

证券业：题材还是价值成长？

报告要点

■ 把握证券行业的盈利特征和成长阶段

相当于其他金融股，证券公司的盈利模式有明显的四个特征：一是业绩波动非常剧烈，在行业成长阶段，不可轻言证券公司的业绩高点；二是由于金融牌照垄断价值、资本市场扩容等因素，证券公司不仅在牛市阶段的盈利水平具有吸引力，长期回报率也很高；三是业绩分化趋势愈演愈烈，行业龙头或者具备成长潜力的公司是投资的最佳选择；四是业绩与市场交易量密切相关，即使成熟市场中证券业也摆脱不了靠天吃饭的规律，活跃的市场氛围推动证券股涨幅靠前，2009 年将迎来证券公司业绩的反转点。

■ 牛年蕴育新希望

市场交易量是证券公司股价的催化剂。2009 年市场交易量有望超过 2008 年，一是由于 A 股成交量与市值规模的比值远低于成熟市场，小非解禁等因素推动市场持续扩容，间接促进交易量增长，二是日均交易量低于 600 亿元的月份难以超过 3 个月，即使保守预计成交量持续下降 23%，但由于券商自营业务扭亏为盈的概率较大，全年业绩有望实现一定程度的增长。

■ 券商新业务价值几何？

证券公司各项新业务的发展将充分改变现有经营模式，提高权益乘数和资本运作能力。资产管理业务是券商的财务稳定器，资产管理规模（含基金）由于累积效应并非随着指数大起大落，资产管理相关“Fee”收入也将持续增长，境外部分经纪券商收入主要来自于资产管理业务；直接投资业务回报丰厚，还能产生承销等相关收入，中信证券等部分券商直投业务回报期并不遥远；融资融券业务是经纪类券商重要收入来源，融资融券规模平均是证券公司净资产规模的 2.27 倍，对净利润的贡献稳定在 10%~15%之间，并将有力促进经纪等相关业务发展。

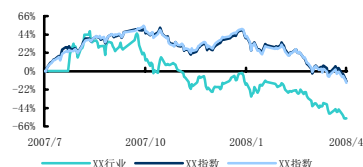
■ 业绩波动的证券股如何估值？

市盈率和市净率估值方法不适用于证券业。我们修改了权益自由现金流模型，并通过业务价值评估法测算了股价安全边界。鉴于经营环境回暖，上调证券业评级至看好，证券股不仅具备题材交易机会，更具备长期投资价值。就个股而言，我们认为中信证券、海通证券、东北证券仍具备投资价值，其中予以中信证券推荐评级，海通和东北证券谨慎推荐评级。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600030	中信证券	推荐
000562	宏源证券	中性
000686	东北证券	谨慎推荐
000728	国元证券	中性
600109	国金证券	中性
600837	海通证券	谨慎推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

中信证券	07A	08E	09E
PE	13.59	23.12	18.48
PB	3.27	2.86	2.66

海通证券	07A	08E	09E
PE	21.08	34.44	23.36
PB	3.12	2.86	2.70

相关研究

《证券公司成长规律与估值方法研究》2008-9-17

分析师：

刘俊（武汉）
 (8627) 65799532
 liujun@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤
 (8621) 63217917
 yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

剖析证券公司盈利特征.....	5
盈利特征一：业绩波动中实现增长.....	5
盈利特征二：成长初期诱人的高盈利和长期投资价值.....	6
盈利特征三：业绩分化趋势愈演愈烈.....	7
盈利特征四：成交量与证券公司业绩密切相关.....	9
牛年蕴育新希望.....	12
2009 年市场成交量不可小觑.....	12
新业务提升证券公司权益乘数.....	15
创新业务能否成为业绩看点？.....	16
资产管理业务是券商财务稳定器.....	16
直接投资业务回报丰厚.....	19
融资融券业务收入贡献稳定.....	19
股指期货改变经纪和投资业务模式.....	21
业绩波动的证券股如何估值？.....	23
调整后的权益自由现金流法.....	23
业务价值评估法测算股价安全边界.....	24
重点公司点评.....	24
中信证券（600030）.....	24
海通证券（600837）.....	25

图表目录

图 1: 1990 年以来美国证券业总收入和净利润变化	5
图 2: 2004 年以来国内券商平均营业收入、净利润和净资产的变化	5
图 3: 美国大型券商相比商业银行 ROE 波动较大	6
图 4: 美国券商经历了 ROE 水平降低、利润规模增长的过程	6
图 5: 中国证券业以往 ROE 水平起伏较大	7
图 6: 中信证券 2000 年以来 ROE 水平的变化	7
图 7: 1980 至 2001 年纽交所会员券商总收入集中度的变化	8
图 8: 1995 年以来日本各类券商净利润变化比较	8
图 9: 2003 年中国证券业收入前 10 位情况	9
图 10: 2008 年中国证券业收入前 10 位情况	9
图 11: 2004 年以来证券公司经纪业务集中度变化	9
图 12: 上市券商过去两年市场份额的变化	9
图 13: 美国市场股票交易额与证券公司业绩变化趋势一致	10
图 14: 日本市场股票交易额回升推动券商业绩反弹	10
图 15: 美国、日本和新兴市场地区股票市值规模的变化	11
图 16: 1980 年以来美国、日本和新兴市场地区股票交易额的变化	11
图 17: 小非解禁导致 2008 年 A 股流通市值降幅较小	11
图 18: 2008 年沪、深股票成交额与市值的比值反而有所增长	12
图 19: 发达国家市值与股票成交额的比值远高于国内水平	12
图 20: 2008 年以来月度日均成交额在 500 亿元以上	13
图 21: 2009 年 7 月和 10 月解禁压力较大	13
图 22: 预计 2009 年日均成交金额超过 21 万亿元	13
图 23: 上市券商 2009 年股票基金代理交易量预测	14
图 24: 2008 年 A 股月度筹资情况	14
图 25: 国内券商权益乘数远低于美国券商的水平	15
图 26: 上市券商权益乘数比较	15
图 27: 1989 年至 2004 年日本券商净资产和权益乘数的变化	16
图 28: 权益乘数上升促进了日本券商收入结构的优化	16
图 29: 美国证券业资产管理收入较净利润增长更稳定	17
图 30: 1985 至 2007 年美国基金规模呈持续上升趋势	18
图 31: 1989 年之后日本基金规模下降幅度有限	18
图 32: 2001 年后美国证券业融资融券收入增长迅速	19
图 33: 2001 年以来美国券商融资融券收入与股票交易量的变化	20
图 34: 美国融资融券规模平均是券商净资产的 2.27 倍	20
图 35: 1999 年以来嘉信融资融券规模和平均利差的变化	21
图 36: 1982 至 2001 年美国期货合约张数及股指期货合约比重	21
图 37: 各类股指期货衍生品交易是美国券商重要的佣金收入来源	22
图 38: 2001 年以来中国期货市场成交量成倍增长	22
图 39: 权益自由现金流方法预测的上市券商合理价值区间	23

表 1: 证券公司承销的 IPO 已过会项目数量情况	14
表 2: 2008 年上市券商投资银行业务比较	15
表 3: 2008 年主要券商资产管理业务收入及比重	17
表 4: 2008 年末部分券商集合理财业务规模	17
表 5: 2008 年基金公司资产管理规模前 10 名	18
表 6: 高盛 2007 年直接投资业务收入的比重为 8%	19
表 7: 主要券商控股期货公司成交排名的变化	22
表 8: 上市证券股估值模型主要参数假设	23
表 9: 中信证券和海通证券股价安全边界测算	24
表 10: 中信证券部分直接投资项目情况	25
行业重点上市公司估值指标与评级变化	26

剖析证券公司盈利特征

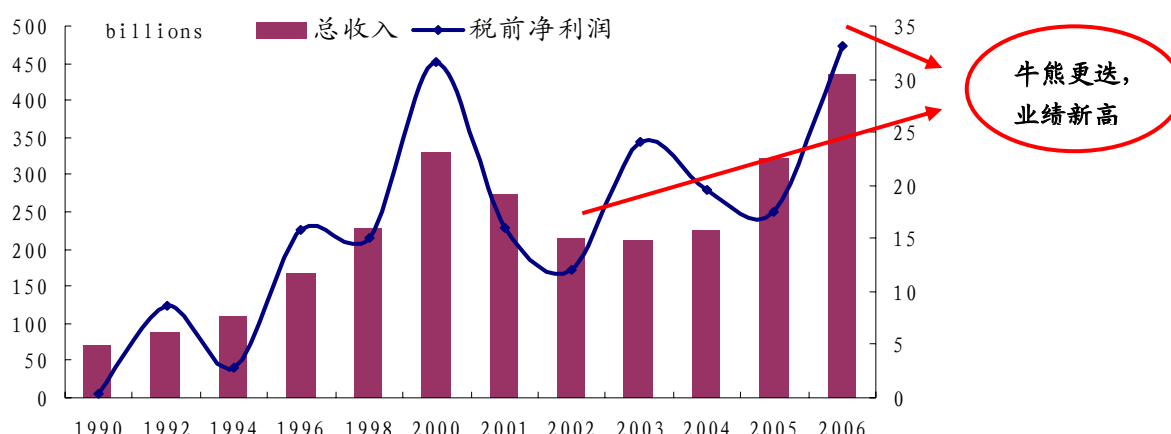
证券公司的业务和收入来源与资本市场密切相关，资本市场的发展和创新，推动证券公司收入结构和业务内涵不断变化，促进资产规模和盈利能力持续提升。虽然次贷危机造成全球金融动荡，美国乃至全球金融业格局也将发生重大改变，但这并不能否定中国资本市场的发展方向和进程，因而也就不能否定证券公司的持续盈利能力和投资价值。

证券业的盈利特征具有业绩波动剧烈、长期回报率高、成长速度快的特征，中国证券业类似于美国和日本 1980 年代前期的情形，波动特征更为明显，由此也形成了证券股独特的盈利和估值模式。

盈利特征一：业绩波动中实现增长

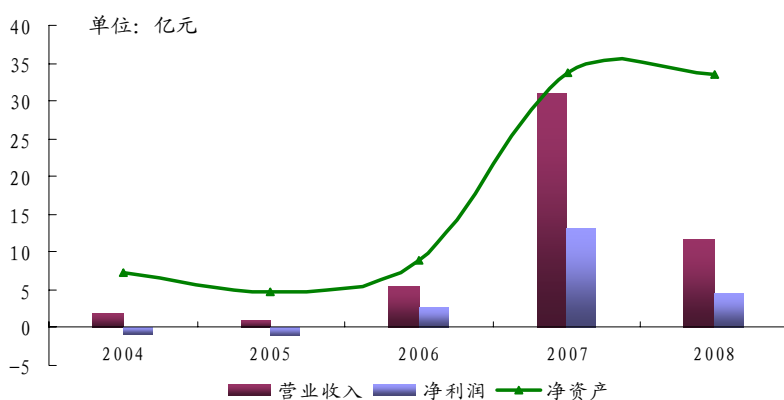
不可轻言证券业的业绩高点。1990 至 2006 年间，美国资本市场经历了网络股泡沫破灭后的熊市，2002 年证券业国内总收入和税前净利润分别较 2000 年下滑了 35% 和 62%，但随着资本市场的持续发展，证券公司业绩再度创出新高。

图 1：1990 年以来美国证券业总收入和净利润变化



资料来源：长江证券研究部

图 2：2004 年以来国内券商平均营业收入、净利润和净资产的变化

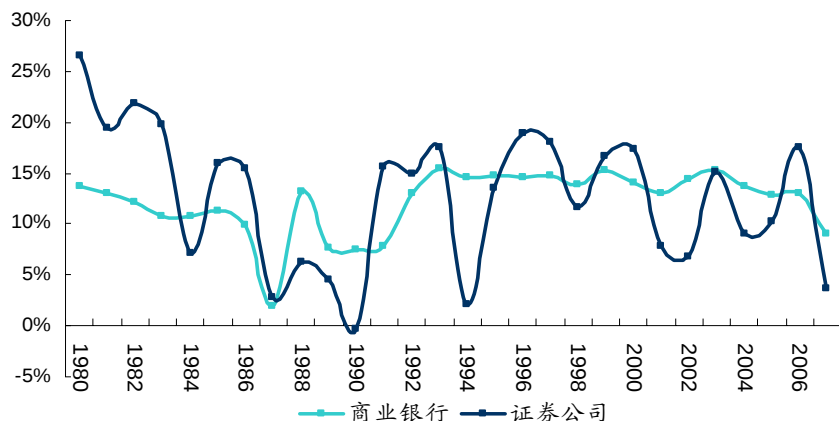


资料来源：中国证监会，长江证券研究部

由于金融牌照的垄断价值，证券业相对于非金融企业盈利更有保证。美国大型券商 1980 至 2001 年间平均税后 ROE 水平为 12.4%，仅 1990 年出现行业性亏损，盈利能力略高于商业

银行 12%的水平，但远远好于制造、零售等一般性企业。这段时期是证券公司的成长期，ROE 水平呈下降趋势，并且波动性更强。

图 3：美国大型券商相比商业银行 ROE 波动较大



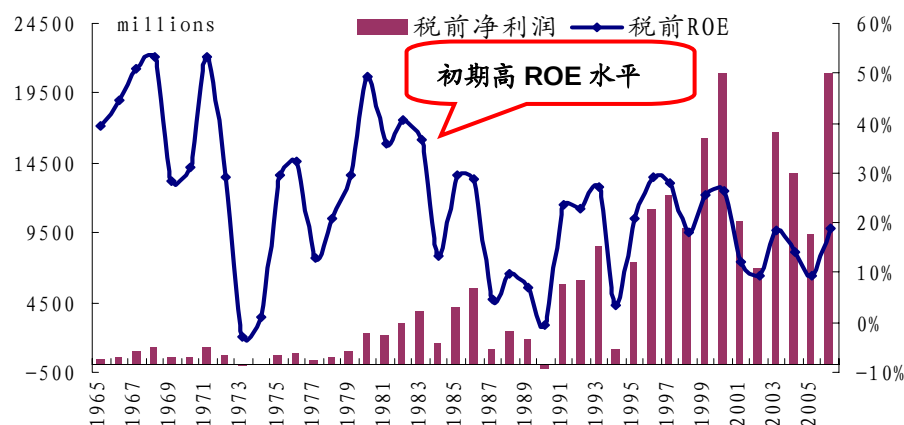
资料来源：长江证券研究部

盈利特征二：成长初期诱人的高盈利和长期投资价值

证券业在发展初期和成长阶段，都因为行业垄断从而具有暴利特征，并且权益乘数较低，净资产收益率整体较高，随着行业的成熟和来自其他金融机构的竞争，传统业务费率和利润率下降，净资产收益率逐步回归金融业平均水平。

例如美国纽交所会员券商在 1965 年至 1979 年间，税前净利润总额较小，但税前 ROE 水平较高，在进入 1980 年的成长阶段之后，在行业景气环境下，税前净利润规模不断创出新高，税前 ROE 由于资本规模的扩大回归行业间平均收益率水平。

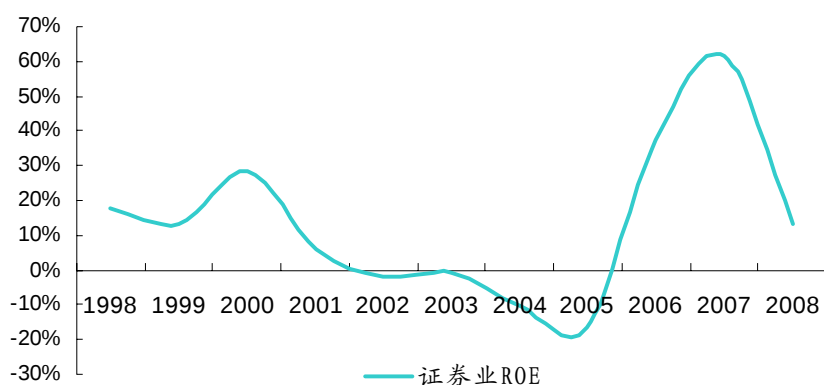
图 4：美国券商经历了 ROE 水平降低、利润规模增长的过程



资料来源：长江证券研究部

受资本市场发展程度的限制，中国证券业的业绩波动较大，在 2002 至 2005 年还出现了整体性行业亏损，但随着近几年资本市场的快速发展，证券公司的经营环境得以很大改善，虽然投资渠道不足使 2008 年 ROE 水平下降较快，但行业整体状况要胜于 2006 年，更不会回到 2005 年及以前的水平。

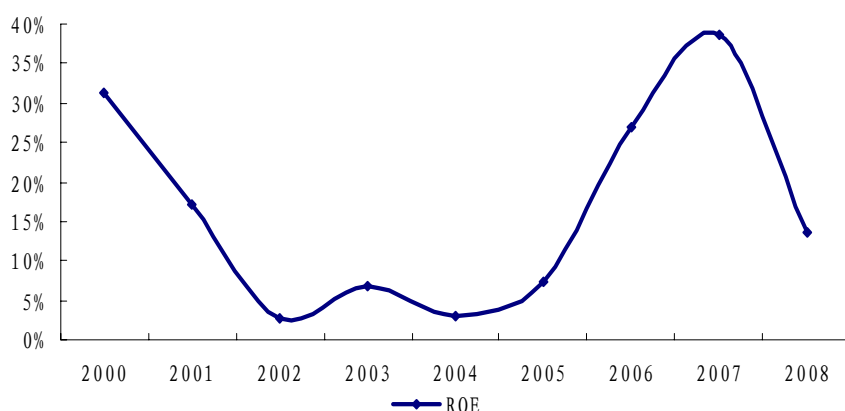
图 5：中国证券业以往 ROE 水平起伏较大



资料来源：中国证监会，长江证券研究部

中国证券业在起起落落的发展历程中，仍不乏具备持续盈利能力的优质公司。中信证券在过去 10 年中一直保持着盈利的记录，年度平均净资产收益率达到 15.97%，净利润复合增长率达到 44.27%，这项记录不仅远远超出其他券商，也超越了多数其他上市公司，具备长期投资价值。

图 6：中信证券 2000 年以来 ROE 水平的变化

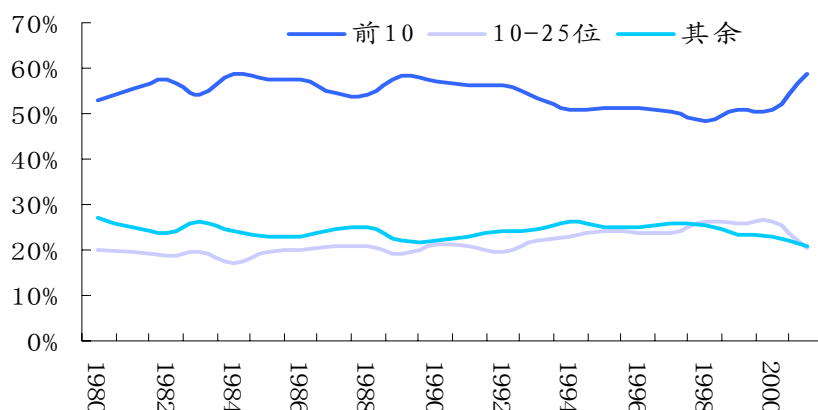


资料来源：Wind，长江证券研究部

盈利特征三：业绩分化趋势愈演愈烈

在证券业的业绩波动中，优质大型券商的业绩相对更加稳定，行业集中度在证券业的成长阶段持续提高，证券公司的业绩分化趋势非常明显，并且这种趋势不因为牛市和熊市而逆转。

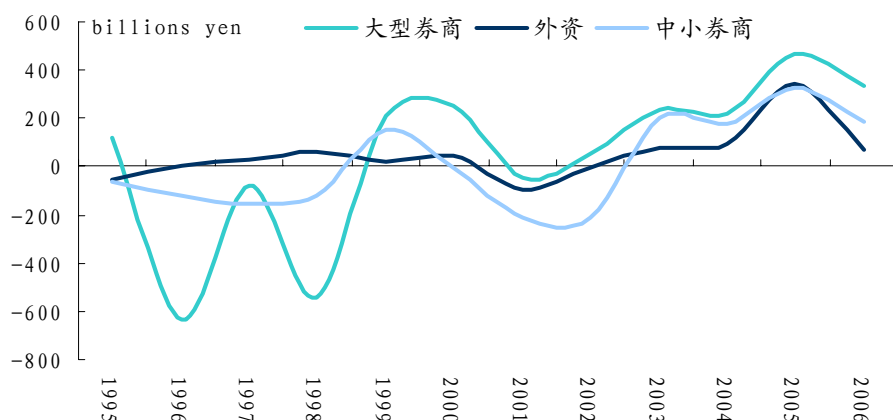
美国少数券商垄断行业一半以上的收入来源。在 1980 至 2001 年间，美国纽交所 200 余家会员券商中，前 25 家券商的总收入比重长期保持在 70% 以上，并保持缓慢上升的趋势。如果考虑美国证券业全部 5000 余家券商，行业集中度就更高，预计少数几十家券商占据了全行业一半以上的收入比重。

图 7：1980 至 2001 年纽交所会员券商总收入集中度的变化


业绩分化趋势使我们偏好
资本雄厚或者业务成长潜
力较大的券商股

资料来源：SIA，长江证券研究部

日本证券业也具有业绩分化的过程。在 1995 至 2006 年间，日本大型券商（主要指野村、大和、日兴三大券商）虽然出现过较大幅度的亏损，但整体业绩好于中小券商；中小券商数量众多，平均每家券商的盈利能力实际较弱；外资券商的经营业绩更加稳定，整体好于本土券商。

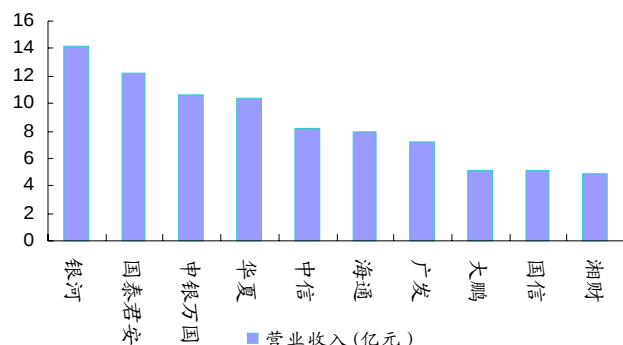
图 8：1995 年以来日本各类券商净利润变化比较


资料来源：长江证券研究部

借鉴证券公司业绩分化的规律，我们更偏好于经营管理能力强、资本雄厚或者业务扩张潜力更大的优质券商股。

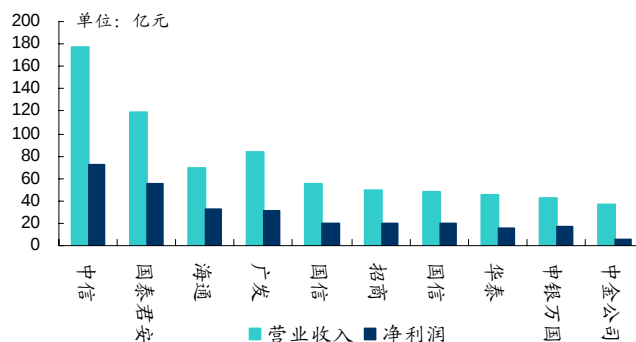
在经历了 2004 年的长期熊市和综合治理阶段之后，证券业“第一集团”的席位已重新排列。其中在 2003 年进入营业收入前 10 位的华夏证券、大鹏证券和湘财证券，在 2008 年的前 10 位排名中消失，取而代之的是招商证券、华泰证券和中金公司。

图 9：2003 年中国证券业收入前 10 位情况



资料来源：长江证券研究所

图 10：2008 年中国证券业收入前 10 位情况

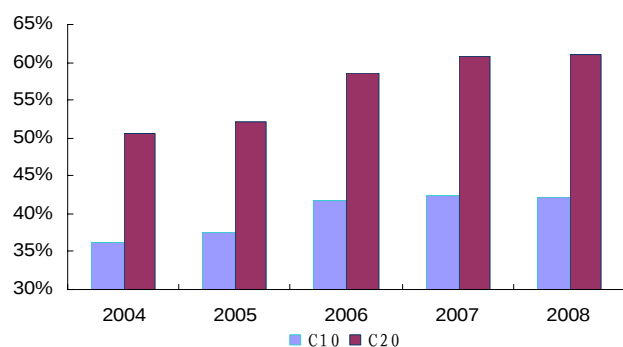


资料来源：长江证券研究所（不含银河证券）

国内券商经纪业务集中度提升的趋势也非常明显。2008 年股票、基金交易排名前 10 位的券商（不考虑券商控股等因素）市场份额普遍逆势增长，占全行业的比重由 2004 年的 36% 上升到 42%，前二十位券商市场份额的比重由 2004 年的 51% 上升到目前的 61%，如果考虑控股券商的合并因素，经纪业务的集中度更高。

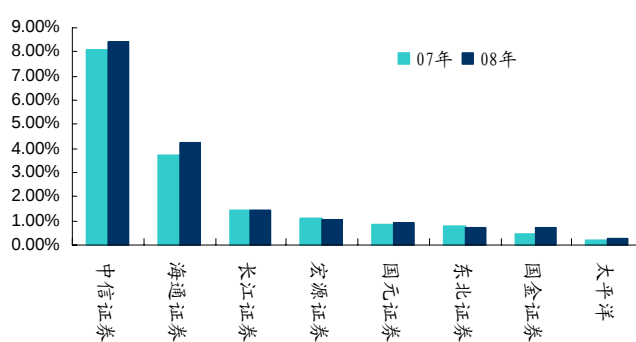
2008 年上市券商中海通证券、中信证券和国金证券股票基金交易的市场份额较 2007 年有明显增长，东北证券、宏源证券市场份额略有下滑。

图 11：2004 年以来证券公司经纪业务集中度变化



资料来源：长江证券研究所

图 12：上市券商过去两年市场份额的变化



资料来源：长江证券研究所

盈利特征四：成交量与证券公司业绩密切相关

美国经验表明，虽然经纪业务对大型券商的收入贡献目前已不足 10%，但证券公司的业绩与股票交易额的变化仍密切相关，与指数的走势关联度则相对较低。例如 1980 年至 2006 年，美国纽交所会员券商的税前净利润随着股票交易额的增加而不断创出新高。原因在于股票交易额的增长表明市场活跃，促进了证券公司其他业务收入的增长，因此“靠天吃饭”是证券公司经营模式的特性，收入结构的多元化只能部分平滑业绩波动，把握成交量变化所产生的经营拐点是投资证券股的关键。

图 13: 美国市场股票交易额与证券公司业绩变化趋势一致

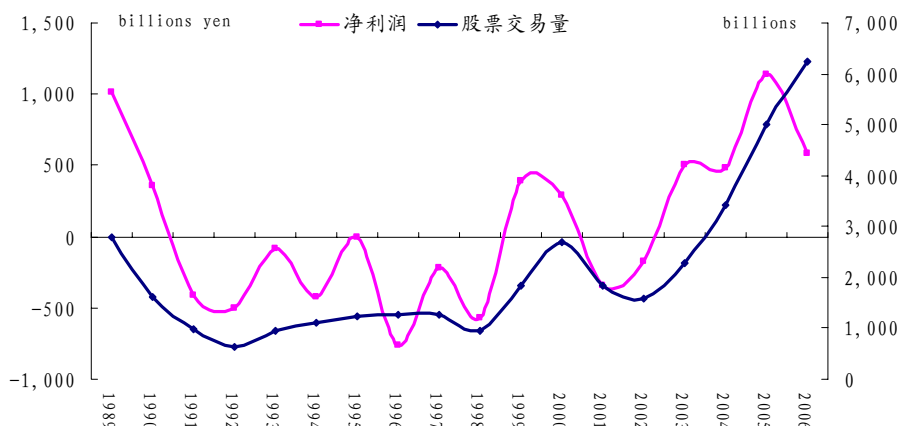


“靠天吃饭”是证券公司经营模式的特性，把握成交量变化所产生的经营拐点，是投资证券股的关键。

资料来源：长江证券研究部

无独有偶，日本资本市场在 1989 年之后股票交易额急剧萎缩，日本证券业也遭受了长期亏损，这种状况直到 2003 年之后随着交易额的持续上升才得以根本改变。

图 14: 日本市场股票交易额回升推动券商业绩反弹



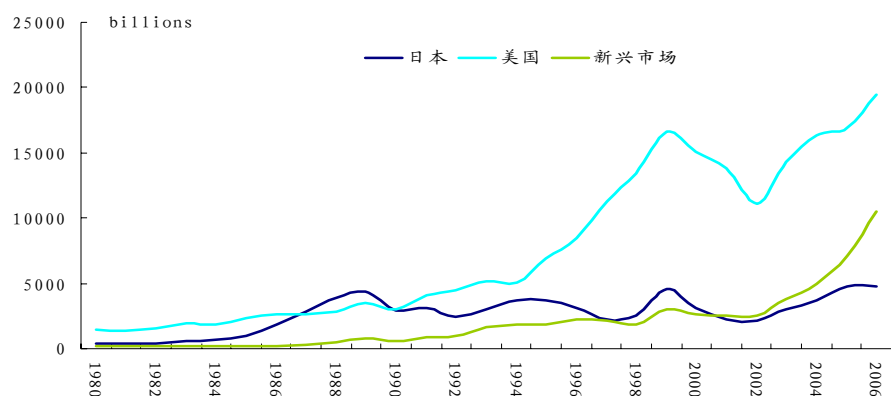
资料来源：长江证券研究部

股票交易额又与市值规模有着很高的关联度。受益于储蓄分流和直接融资需求的增长，美国和日本等发达国家资本市场在 1980 年之后发展迅速，资本市场规模成倍增长。其中，1988 和 1989 年日本的市值规模超过美国，之后由于股市暴跌和经济长期低迷，资本市场发展速度放缓，而美国则依靠经济景气 and 境外公司在美国上市的数量剧增而进入快速增长期，直到网络股泡沫的破灭，并且在 2003 年之后，美国和全球资本市场再度创出新高。

自 1990 年代以来，新兴市场的资本市场进入成长初期，在 2002 年之后加速发展，至 2006 年市场规模和股票交易额增长了 3 倍；日本资本市场在经历了 1990 年代的低迷和起伏之后，在 2002 年也开始提速。

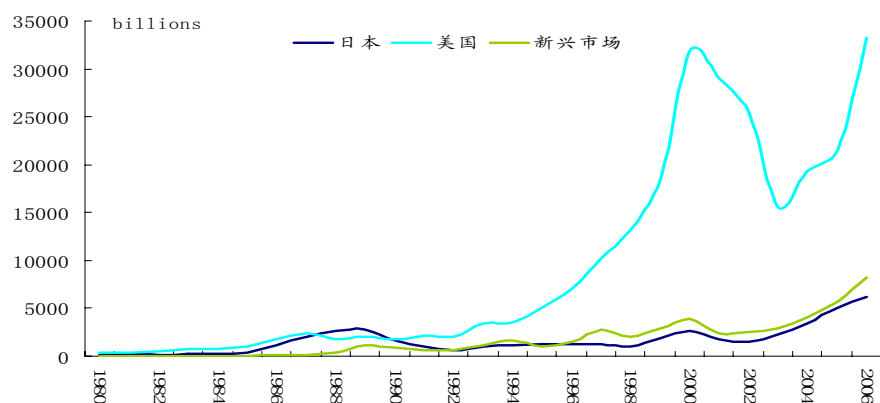
由此可以看出，资本市场的市值规模与股票交易额具有很强的相关性，资本市场市值规模的增长，推动了交易额的扩张，而比较同期的纽交所综合指数和日经 225 指数，股票交易额与市场指数的相关性相对较弱。

图 15: 美国、日本和新兴市场地区股票市值规模的变化



资料来源: 长江证券研究部

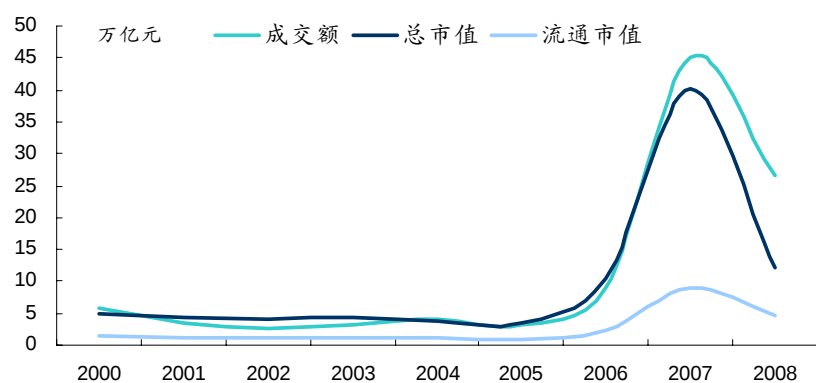
图 16: 1980 年以来美国、日本和新兴市场地区股票交易额的变化



资料来源: 长江证券研究部

沪、深市值与成交额的比值仅略好与新兴市场的平均水平，与其市值排名并不相称。比照其他国家资本市场发展规律，中国资本市场在实现全流通后国有持股比重下降应是长期趋势，各类机构投资者将迅速成长，并考虑新股发行和多层次资本市场的发展等因素，沪、深两市的市值规模将进一步扩大，可以预测交易额与总市值的比值将持续提高，股票交易额难以回落至 2006 年以前的水平，2007 年的股票成交额也不是历史最高点。

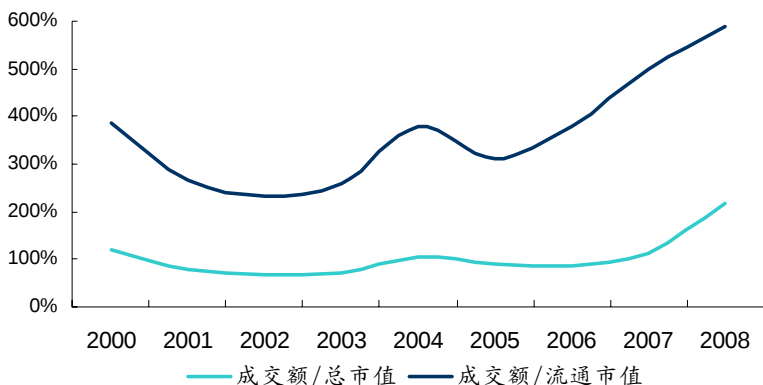
图 17: 小非解禁导致 2008 年 A 股流通市值降幅较小



资料来源: 长江证券研究部

2008 年虽然股票成交额和市值均下降很快，但成交额与总市值和流通市值的比值却有所上升，这是市场相对活跃度的重要信号，暗示在大量非流通股份流通后，并不会制约成交金额的增长。

图 18：2008 年沪、深股票成交额与市值的比值反而有所增长

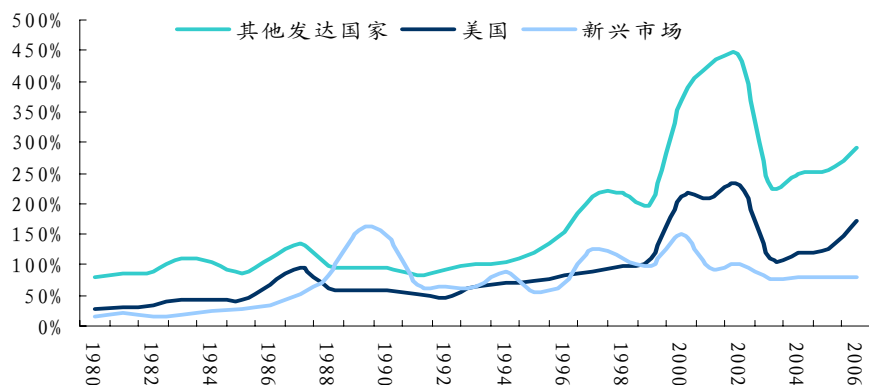


股票成交额与市值比值的
变化是判断券商经营环境
冷暖的重要指标。

资料来源：Wind, 长江证券研究部

美国市场具有换手率低、市值规模庞大的特点，但 2000 年以来，其成交额与市值的比值超过了 100%，并迅速攀升至 200% 的高点；而其他发达国家的股票成交额与市值的比值最高超过了 400%。

图 19：发达国家市值与股票成交额的比值远高于国内水平



资料来源：长江证券研究部

牛年蕴育新希望

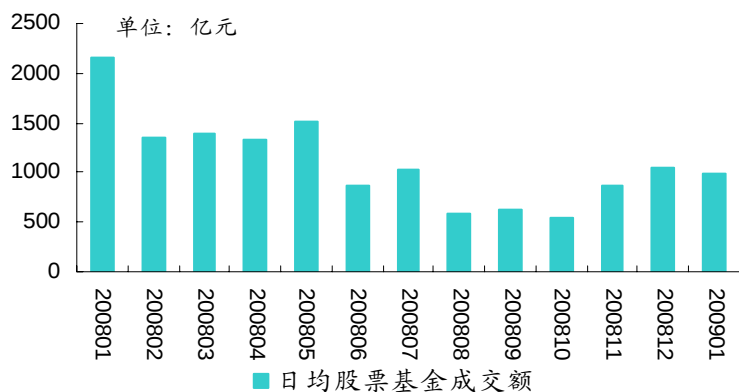
2009 年市场成交量不可小觑

比较 2008 年以来月度日均股票、基金成交金额，最低数在 500 亿元以上，集中于 2008 年市场最低迷的 8、9、10 月，这也是历年两市相对清淡的时点，而其余月份成交金额都在 850 亿元以上。我们认为 2009 年日均成交金额 600 亿元以下的阶段难以超过 3 个月份。

小非解禁对成交量和券商业绩其实是利好。目前，上市公司限售股份比重为 63%（扣除部分国有比重较大的行业后为 40.5%），2009 年末将下降至 25%。虽然中国上市公司国有大

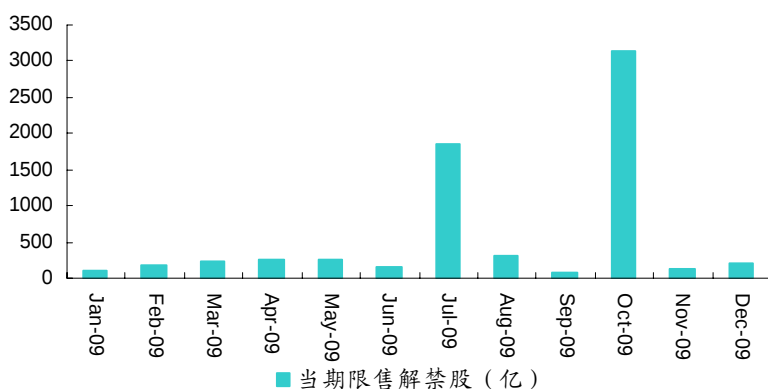
股东平均持股比重较高，但储蓄分流和机构投资者的发展将为证券市场提供足够的资金支持，众多小非的解禁，对市场规模的扩容和成交金额的增长具有深远的意义。

图 20：2008 年以来月度日均成交额在 500 亿元以上



资料来源：长江证券研究部

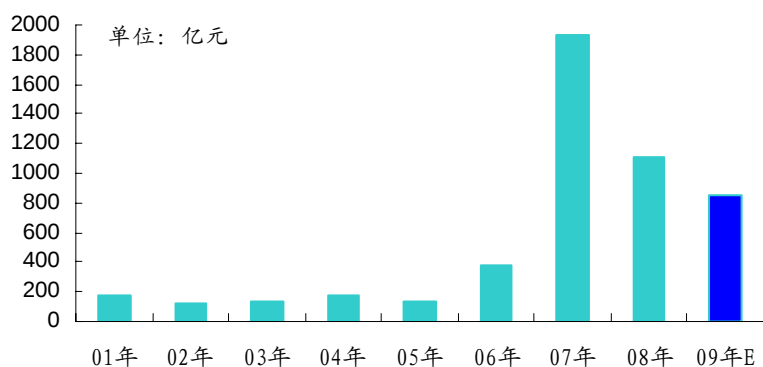
图 21：2009 年 7 月和 10 月解禁压力较大



资料来源：长江证券研究部

综合目前所能预期的宏观经济和市场气氛、以及小非解禁后实际成交股份数量增长等因素，保守预计 2009 年日均股票、基金成交金额在 850 亿元以上，全年成交金额在 21 万亿元以上，较 2008 年下降 23%；当然，如果市场活跃程度更高，则成交金额有望超过 2008 年。

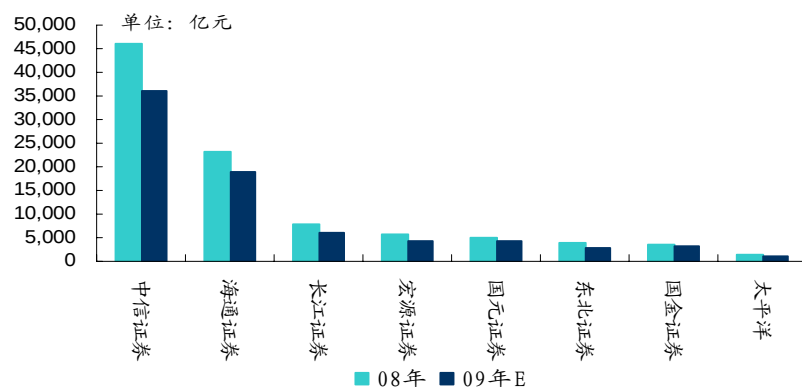
图 22：预计 2009 年日均成交金额超过 21 万亿元



资料来源：长江证券研究部

经纪业务集中度将持续上升。预计国金证券、海通证券、中信证券等经纪业务市场份额仍有一定幅度的增长，成交金额下降幅度相对有限。

图 23：上市券商 2009 年股票基金代理交易量预测

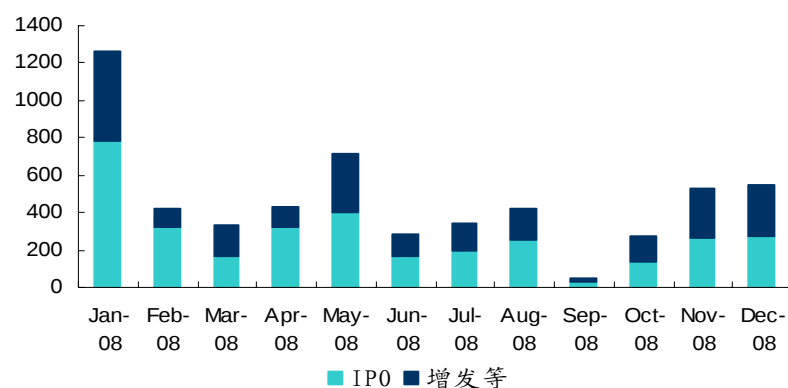


国金、海通、中信有望继续保持经纪业务市场份额较快的增长趋势

资料来源：长江证券研究部

政策环境再度转暖，投资银行业务有望破冰。2008 年 A 股 IPO 项目仅 3336 亿元，较 2007 年锐减了 56.8%。已过会 IPO 项目的发行、创业板上市等将推动 A 股持续扩容，证券公司投资银行业务收入将实现较大幅度的增长。市场环境的活跃也有助于证券公司自营业务、资产管理业务、基金管理业务取得良好的收益。

图 24：2008 年 A 股月度筹资情况



资料来源：长江证券研究部

表 1：证券公司承销的 IPO 已过会项目数量情况

数量		数量	
平安证券	5	国金证券	1
招商证券	4	国联证券	1
广发证券	3	华欧国际	1
东方证券	2	联合证券	1
国信证券	2	南京证券	1
海通证券	2	申银万国	1
山西证券	2	兴业证券	1
第一创业	1	中金公司	1
方正证券	1	中国银河	1
安信证券	1	合计	33

资料来源：长江证券研究部

表 2：2008 年上市券商投资银行业务比较

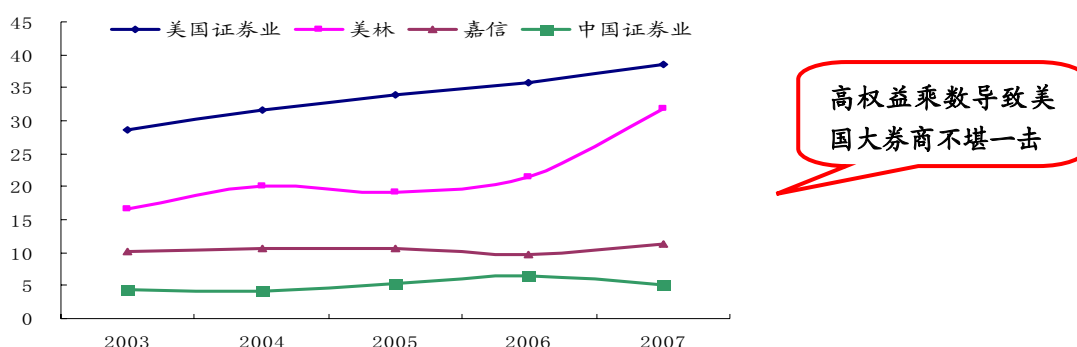
	IPO 项目数	IPO 发行费用（亿元）	增发项目数	增发融资费用（亿元）
中信证券	5	6.46	6	3.51
海通证券	6	1.09	4	0.90
宏源证券	1	0.44	5	0.89
国元证券	2	0.45	—	—
东北证券	2	0.42	4	0.64
国金证券	1	0.18	1	0.30
太平洋证券	—	—	—	—

资料来源：长江证券研究部

新业务提升证券公司权益乘数

放大权益乘数（总资产与净资产的倍数）是提高证券公司融资和资本运作能力的主要途径。权益乘数具有双刃剑效应，过高的权益乘数是导致美国大券商在次贷危机中迅速坍塌的重要原因，其中美林的杠杆率从 2003 年的 13 倍飙升至次贷危机前的 30 倍，摩根士丹利的杠杆率攀升至 33 倍，高盛也达到 28 倍，雷曼达到 31 倍，而美国银行的水平是 11 倍。

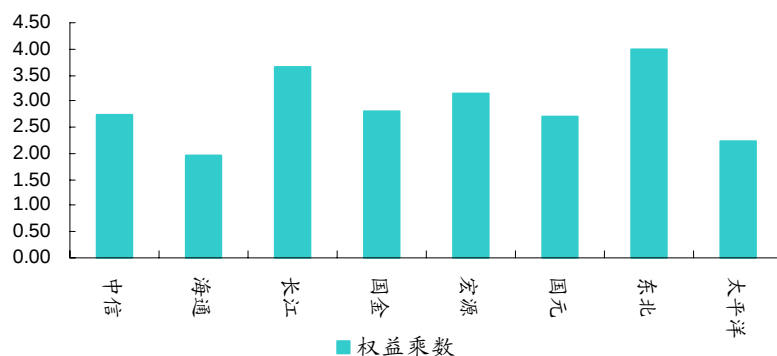
图 25：国内券商权益乘数远低于美国券商的水平



资料来源：长江证券研究部

但 A 股上市券商面临的却是权益乘数过低的难题。主要原因是资产管理、交易投资等非经纪类负债业务发展缓慢，总资产规模增长有限，例如中信证券和海通证券由于增发融资的因素，反而降低权益乘数；这也凸显出证券公司资本运作的困境——难以开拓有效的资本消耗性业务，提高资产盈利能力。直接投资、融资融券等业务的开展，将有效缓解这种情形。

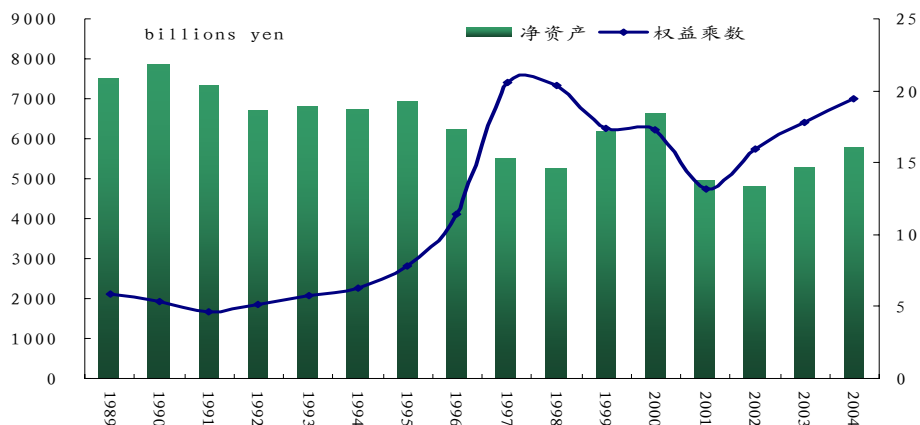
图 26：上市券商权益乘数比较



资料来源：三季报，长江证券研究部

扩大权益乘数有助于提高券商应对熊市的能力。例如，日本证券业虽然经历了较长时期的亏损，净资产呈现持续萎缩状态，但这并不表示其业务没有发展，证券公司的权益乘数呈上升趋势，表明日本证券公司的业务规模和资本运作能力已大幅度提升。

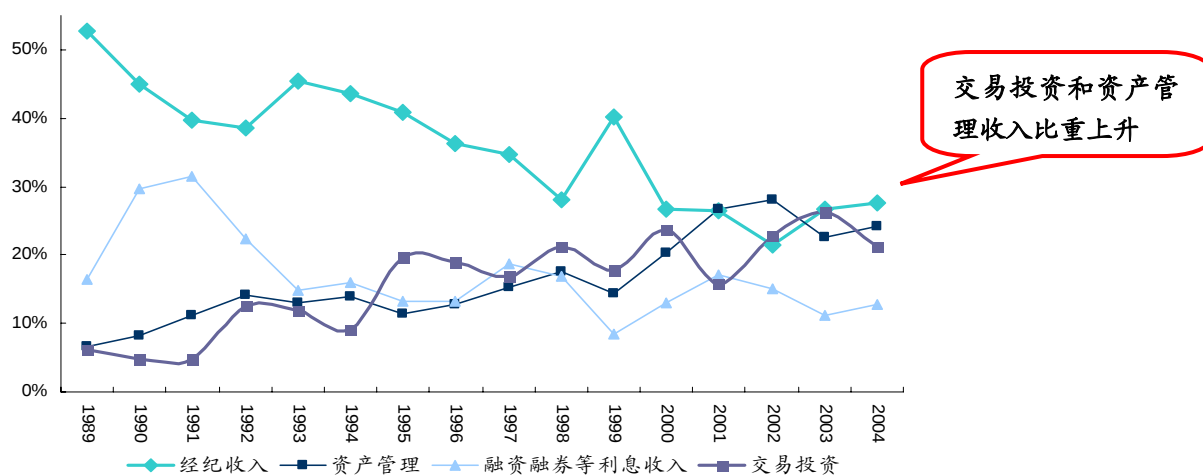
图 27：1989 年至 2004 年日本券商净资产和权益乘数的变化



资料来源：长江证券研究部

提高权益乘数有助于优化证券公司收入结构。融资融券、交易投资等业务的发展，不仅优化了证券公司的资产和负债结构，也促进了相关业务收入的增长，优化了证券公司收入结构。

图 28：权益乘数上升促进了日本券商收入结构的优化



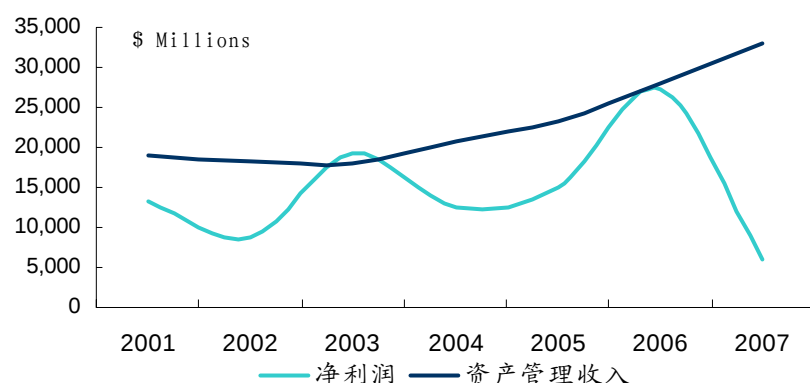
资料来源：长江证券研究部

创新业务能否成为业绩看点？

资产管理业务是券商财务稳定器

资产管理业务与二级市场的关联度较低，对于证券公司收入结构而言，具有“财务稳定器”的作用。2001 至 2007 年间，美国证券业资产管理相关的“Fee”收入持续增长，占总收入的比重稳定在 7%~9%左右的水平，受市场环境变化的影响较小，净利润波动的影响较小。

图 29：美国证券业资产管理收入较净利润增长更稳定



近两年证券公司集合资产管理业务发展迅速，但从长期看，基金管理费收入、定向资产管理业务收入将成为资产管理收入的主要来源

资料来源：长江证券研究部

中国证券公司资产管理业务收入包括集合资产管理、定向和专项资产管理、基金管理和基金销售收入。受益于基金管理规模的壮大，基金子公司贡献的基金管理费收入已经成为中信证券的重要收入来源，平滑业绩的效果逐步显现。

表 3：2008 年主要券商资产管理业务收入及比重

上市券商	2008 年中期（百万）	收入比重	非上市券商	2008 年（百万）	收入比重
中信证券	1,864	17.00%	国泰君安	153	1.28%
海通证券	328	8.10%	广发证券	100	1.18%
长江证券	3	0.20%	国信证券	164	2.98%
国金证券	0	0.00%	招商证券	783	15.95%
宏源证券	0	0.00%	华泰证券	185	4.07%
国元证券	22	2.90%	中金公司	213	5.87%
东北证券	0	0.00%	光大证券	61	1.99%
太平洋证券	0	0.00%	东方证券	235	1.61%

资料来源：长江证券研究部

证券公司集合资产管理计划计划在 2008 年初扩容后，近期发行节奏明显加快，定向资产管理规模也稳步增长，预计未来几年内，部分优质券商非基金类资产管理规模仍将保持成倍增长的速度。

表 4：2008 年末部分券商集合理财业务规模

证券公司	集合资产管理规模（百万）	证券公司	集合资产管理规模（百万）
招商证券	6,995	海通证券	2,117
华泰证券	6,175	国元证券	1,472
光大证券	5,490	长江证券	1,411
国泰君安	4,790	南京证券	841
中信证券	3,586	东海证券	803
国信证券	2,697	申银万国	768
中金公司	2,629	中投证券	729
东方证券	2,508	国都证券	624

资料来源：长江证券研究部

注：中信证券、平安证券、光大证券于 2009 年 1 月新成立的集合资产管理计划，规模分别为 40.3 亿元、1.55 亿元、12.9 亿元。

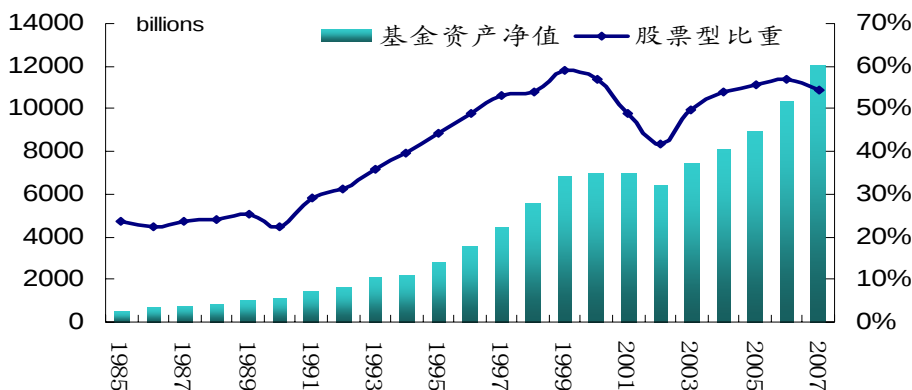
2008 年末，基金公司资产净值较 2007 年末下降了 40%，千亿元以上规模的基金公司由 9 家减少为 3 家。但美国和日本经验表明，随着资本市场规模和交易量的提升，基金资产规模增长迅速，并不受牛熊更迭的影响。

表 5：2008 年基金公司资产管理规模前 10 名

基金公司	基金数量	份额合计(亿份)	资产合计(亿元)
华夏基金	23	1,973	1,987
嘉实基金	17	1,867	1,378
博时基金	14	1,649	1,266
南方基金	17	1,314	1,037
易方达	17	1,064	880
工银瑞信	10	851	752
大成基金	15	1,185	731
华安基金	13	892	704
广发基金	10	944	669
交银施罗德	8	609	533
基金业合计	455	25,883	19,615

资料来源：长江证券研究部

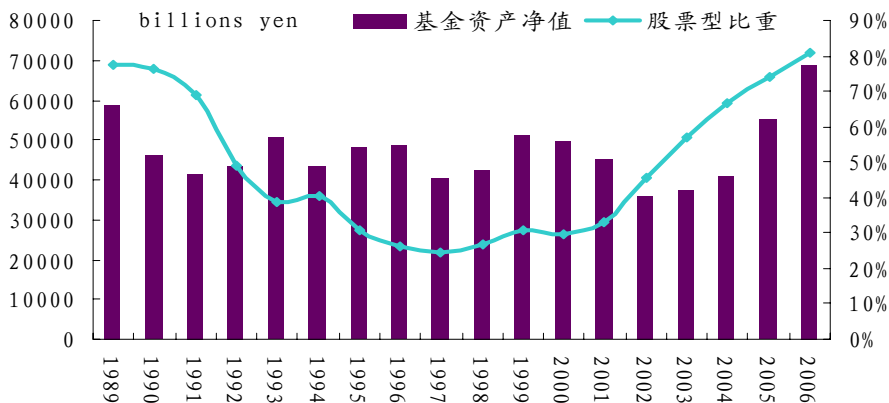
图 30：1985 至 2007 年美国基金规模呈持续上升趋势



长期看，基金资产规模受“储蓄分流”的效应，具有累积增长的惯性，与指数变化的相关度也较小

资料来源：长江证券研究部

图 31：1989 年之后日本基金规模下降幅度有限



资料来源：长江证券研究部

直接投资业务回报丰厚

直接投资业务的推出，使证券公司能够从事 Pre-IPO 投资、风险投资等高利润业务，未来还可能进行房地产投资、商品投资等，这对于证券公司扩大资本运作渠道、提高资本运作效率、分散二级市场投资风险具有重要意义。随着创业板的推出、股份代办市场的转型，证券公司直接投资业务的回报期将大幅度缩短。

政策环境有利于直接投资业务的开展。目前，已有中信证券、中金公司、海通证券等十余家券商获得直接投资业务资格，对于直接投资参股比例在 7% 以上的项目，也可以通过联合承销的方式自主承销上市。

PE 市场的持续活跃暗示着证券公司直接投资业务有望获得较高的回报。据清科集团统计，2008 年中国创投市场 81 家中外创投机构新募集 116 支基金，其中新增资金额达 73.10 亿美元；新募基金数较 2007 年增加了一倍，新募资金较增加了 33.3%。

高盛直接投资业务是美国券商的典范。2007 年高盛的直接投资收入 37.6 亿元，较 2006 年增长了 33%，占净收入的比重达到了 8%，且不包括承销、交易等相关收入。

表 6：高盛 2007 年直接投资业务收入的比重为 8%

单位：亿美元	2007 年	比重	较 2006 增幅
净收入	459.9	100%	22%
投资银行业务	75.6	16%	34%
其中：财务顾问	42.2	9%	64%
承销业务	33.3	7%	9%
交易与投资	312.3	68%	22%
其中：固定收益、外汇及商品部	161.7	35%	13%
股票部	113	25%	33%
直接投资部	37.6	8%	33%
资产管理部	44.9	10%	5%
证券服务部	27.2	6%	25%

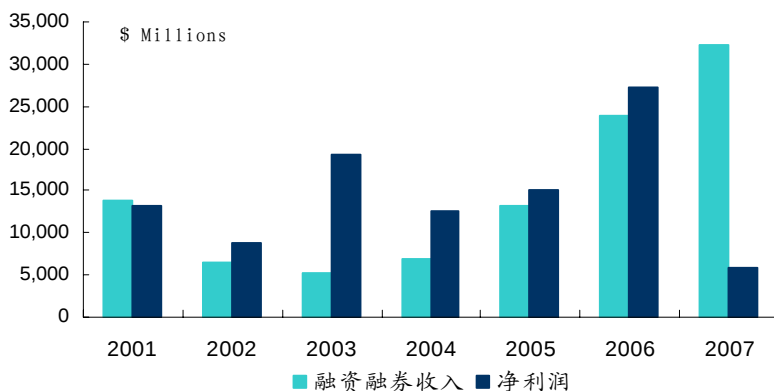
资料来源：高盛 2007 年 10-K 监管报告，长江证券研究部

2007 年高盛的直接投资业务收入超过了承销业务收入

融资融券业务收入贡献稳定

2001 年以来，美国证券业融资融券业务收入增长迅速，占营业收入的比重也基本很稳定，已经成为经纪类券商重要的收入来源。

图 32：2001 年后美国证券业融资融券收入增长迅速

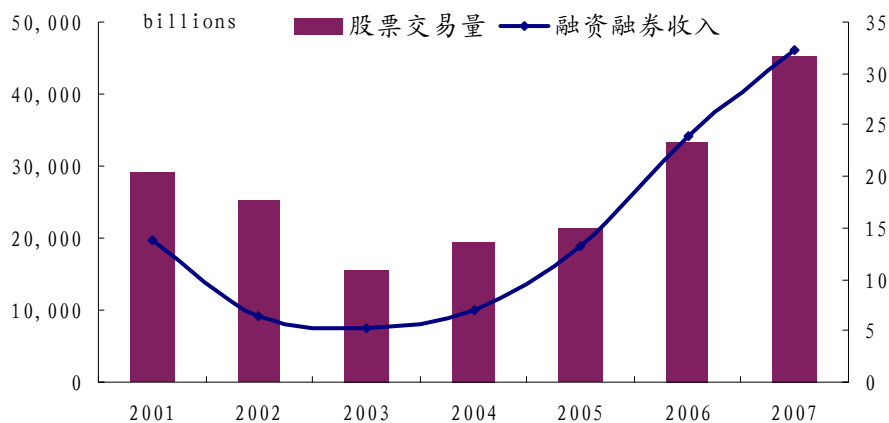


美国经验表明，融资融券收入与股票交易量密切相关，但融资融券收入的比重相对稳定

资料来源：长江证券研究部

当然，融资融券收入也与股票交易量密切相关，2001 年至 2007 年间，美国券商融资融券收入的波动与股票交易量的变化基本一致，因此融资融券业务对国内券商的收入贡献，还要取决于市场环境和客户的接受程度。

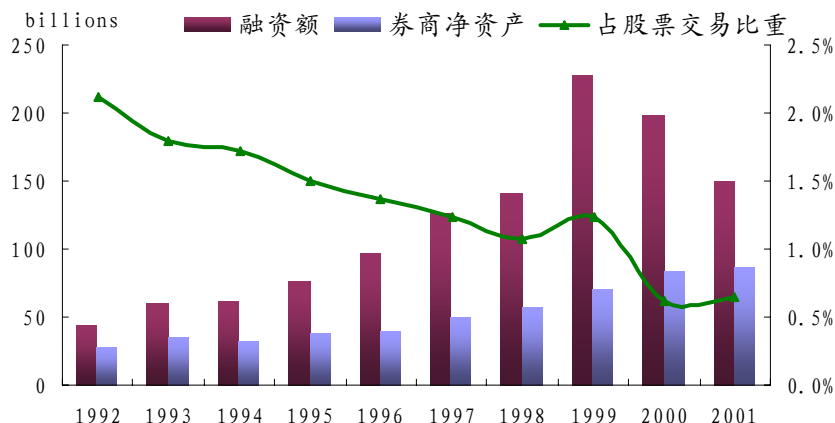
图 33：2001 年以来美国券商融资融券收入与股票交易量的变化



资料来源：长江证券研究部

融资融券规模与证券公司净资产密切相关。考察 1992~2001 年间美国市场信用融资额、股票成交量和证券行业净资产的情况，融资融券规模在此期间呈上升趋势，于网络股泡沫破灭前达到高点，之后有所下降。由于股票成交额迅速增长，融资融券的比重持续下降，因此融资融券规模与股票成交额的比值并没有借鉴意义，但是与证券行业净资产规模密切相关，平均是证券公司 2.27 倍的规模。

图 34：美国融资融券规模平均是券商净资产的 2.27 倍



资料来源：长江证券研究部

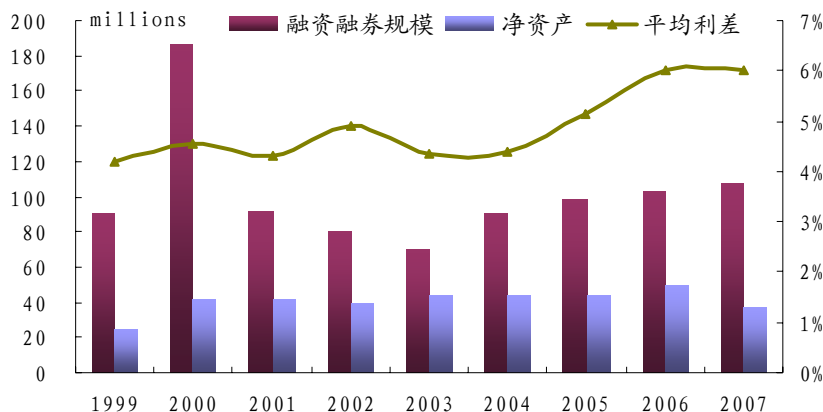
类似的，1999~2007 年间美国嘉信公司的融资融券业务的规模平均是净资产的 2.48 倍。

考虑到融资融券业务的发展过程，我们预计未来三年融资融券的规模在股票成交量的 0.5%-1% 之间，是证券公司净资产的 0.7 倍~1 倍，融资融券实际规模约为 2430~4166 亿元，以 4~5 倍的资金周转率计算，证券公司所需动用的资本金在 800 亿元以内。

由于美国大型券商收入结构中证券相关收入比重较大，不能真实体现各业务对净利润的贡献，因此考察经纪类券商融资融券业务发展状况，更适合于现阶段的中国证券业。1999~2007 年，嘉信公司融资融券业务利差波动区间在 4.18%~6.03% 之间，呈稳步上升趋势，平均净

利差为 4.88%。在 2005、2006、2007 年，嘉信公司的融资融券业务产生的利息收入占净收入比重分别达到了 12%、13% 和 12%。

图 35：1999 年以来嘉信融资融券规模 and 平均利差的变化



资料来源：嘉信 10-k 监管报告，长江证券研究部

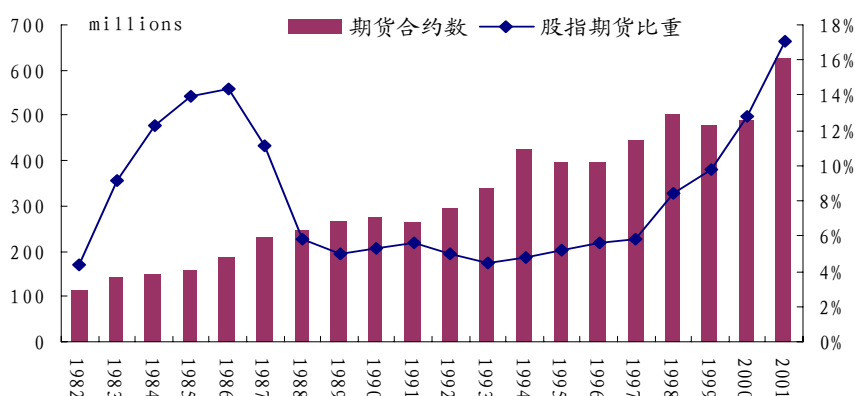
嘉信公司融资融券业务平均利差水平为 4.88%；融资融券规模是净资产的 2.48 倍；融资融券收入占净收入的比重稳定在 12% 左右

由此可以预测，中国券商融资融券业务在经过几年的发展后，有望超越投资银行业务，收入贡献率约 10%~15%，这对于投资银行业务竞争优势不明显、资本充足的券商具有积极意义。

股指期货改变经纪和投资业务模式

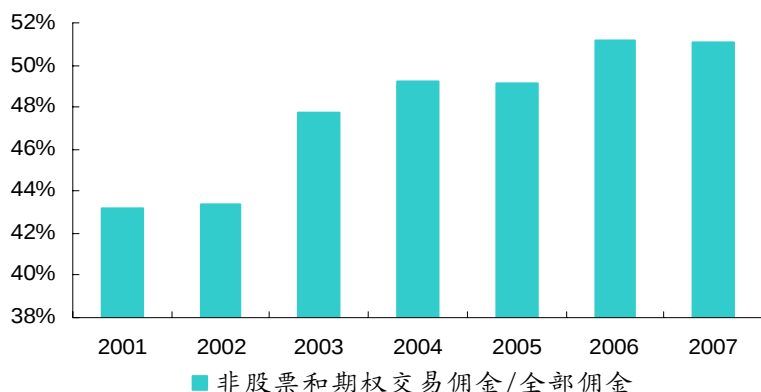
目前，全球有 43 家交易所上市了 389 种股指期货产品，其中美国期货市场发展尤为迅速。在 1980 年至 2001 年的发展初期，美国期货交易的合约数增长了 5.83 倍，期权交易合约数增长了 8.14 倍，股指期货占期货合约数的比重起伏较大，是仅次于利率期货的重要期货品种，期货和期权相关衍生品交易成为券商经纪业务的重要来源，并使券商开发出各种衍生套利工具，改变了投资业务盈利模式。

图 36：1982 至 2001 年美国期货合约张数及股指期货合约比重

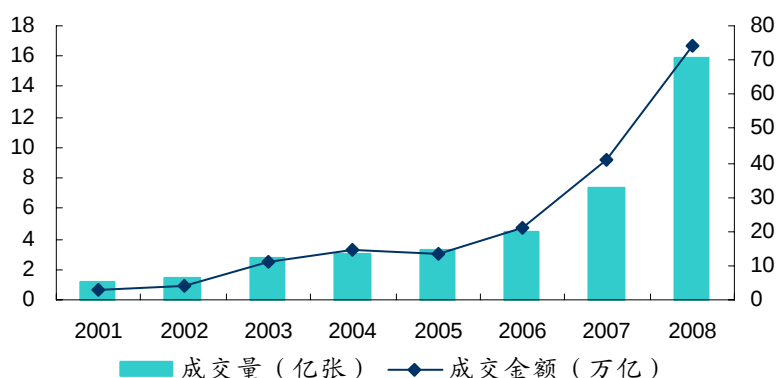


资料来源：长江证券研究部

由于市场机制等原因，各国或地区股指期货与股票交易额的比值各有不同，因此股指期货业务的直接收入贡献并不具备可比性。但考虑到近年来中国期货市场发展迅速，预计股指期货占全部期货品种成交金额的比重将迅速上升，这对于提升券商控股期货公司的佣金收入、建立证券公司自营业务的避险和对冲机制、丰富资产管理产品线具有深远意义。

图 37：各类股指期货衍生品交易是美国券商重要的佣金收入来源


资料来源：长江证券研究部

图 38：2001 年以来中国期货市场成交量成倍增长


资料来源：中国期货业协会，长江证券研究部

目前，有超过 20 家证券公司获得 IB 业务资格，券商控股的期货公司数量也达到 50 余家。依靠证券公司的背景，以及黄金期货交易等优势，券商控股期货公司交易排名整体迅速上升，其中广发期货、长城伟业、银河期货、海通期货、国泰君安期货等公司在各大商所的排名上升非常迅速，并且在股指期货业务中有望获得更多领先优势。

表 7：主要券商控股期货公司成交排名的变化

	2008 年排名	2007 年排名	控股券商
广发期货	6	22	广发证券
长城伟业	8	25	华泰证券
鲁证期货	14	18	齐鲁证券
浙江天马	13	6	浙商证券
银河期货	21	74	银河证券
海通期货	32	92	海通证券
国泰君安期货	38	109	国泰君安
国元期货	41	8	国元证券
中信建投期货	68	98	中信建投
长江期货	70	83	长江证券
招商期货	94	165	招商证券
中证期货	110	129	中信证券

资料来源：长江证券研究部

业绩波动的证券股如何估值？

市盈率和市净率估值方法不适用于金融企业。我们认为仅用市盈率衡量证券公司价值并不科学，证券公司的潜在投资收益、金融牌照价值、兼并收购溢价、潜在风险等往往不能在当期利润中体现，业绩的波动性也使市盈率变化非常大，不具备时间序列价值。而对于市净率估值方法，由于中国证券业尚处于成长期的起点，权益乘数偏低，难免低估业绩增长对券商股价值的提升效应，也不适用于巨额增发、净资产收益率较低的券商股。

综合各种因素，我们建议使用调整后的权益自由现金流法进行估值，同时对于已经增发但权益乘数较低的券商股（中信证券和海通证券），采用业务价值评估法测算其股价安全边界。

调整后的权益自由现金流法

一般的现金流贴现模型不适用于金融企业估值。由于证券公司等金融企业依靠负债和资产管理实现业务收入，经营现金流量并不一定代表着业务或者利润的增长，因此基于各类现金流模型的估值方法，基本上不适用于金融企业估值。

但我们发现，权益自由现金流估值方法在剔除经营现金流的影响后，能够比较直观的通过未来的利润折现反映企业的价值。当然，剔除全部经营现金流会部分忽略了真实的负债业务增长所产生的现金流，从而可能低估企业价值，但这符合保守预测的原则。

此外，由于现阶段 A 股上市公司分红率普遍低于境外企业，且多数处于业绩快速增长阶段，因此股利贴现模型可能严重低估处于成长初期、权益乘数偏低的证券股，故不予采用。

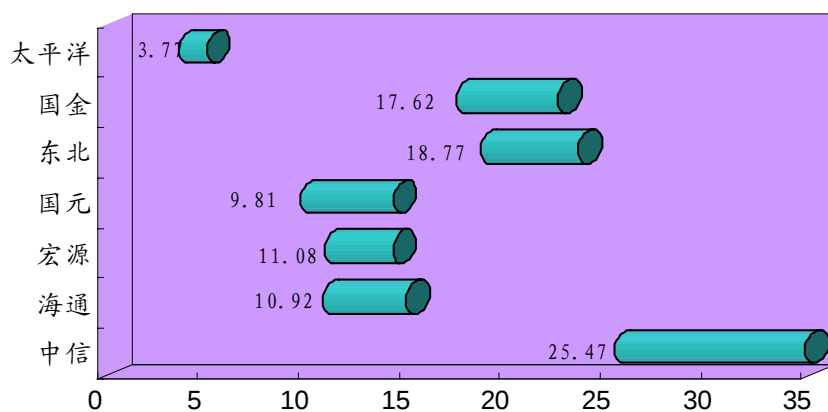
在此值得一提的是，由于境内外市场中证券股的股价均与指数变化高度相关，且波动性较大，因此在牛市阶段证券股往往容易获得一定幅度的“溢价”，而熊市中悲观预期又容易导致证券股出现“折价”的情形，但我们认为严重超出或者低于合理价值的股价区间，是对证券股的透支或者低估。

表 8：上市证券股估值模型主要参数假设

主要指标	数值	主要指标	数值	主要指标	数值
无风险利率	2.25%	实际税率	25%	股票 Beta	1.3
风险溢价	8%	永续增长率	3%	Ke	12.66%

资料来源：长江证券研究部

图 39：权益自由现金流方法预测的上市券商合理价值区间



资料来源：长江证券研究部

业务价值评估法测算股价安全边界

业务价值评估法的思路是通过分析证券公司的主要业务的收入历史记录和未来趋势，评估证券公司经纪业务和投资银行业务的牌照价值，资产管理业务的规模价值，以及自营等投资业务的保守收益，鉴于测算的简洁性，不考虑利息收入、所持限售股份溢价和未来新业务所产生的收益等。

其中，经纪业务仅考虑手续费净收入，假定在不考虑资本补充和网点扩张的因素下，经纪业务的价值是 2008 年预计收入的 5 倍，通过测算，这样的比率设置比较符合目前营业部转让的价格。类似的，假定投资银行业务的收购价值也是 2008 年预计收入的 5 倍，由此计算的业务价值基本低于市场实际收购价值。

资产管理和基金业务以管理资产规模和价值系数评估其价值，价值系数是收购价格与资产管理规模的比值，参考目前国内大型基金股权转让平均 7% 的价值系数，以及以往境外资产管理公司并购中 3% 以上的价值系数，给予证券公司资产管理和基金业务 5% 的价值评估系数。基金业务规模以其控股或参股基金公司的股权比例和基金资产规模计算。

自营等投资业务以净资产和长期保守收益率 3% 计算，业务价值是现有收益的 10 倍。净资产采用 2008 年中期数据。

主要业务的评估价值与净资产之和便是企业价值安全边界。

表 9：中信证券和海通证券股价安全边界测算

业务价值（百万）	中信证券	海通证券
经纪业务	46,159	23,973
资产管理业务	577	345
基金管理业务	9,934	1,533
投资银行业务	9,324	1,090
投资业务	16,181	11,324
净资产	53,937	37,746
价值安全边界	136,111	76,010
每股安全边界（元）	20.53	9.24

资料来源：长江证券研究部

重点公司点评

中信证券（600030）

稳定成长的行业龙头。公司资本规模雄厚，积极进取，过去 10 年一直保持盈利记录，平均净资产收益率为 15.97%，具备长期投资价值。公司在经纪、投资银行、固定收益、直接投资等多项业务中处于领先地位，业务资格齐备，成为支持未来持续、快速增长的重要因素。

目前，公司经纪业务市场份额由 2007 年末的 8.09% 稳定上升至 2008 年末的 8.4%，拥有证券营业部 165 家，服务部 61 家，在上市券商中经纪业务优势突出。按网点新政要求，公司服务部将全面升级为营业部，首批申请新设的 5 家营业部也在申报中；公司自营投资风险控制情况良好，资金运作效率高，自营资金规模最低控制在净资产 10% 以内；资产管理业务

正积极开拓企业年金、QFII、定向资产管理等业务价值含量高的业务品种；融资融券和股指期货业务准备就绪，凭借公司的资源和香港子公司的业务经验，有望在融资融券等新业务中赢得先发优势，如果融资融券业务 2009 年开闸，将提升公司业绩 5% 左右，预计长期对利润的贡献率接近 18%。

公司目前最大的看点的直接投资业务。其中投资中信房地产公司 4.23 亿元，整合之后的中信房地产公司规模庞大，旗下项目资源优良，上市后将为中信证券带来十倍以上的投资回报；投资设立的绵阳产业基金进展良好，园区内企业质量较高，并有望优先上市，该基金初期拟投资 30 亿元；通过联合创投子公司进行风险投资，投资项目规模虽小但效益可观。公司投资的昊华能源已经申报 IPO 程序，随着中信房地产融资步伐的加快，以及创业板的推出，公司直接投资业务有望最早在 2010 年进入高额回报期。预计公司 2009 和 2010 年 EPS 分别为 1.38 和 1.8 元，合理价值在 25.68~35.2 元之间，股价低于合理价值，予以推荐评级。

表 10：中信证券部分直接投资项目情况

直接投资项目	投资规模（百万）	项目进展
北京昊华能源	151.22	已经申报 IPO
中信房地产	423.00	有待借壳上市
中油金鸿天然气	155.00	有待 IPO
沈阳新松机器人	25.65	有待 IPO

资料来源：公司半年报，长江证券研究部

海通证券（600837）

恢复性增长的老牌券商。公司成功后增发实现了资本规模的迅速增长，目前净资产达 377 亿元，虽然 2008 年公司募集资金使用效率较低，拖累了净资产收益率，但在熊市阶段保存了实力，净资产规模几乎没有缩水。

业务稳步发展。在低迷的市场环境中，公司经纪业务市场份额逆市稳定增长，超出了我们的预期。2008 年公司股票、基金交易市场份额为 4.25%，较 2007 年末增长了 0.55 个百分点，增长幅度位居上市券商榜首，由于公司营业网点和服务部分别为 127 家和 54 家，未来将从营业网点新政策中获益较大；公司集合资产管理业务发展迅速，预计 2008 年末集合理财计划规模为 21 亿元，定向资产管理规模超过 50 亿元，资产管理业务（含基金管理费收入）占总收入的比重接近 10%，促使收入结构不断优化；投资银行业务持续恢复性上升，取得了不俗的成绩，2008 年承销 IPO 项目 6 家，增发项目 4 家，预计承销费收入超过 2 亿元，目前已过会但没有发行的 IPO 项目还有 2 家。

我们认为公司未来面临着如何提升资本运作能力的问题，这包括提高自有资金的投资收益率、强化投资和承销业务中的风险控制、积极争取融资融券等资本消耗型业务等举措。预计公司 2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.6 和 0.83 元，公司合理价值在 10.92~15.9 元之间，予以谨慎推荐评级。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
600030	中信证券	25.42	1.87	1.10	1.38	13.59	23.12	18.48	3.27	2.86	2.66	推荐	推荐
600837	海通证券	13.91	0.66	0.40	0.60	21.08	34.44	23.36	3.12	2.86	2.70	谨慎推荐	谨慎推荐
000562	宏源证券	17.17	1.39	0.30	0.57	12.35	57.28	30.03	4.18	3.86	3.62	中性	中性
000728	国元证券	16.16	1.64	0.33	0.52	9.85	48.32	31.23	4.58	4.33	4.05	中性	中性
000686	东北证券	20.84	2.36	0.71	1.03	8.83	29.35	20.17	5.66	5.08	4.51	中性	中性
600109	国金证券	32.93	1.32	1.77	1.85	24.95	18.62	17.81	5.76	6.56	5.37	中性	谨慎推荐
601099	太平洋证券	15.69	0.45	-0.34	0.19	34.87	-46.18	84.18	11.65	15.58	14.26	中性	中性

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部银行业分析师，具有金融领域 4 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	（8621）63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	（8621）33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	（8621）33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	（8621）63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%～10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%～5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。