销难度明显加大，债券及货币基金占比的增多将降低综合管理费率。我们预计，受到 2008 年初高基数效应的影响，09 年基金管理费收入可能有所下降，但由于其管理费收入性质，对于参、控股的证券公司而言，仍将是相对稳定的收入来源。

图 14：基金份额及管理资产规模变动情况

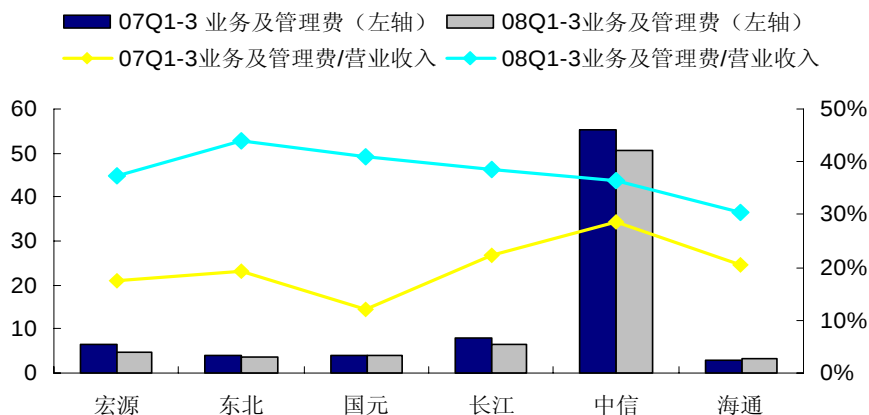


资料来源：wind

费用：相对于收入的大幅波动，费用具有一定刚性

经过 06-07 年间证券市场爆发式增长，各证券公司在员工人数及人均成本上均有了一定幅度提升。虽然员工成本中奖金等部分属于可变成本，但相对于收入的大幅波动而言，仍显得弹性不足。从上市券商的数据来看，在严峻市场环境导致营业收入大幅减少的情况下，08 年前三季度各公司营业费用绝对数额同比有一定程度压缩，但占当期营业收入比重却均有较大幅度上升，显示出较强的刚性。2009 年，“开源”对当前盈利模式下的证券行业而言难度很大，成本费用控制将成为决定业绩表现的关键因素之一。

图 15：上市券商业务及管理费及其占营业收入比重



资料来源：公司数据

综合以上分析，我们对证券行业未来几年营业收入与净利润的预测如下：

表 4：证券行业营业收入及净利润预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
经纪业务	360	1,623	840	622	776	851
自营业务	169	890	88	153	241	353
投行业务	63	99	65	87	100	124
资管业务	-5	40	12	16	19	22
其他	117	184	221	210	231	254
收入合计	704	2,836	1,226	1,089	1,367	1,604
净利润	253	1,307	460	400	533	602
净资产	1,041	3,443	3,477	3,825	4,208	4,628
ROE	24%	38%	13%	10%	13%	13%

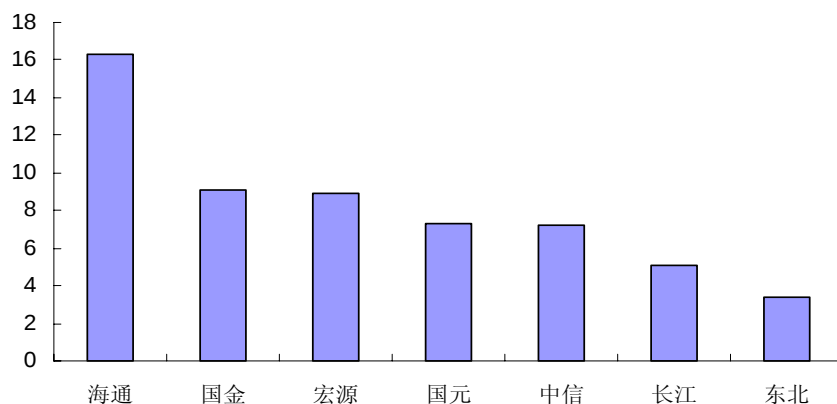
资料来源：东方证券研究所整理

逆境中实现新的崛起

行业发展基础依然健康

首先，与上轮熊市相比，证券公司抗风险能力已大幅增强。2004 至 2007 年间为期三年的证券公司综合治理活动对证券行业进行了全面的整顿和规范：处置了 31 家高风险券商，建立第三方存管制度杜绝了证券公司挪用客户资金的风险，纠正了保本保底委托理财等违法违规行为，帐外经营全部清理或纳入账内反映，并建立了以净资本为核心的监管体系。2006-2007 年，证券市场爆发式增长使得证券行业盈利能力大幅上升，证券公司资金实力在此期间也得到进一步增强。截至 2008 年 9 月底，全行业 106 家证券公司净资本达到 3142 亿元，净资产 3500 亿元，较 2004 年末分别增长 593% 和 423%。与上一轮熊市期间相比，现阶段行业发展是建立在更加完善的制度环境、更加规范的业务经营以及更强的抗风险能力的基础上，尤其是部分优质券商，已在业务结构多元化方面取得一定进展，从而具备了更稳定的持续经营能力。我们计算了净资本与业务与管理费用比值这一指标，表示在极端假设营业收入为零的条件下，现有资本能够支撑公司生存多久，并以 2008 年中报的净资本和 06、07 年的业务与管理费均值来计算。从计算结果我们看到，除东北证券外上市券商净资本与业务管理费比值都达到了 5 倍以上，从这个角度来说，目前证券公司抵御熊市风险的能力整体较好。

图 16：上市券商净资本规模/业务及管理费比值



资料来源：公司数据 注：宏源、长江证券未在 2008 年中报中披露净资本数据，采取 2007 年数据

第二，与海外投行相比，中国证券行业目前的杠杆化率处于很低水平。由于监管较为宽松，次贷危机爆发前的 2007 年美国四大投行的杠杆率普遍达到 30 倍左右，日本和韩国证券公司的杠杆率也在 5-10 倍，而中信证券近年来的杠杆率（扣除不能运用的客户保证金）均在 1 倍以下。我们认为，次贷危机教训在前，再加上目前低风险盈利渠道有限，中期内监管层对证券公司杠杆化或仍将采取谨慎的态度，虽然一定程度上损失了资金使用效率，但客观上也是对风险管理水平较低的我国证券行业的一种保护。

第三，近年来以基金为代表的机构投资者得到迅速发展，目前，我国证券市场机构投资者已经形成了以基金公司、保险公司、社保基金、QFII、信托公司、财务公司和企业法人等为主的多元化格局。随着机构投资者力量不断发展壮大，以散户为主的投资者结构得到一定程度改善。2007 年底，基金公司、保险公司以及社保基金投资于股票市场的市值合计达到 2.81 万亿，占 A 股市场流通市值的 31%，较 2005 年底 2200 亿的规模增长近 12 倍。我们认为，与上一轮熊市相比，机构投资者相对个人投资者而言较为稳定的投资需求在一定程度上提升了交易量的安全边际。而随着投资者的不断发展和成熟，A 股市场将真正进入机构投资者的时代，更为稳定的市场环境将有利于证券公司持续经营。

表 5：基金、保险及社保持股占 A 股流通市值比重

	2003	2004	2005	2006	2007
基金	1,148	1,717	1,861	5,056	24,827
保险	N.A.	N.A.	113	624	2,292
社保	67	188	232	1,119	935
合计	1,216	1,905	2,206	6,800	28,054
A 股流通市值	11,838	10,698	9,745	23,479	90,393
合计/A 股流通市值	10.27%	17.81%	22.64%	28.96%	31.04%

资料来源：东方证券研究所整理

逆境中蕴藏发展机遇

证券市场牛熊周期决定了证券行业的强波动性。回顾上一轮熊市，由于行业性危机的全面爆发，部分经营稳健的券商抓住机遇通过托管收购以较低的成本扩大了经营规模，并在随后到来的牛市中取得了最大化收益。而对目前阶段而言，由于行业性危机出现的可能性不大，市场化并购机会尚未出现，而传统业务增长潜力也较为有限，我们认为证券公司增长模式将由粗放的规模扩张转变到更加注重盈利渠道拓宽及业务能力提高的内延式发展。尽管面临宏观经济及企业赢利不确定性等不利因素，但我国资本市场面临发展壮大难得的战略机遇期，对身处其中的证券公司而言，监管环境与市场环境的发展变化决定这将是一个大有可为的时代，并不会因一时的波动而改变：一方面，资本市场改革变化使得行业新业务机会不断涌现；另一方面，综合治理后，行业监管重心从清理整顿为主向规范与发展并举转变，也有利于行业产品与制度创新。

表 6：证券行业新业务机会分析

产品或制度创新	业绩贡献	受益券商条件
企业主体债券发行	债券承销收入	项目资源丰富、资金实力雄厚、机构客户基础较强
并购重组业务	财务顾问业务收入	项目资源丰富
融资融券	利差收入和经纪业务手续费增量收入	资金实力雄厚、优先获取业务资格能力
股指期货	手续费收入贡献	控股期货公司、广泛的客户基础
资产管理业务报备制	扩大资产管理规模、增加管理费收入	投资能力强、历史业绩好、广泛的客户基础
直投业务	增加投资收益	资金实力雄厚、投行业务实力强
创业板	增加承销收入，并将对直投业务发展形成有效促进	项目资源丰富、保荐人数量充足、具备直投业务资格

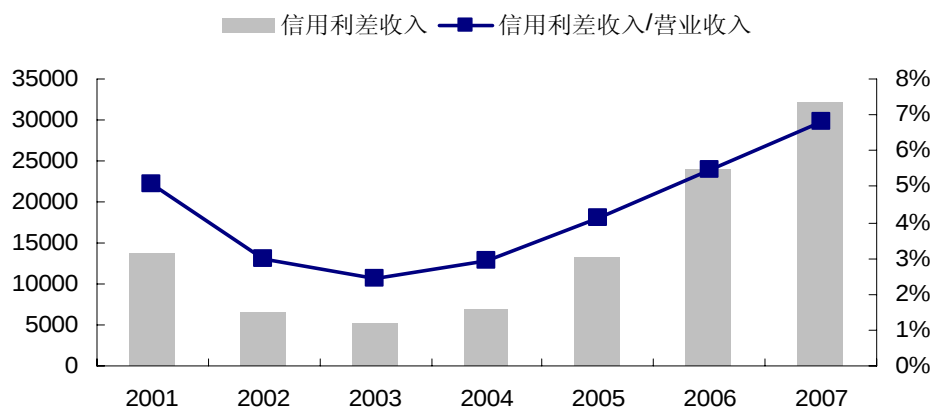
资料来源：东方证券研究所整理

上述产品或制度创新中，企业主体债券发行和并购重组业务我们已在上文中有过分析，在此进一步对其他创新业务中 2009 年推出可能性最大的融资融券业务进行分析。

融资融券业务对证券公司盈利的直接贡献首先来自于信用交易的利息收入；其次，根据国外市场经验，融资融券业务将带动市场成交的活跃和经纪业务总量的提升，增加券商手续费收入。

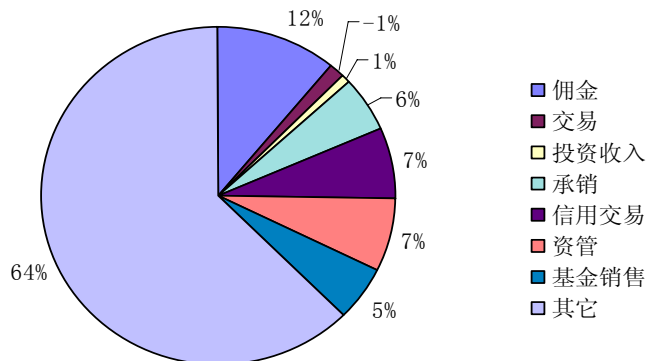
从美国证券行业数据来看，自 2001 年至 2007 年，美国证券行业信用交易利差收入（Margin Interest）占营业收入比重在 3%-7% 左右。2007 年美国投行在交易、投资及承销等业务方面均受到金融市场环境动荡的较大影响，在此背景下，信用交易利差收入占营业收入比重达到 7%，成为佣金、资产管理以外的第三大业务收入来源。而由于转融通机制的市场化程度低于美国，日本证券行业的融资融券利差收入占营业收入的比重在 1.5% 至 3% 之间。

图 17：美国投资银行信用交易利差收入及占营业收入比重



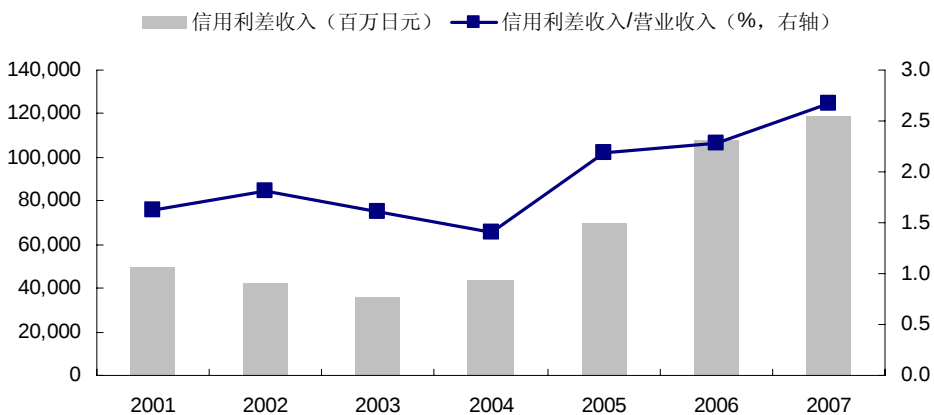
资料来源：SIFMA

图 18：2007 年信用交易利差收入占美国投资银行营业收入比重达到 7%



资料来源：SIFMA

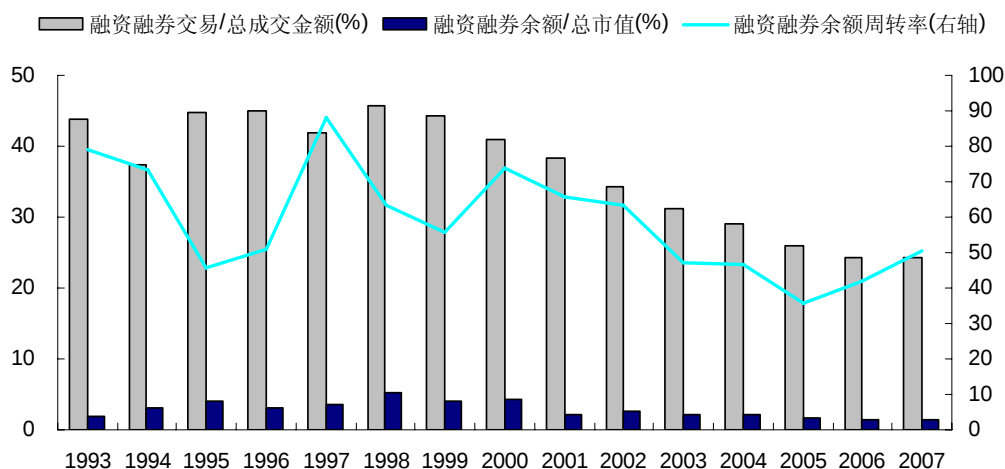
图 19：日本证券行业信用交易利差收入及占营业收入比重



资料来源：东京证券交易所

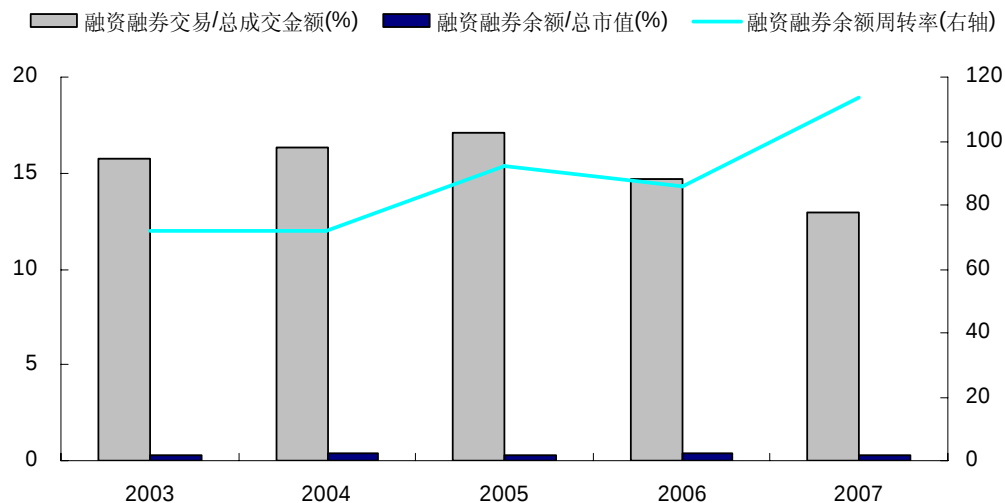
从台湾和日本市场来看,由于资金周转率较高,融资融券业务放大市场成交量的杠杆效应较为显著。1993 年以来台湾市场融资融券余额规模占总市值的规模基本在 5%以下,而融资融券交易规模占市场总交易规模的比例却远高于此,在 1998 年曾达到 46%的峰值,近年来稳定在 25%左右。融资融券余额的年周转率在 40 至 70 之间,而同时期市场整体换手率(双边)仅为 3 倍至 5 倍左右。日本市场融资融券余额占总市值的比重较低,从 2003 年至 2007 年的数据来看,仅在 0.3%-0.4%左右,但融资融券交易占总成交金额的比重仍达到 15%左右,融资融券余额年周转率高于台湾市场达到 70 至 120,而同期市场整体换手率(双边)仅为 2 倍左右。

图 20: 台湾融资融券交易额占比及余额周转率



资料来源: 台湾证期局

图 21: 日本融资融券交易额占比及余额周转率



资料来源: 东京证券交易所

虽然由于转融通机制等业务模式的差异,台湾与日本市场在融资融券余额及信用交易占总体交易比重方面存在一定差异,但相同点在于融资融券余额周转率均非常高。我们认为,融资融券余额周转率高的原因主要在于以下两点:首先,融资融券交易参与者以个人投资者为主,其二,由于杠杆化

放大了投资风险与收益,因此参与者可能倾向于采取高换手率的短线交易策略以锁定投资收益及风险。我们认为,由于高周转率的特点,较少的信用资金规模能够带来相对较大的交易量,尤其对于试点券商而言,优先开展业务将是提高经纪业务市场份额的良好机遇。

我们对 2009 年融资融券业务可能给行业带来的利差和经纪业务增量收入进行了预测。假设行业净资本排名前十的公司可以获得业务试点资格,在最乐观的情况下,假设相关券商以净资本的 50% 投入融资融券业务,则业务规模可达 778 亿左右,占总市值的比重在 0.5% 左右;若以净资本的 10% 进行参与,则业务规模约 156 亿,占总市值比重为 0.1%。我们以参与规模占净资本比重及融资融券余额周转率为变量对融资融券业务可能带来的交易增量进行了敏感性分析:

表 7: 2009 年融资融券业务信用交易量分析 (亿元)

		融资融券业务占净资本比重				
		10%	20%	30%	40%	50%
融资融券 周转率	10	1,557	3,114	4,671	6,228	7,785
	20	3,114	6,228	9,342	12,456	15,570
	30	4,671	9,342	14,013	18,684	23,354
	40	6,228	12,456	18,684	24,911	31,139
	50	7,785	15,570	23,354	31,139	38,924

资料来源: 东方证券研究所整理

从我们的测算来看, 2009 年融资融券业务交易量在 0.16 万亿至 3.89 万亿之间, 根据我们对 2009 年市场股票基金交易金额预测, 融资融券成交金额占市场总体成交金额比重在 0.75% 至 9.4% 之间。我们按照 0.15% 的佣金率计算行业经纪业务手续费收入增量如下表:

表 8: 2009 年融资融券带来增量手续费收入分析 (亿元)

		融资融券业务占净资本比重				
		10%	20%	30%	40%	50%
融资融券 周转率	10	2.34	4.67	7.01	9.34	11.68
	20	4.67	9.34	14.01	18.68	23.35
	30	7.01	14.01	21.02	28.03	35.03
	40	9.34	18.68	28.03	37.37	46.71
	50	11.68	23.35	35.03	46.71	58.39

资料来源: 东方证券研究所整理

在此基础上, 我们假设融资融券利息率为 8%, 自有资金机会成本在 2% 左右, 由此计算融资融券业务带来的经纪业务手续费增量与利差收入合计在 12 亿至 105 亿之间, 按照我们对行业营业收入的预测, 融资融券业务对行业收入的贡献在 1.1%-9.7% 之间。在保守情景下, 融资融券业务对行业整体收入贡献有限, 但考虑到业务收入主要由数家试点券商分享, 因此对具体公司的影响将大于对行业整体的影响。

表 9：2009 年融资融券业务带来的业务收入合计（亿元）

		融资融券业务占净资本比重				
		10%	20%	30%	40%	50%
融资融券 周转率	10	11.68	23.35	35.03	46.71	58.39
	20	14.01	28.03	42.04	56.05	70.06
	30	16.35	32.70	49.04	65.39	81.74
	40	18.68	37.37	56.05	74.73	93.42
	50	21.02	42.04	63.06	84.08	105.10

资料来源：东方证券研究所整理

创新业务的开展一方面将有利于拓展证券行业业务种类和收入来源，改善盈利模式；另一方面由于业务创新只能经过资格审批和方案审批才能合法推进，大多数的利润空间只能由资金实力雄厚、风险管理能力强的优质券商独断享有，我们认为未来创新业务的利润将进一步向具有融资渠道、创新能力和良好风险管理能力的券商集中，行业分化将进一步加剧。拥有良好应变能力及清晰战略布局的证券公司将能够把握资本市场改革发展过程中不断涌现的业务机会从而实现新的崛起。

投资策略

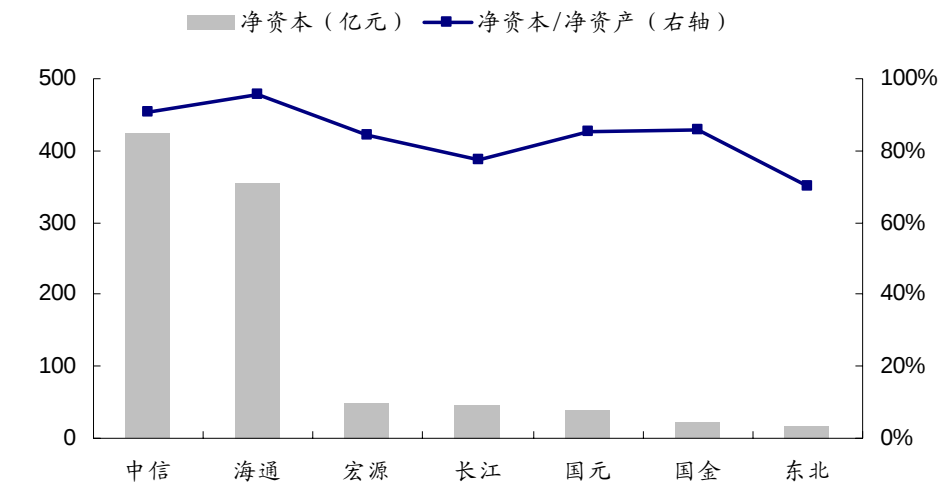
我们认为 2009 年传统业务增长有限使证券行业仍面临业绩下滑风险的挑战，但不断出现的新业务机会也给能够把握机遇的证券公司提供了提前布局下一轮牛市的可能。站在向下一轮牛市的过渡阶段，我们认为在证券行业投资策略上应当兼顾抗风险能力以及业绩修复成长能力。

我们主要从净资本实力、资产流动性以及业务结构等几方面来评价证券公司抗风险能力，并从获取新业务资格能力、自有资金规模、客户基础与结构等几个方面来衡量证券公司业绩修复成长能力。

强大净资本实力提升安全边际

净资本实力反映公司抵御周期能力的强弱，是衡量证券公司资产安全性的核心指标。中信、海通证券 2007 年较好抓住时机进行增发，截至 2008 年中期，净资本规模分别达到 424 亿和 357 亿，净资本实力远超其他中小券商。在净资本/净资产指标方面，海通及中信证券的净资本/净资产比重均达到 90%以上。在当前以净资本为核心的监管体系下，强大的净资本实力不仅使得中信、海通证券在安全性上超越其他中小券商，并且也将为公司未来开拓创新业务领域奠定基础。

图 22：上市券商净资本规模及净资本/净资产比重



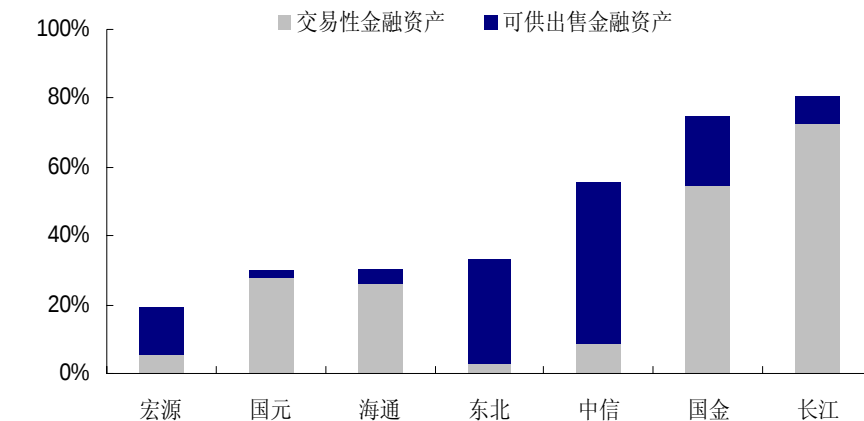
资料来源：公司数据

注：宏源、长江、光大证券采取 2007 年数据

资产流动性高提升抗风险能力

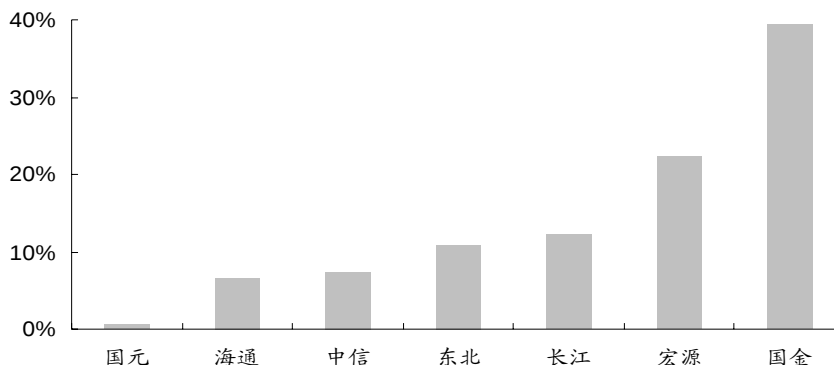
2008 年市场大幅下跌使证券公司业绩高波动性显露无遗，能否在投资策略中保持稳健、较好控制投资风险是上市公司业绩分化的重要原因之一。而从长期来看，能在波动市场中给投资者带来稳定回报的证券公司必定是具备较好稳健性的公司，即能够基于较强的风险控制能力，及时调整证券投资规模和结构，保持充足的流动性，而这又将进一步提升公司的风险承受能力。我们通过自营资产（交易性金融资产及可供出售金融资产）占净资产比重、自营股票（交易性金融资产及可供出售金融资产中股票资产规模之和）占净资产比重来衡量上市券商资产流动性。

图 23：2008 年三季报上市券商交易性金融资产/可供出售金融资产占净资产比重



资料来源：公司数据

图 24：2008 年中报上市券商自营股票占净资产比重



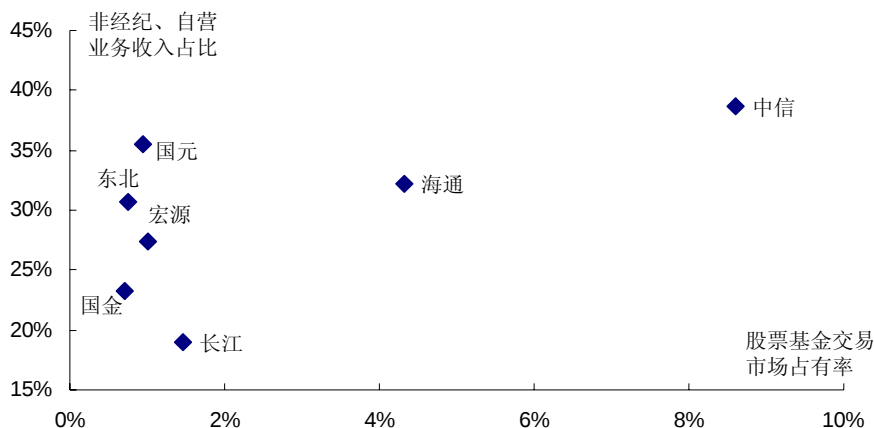
资料来源：公司数据

从三季报来看，宏源、国元、海通及东北证券自营资产占净资产比重在 35%以下。而从中报中自营证券结构来看，国元、海通和中信证券的自营股票占净资产的比重则小于 10%。考虑到第三季度自营资产增加主要为固定收益头寸的增加，我们认为国元、海通及中信证券的资产流动性较高，体现出震荡市场中较好的稳健性，这将相应提升其未来抵御市场波动的风险承受能力。

经纪业务规模与盈利结构影响业绩稳定性

在当前盈利模式下，证券行业营业收入主要依赖经纪业务与自营业务。相对于自营业务在不同市场周期中的“双刃剑”效应，经纪业务手续费收入对证券公司而言是首要且相对稳定的收入来源。因此经纪业务市场份额在很大程度上决定了证券公司能否获得一定规模的稳定的现金流。另一方面，投行、资产管理、利息收入等业务收入受市场环境的影响小于经纪与自营业务，如果在业务结构中占比较高将有助于降低市场波动对盈利的影响。因此，我们认为，具有经纪业务规模优势同时业务结构更为多元化的证券公司业绩稳定性更强。

图 25：上市券商经纪业务规模及非经纪自营业务收入占比



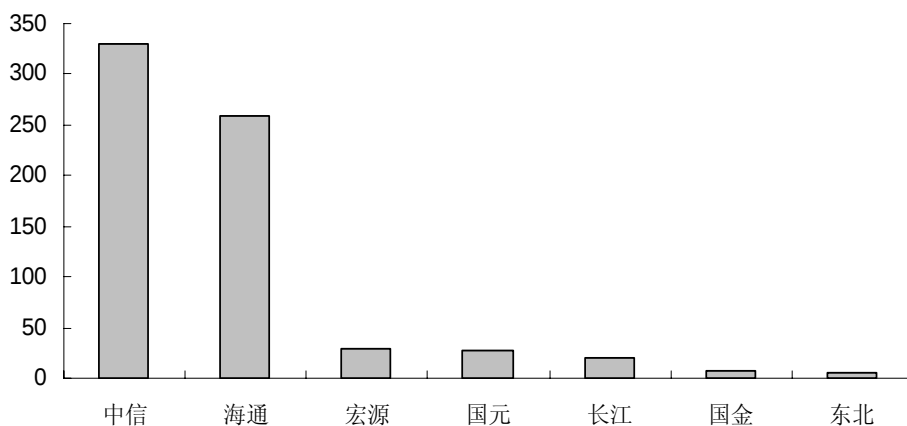
资料来源：公司数据 自营业务收入中未包含对联营及合营企业投资收益

从上图可以看出，中信及海通证券经纪业务规模效应较其它中小券商具备较明显的优势，而从 2008 年前三季度营业收入结构来看，中信证券非经纪自营业务收入占比达到近 40%，显示出较为多元化的盈利模式，综合来看，我们认为中信证券业绩稳定性好于其它上市券商。

自有资金规模影响盈利潜力

从 2008 年三季报情况来看，中信及海通证券的自有资金规模（包括自有货币资金、自有结算备付金及买入返售金融资产）均达到 300 亿以上，远远超出其他中小券商。在以净资本为核心的监管体系下，各项业务尤其是创新业务资格与规模将直接与资本实力挂钩，证券公司只有在满足资本金规模、具备一定资金实力的前提下才可能获取新业务的开展资格，并且业务规模也受资本金规模的限制。而在新修订的净资本计算方法中，证监会对净资本计算仍采取了较为保守的政策，对创新业务、高风险业务的扣减比例相当严格，例如直投业务需 100%扣减资本金，资金实力对券商业务规模的制约已日渐显现。创新机会和业务利润将进一步向资金实力雄厚、有融资渠道的证券公司集中，从而逐步加剧行业分化。此外，强大的资金实力也有助于证券公司未来寻求并购机会做大做强。

图 26：2008 年三季报上市券商自有资金情况



资料来源：公司数据

创新能力决定未来成长空间

创新是金融机构获取超额利润的动力之源，但由于金融创新容易被复制，大量后来者将使得产品利润率不断降低，因此在成熟市场，往往只有具备强大创新能力的投资银行才能享有金融产品初创期较为丰厚的超额利润。我国监管层目前对证券公司创新仍采取较为严格的审批态度，业务规模也与净资本规模挂钩，因此当前阶段我国证券公司的创新能力主要还是体现在能否凭借强大的资本金实力、良好的风控水平优先获得创新业务的开展资格以及扩大业务规模上，而随着由市场主体主导的创新体系逐步建立，金融产品研发创新能力将真正成为证券公司竞争力的关键因素。

表 10：上市券商获取新业务资格能力比较

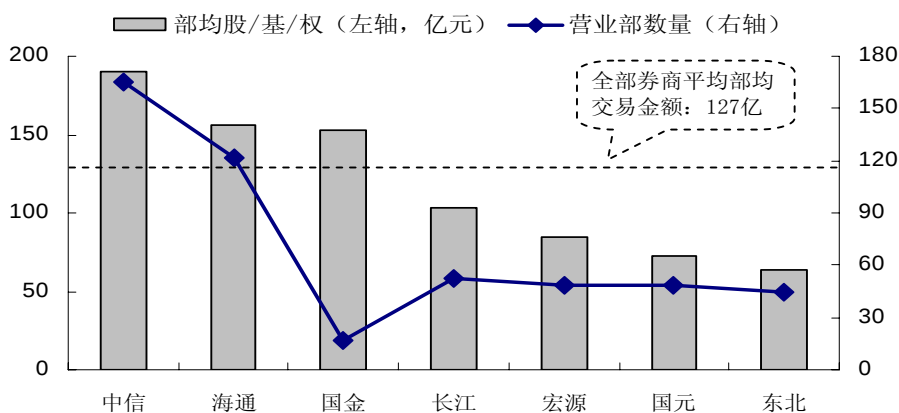
	净资本（亿元）	是否创新类	是否 A 类券商
中信	424	是	是
海通	357	是	是
宏源	49	是	是
长江	46	是	否
国元	40	是	是
国金	22	否	是
东北	17	否	否

资料来源：东方证券研究所整理

客户规模与结构

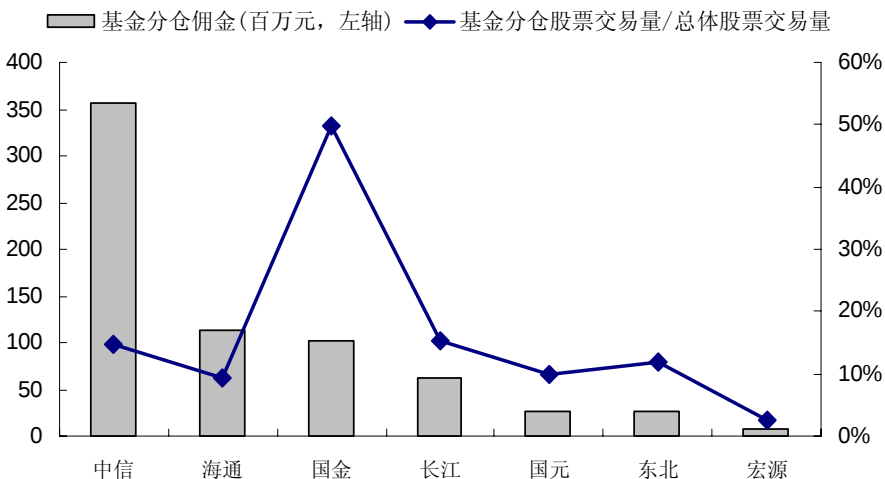
我们认为，未来几年创新业务发展将使得行业基本面产生较大变化。盈利渠道的拓宽尤其是中介业务、增值服务类业务品种的增加将为证券公司逐步向综合金融服务商转变创造有利条件。而在此过程中，各公司客户规模及结构将成为重要的影响因素。我们从营业部数量、经纪业务部均交易金额以及基金客户佣金分仓情况来衡量上市券商客户规模及结构。营业部数量是证券公司网络规模的基础，虽然目前新设营业部已经重新开闸，但考虑到对相关券商资格的要求，证券公司在网络扩张方面基本将呈现强者愈强的态势。部均交易金额与基金分仓交易状况则有助于我们了解证券公司客户结构：部均交易金额高、基金分仓交易占比高在一定程度上说明客户结构中中高端个人客户、机构客户的占比较高。我们认为，客户规模与结构对证券公司盈利成长的影响体现在以下方面：中高端客户占比高的客户结构将带来更多增值服务需求；在机构投资者实力不断壮大的背景下，机构客户占比高的客户结构将有利于证券经纪、承销保荐等业务发展；规模化的网络和客户群体将提升基金销售、理财计划发行规模，促进资产管理等业务发展，从而促进营业部从传统的服务通道向服务通道与销售终端双重职能转变，扩大收入来源。

图 27：上市券商营业部数量及 2008 年上半年部均股基权交易金额



资料来源：wind

图 28：上市券商 2008 年上半年基金分仓佣金及股票分仓交易量占总体股票交易量情况



资料来源：wind

中信及海通在营业部数量上具备明显优势，中信、海通及国金证券部均交易量处于上市券商前列，超越行业平均水平，在基金分仓佣金方面，中信、海通及国金证券在绝对规模上排名上市券商前列，但从基金分仓股票交易量占总体股票交易量比重来看，国金、长江及中信证券位列前三。综合来看，我们认为，中信、海通在客户规模及结构上具备一定优势，而国金证券机构客户占比高的客户结构是其区别于其它中小券商的优势所在。

表 11：上市券商康风险性与业绩修复成长能力比较

	抗风险能力				修复成长能力						
	净资本 规模	净资本/ 净资产	资产 流动性	经纪业 务规模	业务结构 多元化	自有资 金规模	创新 能力	营业部 数量	部均交 易金额	基金分 仓规模	基金分 仓占比
中信	①	②	✓	①	✓	①	✓	①	①	①	③
海通	②	①	✓	②		②	✓	②	②	②	
宏源	③					③					
长江				③				③			②
国元			✓								
国金		③							③	③	①
东北											

资料来源：东方证券研究所整理

盈利预测与估值

根据对各项业务发展前景的预期，我们对上市券商的盈利预测将主要建立在以下假设条件的基础上：

表 12：上市券商盈利预测假设

	2007	2008E	2009E	2010E
股票基金日均成交金额（亿元）	1949	1085	857	1069
客户保证金余额增长率		-30%	10%	10%
指数涨幅	162%	-65%	10%	15%
股票融资规模（亿元）	8084	2326	2974	3535
企业主体债券融资规模（亿元）	1821	3481	4982	5417
集合理财市场增长率	177%	-40%	50%	50%
基金管理份额增长率	282%	-40%	15%	15%

资料来源：东方证券研究所整理

在上述条件下，上市券商盈利预测与估值水平见下表：

表 13：上市券商盈利预测与估值

	股价	总市值 (亿元)	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	08PB	09PB	投资评级
中信	19.17	1,271	3.74	1.09	0.98	17.6	19.5	2.4	2.2	增持
海通	9.04	734	1.33	0.38	0.36	24.1	25.0	2.0	1.9	增持

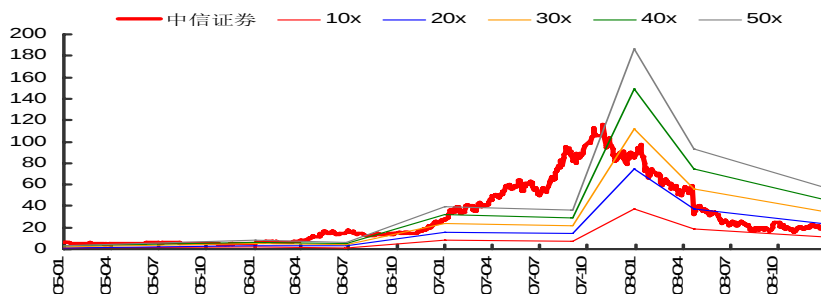
宏源	12.79	187	1.39	0.36	0.31	35.4	40.8	3.6	3.4	中性
国元	11.40	167	1.56	0.36	0.32	31.4	35.4	3.4	3.1	中性
长江	25.08	125	1.41	0.46	0.36	20.2	26.1	3.0	2.8	中性
国金	25.08	125	1.32	1.47	0.72	17.0	35.6	5.2	4.7	中性
东北	12.86	75	1.92	0.68	0.56	19.0	23.0	3.0	2.6	中性

资料来源：东方证券研究所整理 股价为 09 年 1 月 7 日收盘价

从盈利预测来看，2009 年上市券商仍将面临业绩下滑的挑战：经纪业务由于 08 年仍然较高的基数效应，交易量可能出现同比 20% 左右的下滑。自营业务亏损风险虽然大幅降低，但由于股市涨幅仍将受到宏观经济与企业盈利不确定性的影响，以及浮盈释放及权证创设等正面因素不复存在，同比大幅增长的可能性较低。虽然投行和新业务有望成为明年的业务亮点，但由于业务规模有限尚不足以抵消经纪业务收入下滑可能带来的冲击。

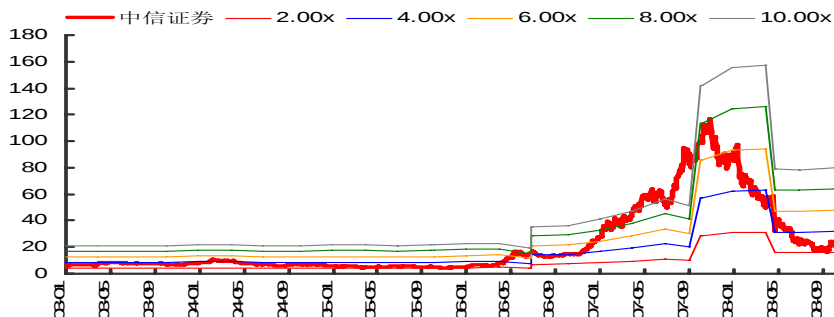
从估值水平来看，随着市场重心下移，上市券商估值水平已有大幅下降。由于盈利的周期性较强，证券公司 PE 估值通常波动较为剧烈，因此我们主要从 PB 角度来考察上市券商估值。首先，从历史估值来看，中信证券的 PB 估值曾在上一轮熊市中的 2005 年达到过 2 倍左右的低点。目前中信证券股价对应的 08 年和 09 年 PB 分别为 2.3 倍和 2.1 倍，略高于 05 年的低点。PB 估值水平与 ROE 存在一定的正相关关系，2005 年中信证券处于 2 倍 PB 时的 ROE 为 7.1%，而我们预计 08 年和 09 年中信证券 ROE 可分别达到 14% 和 11%，并且随着直投、融资融券等新业务开始贡献利润，我们认为公司 ROE 将逐步提升达到 15%-20% 的水平。而随着业务多元化进程的推进，公司盈利能力与 ROE 水平稳定性也较上一轮熊市时期有所增强。目前上市券商中 PB 估值水平最低的是海通证券，08 年和 09 年 PB 分别为 1.7 倍和 1.6 倍，较中信证券历史估值低点有 15% 左右的折让。我们对海通证券 08 年和 09 年 ROE 的预测在 7%-8% 左右，与中信证券历史低点时期水平基本持平。

图 29：中信证券 PE-Band 图



资料来源：wind

图 30：中信证券 PB-Band 图



资料来源：wind

从国际比较来看，目前我国证券公司估值水平较海外市场投行仍有一定溢价。我们认为，随着资本市场环境与监管政策的变化，证券行业新业务机会将不断涌现，行业基本面在未来 2-3 年内将发生较大变化，而新业务机会向优质券商倾斜将使得行业竞争格局加剧集中。优质券商将能够更加充分的分享资本市场纵深发展带来的新业务机会，在行业业务蛋糕不断扩大的同时进一步做大市场份额。因此我们认为，从成长性角度而言，我国优质券商应当能够享有较成熟市场券商一定的估值溢价。

表 14：海外市场证券公司估值情况（以 2008 年 12 月 30 日收盘价）

	PE			PB		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
美国						
高盛	17.65	10.40	7.45		0.78	0.71
摩根士丹利	10.26	6.58	4.63		0.47	0.42
日本						
野村控股			17.06	0.70	0.81	0.78
大和证券	15.61	52.09	13.64	0.86	0.84	0.81
韩国						
大宇证券	14.99	20.00	11.64	1.03	1.04	0.97
三星证券	14.56	18.10	14.81	1.76	1.73	1.59
现代证券	26.19	21.28	13.73	0.71	0.73	0.70

资料来源：BLOOMBERG

结合投资策略、盈利预测以及估值水平方面的判断，我们认为中信证券及海通证券具备长期投资吸引力，给与增持评级；给予长江、国元、国金及东北证券中性评级，认为其基本面及盈利能力尚不足以支持目前的估值水平，投资者仍需等待更好时机，但鉴于行业的高贝塔值属性，投资者可以把握市场反弹带来的交易性机会进行波段操作获取收益。

重点公司

中信证券

从我们的投资策略即抗风险能力和业绩修复成长能力两个方面衡量，中信证券在上市券商中均具备一定优势。

2008 年中报，公司净资本规模达到 424 亿，名列行业第一，体现了较强的抗风险能力。经纪业务网络规模优势较强，股票基金交易市场份额名列行业第一，并且拥有较强的机构业务服务能力，中信证券系在 2008 年上半年基金分仓佣金的市场占有率达到 12.6%，同样名列行业第一。

从业务结构上来看，公司盈利模式在上市券商中最为多元化。除经纪业务外，公司投资银行与资产管理业务同样在行业中名列前茅。股票承销业务项目资源优势明显，也将有利于公司财务顾问业务发展；债券承销是公司传统优势领域，未来有望更多受益于债券市场的扩容。公司全资控股的华夏基金管理资产规模在基金行业中名列第一。我们预计未来 3 年，公司来自于投行、资管等非经纪自营业务收入的占比将由 2007 年的 21%逐步提升至 50%左右，公司业务结构优化将使得盈利稳健性进一步增强。

公司在获取创新业务发展机会方面同样具备优势。我们认为，公司将凭借雄厚的资金实力、良好的监管评级优先获取新业务开展资格，在享有新业务初创期超额利润的同时，进一步扩大传统业务市场份额，从而巩固行业龙头地位。

我们对公司 2009 年开展融资融券业务可能的收益进行了估算。

表 15：中信证券 2009 年融资融券业务收入预测（单位：亿元）

		融资融券业务占净资本比重				
		10%	20%	30%	40%	50%
融资融券 周转率	10	3.22	6.44	9.66	12.88	16.11
	20	3.90	7.80	11.70	15.60	19.50
	30	4.58	9.15	13.73	18.31	22.89
	40	5.26	10.51	15.77	21.02	26.28
	50	5.93	11.87	17.80	23.73	29.67

资料来源：东方证券研究所整理

表 16：中信证券 2009 年融资融券对 EPS 增厚预测（单位：元）

		融资融券业务占净资本比重				
		10%	20%	30%	40%	50%
融资融券 周转率	10	0.04	0.07	0.11	0.15	0.18
	20	0.04	0.09	0.13	0.18	0.22
	30	0.05	0.10	0.16	0.21	0.26
	40	0.06	0.12	0.18	0.24	0.30
	50	0.07	0.13	0.20	0.27	0.34

资料来源：东方证券研究所整理

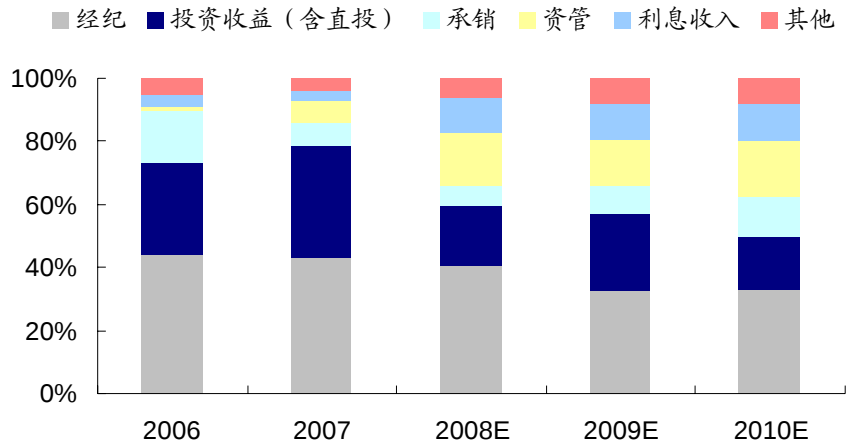
维持对公司的增持评级。我们对公司 2008 年和 2009 年的盈利预测分别为 1.09 和 0.98 元，ROE 分别为 14%和 11%。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 17.3 倍和 19.1 倍，PB 分别为 2.3 倍和 2.1 倍。

表 17：中信证券 2009 年 EPS 敏感性分析（单位：元）

		日均股票基金交易额（亿元）				
		600	700	800	900	1000
指数涨幅	-10%	0.57	0.63	0.68	0.73	0.79
	0%	0.71	0.76	0.81	0.87	0.92
	10%	0.84	0.90	0.95	1.01	1.06
	20%	0.99	1.04	1.09	1.15	1.20
	30%	1.13	1.19	1.24	1.30	1.35

资料来源：东方证券研究所整理

图 31：中信证券业务收入结构



资料来源：公司数据

海通证券

我们认为，从基本面上看，公司相对于中小券商具备以下方面优势：

强大的净资本实力提高安全边际。净资本实力反映证券公司抵御周期能力的强弱，截至 2008 年中报，公司净资本规模达到 357 亿，仅次于中信证券位居行业第二。

雄厚的资金实力提升未来盈利空间。三季报显示公司目前自有资金规模达到 260 亿，在当前监管体系下，雄厚的资金实力将有利于公司扩大业务规模及获取新业务机会，从而提升未来盈利空间。

规模化网络有利于现金流稳定。公司拥有 123 家营业部和 57 家服务部，目前盈利模式下经纪业务手续费收入是证券公司最重要收入来源，规模化的营业部网络将有利于公司获取较为稳定的现金流。

弱市中体现出较好的风控水平和稳健性。公司在 2008 年市场大幅下跌中体现了较好的稳健性，通过及时调整交易性和可供出售金融资产的规模与结构，保持资产较高的流动性，体现出较好的风控水平。

基于公司良好的基本面和较低的估值水平，近期我们已将海通证券投资评级由中性调高至增持。我们对公司 08 年及 09 年的 EPS 预测分别为 0.38 元和 0.36 元，ROE 分别为 8%和 7%。目前股价对应 09 年 1.76 倍 PB、22 倍 PE。经历了前期的大幅下跌，公司目前 PE 估值已向中信证券靠拢，而在 PB 估值水平方面已存在一定优势。

我们对公司 2009 年开展融资融券业务可能的收益进行了估算。按照公司公告的融资融券业务投入资金规模上限 40 亿元，在 10 至 50 倍周转率的假设下，2009 年融资融券业务对公司 EPS 的增厚幅度在 0.03 元至 0.05 元之间。

公司目前主要问题在于行业盈利机会有限导致资金实力转化为实际利润贡献的效率较低，按照我们的盈利预测，公司 2008-2009 年 ROE 可能徘徊在 7%-8%左右的较低水平。但以更长远的眼光来看，在当前市场和监管环境下，公司良好的基本面使之更有机会分享证券市场纵深发展带来的业务机会。我们认为 2009 年后，随着行业盈利渠道逐步拓宽，融资融券、直投等业务开始贡献利润，以及股票市场的好转，公司盈利能力和 ROE 将能够取得一定幅度提升。我们认为，对中长期投资者而言，公司目前估值水平已具备吸引力。

表 18：海通证券 2009 年 EPS 敏感性分析（单位：元）

		日均股票基金交易额（亿元）				
		600	700	800	900	1000
指数涨幅	-10%	0.12	0.15	0.18	0.21	0.25
	0%	0.20	0.23	0.26	0.29	0.33
	10%	0.28	0.31	0.34	0.38	0.41
	20%	0.36	0.39	0.43	0.46	0.49
	30%	0.44	0.48	0.51	0.54	0.58

资料来源：东方证券研究所整理

附表 1：中信证券（600030）财务报表预测与比率分析
合并利润表（人民币百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,991	30,871	17,795	16,072	20,614
手续费及佣金净收入	3,768	18,956	12,347	11,564	14,798
利息净收入	262	991	2,023	2,160	2,350
投资收益	1,564	7,576	3,339	2,242	3,361
公允价值变动收益	176	3,351	0	0	0
汇兑收益	-17	-50	-62	-37	-36
其他业务收入	237	48	148	142	140
营业支出	2,606	11,008	7,290	6,585	7,597
其中：业务及管理费	2,180	9,531	6,459	5,833	6,642
营业利润	3,385	19,863	10,505	9,487	13,017
利润总额	3,399	19,904	10,505	9,487	13,017
减：所得税费用	813	6,358	2,626	2,372	3,254
净利润	2,586	13,546	7,879	7,116	9,762
归属于母公司所有者净利润	2,435	12,389	7,220	6,520	9,024
少数股东净利润	152	1,157	659	595	738
EPS（元/股）	0.82	3.74	1.09	0.98	1.36
BPS（元/股）	4.18	15.56	8.05	8.81	9.92

合并资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	36,687	122,589	88,025	92,248	105,799
结算备付金	10,491	12,690	8,952	9,705	10,810
交易性金融资产	1,937	2,772	7,346	8,039	9,053
买入返售金融资产	4,189	15,232	22,889	28,725	29,736
存出保证金	1,164	12,974	1,371	1,500	1,689
可供出售金融资产	2,721	12,906	17,113	18,726	21,087
长期股权投资	1,177	639	639	639	639
固定资产	728	899	1,226	1,060	893
无形资产	126	135	103	71	39
递延所得税资产	63	261	4	4	4
其他资产	4,501	2,240	2,240	2,240	2,240
资产总计	63,863	189,654	150,723	163,771	182,800

比率分析

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
收入比重						短期借款	50	150	150	150	150
代理交易手续费/营业收入	44%	43%	40%	34%	34%	交易性金融负债	249	1,867	0	0	0
承销手续费/营业收入	16%	7%	7%	11%	13%	代理买卖证券款	41,827	117,806	82,464	90,710	99,781
委托管理手续费/营业收入	1%	1%	1%	2%	2%	应付职工薪酬	652	4,848	4,072	3,665	4,233
基金管理费收入/营业收入	-	7%	16%	16%	16%	应交税费	698	4,257	2,008	1,592	2,383
利息收入/营业收入	4%	3%	11%	13%	11%	应付利息	2	51	36	39	43
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	29%	35%	19%	14%	16%	递延所得税负债	-	1,668	979	1,303	1,782
营业费用/营业收入	44%	36%	41%	41%	37%	其他负债	1,959	2,534	2,534	2,534	2,534
营业利润/营业收入	56%	64%	59%	59%	63%	负债	49,998	135,630	94,286	101,708	112,638
收益率						股本	2,982	3,315	6,630	6,630	6,630
ROE	20%	24%	14%	11%	14%	资本公积	6,146	33,177	30,834	31,681	32,936
ROA	4%	10%	4%	4%	5%	盈余公积	771	1,837	2,261	2,913	3,816
净资本比率						一般风险准备	565	2,870	3,604	4,908	6,713
净资本/总资产	22%	28%	37%	38%	38%	未分配利润	2,011	10,400	10,025	12,252	15,652
负债/资产	78%	72%	63%	62%	62%	归属于母公司所有者权益	12,475	51,599	53,354	58,385	65,746
估值比率						少数股东权益	1,390	2,424	3,083	3,678	4,416
P/E	46.0	10.1	17.3	19.1	13.8	股东权益	13,865	54,023	56,437	62,063	70,162
P/B	9.0	2.4	2.3	2.1	1.9	负债和股东权益	63,863	189,654	150,723	163,771	182,800
EV/EBITDA	36.8	6.3	11.9	13.1	9.6						

资料来源：东方证券研究所

附表 2：海通证券（600837）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,678	11,265	6,866	6,737	8,173	货币资金	18,965	80,276	73,755	78,827	88,841
手续费及佣金净收入	1,595	6,900	4,630	4,062	5,038	结算备付金	1,010	3,557	3,792	4,151	4,583
利息净收入	83	490	858	861	983						
投资收益	851	2,501	1,159	1,596	1,937	交易性金融资产	710	3,452	6,789	6,259	5,739
公允价值变动收益	23	1,081	0	0	0	买入返售金融资产	0	263	7,430	9,532	6,118
营业支出	1,777	3,941	2,663	2,547	2,898	存出保证金	318	3,079	945	2,656	6,393
其中：业务及管理费	1,100	3,268	2,352	2,241	2,527	可供出售金融资产	539	2,767	5,443	5,018	4,601
营业利润	900	7,324	4,203	4,190	5,275						
利润总额	700	7,794	4,203	4,190	5,275	长期股权投资	603	321	483	615	765
减：所得税费用	243	2,234	1,051	1,047	1,319	固定资产	847	985	899	813	726
净利润	457	5,560	3,152	3,142	3,956	无形资产	122	179	163	147	131
归属于母公司所有者净利润	433	5,457	2,964	2,988	3,781	递延所得税资产	110	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.05	1.33	0.36	0.36	0.46	其他资产	454	264	264	264	264
BPS（元/股）	0.42	8.90	4.61	4.86	5.20	资产总计	23,849	95,345	100,245	108,546	118,410
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	18,887	53,686	59,055	64,960	71,456
收入比重						应付职工薪酬	75	596	438	416	481
代理交易手续费/营业收入	45%	50%	54%	44%	44%	应交税费	75	2,017	877	859	1,094
承销手续费/营业收入	6%	3%	3%	5%	6%	应付利息	0	0	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入/营业收入	8%	6%	10%	9%	9%	递延所得税负债	35	657	277	520	617
利息收入/营业收入	3%	4%	12%	13%	12%	其他负债	773	867	867	867	867
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	33%	32%	16%	24%	24%						
营业费用/营业收入	41%	29%	33%	33%	31%	负债	20,053	58,462	61,776	67,884	74,776
营业利润/营业收入	34%	65%	62%	62%	64%						
收益率						股本	8,734	4,114	8,228	8,228	8,228
ROE	12%	15%	8%	7%	9%	资本公积	83	26,692	22,675	22,966	23,322
ROA	2%	6%	3%	3%	3%	盈余公积	0	569	877	1,175	1,550
净资本比率						一般风险准备	0	569	877	1,175	1,550
净资本/总资产	16%	39%	38%	37%	37%	交易风险准备	0	569	877	1,175	1,550
负债/资产	84%	61%	62%	63%	63%	未分配利润	-5,146	4,120	4,495	5,350	6,663
						归属于母公司所有者权益	3,672	36,632	38,029	40,068	42,864
估值比率						少数股东权益	123	251	440	595	770
P/E	312.0	11.7	20.6	21.4	17.0	股东权益	3,795	36,884	38,469	40,662	43,634
P/B	36.8	1.7	1.7	1.6	1.5						
EV/EBITDA	70.7	8.7	14.6	15.3	12.2	负债和股东权益	23,849	95,345	100,245	108,546	118,410

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

阚路：银行与证券行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

顾军蕾：CFA 银行与证券行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn