

评级: 推荐 (维持)

金融行业/证券

行业研究

第一创业研究所

分析师: 黄秋菡

电话: 0755-25832906

邮件: huangqiuhan@fcsc.cn

证券业 2009 年春季展望

——不要在悲观中错失机会

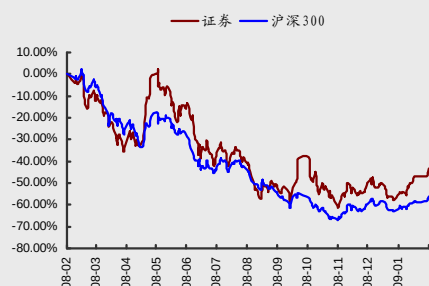
行业交易数据

08 年涨跌幅	-63.30%
08 年最大涨幅	11.90%
08 年最大跌幅	-66.62%

行业基本数据

A 股流通市值 (亿元)	6596.26
总市值 (亿元)	40473.29
行业平均 PE (整体法)	25.11
行业平均 PB (加权平均)	3.30

行业指数与沪深 300 比较



相关报告

报告要点:

- 市场回暖 股票交易量有望接近 1000 亿** 根据我们宏观组判断, 09 年将是中国经济复苏之年, 加之 08 年股市反应充分, 股指 09 年上半年走出上行态势的可能性很大, 市场回暖会有力刺激交投活跃程度, 这将为交易量提供第一个保证; 此外, 随着基金等机构投资者资产规模的壮大, 偏股型基金具有的最低股票配置下限保证了交易量的稳定性好于“散户市”, 这是第二个保证。进一步结合 09 年流通盘占比将提高至 65%, 参考 08 年下半年月均 31% 的换手率, 测算出 09 年日均股票交易额为 998 亿, 总交易量超过 1300 亿, 这与 08 年相比仅仅是轻度萎缩, 而佣金率“易下难上”的特点决定券商不会大幅下调, 经纪业务依然有保障。
- 自营盈利是大概率事件 投行业务优于 08 年 降薪实现费用控制** 08 年券商的股票自营业务普遍亏损, 不过, 正是有了 08 年的低点, 随着 09 年指数的回升, 自营业务获得正收益将是大概率事件。投行业务在去年 8 月以后就没有新发股票, 但积压的股票势必要发行, 股市正常的融资功能也一定会继续, 以承销金额与 GDP 的关系测算 09 年股票承销额有望达到 5000 亿, 投行收入超过 08 年基本可以确定。此外, 从去年 3 季度开始, 部分券商就已经未雨绸缪, 采用降薪、裁员等手段控制成本, 由于券商成本主要是人工费用, 而券商收入的高波动性也容易被员工接受, 用降薪实现费用控制的效果将在 09 年得到体现。
- 龙头券商更具竞争优势 看好中信证券** 龙头券商具有网点、研究、资本、资源、品牌等诸多方面的优势, 在经纪业务、投行业务方面具有绝对的领导者地位, 这使得中小券商根本无法望其项背, 加上创新业务可能带来的超额利润, 龙头券商在 09 年有望走出强势, 业绩好于去年同期。而长期看, 中国的证券业也才刚刚起步, 行业机会还非常广阔。因此, 对行业领导者而言, 短期能够获得不错的收益, 长期又具备良好的发展空间, 目前正是一个不错的投资机会, 不要在过分的悲观中错失机会。而在上市券商中, 我们最看好中信证券, 其次是海通证券。

重点推荐公司盈利预测

证券简称	评级	收盘价	每股收益			市盈率(x)		
		2009-2-5	08E	09E	10E	08E	09E	10E
中信证券	买入	23.11	1.10	1.28	1.50	21.01	18.05	15.41
海通证券	谨慎买入	12.14	0.40	0.44	0.50	30.35	27.59	24.28

资料来源: 第一创业研究所



目 录

1、震荡市下交易量轻度萎缩 经纪业务仍将有保证	3
1.1、09 年中国经济依靠流动性复苏 股市率先企稳	3
1.2、基金规模壮大 交易稳定性得到提高	4
1.3、预计 09 年股票日均交易额接近 1000 亿	5
1.4、总交易额 1316 亿 佣金率略下降	7
2、自营盈利概率较大 承销好于去年	8
2.1、站在 1800 点 自营赚取利润的可能性增大	8
2.2、股票承销有望接近 5000 亿 投行业务回暖	9
2.3、资产管理业务收入对总体收入影响不大	10
2.4、以融资融券为代表的创新业务或能带来更多的机会	10
3、成本控制为 09 年利润提供保证	11
3.1、3 季度已经开始出现费用下降	11
3.2、以降薪为主的成本控制促使利润增长 10%	11
4、龙头券商更具竞争优势	12
4.1、龙头券商经纪业务优势明显	12
4.2、投行业务更是被龙头券商牢牢掌控	13
4.3、网点、研究、资本、资源、品牌优势 龙头地位难以撼动	14
5、优良的投资标的：中信证券	15
5.1、中信证券 买入	15
5.2、海通证券 谨慎买入	16
5.3、券商股估值比较	17



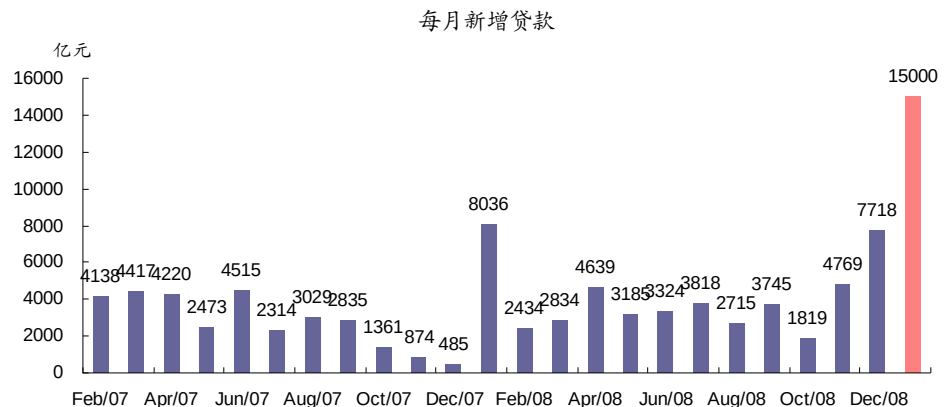
1、震荡市下交易量轻度萎缩 经纪业务仍将有保证

1.1、09 年中国经济依靠流动性复苏 股市率先企稳

虽然世界经济前景并不明朗,但大量的银行贷款投放以及中国政府频繁出台的产业振兴计划,中国经济依靠流动性复苏的可能性非常大。而一旦经济复苏,企业盈利回升,股市一定会率先体现,股指和交易量双双回暖将是大概率事件。

在流动性方面,继 08 年 12 月贷款投放 7718 亿的天量后,今年 1 月贷款投放额预计在 1.5 万亿左右,短短的两个半月累计发放贷款 2.2 万亿,即使扣除约 30% 的票据贴现,一般性贷款的增量也在 1.5 万亿以上,加之货币创造功能,实体经济缺乏流动性的现象必将改善。

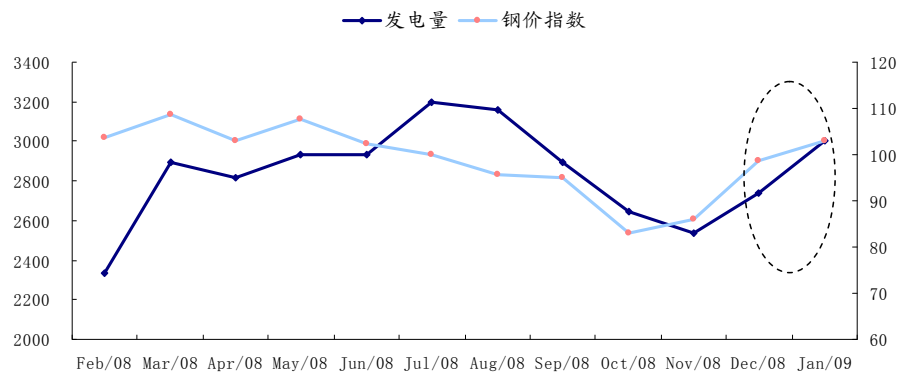
图 1、09 年 1 月新增贷款预计在 1.5 万亿



资料来源: 中国人民银行 第一创业研究所

政府大手笔的经济刺激方案快速实施,基础设施建设、家电下乡、汽车下乡、机械设备振兴计划、纺织业加大出头退税等措施频频出台,从去年 12 月开始,经济先行指标就已经止跌回暖,而根据央行调查,“去库存化”在 1 季度有望完成,好于市场预期,种种迹象都表明了经济复苏的积极信号。

图 2、近两月经济先行指标出现好转信号



资料来源: Wind 资讯 第一创业研究所



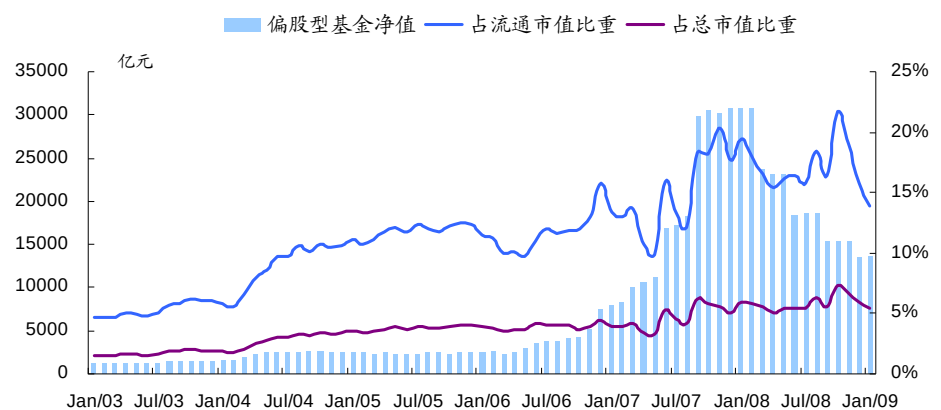
1.2、基金规模壮大 交易稳定性得到提高

上一波大牛市成就了以基金为代表的机构投资者,基金净值由 03 年的 1249 亿增加到 19642 亿,增长了大约 15 倍,也一举奠定了其市场话语权。

基金规模的快速扩张增大了其对股票资产的需求,其中,股票型和混合型基金对股票配置比重都有下限要求,一般而言,股票型基金的股票配置下限为 60%,混合型为 40%,以此得到偏股型基金对股票资产的最低需求是基金不能突破的下限。

在过去 6 年时间,基金至少需要持有的股票价值占 A 股市场总市值和流通市值的比重伴随基金净值的增长而提高。其中,占流通市值的比重由 03 年不到 5% 提高到 15-20% 区间,市场逐渐由“散户-庄家博弈模式”向专业投资机构主导市场的方向发展。

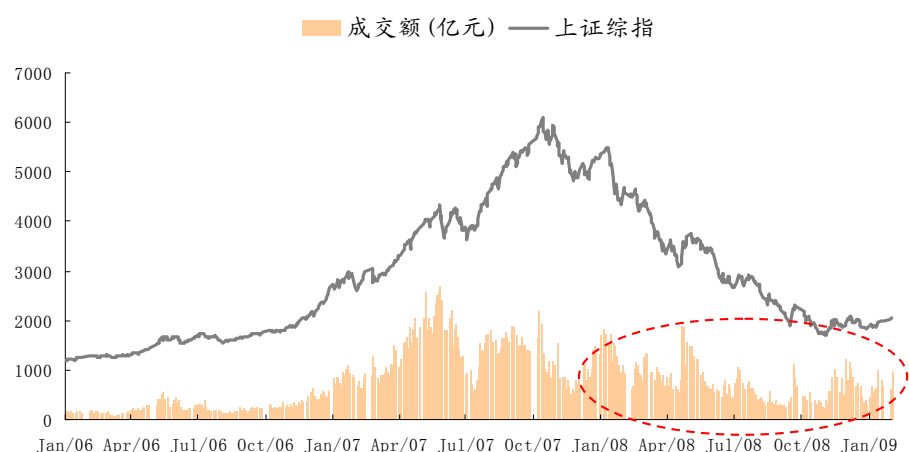
图 3、偏股型基金对股票配置的最低要求占股票市值比重逐年提高



资料来源: Wind 资讯 第一创业研究所

以基金为主导的市场格局,交易的稳定性要好于原来的散户市。这种稳定性的好处体现在当指数出现大幅度下跌时,交易量也不会出现过快的萎缩。这一点可以从 08 年的交易量变化得到印证。

图 4、08 年股指大幅跳水 但交易量下降幅度有限



资料来源: Wind 资讯 第一创业研究所



1.3、预计 09 年股票日均交易额接近 1000 亿

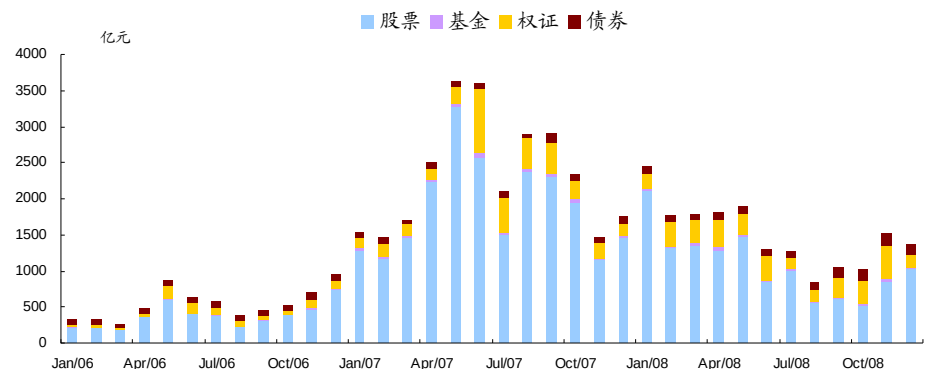
08 年股基权债交易额保持较高水平

08 年日均股票交易额为 1086 亿元，比 07 年下降 42.71%。不过，与 03-06 年相比，08 年的股票交易量仍为“天量”。

从股票、基金、权证、债券总体交易量来看，08 年日均交易额 1509 亿，同比下降 35%。总体跌幅小于股票跌幅的原因是权证和债券交易量并未出现大幅度下滑，其中：权证日均交易 283 亿，比 07 年降低 12%，或 37 亿；债券日均交易 116 亿，比 07 年增长 37%，或 31 亿。

由于权证和债券交易的参与者与股票交易存在差异，三者之间的相关性并不是非常高，因此，09 年权证和债券交易保持 08 年水平并不是一件难事。

图 5、08 年股票、基金、权证、债券日均交易额 1509 亿

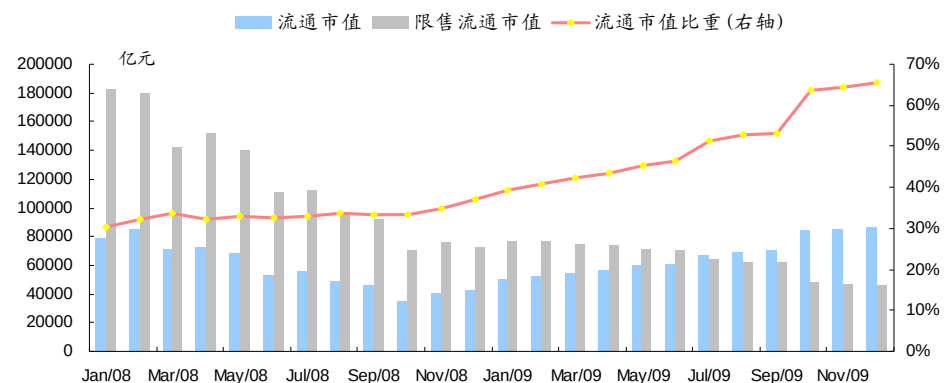


资料来源：上海证券交易所 深圳证券交易所 第一创业研究所

流通市值增加有助于提高交易活跃程度

就股票交易额而言，流通市值比总市值更具有意义，09 年全年共 6888 亿限售流通股解禁，解禁市值约为 3.5 万亿，全年流通市值平均值为 6.65 万亿。以当前的价格推算，到 09 年底，A 股流通股市值为 8.68 万亿，占总市值的 65.32%，比 08 年底的 37.18% 提高 28.14 个百分点。流通股的增加，短期内会对股价构成冲击，但长期将有助于提升市场交易的活跃程度。

图 6、09 年底流通市值占总市值比重提升至 65.32%



资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所

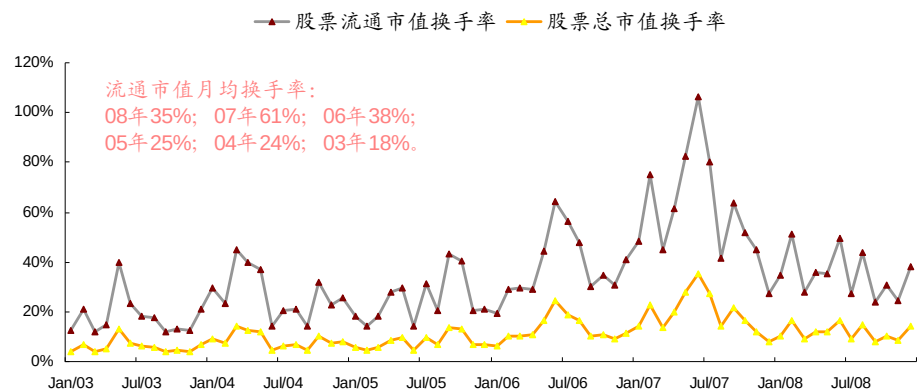


换手率有望维持 08 年下半年水平 月均达到 30%

从历史流通市值换手率来看，03-08 年月均换手率为 34.17%，其中，03-05 年熊市期间的换手率为 23.43%，08 年下半年的月均换手率 31%。

根据震荡市的判断，我们不认为 09 年是一个低迷、单边下滑的走势，因此，全年月换手率低于 25% 的可能性并不大，很可能与 08 年下半年换手率持平，月换手率在 30%，全年为 360%。

图 7、预计 09 年月均换手率 30%



资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所

股票日均交易额 998 亿 与 08 年基本持平

对 09 年流通市值的基准值选用平均值 6.65 万亿，市场波动幅度在[-30%，30%]，换手率为 30%，变动范围在[15%，45%]。这样一来，09 年股票交易额的基准值为 998 亿，较为合理的范围是[749，1281]。

表 1、预计 09 年股票日均交易额在 1000 亿

A股涨幅	月换手率						
	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
30%	648.76	865.01	1081.26	1297.51	1513.76	1730.01	1946.27
20%	598.85	798.47	998.08	1197.70	1397.32	1596.94	1796.55
10%	548.95	731.93	914.91	1097.89	1280.88	1463.86	1646.84
0%	499.04	665.39	831.74	998.08	1164.43	1330.78	1497.13
-10%	449.14	598.85	748.56	898.28	1047.99	1197.70	1347.41
-20%	399.23	532.31	665.39	798.47	931.55	1064.62	1197.70
-30%	349.33	465.77	582.22	698.66	815.10	931.55	1047.99

资料来源：第一创业研究所



1.4、总交易额 1316 亿 佣金率略下降

预计 09 年总交易额超过 1300 亿

08 年基金、权证、债券的日均交易额合计 423 亿，占总交易额（股基权债）的 28%，其中，基金 23.7 亿，占比只有 2%，基本可以忽略，假设 09 年为 20 亿；权证 283 亿，假设 09 年同比减少 30%，为 198 亿；债券日均交易 116 亿，好于 07、08 年，但 03-05 年熊市期间债券日交易额分别为 258 亿、207 亿、117 亿，因此，即使股票市场行情不好，债券交易仍有可能保持在 100 亿以上。

表 2、预计 09 年全年日均交易额 1316 亿

日均交易额 亿元	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	备注
基金	2.83	1.98	3.19	8.31	35.47	23.70	20.00	
权证	0.00	0.00	9.04	82.57	320.28	283.27	198.00	下降30%
债券	257.93	207.09	117.22	75.60	85.05	116.27	100.00	保守预计100亿
股票	133.26	174.21	130.85	375.39	1895.29	1085.82	998.00	
合计	394.02	383.28	260.31	541.87	2336.10	1509.07	1316.00	

资料来源：上海证券交易所 深圳证券交易所 第一创业研究所

佣金率下降为 0.12% 行业经纪业务收入 379 亿

随着市场竞争的加剧，行业佣金率将呈现缓慢下降的趋势，以上市的券商为例（剔除太平洋），08 年中期佣金率 0.14%，相对 07 年下降了 3 个基点。但佣金率是经纪业务的毛利率指标，且存在“下调容易，上调难”的现实约束，因此，即使面临激烈竞争，佣金率也不会出现大幅度的下调，我们预计 09 年比 08 年下调 1 个基点，行业佣金率 0.12%。

表 3、预计 09 年佣金率 0.12%

佣金率	2007	2008H1	2008E	2009E
中信证券	0.15%	0.14%	0.13%	0.12%
海通证券	0.12%	0.11%	0.10%	0.09%
国金证券	0.12%	0.09%	0.08%	0.07%
长江证券	0.14%	0.12%	0.11%	0.10%
宏源证券	0.29%	0.19%	0.18%	0.17%
国元证券	0.16%	0.15%	0.14%	0.13%
东北证券	0.19%	0.19%	0.18%	0.17%
平均	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%

资料来源：公司数据 Wind 资讯 第一创业研究所

这样，按照 09 年日均交易额 1316 亿的测算，全年 240 个交易日，佣金率 0.12%，行业经纪业务收入将达到 379 亿。



2、自营盈利概率较大 承销好于去年

2.1、站在 1800 点 自营赚取利润的可能性增大

自营亏损是 08 年业绩下滑的重要原因

从 08 年前三季度来看，上市券商中除了国金证券总投资收益保持同比增长外，其余券商都是出现了较大幅度的滑坡，这与指数走势基本一致。而自营业务的亏损，直接导致 08 年券商业绩的大幅缩水。

表 4、08 年自营业务惨淡

总投资收益(亿元)	2007-9-30	2007-12-31	2008-3-31	2008-6-30	2008-9-30	2008-12-31
上证综指	5,552.30	5,261.56	3,472.71	2,736.10	2,293.78	1,820.81
中信证券	55.28	109.27	11.68	24.18	26.00	
海通证券	25.63	35.82	-0.05	4.77	8.61	
国金证券	5.64	6.31	4.00	4.16	6.71	
长江证券	n.a.	26.16	2.30	4.96	4.95	
国元证券	n.a.	23.46	-1.24	0.25	0.23	
宏源证券	17.22	19.25	1.66	0.28	-0.54	
东北证券	5.71	7.25	0.19	0.36	-0.29	
太平洋	3.87	5.55	-3.21	-5.44	-6.33	
合计		233.08	15.33	33.52	39.34	

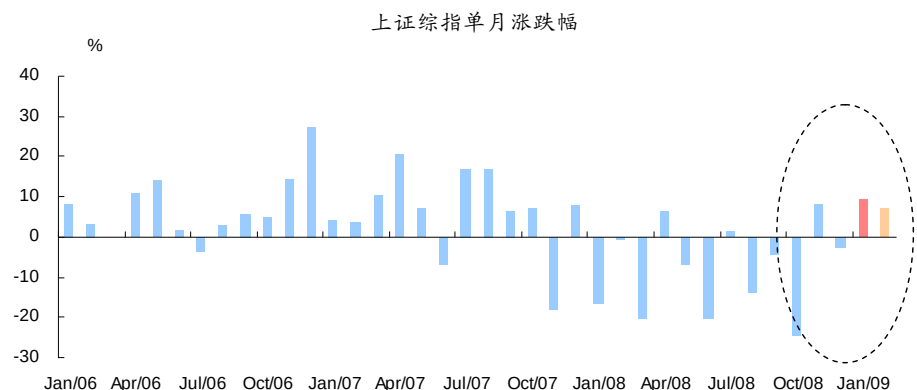
资料来源：Wind 第一创业研究所

市场企稳回升 09 年自营获利是大概率事件

虽然预测 09 年股指并推导券商股票自营收入是一件不可能实现的任务，但按照前文观点，目前股票市场大部分泡沫已被挤出，而经济复苏带来股市的提前反应有助于券商在股票交易中获得收益。

从指数表现也能看出，09 年 1 月上证综指上扬 9.33%，2 月的前半段也获得了 7% 左右的上涨。在这种普涨行情里面，券商自营获利应该是一个大概率事件。

图 8、大盘指数近期上涨保证券商自营收入



资料来源：中国债券信息网 Wind 第一创业研究所



2.2、股票承销有望接近 5000 亿 投行业务回暖

受 08 年市场疲弱影响，08 年股票融资 3848 亿，比 07 年下降了 52.23%，债券融资 2409 亿，与 07 年基本持平。

表 5、08 年股票融资大幅缩水 债券基本持平

年份	IPO	增发	股票融资规模	企业债	可转债	债券融资规模
2008	1040.09	2807.66	3847.75	2332.15	77.2	2409.35
2007	4770.83	3285.02	8055.85	2350.98	106.48	2457.46
2006	1341.7	667.76	2009.46	1601.1	43.87	1644.97
2005	57.63	269.8	327.43	1554.47	0	1554.47
年份	IPO 费用	增发费用	股票发行费用			
2008	30.83	26.88	57.71			
2007	95.01	32.16	127.17			
2006	35.84	2.13	37.97			
2005	2.81	2.53	5.34			
年份	IPO 费用率	增发费用率	股票发行费用率			
2008	2.96%	0.96%	1.50%			
2007	1.99%	0.98%	1.58%			
2006	2.67%	0.32%	1.89%			
2005	4.88%	0.94%	1.63%			

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所

股票融资出现下滑的原因，一方面是市场下挫导致发行价难以与 07 年相比，此外，证监会从 9 月以后就暂停了新股发行审核，也限制了 08 年的股票发行。其中，08 年已经过会但还没有发行的新股 33 家，全部股份预计达到 144 亿股，其中包括：中建股份（120 亿股）、成渝高速（5 亿股）、光大证券（5.2 亿股）、招商证券（3.59 亿股）等大盘股。

我们认为，这些已经过会的项目迟早是要发出来的，并且随着市场的企稳，股票发行必然会重新开闸。我们预计 09 年的股票融资规模 4870 亿上下。按照 1.5% 的发行费用率测算，股票承销将带来 73 亿的收入。

表 6、预计 09 年股票融资规模接近 5000 亿

人民币亿元	股票融资	GDP	占比	备注
2011E	5681.36	378757.61	1.50%	GDP 增长 8%，占比 1.5%
2010E	5260.52	350701.49	1.50%	GDP 增长 8%，占比 1.5%
2009E	4870.85	324723.60	1.50%	GDP 增长 8%，占比 1.5%
2008E	3847.75	300670.00	1.28%	
2007A	8055.85	257306.00	3.13%	
2006A	2009.46	211923.50	0.95%	
2005A	327.43	183217.40	0.18%	

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所

债券承销有望继续保持 08 年的水平，预计 2400 亿的融资规模是能够实现。这样一来，09 年承销业务总金额将超过 7200 亿。

此外，考虑到银行获准进行并购业务贷款，这势必将活跃未来几年企业界的并购行为，对券商而言，这里面也隐藏了巨大的机会。虽然目前还不能确认市场份额到底有多大，但光明的前景已经显露。

因此，综合以上几点，09 年即使不是券商承销业务大爆发的一年，按照正常测算也要好于 08 年，在经过一年的低迷后，承销有望重新获得生机。



2.3、资产管理业务收入对总体收入影响不大

相比传统的三大业务，资产管理业务就显得弱小的多，以 08 年中期数据计算，资管收入 13.81 亿，是营业收入的 2.78%，考虑到自营业务的不确定性，以资管收入与经纪业务的比例衡量，占比只有 4.82%，对券商的收入影响非常之小。

表 7、资管业务收入只有经纪业务的 5%不到

人民币亿元	营业收入	经纪业务	自营业务	承销业务	资管业务	资管收入比重	资管/经纪
海通证券	40.44	23.97	4.77	1.09	3.28	8.10%	13.67%
中金公司	18.19	n.a.	2.60	n.a.	1.65	9.05%	n.a.
国信证券	34.84	22.42	-1.14	1.93	1.52	4.37%	6.79%
东方证券	-8.38	7.79	-19.11	0.53	1.40	-16.77%	18.03%
国泰君安	95.91	27.96	60.03	2.89	1.33	1.39%	4.77%
华泰证券	25.13	19.04	-0.06	0.59	1.27	5.05%	6.66%
中信证券	109.13	46.16	24.18	9.32	1.07	0.98%	2.31%
广发证券	51.41	30.91	3.65	1.25	0.69	1.34%	2.22%
招商证券	28.26	19.75	5.23	0.48	0.46	1.64%	2.35%
光大证券	18.80	16.03	-1.47	1.55	0.31	1.66%	1.95%
国元证券	7.44	5.59	0.25	0.24	0.22	2.89%	3.85%
平安证券	9.56	4.51	0.51	3.31	0.12	1.25%	2.66%
兴业证券	7.94	7.20	-3.33	0.10	0.12	1.49%	1.64%
西部证券	7.58	5.27	1.63	0.00	0.10	1.30%	1.86%
上海证券	5.36	5.51	-0.97	0.01	0.08	1.48%	1.44%
国都证券	-0.33	2.40	-3.65	n.a.	0.06	-18.07%	2.47%
申银万国	25.45	24.32	-3.39	0.38	0.06	0.23%	0.24%
东海证券	0.34	4.79	-5.21	0.08	0.05	14.69%	1.05%
长江证券	13.59	6.91	4.96	0.33	0.03	0.20%	0.40%
国海证券	6.20	5.72	-0.37	0.43	0.00	0.04%	0.04%
合计	496.86	286.25			13.81	2.78%	4.82%

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所（注：只选用公布资管收入的券商数据）

05 年至今先后有 57 只券商集合理财产品，除 6 只满期之外，还有 51 只处于存续期或募集期。这些产品，无论规模还是存续期都无法与基金相比，但积极的信号是：监管层开始鼓励这一类型产品的发展，虽然短期内成效不会特别明显，但可以肯定，未来几年，券商理财产品将成为收入的另一个重要来源。

2.4、以融资融券为代表的创新业务或能带来更多的机会

融资融券已经是千呼万唤，但还未出来，不过，就管理层近期的表态而言，推出该项创新业务应该不会让市场等太久，09 年上半年出台的可能性非常大。

众所周知，融资融券可以让目前的单边获益变成双边获益，并提供交易杠杆，放大投资收益，市场活跃程度势必会相应提升。这对券商的经纪业务而言无疑是一个巨大的利好；另一方面，券商通过融资融券可以获得利息收入，这部分收入具有更高的稳定性，以国外投行的数据来看，融资融券利息收入大约占 2-5% 左右，比重虽然不高，但其低风险的特性也有助于改善我国证券业高风险特征。

不过，由于该项业务尚处于试点阶段，并没有大范围推广，短期内受益的只是部分“创新+A 类”券商，其中，我们认为，如果融资融券近期推出，中信证券等“龙头+创新+A 类”券商可能会成为 09 年最大的受益者之一。

此外，直投、产业基金、股指期货等一系列创新业务都会为整个行业带来机会，当然，最先受益的依然是“龙头+创新+A 类”券商。



3、成本控制为 09 年利润提供保证

3.1、3 季度已经开始出现费用下降

除了收入下滑之外，08 年的券商利润下滑另外一个重要因素是居高不下的成本。不过这一现象在 08 年开始缓解，从上市券商的数据来看，单季度管理费用（以薪酬为主）比 07 年大幅增长，这和薪酬调整的滞后性有一定关系。

不过，从第三季度开始，以中信证券为代表的券商开始控制成本，中信证券第三季度费用支出 11.94 亿，环比下降了 38.67%，与 07 年同期相比更是下降了 50%。考虑到第四季度薪酬中有很大一笔是奖金支出，而 08 年的行情决定了年终奖不可能过高，因此，08 年的费用支出会远远小于 07 年。

表 8、08 年上市券商单季度费用得到控制

管理费用(亿元)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
中信证券	13.93	18.05	23.38	39.95	19.27	19.47	11.94
海通证券	0.08	10.01	6.91	15.67	5.56	5.34	6.02
国金证券	0.34	1.49	0.94	0.99	0.84	0.86	1.53
长江证券	0.48	0.50	0.56	11.66	2.16	2.15	2.05
国元证券	0.21	0.20	0.21	6.97	1.19	1.32	1.34
宏源证券	1.15	3.37	1.88	2.09	1.39	1.61	1.60
东北证券	0.10	0.09	3.77	3.11	1.32	1.26	1.21
太平洋	0.20	0.43	0.63	1.24	0.67	0.62	0.63
合计	16.50	34.15	38.27	81.67	32.41	32.63	26.32

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所

3.2、以降薪为主的成本控制促使利润增长 10%

对于费用刚性的争论，我们认为券商的费用支出大部分是工资和奖金，固定成本支出并不大，而相比其他行业，证券业员工收入历来波动性很大，年景好的时候大涨，年景差的时候大落，这种行业观念决定了降薪更容易被员工接受。

如果 08 年全年的成本收入比是 37%，那么，按照行业平均 20-30%的降薪力度测算，09 年的成本收入比会下降 5 个百分点，预计在 32%左右。假设其他条件不变，成本收入比的降低能够使税前利润增长 9-10%。

表 9、09 年上市券商成本收入比回落 5 个百分点。

成本收入比	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E	2009E
中信证券	28.60%	30.87%	33.27%	35.50%	36.45%	36.00%	30.00%
海通证券	20.40%	29.01%	29.09%	26.96%	30.32%	30.00%	24.00%
国金证券	433.58%	24.65%	14.02%	19.54%	25.51%	25.00%	20.00%
长江证券	1.76%	26.61%	30.56%	31.70%	38.56%	39.00%	32.00%
国元证券	11.20%	18.50%	48.35%	33.70%	40.91%	40.00%	33.00%
宏源证券	17.32%	19.14%	19.70%	30.98%	37.39%	38.00%	30.00%
东北证券	19.31%	27.75%	34.48%	36.09%	44.07%	45.00%	30.00%
太平洋	16.36%	23.75%	-37.89%	-43.28%	-59.81%	-65.00%	60.00%
合计	20.39%	28.08%	31.87%	33.67%	36.38%	37.00%	32.00%

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所



4、龙头券商更具竞争优势

由于不存在银行业利差收窄的压力,也不存在保险业保底利率竞争加剧的痛苦,我们对证券业 09 年并不悲观,日均 1000 亿的股票交易量足够券商获得生存空间,2000 点以下的 A 股风险并不大,积压的股票融资需求可能会集中释放,资管业务影响甚微,融资融券等创新业务也有积极推动作用。

综合来看,09 年券商的行业基本面并没有想象中那么恶劣,在众多的券商中,我们更青睐龙头券商,上市公司代表为中信证券。

4.1、龙头券商经纪业务优势明显

经纪业务仍是券商收入的第一来源,08 年全年,中信证券系以 8.13%的市场份额领跑,第二、三名分别是国泰君安(7.18%)和华泰证券系(6.54%)。对比三年数据看出,前 20 名券商市场份额由 06 年的 61.38%提高至 08 年的 69.9%,经纪业务市场份额有进一步集中的趋势。

以中信证券为首的龙头券商对市场的影响力正日益加强,这种趋势很可能在未来几年内得到延续。

表 10、券商经纪业务市场份额进一步集中

排名	名称	08年市场份额%	07年市场份额%	06年市场份额%
1	中信证券系	8.13	7.88	8.00
	中信证券	2.79	2.61	3.06
	中信建投证券	3.35	3.23	3.25
	中信金通证券	1.28	1.38	1.08
	中信万通证券	0.70	0.66	0.61
2	国泰君安证券	7.18	6.21	6.97
3	华泰证券系	6.54	5.36	4.07
	华泰证券	4.32	3.27	1.99
	联合证券	2.22	2.02	1.43
	亚洲证券	0.00	0.08	0.65
4	中国银河证券	6.31	6.37	7.38
5	海通证券	4.60	4.22	4.07
6	广发证券系	4.32	4.76	4.73
	广发证券	3.61	3.72	3.52
	广发华福证券	0.71	0.79	0.63
	武汉证券	0.00	0.25	0.21
	第一证券	0.00	0.00	0.20
	广发北方证券	0.00	0.00	0.17
7	国信证券	4.22	4.29	3.79
8	招商证券	3.98	3.39	3.32
9	申银万国证券	3.96	4.66	4.97
10	中国建银投资证券	3.37	2.69	1.69
11	光大证券	3.05	2.26	2.68
12	安信证券	2.29	0.23	0.00
13	齐鲁证券	2.04	0.62	0.48
14	中金公司	1.80	1.12	1.44
15	东方证券	1.67	2.02	1.95
16	兴业证券	1.49	1.49	1.65
17	长江证券	1.46	1.36	1.23
18	中银国际证券	1.26	1.33	1.27
19	方正证券	1.22	1.17	1.07
20	宏源证券	1.02	0.68	0.64
前20名券商市场份额合计		69.90	62.11	61.38
前10名券商市场份额合计		49.23	47.14	47.29

资料来源: Wind 资讯 第一创业研究所

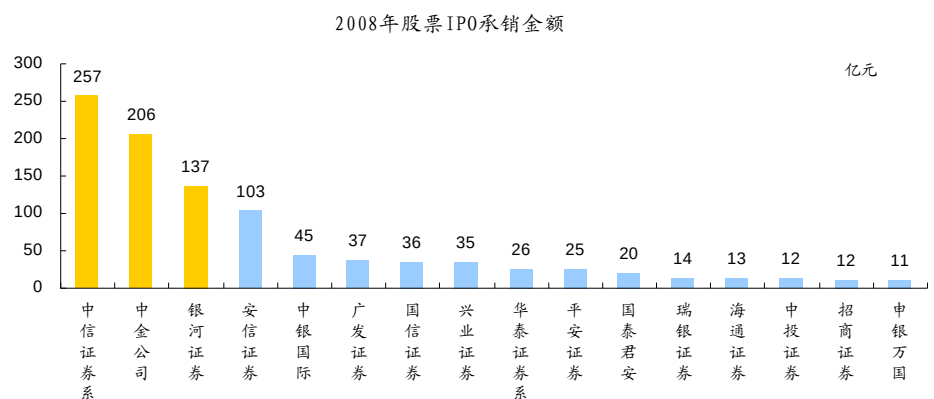


4.2、投行业务更是被龙头券商牢牢掌控

龙头券商在投行业务上也显示出强大的优势，08 年全年股票 IPO 承销，中信、中金、银河继续保持了明显优势，其中，中信证券连续两年位居榜首，继经纪业务的强势之后，投行业务也表现出领军者的气质。

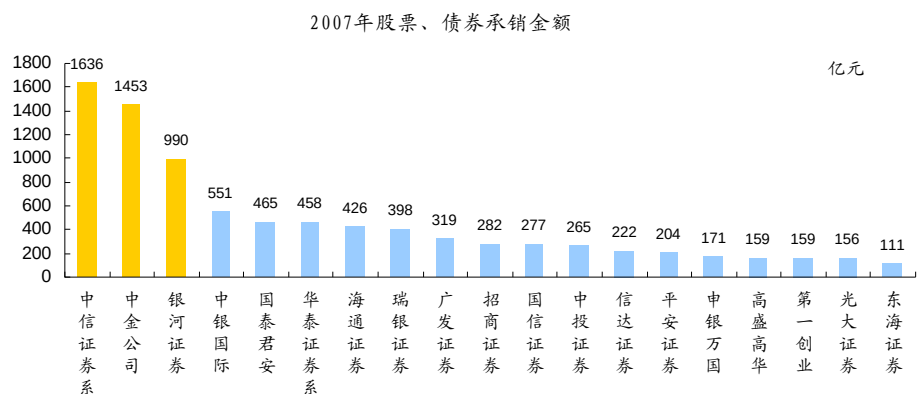
在大券商牢牢把握承销业务的同时，中小券商几乎很难抢占到市场份额，大项目基本都被前两名的中信、中金垄断，这种优质、大额机会是投行业务实现盈利的根本，但却从来没有落入中小券商之手；即使是那些额度较小的项目，各中小券商亦是过分争夺，导致承销收入下降，赢利性差，加之开展投行业务必须需要的保荐资格以及相应保代数量，让在该领域艰难前行的中小券商面临入不敷出的尴尬。

图 9、08 年股票 IPO 承销金额前三名优势明显



资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所（注：联合承销金额采用均分处理；安信证券快速提升主要受紫金矿业近 100 亿的融资金额所致）

图 10、07 年股票、债券承销金额前三名遥遥领先



资料来源：中国证券业协会 第一创业研究所



4.3、网点、研究、资本、资源、品牌优势 龙头地位难以撼动

无论是经纪业务还是投行业务，龙头券商的垄断低位非但没有缓解，反而有加强的趋势，中小券商做大做强的愿望越来越偏离实际。市场领导者凭借其众多的营业部数量、突出的研究力量、雄厚的资本实力、广阔的社会网络以及不断加强的品牌效应等多重优势，地位难以撼动。

经纪业务竞争第一要素便是营业部数量，上市的券商中，中信证券拥有 171 家营业部，海通证券 123 家，不仅高于其他中小券商，在大型券商中也是位居前列。众多的营业部让优势券商的客户资源远远多于竞争者，而监管者对新设营业部的种种限制，也确保了现有的营业部格局难以改变。

研究能力能够为公司带来基金分仓收入、帮助投行拓展业务以及促进经纪业务发展，以中信、中金为首两大券商在最新的“新财富最佳分析师”评选中取得了骄人成功，体现了研究能力的出类拔萃，对公司经纪业务、投行、资管等诸多业务而言，无疑做了最好的宣传。

强大的资本实力是竞争力的保证，根据 07 年数据，106 家券商净资本均值 27.96 亿元，但超过平均值的券商仅仅只有 22 家，中信证券、海通证券更是以 407 亿和 345 亿的规模领跑。而上市券商中，中信和海通在 08 年 3 季度权益分别达到 527 和 377 亿，资本实力更是拥有巨大的领先优势。

表 11、上市券商资本实力比较

所有者权益(亿元)	2007-9-30	2007-12-31	2008-3-31	2008-6-30	2008-9-30
中信证券	472.20	515.99	521.81	519.75	527.29
海通证券	90.25	366.32	370.45	374.91	377.45
国金证券	11.75	16.25	26.85	25.47	24.02
长江证券	-11.34	59.04	57.90	49.15	49.14
国元证券	2.96	51.68	44.70	47.36	47.68
宏源证券	54.34	59.99	59.30	50.16	49.33
东北证券	20.45	21.38	22.55	23.85	23.47
太平洋	0.00	20.25	17.75	15.78	14.89

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所

另一个重要的因素是龙头券商拥有的社会资源和监管者赋予的业务资格，这些隐性或显性的资源导致许多优势项目集中到少数券商，而非优势项目则由其他多数券商通过残酷的竞争获取。这种竞争格局短期内不可能变化，龙头券商还能充分享受资源优势。

综合以上几点来看，龙头券商既有现实的领先，又有内在的竞争实力，可以预见，龙头券商在未来几年的发展仍将占据明显的优势。在上市的券商中，中信证券最具龙头特征，09 年有望实现良好的发展。



5、优良的投资标的：中信证券

我们对 09 年证券业的看法是：经纪持平，自营盈利，投行回暖，从收入角度判断 09 年的券商基本面并不差；经过 05、06 年的整治以及上一轮牛市中丰厚的利润，券商的经营风险并不大。就市场估值水平来看，目前中信证券和海通证券的估值较为合理，具备较好投资价值。

5.1、中信证券 买入

我们对 09 年并不悲观，作为行业龙头的中信证券自然是最大的受益者。公司各项业务发展均衡，没有明显的短板。其中，经纪业务、投行业务、资管业务等都是行业第一名，而“A 类+创新”资格又使得公司能够在一系列后续创新业务（直投、产业基金、融资融券、股指期货）中赢得先机，加之公司强大的资本实力以及先人一步的成本控制措施，这些都是 09 年业绩的有力保证。

我们预计 09 年和 10 年的 EPS 分别为 1.28 元和 1.50 元，PE 分别是 17.9 倍和 15.4 倍，考虑到公司的龙头地位，给予“买入”评级

表 12、中信证券盈利预测

利润表（人民币百万）

600030.sh	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	30,871	18,630	19,625	22,903
手续费净收入	18,956	12,950	13,221	15,106
其中：代理买卖证券业务净收入	13,378	8,027	7,625	8,769
证券承销业务净收入	2,194	1,536	1,766	2,031
委托资产管理业务净收入	162	267	346	450
基金管理公司收入	2,343	2,108	2,319	2,551
其他手续费收入	880	1012	1164	1304
利息净收入	991	1,189	1,308	1,465
投资收益	7,576	3,788	4,242	5,303
公允价值变动净收益	3,351	670	804	965
汇兑净收益	(50)	(43)	(35)	(28)
其他业务收入	48	76	84	92
二、营业支出	11,008	8,039	7,291	8,509
营业税金及附加	1,322	838	883	1,031
业务及管理费	9,531	7,079	6,280	7,329
资产减值损失	147	112	118	137
其他业务成本	9	9	10	11
三、营业利润	19,863	10,591	12,334	14,395
营业外收支净额	41	45	48	52
四、税前利润	19,904	10,547	12,286	14,343
所得税	6,358	2,661	3,098	3,615
五、净利润	13,546	7,885	9,188	10,728
归属母公司净利润	12,389	7,305	8,504	9,922
六、总股本	3315	6630	6630	6630
七、摊薄每股收益(元)	3.74	1.10	1.28	1.50

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所



5.2、海通证券 谨慎买入

海通证券从各项指标分析属于第二集团前列，其中，经纪业务具有一定的竞争优势，投行业务属于中等水平。

作为前 10 名的大券商，海通证券很有可能获得超过行业平均水平的回报，而上市融资后，公司财务上大约有 300 亿多亿元的资金，这部分资金在 08 年单边下挫行情中并没有受损，这种“无为操作”虽有闲置资金之嫌，但却保全了公司资金安全，留住了青山。至于而在 09 年如何运用这部分资金，既是考验管理层智慧的难题，又暗含着后发制人的机遇。

预测 09 年和 10 年公司的 EPS 分别为 0.44 和 0.5 元，PE 为 27.66 倍和 24.32 倍，估值并没有太大的优势，给予“谨慎买入”投资评级。

表 13、海通证券盈利预测

利润表（人民币百万）

600837.sh	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	11,265	7,579	7,709	8,771
手续费净收入	6,900	4,842	4,721	5,255
其中：代理买卖证券业务净收入	5,612	3,367	3,098	3,470
证券承销业务净收入	369	184	203	223
委托资产管理业务净收入	701	1,051	1,156	1,272
其他手续费收入	218	240	264	290
利息净收入	490	882	970	1,067
投资收益	2,501	1,251	1,351	1,688
公允价值变动净收益	1,081	216	238	285
汇兑净收益	(14)	(12)	(10)	(8)
其他业务收入	307	399	439	483
二、营业支出	3,941	3,308	2,987	3,399
营业税金及附加	416	303	308	351
业务及管理费	3,268	2,956	2,621	2,982
资产减值损失	253	45	54	61
其他业务成本	3	4	4	4
三、营业利润	7,324	4,271	4,722	5,372
营业外收支净额	470	507	548	592
四、税前利润	7,794	3,763	4,174	4,780
所得税	2,234	1,195	1,318	1,492
五、净利润	5,560	2,568	2,855	3,288
归属母公司净利润	5,457	3,281	3,619	4,096
六、总股本	4114	8228	8228	8228
七、摊薄每股收益(元)	1.33	0.40	0.44	0.50

资料来源：Wind 资讯 第一创业研究所



5.3、券商股估值比较

表 14、上市证券股盈利预测

证券简称	上次评级	评 级	股价(元)	每股收益 (元)			增长(%)	市盈率(x)		
			2009-2-5	08E	09E	10E	09/08	08E	09E	10E
中信证券	谨慎买入	买入	23.11	1.10	1.28	1.50	16.36	21.01	18.05	15.41
海通证券	中性	谨慎买入	12.14	0.40	0.44	0.50	10.00	30.35	27.59	24.28
国金证券	中性	中性	29.93	1.53	1.28	1.47	-16.30	19.54	23.34	20.32
长江证券	中性	中性	11.80	0.48	0.49	0.71	1.74	24.71	24.29	16.60
国元证券	中性	中性	13.40	0.38	0.41	0.46	6.80	34.90	32.68	29.13
宏源证券	中性	中性	14.54	0.40	0.38	0.53	-5.28	36.24	38.26	27.43
东北证券	中性	中性	15.62	0.79	0.82	0.93	3.04	19.70	19.12	16.75
太平洋	中性	中性	14.29	-0.42	-0.09	0.06	-77.86	-34.36	-155.16	243.44

资料来源: Wind 资讯 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120