

[2009.02.09]

交易持续活跃，2008 年业绩符合预期

——2009 年 2 月份月报

梁静 董乐
021-38676850 021-38676650
liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读：
日均交易额继续维持在千亿元以上，但承销业务十分平淡。

投资要点：

- 日均交易额继续维持在千亿元以上。1 月，上证指数上涨 9.33%，带动整体交易继续维持较高水平，股票基金成交额 15,384 亿元，同比下降 67.5%，环比下降 36.1%，日均股票基金成交额 1025 亿元，同比下降 52.2%，环比略降 2%。本月完成 2241 亿元权证交易，日均股票基金权证交易额合计 1175 亿元，同比下降 49.9%，环比略降 4.7%。
- 承销业务较为平淡。1 月无公开增发项目，仅有 5 单定向增发项目，其中两单为现金认购，募集资金（仅现金）合计 8.73 亿元，同比下降 92.3%，主承销商分别为广发证券与西南证券。1 月完成 5 单企业债券发行，共募集资金 69 亿元，债券发行额同比下降 14%，环比下降 27.4%。
- 创新业务预期更为明确。全国证券期货监管工作会议进一步明确了监管层推出创业业务的预期，我们仍然坚持在策略报告中对创新业务的观点，即 2009 年创新业务虽将全面铺开、但短期实质性贡献有限。
- 2008 年业绩基本符合预期。47 家银行间市场业绩同比下降 69%，上市券商业绩下降 43%。受可供出售净资产规模下降影响，银行间市场券商净资产规模下降 3%。从业务结构看，经纪佣金占比大幅上升至 65.5%，而自营规模减少至 5.3%。全年经纪佣金下滑 49.2%，整体经纪净佣金率从 0.154% 下降至 0.129%，承销业务收入以及资产管理业务收入分别下降 19% 与 43%。
- 具备较高业绩弹性的中小券商将更多的受益于交易额的大幅上涨。从业务结构上看，中小券商经纪佣金收入占比更高，其中东北证券高达 80%。从我们的测算结果看，中小上市券商亦具备更高的业绩弹性，其中宏源证券与东北证券尤为突出，若全年日均交易额上升至 2000 亿，两家公司业绩将分别增长 93% 与 75%，但从估值水平看，我们认为东北证券更具优势。

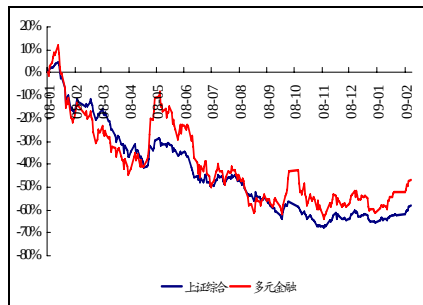
细分行业评级

证券经纪与交易业	中性
信托业	中性

主要上市公司评级

中信证券	增持
S 延边路	增持
宏源证券	中性
海通证券	中性
国金证券	中性
东北证券	中性
国元证券	中性
长江证券	中性
辽宁成大	增持
吉林敖东	增持
爱建股份	中性
安信信托	中性
陕国投	谨慎增持
太平洋	减持

行业指数走势



相关报告

监管会议强化创新预期	(09.01.15)
交易额持续回暖，股票承销跌入冰点	(09.01.06)
高换手率难以持续	(08.12.02)

1. 1 月经营情况：市场依然活跃

1.1. 经纪业务：日均股票基金交易额 1012 亿元

日均股票基金交易额环比略降 3%。1 月份，受春节因素影响，市场股票基金成交额 15,173 亿元，环比下降 37%、同比下降 67.9%；但市场活跃仍然使得整体交易继续维持较高水平，当月，日均股票基金成交额 **1012 亿元**，同比下降 **52.9%**，但环比仅降 3%。本月完成 2241 亿元权证交易，日均股票基金权证交易额合计 1161 亿元，同比下降 50.5%，环比略降 5.8%。

图 1：日均股票基金交易环比略降 2%

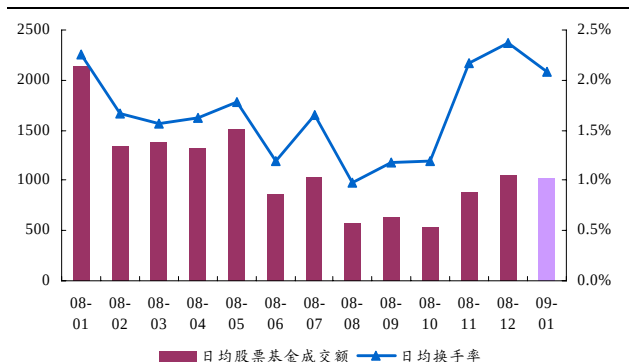
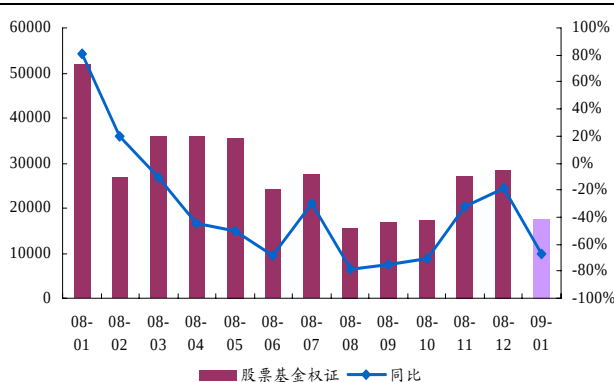


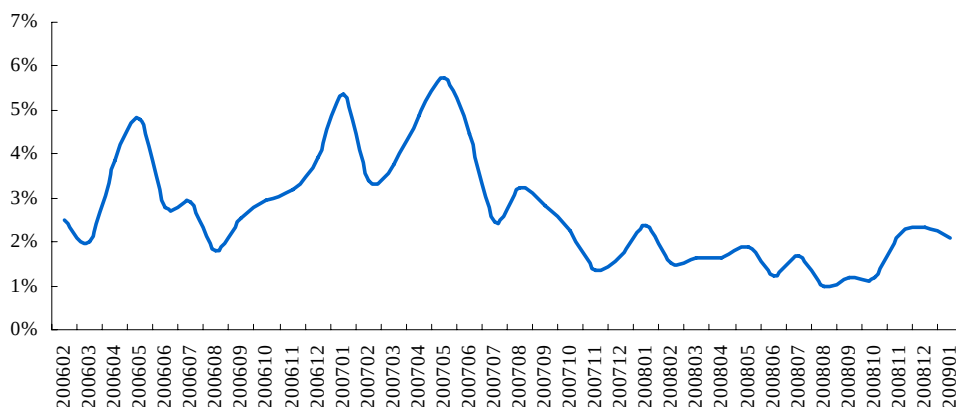
图 2：股票基金权证交易额环比下降 37.8%



数据来源：沪深交易所

日均换手率维持在 2.06% 的高位。1 月换手率为 30.9%，对应日均换手率为 2.06%，年化换手率为 5.07 倍。

图 3：1 月换手率仍维持较高水平



数据来源：沪深交易所

1 月中信证券以 7.83% 的市场份额维持第一。在权证交易占比减少以及公司股票基金份额提升的推动下，中信证券以 7.83% 的市场份额维持市场第一，且同华泰证券（6.6%）拉开较大差距。

表 1: 1 月经纪业务市场份额排名

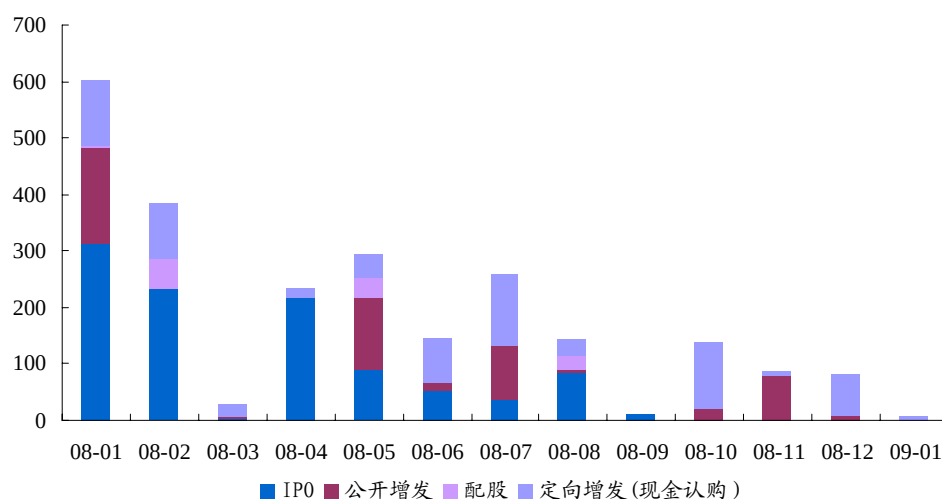
排名	券商	股票基金权证成交金额 (亿元)	市场份额
1	中信证券	2728	7.83%
2	华泰证券	2300	6.60%
3	中国银河	2069	5.94%
4	国泰君安	2041	5.86%
5	广发证券	1476	4.24%
6	国信证券	1462	4.20%
7	海通证券	1420	4.08%
8	招商证券	1402	4.03%
9	申银万国	1282	3.68%
10	光大证券	1065	3.06%
11	中投证券	1046	3.00%
12	安信证券	985	2.83%
13	齐鲁证券	817	2.35%
14	方正证券	594	1.70%
15	中金公司	581	1.67%
16	东方证券	536	1.54%
17	兴业证券	508	1.46%
18	长江证券	497	1.43%
19	宏源证券	476	1.37%
20	中银国际	442	1.27%
22	国元证券	367	1.05%
33	东北证券	246	0.71%
35	国金证券	238	0.68%
68	太平洋证券	88	0.25%

数据来源: 沪深交易所

1.2. 投行业务: 仅 2 单现金认购定向增发, 债券发行亦有所萎缩

1 月完成定向增发(现金认购)融资额 8.73 亿元。1 月无公开增发项目, 仅有 5 单定向增发项目, 其中两单为现金认购, 募集资金(仅现金)合计 8.73 亿元, 同比下降 92.3%, 主承销商分别为广发证券与西南证券。

图 4：全月仅 2 单现金认购定向增发项目（亿元）



数据来源：WIND

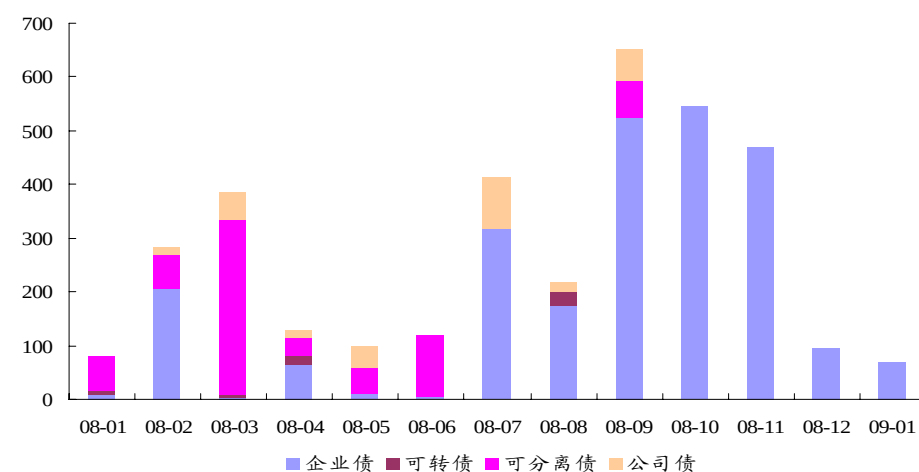
表 2：1 月股票发行情况

	募集资金合计 (亿元)	发行费用 (百万元)	主承销商	增发日期
宏图高科	8.9	17.6	西南证券	20090116
华仪电气	3.0	6.3	广发证券	20090113
ST 万杰	26.9	-	-	20090108
天保基建	10.2	-	-	20090115
亿利能源	47.9	-	-	20090117

数据来源：WIND

全月发行债券 69 亿元。1 月完成 5 单企业债券发行，共募集资金 69 亿元，债券发行额同比下降 14%，环比下降 27.4%。此外 1 月发行中期票据 468 亿，其中中信证券参与 09 招商局 MTN1，募集资金 25 亿元。

图 5：1 月完成企业债券发行 69 亿元



数据来源：WIND

2. 行业动态：监管会议明确创新预期

2009 年全国证券期货监管工作会议于 1 月召开，会议进一步明确了监管层推出创业业务的预期，我们认为大型优质券商将更大程度的受惠于创新管制的放松，但控制风险、由点到面、平稳推进的既定方针将不会改变，这也将使得创新业务的发展将难以超出我们的预期。我们仍然坚持在策略报告中对创新业务的观点，即 2009 年创新业务虽将全面铺开、但短期实质性贡献有限。

表 3：1 月行业主要动态

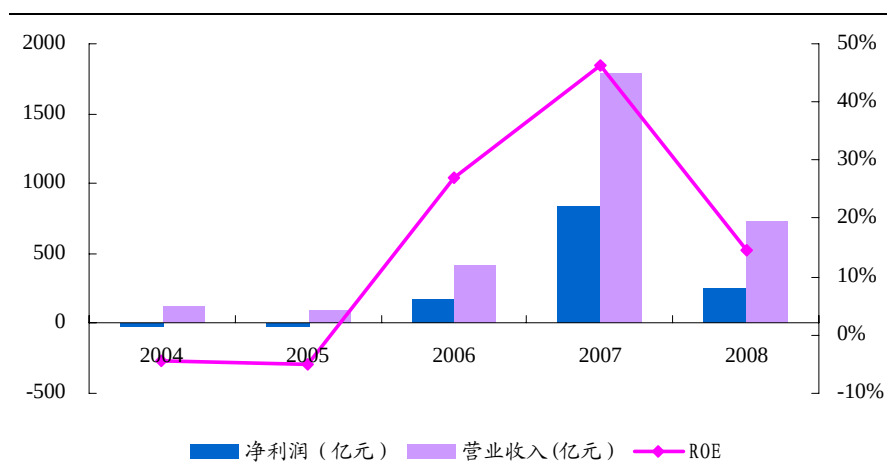
	主要进展	我们的观点
全国证券期货监管工作会议召开	此次监管工作会议指出：“2009 年针对证券公司的工作重点为，推动证券公司有序创新，做好融资融券业务试点，扩大证券公司直接投资和资产证券化试点范围，探索证券公司与其它金融机构相互参股，适时启动个案试点。”	- 推进有序创新表明监管重心将切实由规范转向创新发展，创新管制放松的力度将可能超出市场预期。 - 做好融资融券业务试点进一步强化了融资融券即将推出的预期，而创业板、股指期货等的推出也将水到渠成； - 启动相互参股的个案试点将对拓宽业务范围、分散风险以及提升证券业在国民经济的竞争力中有着巨大的推动作用。
券商 2008 年整体业绩	中国证券业协会对证券公司 2008 年经营情况进行了初步统计。证券公司未经审计财务报告显示，107 家证券公司全年实现营业收入 1,251 亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入 882 亿元、证券承销业务净收入 77 亿元、受托客户资产管理业务净收入 15 亿元，全年累计实现净利润 482 亿元，95 家公司实现盈利，占行业公司数量的 89%。	2008 年全行业净利润同比下降约 63%，同我们预期基本一致。 2009 年经纪、投行等主要收入来源仍将面临萎缩的趋势，预计业绩仍将下滑 20%-30%。
上市商业银行参与交易所债券交易试点获准	证监会、银监会发布《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》。《通知》指出，试点期间商业银行可以在交易所固定收益平台，从事国债、企业债、公司债等债券品种的现券交易，以及经相关监管部门批准的其他品种交易。	- 推动交易所市场的扩容以及扩充投资者结构，提升交易所市场的流动性； - 为大盘公司债发行提供资金承接。

3. 2008 年券商业绩总结

银行间市场券商业绩同比降 69%。46 家银行间市场成员券商已公布未经审计财务报告，8 家上市券商 2008 年业绩亦发布完毕。46 家银行间市场成员券商全年合计实现营业收入 726 亿元，同比下降 59.6%，实现净利润 257 亿元，同比降 69%，其中东方证券与新时代证券分别亏损 8.9 亿元与 1.9 亿元。平均 ROE 为 14.7%，较 2007 年下降 32 个百分点。

上市公司业绩整体下降 43%。除国金证券外，其余 6 家主要上市券商 2008 年业绩同样出现大幅下滑，其中中信与海通净利润分别减少 41%与 40%，优于全行业 64%的平均水平。

图 6：银行间市场成员券商净利润同比下滑 60%



数据来源：中国货币网

注：受会计准则调整影响，2007 年前后数据有一定不可比性

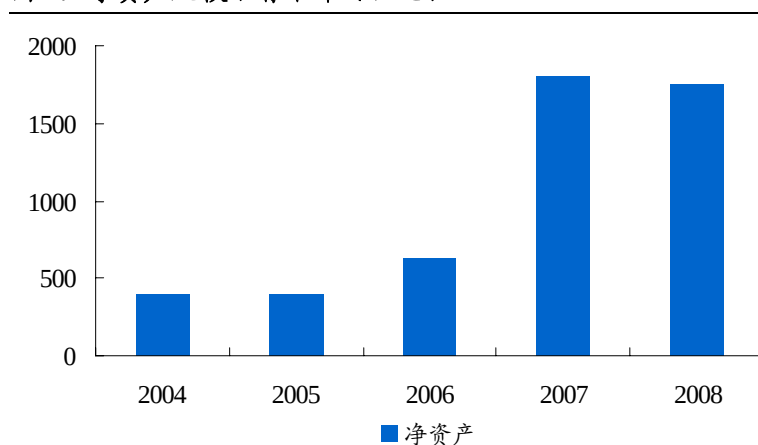
表 4：上市券商 2008 年主要经营情况

	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	ROE
中信证券	175.86	-43%	72.78	-41%	13%
海通证券	71.43	-38%	32.22	-40%	9%
宏源证券	14.17	-68%	4.39	-78%	9%
长江证券	18.71	-62%	7.01	-70%	14%
国元证券	12.39	-70%	5.24	-77%	11%
东北证券	10.93	-43%	4	-64%	19%
国金证券	13.38	-4%	6.39	1%	30%

数据来源：公司公告，部分数据为推测情况

净资产规模小幅下降。可供出售金融资产公允价值下降导致全年净资产规模小幅减少，47 家券商期末净资产合计 1756 亿元，较 2007 年末减少 3%。

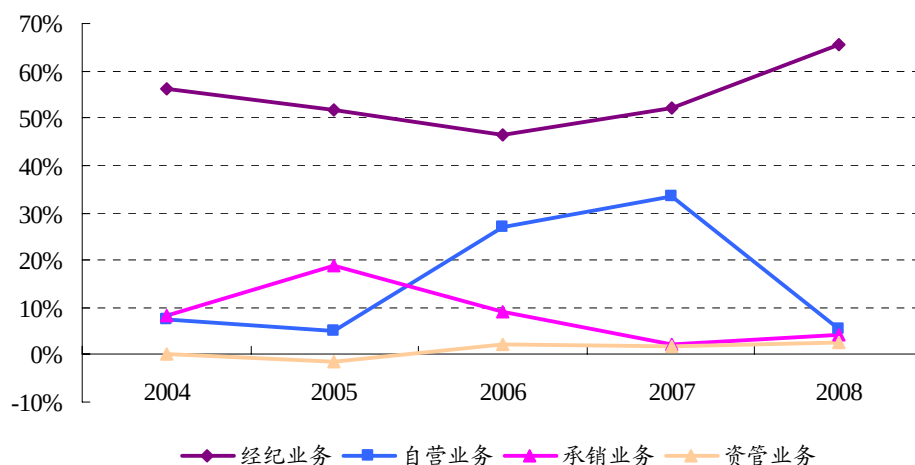
图 7：净资产规模略有下降（亿元）



数据来源：中国货币网

经纪业务占比大幅提升。从业务结构看，2008 年银行间市场券商经纪业务市场份额大幅提升，经纪净佣金占营业收入 65.5%，而自营业务收入占比则大幅下降至 5.3%，承销、资管业务略有上升。

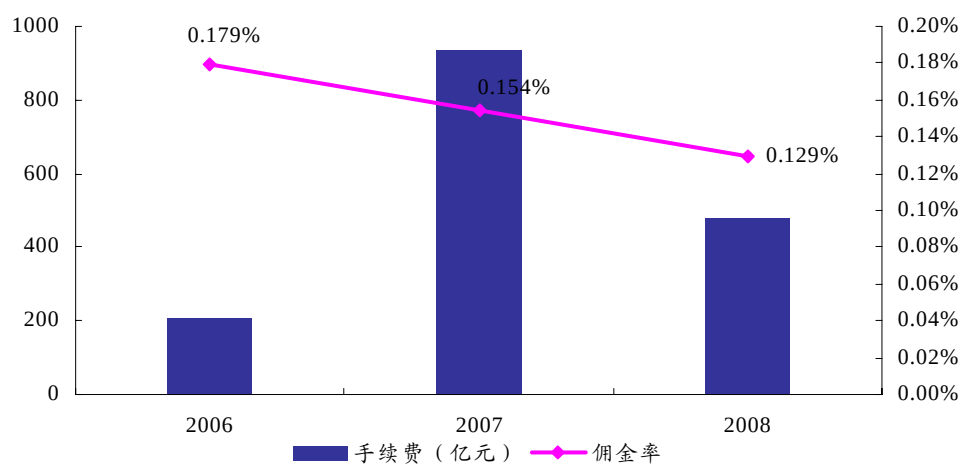
图 8：经纪佣金占比大幅提升



数据来源：中国货币网

佣金率下滑明显。2008 年，47 家券商共实现经纪净佣金 476 亿元，同比减少 49.2%，而佣金率进一步下滑，全年平均净佣金率为 0.129%，较 2007 年下降 0.25 个百分点。

图 9：佣金率进一步下滑

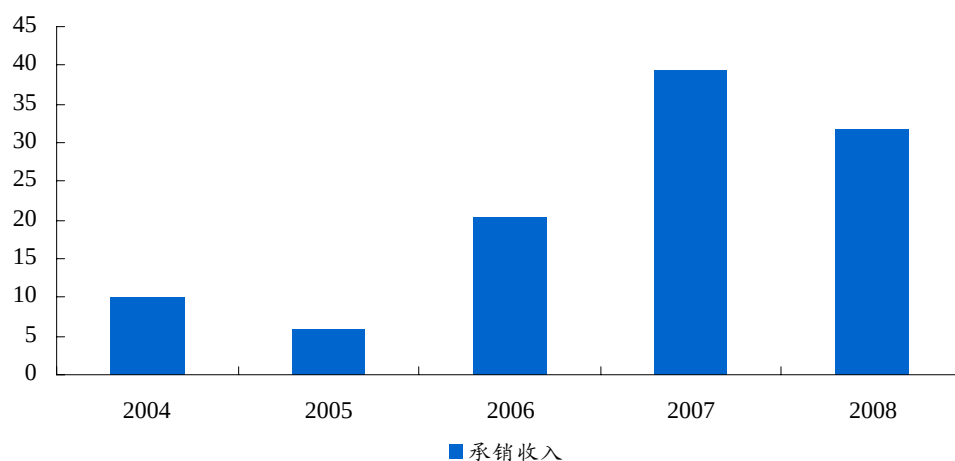


数据来源：中国货币网，沪深交易所

注：由于 2007 年后采用新会计准则，故佣金收入与佣金率为扣除经纪业务支出后的水平，同 2006 年数据存在部分不可比性。

投行业务收入下降 19.2%。2008 年，除中金公司、高华证券外 45 家券商共完成主承销金额 1125 亿元，实现承销收入 31.7 亿元，同比下降 19.2%。

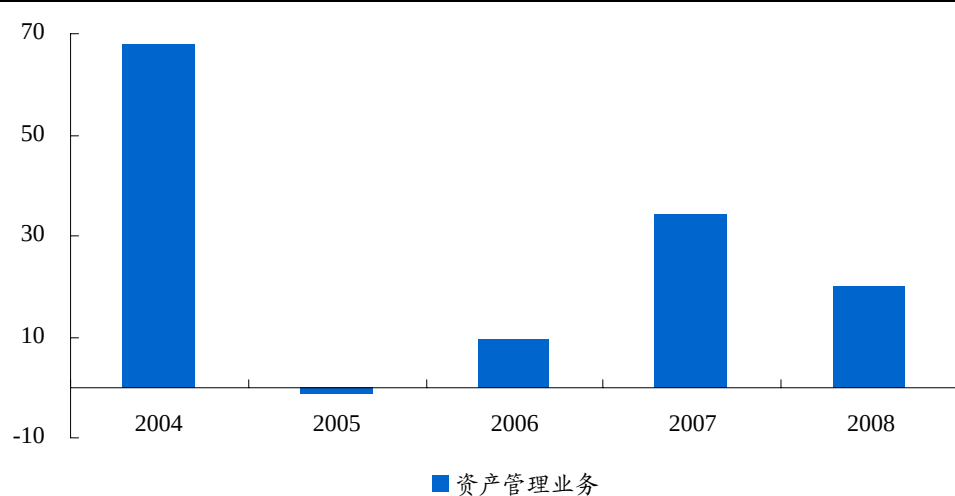
图 10: 承销收入下降 19% (亿元)



数据来源: 中国货币网

资产管理业务收入下降 42.7%。47 家券商中有 19 家公司开展资产管理业务, 2008 年资产管理业务收入 20 亿元, 较去年下降 42.7%, 收入减少的主要原因来自于管理净值缩水以及部分集合理财产品到期清算。

图 11: 资产管理业务收入下降 42.7% (亿元)



数据来源: 中国货币网

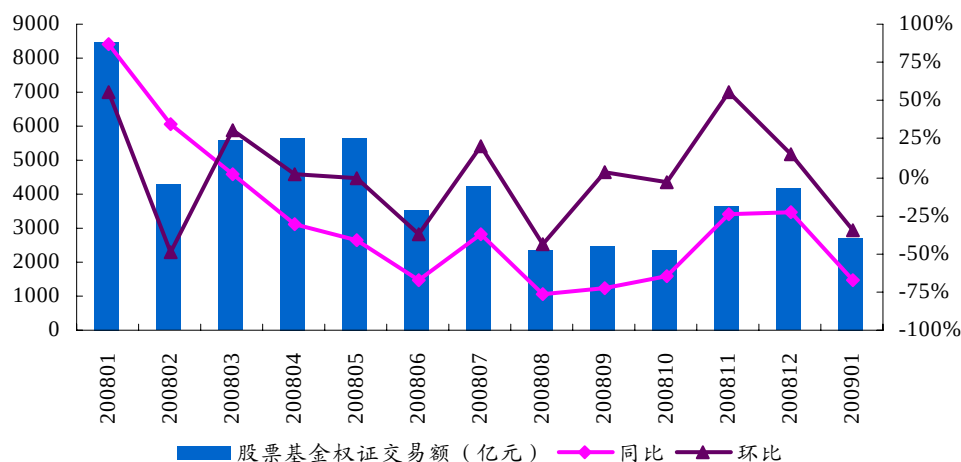
4. 主要上市公司业务动态

4.1. 中信证券: 规模萎缩, 份额上升

- 公司 1 月股票基金权证交易额 2728 亿元, 由于当月交易时间较少, 交易额同比下降 67.9%, 环比下降 35%;

- 股票基金交易额 2554 亿元，同比下降 68.2%、环比减少 33.8%；
- 权证交易额 174 亿元，同比下降 62.1%、环比下降 48.9%；
- 当月约实现经纪业务佣金净收入 4 亿元、同比下降 66.6%。

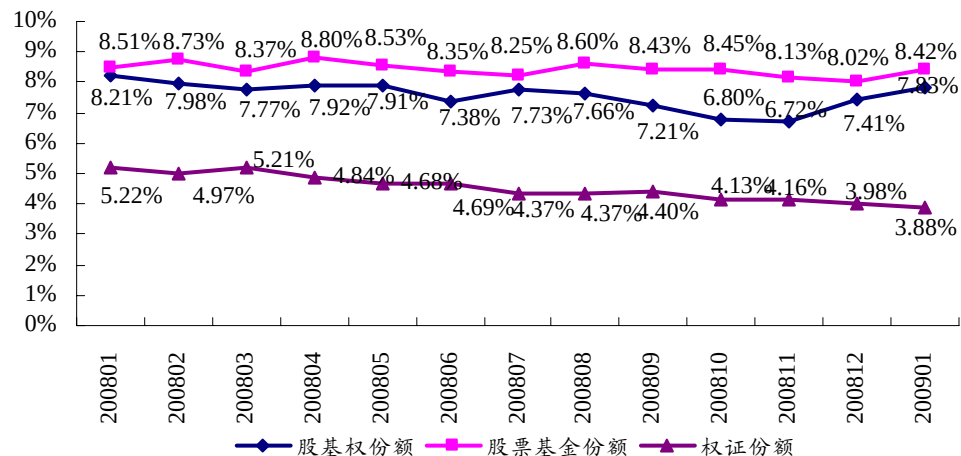
图 12: 中信证券 1 月股票基金权证交易额环比下降 35%



数据来源：沪深交易所

1 月，公司股票基金权证市场份额与股票基金市场份额均有所上升，两者分别较上月增加 0.42 个百分点和 0.4 个百分点。

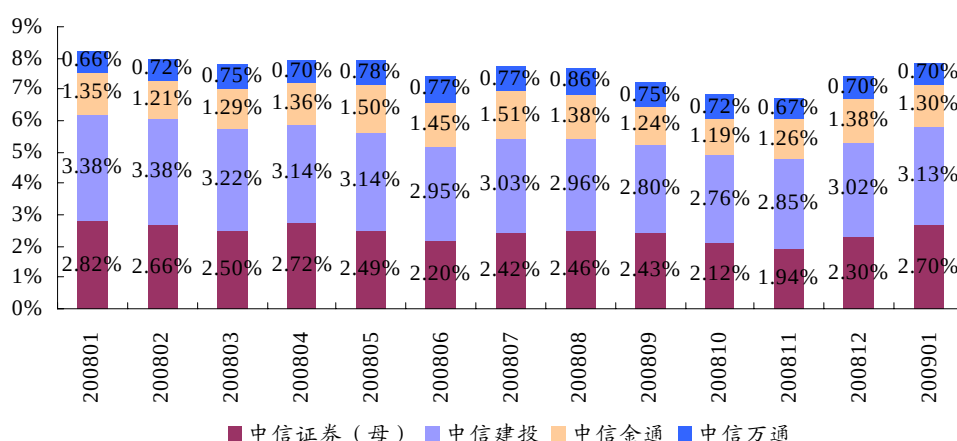
图 13: 中信证券股票基金权证市场份额提升至 7.83%



数据来源：沪深交易所

1 月，母公司及中信建投市场份额分别上升 0.4 个百分点以及 0.1 个百分点，中信金通下降 0.11 个百分点，中信万通维持不变。

图 14：母公司及中信建投市场份额有所增加

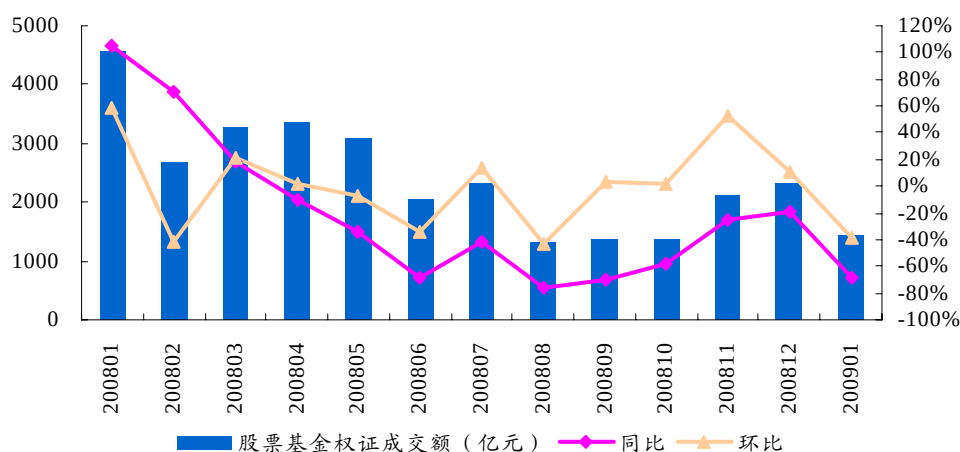


数据来源：沪深交易所

4.2. 海通证券：经纪份额相对稳定

公司 1 月完成股票基金权证交易额 1420 亿元，同比下降 68.9%，环比下降 38.9%，其中股票基金交易额 1265 亿元，同比下降 68.4%，环比下降 37.6%，权证交易额 155 亿元，同比下降 73.1%，环比减少 47.8%。当月约实现佣金收入 1.8 亿元，同比下降 69%。

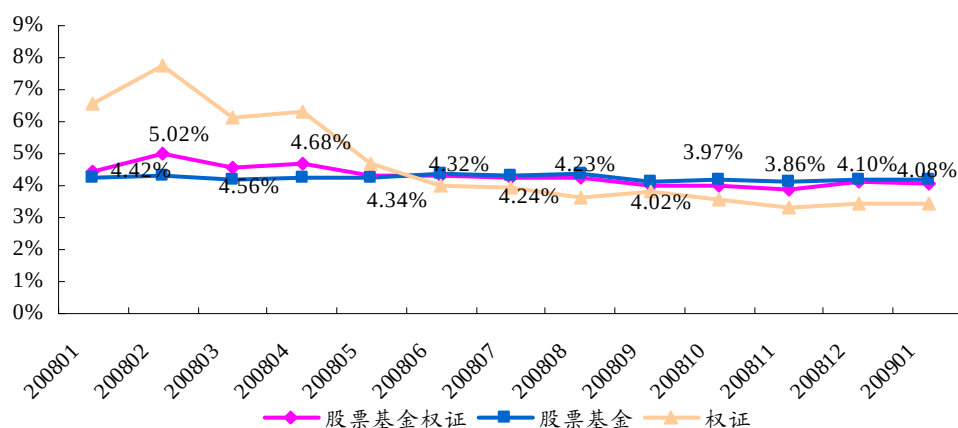
图 15：1 月份海通证券约实现经纪净佣金 1.8 亿元



数据来源：沪深交易所

1 月公司股票基金权证市场份额 4.08%，较上月略降 0.02 个百分点，排名市场第 7 位。公司股票基金交易市场份额为 4.17%，较上月上升 0.03%，权证市场份额为 3.45%，较上月下降 0.02%。

图 16: 海通证券股票基金权证市场份额略有下降



数据来源：沪深交易所

4.3. 中小上市券商：具备更高的业绩弹性

1 月，由于交易天数较少，中小上市券商股票基金权证交易同比、环比均有较大幅度的下降，但除国元证券外，4 家公司市场份额较去年 12 月均有所提升，其中长江证券与国金证券分别增加了 0.17 与 0.12 个百分点。

表 5: 中小券商 1 月市场份额有所提升

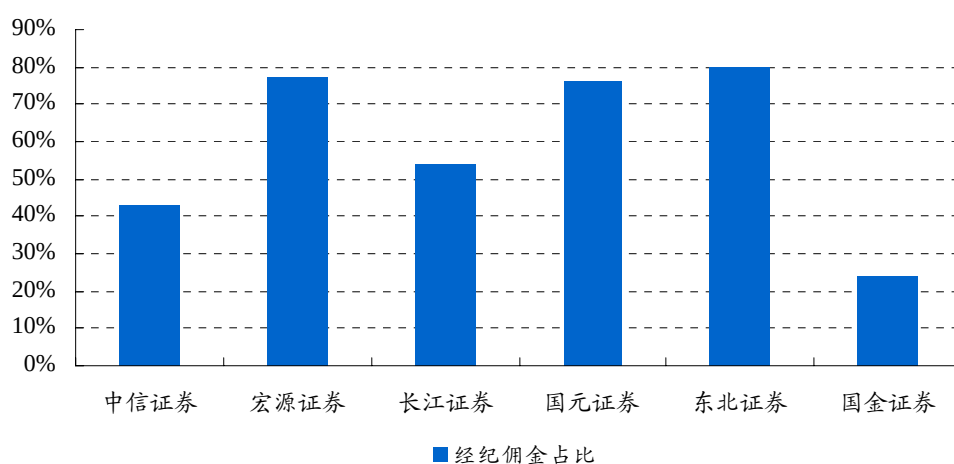
	交易金额	同比	环比	市场份额	较上月变化
长江证券	497	-63.8%	-30.6%	1.43%	0.17%
宏源证券	476	-37.1%	-37.3%	1.37%	0.03%
国元证券	367	-61.3%	-38.5%	1.05%	0.00%
东北证券	246	-69.6%	-36.7%	0.71%	0.03%
国金证券	238	-65.0%	-24.7%	0.68%	0.12%

数据来源：沪深交易所

近期交易额超预期增长，推动上市券商 1 季度实现超预期业绩。相对而言，中小券商具有更高的业绩弹性。

从业务结构上看，中小券商更加依赖经纪交易量。从 2008 年前 3 季度财务数据看，中信证券经纪业务收入占比 43%，而其余 5 家上市中小券商经纪佣金平均占比达 62%，其中东北证券高达 80%。

图 17: 中小券商经纪佣金占比明显高于中信证券



数据来源: 公司公告

中小券商未来业绩预期对交易量水平具有更高的弹性。从 2009 年券商业绩对交易额敏感性分析可以看出, 除国金证券外, 其余 4 家中小券商 2009 年业绩对日均股票基金交易额变化更具敏感性, 其中宏源证券由于 2008 年基数低, 敏感性更高, 其次为东北证券, 若全年日均股票基金交易额上升至 2000 亿元, 两家公司业绩分别为 0.58 元与 1.21 元, 分别同比增长 93%与 75%。但从估值水平看, 在此业绩下, 宏源证券与东北证券动态 PE 分别为 27 倍与 15 倍, 因而我们认为东北证券更具优势。

表 6: 中小券商业绩预期对交易水平更具弹性

交易额	500	同比	1000	同比	1500	同比	2000	同比
中信证券	0.86	-22%	1.07	-3%	1.28	16%	1.50	36%
宏源证券	0.22	-27%	0.34	13%	0.46	53%	0.58	93%
东北证券	0.48	-30%	0.72	4%	0.96	39%	1.21	75%
国元证券	0.24	-33%	0.36	0%	0.48	33%	0.6	67%
长江证券	0.32	-24%	0.42	0%	0.55	31%	0.67	60%
国金证券	0.79	-47%	0.98	-34%	1.17	-21%	1.35	-9%

数据来源: 国泰君安证券

表 7: 上市证券公司业绩预测及估值

	月涨幅	EPS			PE			PB	总市值	投资建议
		2008	2009	2010	2008	2009	2010			
中信证券	26.9	1.10	0.91	0.93	22	27	26	2.91	1604	增持
宏源证券	20.3	0.30	0.26	0.30	50	58	50	4.34	221	中性
辽宁成大	35.8	1.05	0.88	1.00	18	22	19	3.41	172	增持
吉林敖东	30.0	1.53	1.18	1.27	18	23	21	3.14	156	增持
海通证券	32.8	0.40	0.32	0.36	31	39	35	2.65	1015	中性
东北证券	32.8	0.71	0.54	0.68	24	32	25	4.01	98	中性
国元证券	24.4	0.40	0.34	0.43	35	41	33	4.23	208	中性

长江证券	32.0	0.43	0.35	0.39	28	35	31	4.12	206	中性
国金证券	29.5	1.48	0.90	1.08	21	36	30	5.73	159	中性

表 8: 境外券商估值比较 (美元)

	EPS			PE			ROE	PB	市值
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007		(百万)
高盛	26.34	4.67	8.14	21	12	9	4.50	0.80	49,400
摩根士丹利	3.13	1.54	2.23	16	11	7	8.75	0.47	25,369
嘉信理财	1.99	1.06	0.73	13	20	15	15.97	5.21	16,577
AmeriTrade	1.35	1.01	1.16	11	13	12	16.00	2.70	7,938
E Trade	-3.40	-1.00	-0.93	-	-	-	-36.90	0.29	749
野村证券	-0.37	-3.34	-2.23	-	-	-	-	0.70	10,866
大福证券	0.10	0.11	0.17	2	2	1	-	0.36	124
光大控股	0.41	0.14	0.16	4	9	8	10.52	0.85	2,042
KGI	0.06	0.02	0.02	4	13	11	-	0.69	620
元大金控	-0.03	0.01	0.02	-	26	24	-	-	3,132
三星证券	3.69	2.70	3.63	11	16	12	7.30	1.79	2,966

数据来源: 彭博

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融(证券信托)研究员, 6 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事金融行业研究。

免责声明

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。

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。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com