

[2009.02.18]

交易额：想象空间有多大？

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

乐观看，2009年日均交易额可达到1500亿元、同比增长35%；但目前的估值水平已反映这一预期。

投资要点：

- 2009年来日均交易额为1402亿元，较2008年高26.3%。若分别按照1月份、2月上半月、2月11日的日均交易额来测算，2009年股票基金交易额同比将分别增长-11%、79%和125%。
- 在市场趋势继续保持强势的前提下，日均交易额短期内可望继续维持在2000亿元以上的量级，换手率也可能继续跃入2007年上半年内4.66%-6.72%的牛市区间，但2000亿元的交易额对应年化换手率8倍，较2007年高近20%，中长期看将难以持续。
- 1000亿元将是行业业绩增速的分水岭，在1000亿元的假设下，行业及上市券商业绩同比基本持平；而若按照2月上半月的交易水平，业绩同比增速将超过50%，这将完全颠覆我们早前对行业业绩的预期。
- 中小券商对交易额的敏感度更高。宏源、东北和国元对交易额的弹性分别达到0.75%、0.73%和0.71%；长江和海通次之，分别为0.58%和0.54%；中信和国金均为0.37%，敏感度最低。
- 我们将对平均流通市值和换手率的判断提升至6-7万元和3-4倍，对应于2009年日均交易额在900-1000亿元，同比降低10%-20%。乐观来看，若市场继续保持2%以上的换手，则年换手率将达到5倍以上，对应日均交易额可达到1400-1500亿元，较2008年增长25%-35%。
- 在1000亿元的日均交易水平下，上市券商业绩基本保持上年水平，在这一业绩水平下，2009年中信证券动态PE为24倍，其他上市券商的动态PE均达到或超过了30倍；更进一步来看，我们认为，目前的估值水平已经在相当大程度上反映了1500-2000亿元日均交易额对应的业绩预期，因此我们继续维持对行业的中性评级。但在市场交易额维持高位或持续放大的前提下，证券行业仍然有较大的交易性机会；而创新业务的推出也将给领先券商带来业绩持续增长的机遇。
- 行业的三大投资逻辑：（1）关注竞争优势明显、从行业规模扩张和结构优化中长期受益的领先券商。我们仍维持**中信证券**的增持评级，尽管其业绩对交易额的敏感度最低，但占其收入较高的基金管理、利差、投资等均能受益于市场活跃度的提升。中信证券也将最大程度的受益于融资融券、创业板等新的推出。（2）关注对交易额敏感的中小券商，其代表为**宏源**、**东北**和**国元**。但我们认为，经过近期的大幅上涨之后，中小券商的估值水平已经基本反映了目前的交易额增长预期。（3）关注具备相对估值优势的参股券商的上市公司。每股券商含量高、所投资对象质地佳、所持股权流动性好以及主业风险较小的参股公司的投资价值更高。我们仍首推广发系的**辽宁成大**、**吉林敖东**、**中山公用**和**华茂股份**；其他目前PB估值相对较低的参股券商股也可以适度关注。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

行业走势图



相关报告

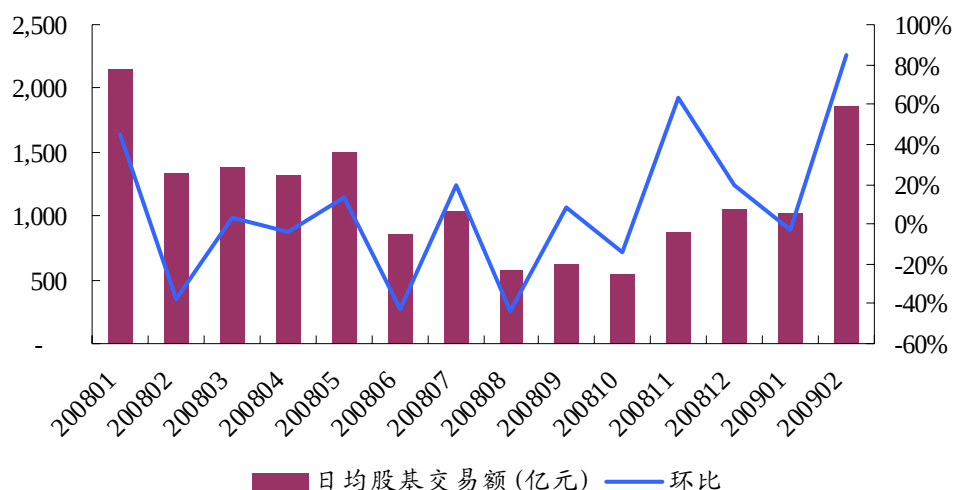
- 2月月报：交易持续活跃，2008年业绩符合预期 (09.02.09)
- 更新报告：监管会议强化创新预期 (09.01.15)
- 1月月报：交易额持续回暖，股票承销跌入冰点 (09.01.04)
- 12月月报：高换手率难以持续 (08.12.02)
- 2009年策略报告：蓄势待机 (08.12.01)
- 11月月报：日均交易额逼近盈亏平衡点 (08.11.06)
- 行业更新报告：这个寒冬有多冷？ (08.11.04)
- 10月月报：政策利好无改下滑预期，关注融资融券业务的长期影响 (08.10.06)

1. 交易额：还有多少想象空间？

1.1. 交易额持续放大提升业绩预期

交易额自 2008 年 10 月份跌至谷底的 535 亿元以来维持持续攀升态势。今年 1 月份，虽然由于节日因素，股票基金权证交易额环比下降 38.6%，但交易依然活跃，股票基金日均交易额仍维持在千亿水平、达到 1012 亿元，环比仅下降 3.4%，并较我们给出的年度预测高 63%。进入 2 月份，交易额持续快速放大趋势更为明显，上半月日均为 1987 亿元，2 月 11 日交易额更高达 2679 亿元。迄今，2009 年来日均交易额为 1402 亿元，较 2008 年高 26.3%。若分别按照 1 月份、2 月上半月、2 月 11 日的日均交易额来测算，2009 年股票基金交易额同比将分别增长-11%、79%和 125%。

图 1 月度交易额维持活跃



数据来源：国泰君安证券。其中，2009 年 2 月份为截止到 11 日的日均交易额。

表 1 行业业绩对交易额变化的敏感性分析（单位：亿元）

剩余日均交易额	1,012	1,402	1,500	2,000	2,500	2,679
剩余交易额	221,628	307,038	328,500	438,000	547,500	586,701
总交易额	238,435	323,845	345,307	454,807	564,307	603,508
日均交易额	977	1,327	1,415	1,864	2,313	2,473
同比	-12%	20%	27%	68%	108%	123%
行业业绩	462	575	603	748	895	944
同比	-4%	19%	25%	55%	85%	96%

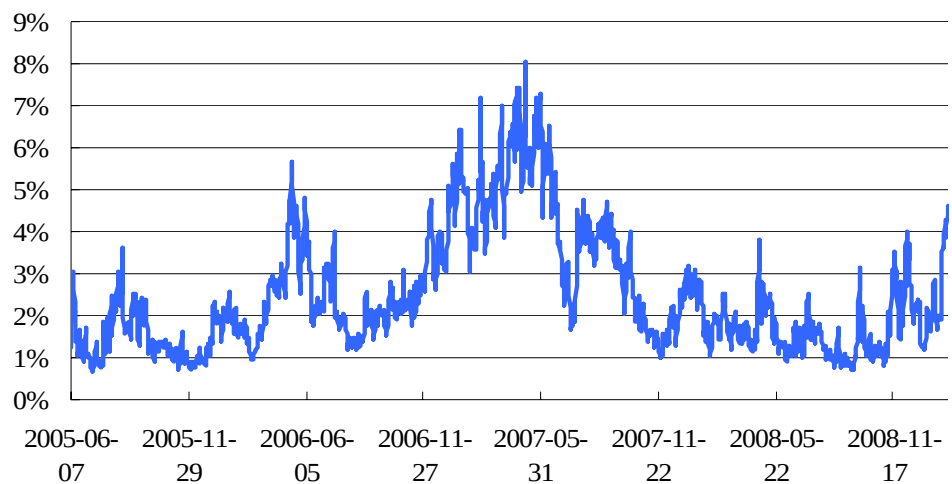
数据来源：国泰君安证券

在弱市中券商对经纪业务的依赖度要远高于牛市。在 IPO 尚未开闸、投资业务不确定性仍较大的情况下，交易额的持续快速放大将对券商业绩产生更为显著的影响。我们曾在年度策略报告中指出 1000 亿元将是行业业绩增速的分水岭，如表 1 所示，在 1000 亿元的假设下，行业及上市券商业绩同比基本持平；而若按照 2 月上半月的交易水平，业绩同比增速将超过 50%，这将完全颠覆我们早前对行业业绩的预期。

1.2. 交易额还有多少想象空间？

交易额的快速放大已经远远超出我们的预期，但这种成交额能持续多久？抑或是否还能继续有效放大？我们认为，**交易额短期内可望继续维持在 2000 亿元的量级，但中长期看将难以持续**。从日均换手率来看，2007.5.30 为 6.72%、2007 年上半年平均为 4.66%，在市场趋势继续保持强势的前提下，日交易额可能继续攀升并跃入这一牛市区间，即到 5% 甚至更高，对应日交易额 3000 亿元左右。但需要指出的是，从成交量来看，2 月 11 日曾达到 317 亿股，较“5.30”高出 17.5%。而日均换手率 1 月份平均为 2%，2 月 11 日已到 4.45%，若考虑到限售股流通的因素，实际换手率已进入上述的 2007 年上半年的疯牛区间，因此，日交易额虽可能会继续跃升，但终难免是昙花一现；而且退一步来看，即便是 2000 亿元的交易额对应年化换手率也达到 8 倍，在目前的市场状况下仍然高不可及。

图 2 近一轮牛熊周期 A 股日换手率变化



数据来源：Wind

对交易额的判断，我们仍然延续在年度策略报告中的分析逻辑，但年初市场的活跃程度都超出我们的预期，为反映这一变化，我们将对平均流通市值和换手率的判断提升至 6-7 万元和 3-4 倍，对应于 2009 年日均交易额在 900-1000 亿元，同比降低 10%-20%。市场的情绪将会通过流通市值和换手率的双重变化传导至交易额，从这个意义上来说，交易额是市场趋势的放大器，由此乐观来看，若市场继续保持 2% 以上的换手，则年换手率将达到 5 倍以上，对应日均交易额可达到 1400-1500 亿元，较 2008 年增长 25%-35%。

表 2 交易额对换手率和流通市值变化的敏感性分析

换手率 平均 流通市值	3	4	5	6	7
6.0	734	979	1,223	1,468	1,713
6.5	795	1,061	1,326	1,591	1,856
7.0	857	1,143	1,428	1,714	2,000
7.5	918	1,225	1,531	1,837	2,143

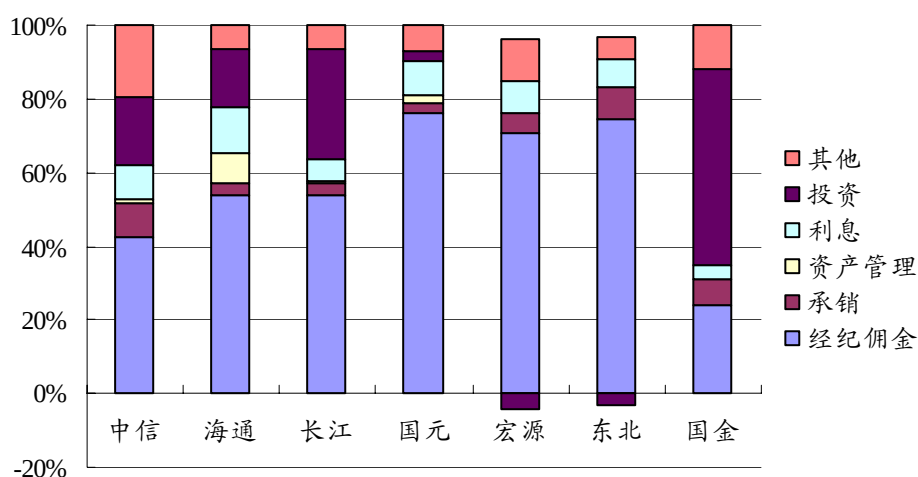
8.0	980	1,307	1,633	1,960	2,286
8.5	1,041	1,389	1,736	2,083	2,430

数据来源：国泰君安证券

1.3. 券商业绩对交易额的弹性有多大？

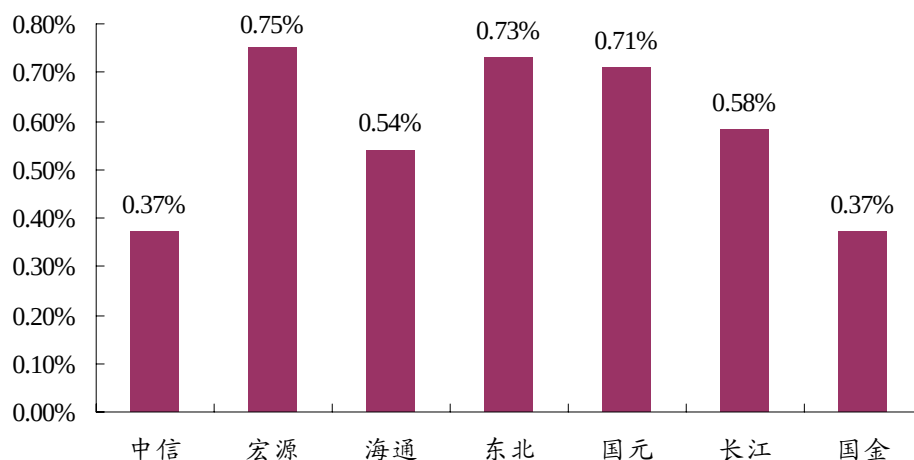
根据我们对日均交易额的预期，我们重新调整了对各上市券商的业绩预测，结果与前文的结论基本吻合，相对于 1000 亿元的交易额，上市券商业绩普遍同比持平或略有下降。我们更为关注的是，哪些券商将具备更大的弹性？从图 4 来看，中小券商业务结构中经纪佣金占比均超过 50%、他们对经纪业务的依赖程度较高，其中，国元、东北和宏源依赖度达到 80%。进一步的敏感性分析也证明了这一点，宏源、东北和国元对交易额的弹性分别达到 0.75%、0.73%和 0.71%；长江和海通次之，分别为 0.58%和 0.54%；中信和国金均为 0.37%，敏感度最低。

图 3 2008 年前 3 季度上市券商的业务结构&对经纪佣金的依赖度



数据来源：各上市公司 3 季报

图 4 各上市券商业绩对经纪佣金的弹性（假设日均交易额变化 1%）



数据来源：国泰君安证券

2. 交易额放大下行业的投资逻辑

如表 1 所示，按照我们对交易额的基准判断，行业的业绩同比将基本持平，我们对在不同日均交易水平下各上市券商业绩的情景分析也表明，在 1000 亿元的日均交易水平下，除少数券商外，上市券商业绩基本保持上年水平，在这一业绩水平下，中信证券的动态 PE 为 24 倍，其他上市券商的动态 PE 均超过了 30 倍；更进一步来看，我们认为，目前的估值水平已经在相当大程度上反映了 1500-2000 亿元日均交易额对应的业绩预期（如图 5），因此我们继续维持对行业的中性评级。

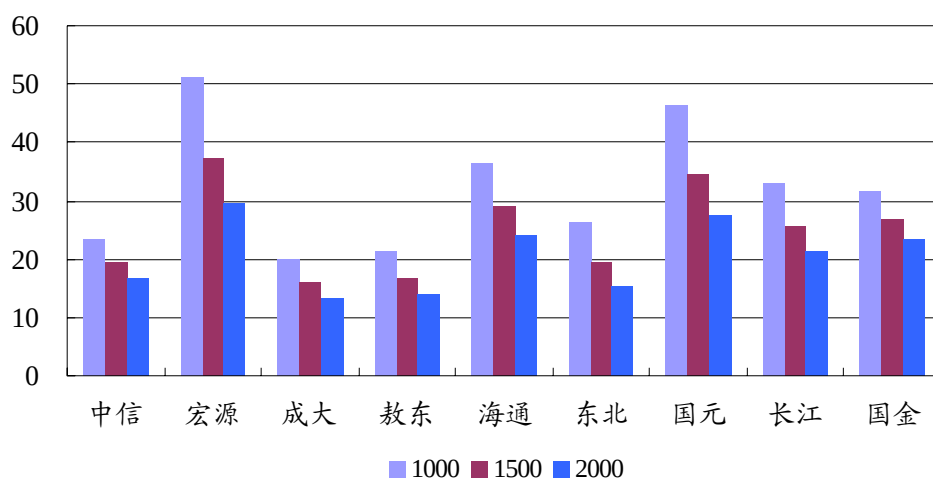
但正如我们前面所述，券商、尤其是中小券商的业绩对市场交易额有着较高的弹性，在市场交易额维持高位或持续放大的前提下，证券行业仍然有较大的交易性机会；而创新业务的推出也将给领先券商带来业绩持续增长的机遇。因此，我们依然可以从以下三个思路来考量和选择证券行业的投资逻辑，但投资于领先券商、分享行业长期成长仍然是我们的首选。

表 3 在不同日均交易水平下各上市券商业绩的情景分析（单位：元）

	日均交易额 1000			1500		2000	
	EPS(2008)	EPS(E)	同比	EPS(E)	同比	EPS(E)	同比
中信	1.10	1.09	-1%	1.31	19%	1.53	39%
宏源	0.30	0.34	13%	0.46	54%	0.58	96%
海通	0.40	0.38	-4%	0.48	20%	0.58	44%
东北	0.79	0.79	1%	1.07	36%	1.35	72%
国元	0.36	0.35	-3%	0.47	30%	0.59	64%
长江	0.43	0.44	0%	0.56	28%	0.68	55%
国金	1.48	1.04	-30%	1.23	-17%	1.41	-5%

数据来源：国泰君安证券

图 5 在不同日均交易额假设下各上市券商的 PE 估值水平



数据来源：国泰君安证券

2.1. 关注竞争优势明显的行业领先券商，他们将从行业规模扩张和结构

优化中长期受益

这里，我们仍然维持中信证券的增持评级，尽管其业绩对交易额的敏感度最低，但业务最为均衡、在行业全面领先，占其收入较高的基金管理、利差、承销、投资等业务均能受益于市场活跃度的提升。中信证券也将最大程度的受益于融资融券、创业板等新业务的推出。从长期来看，基于行业长期发展和鼓励创新的逻辑，行业仍处于螺旋式上升阶段，作为行业的龙头券商，中信证券将最大程度的受益于行业规模发展以及竞争格局的优化。

2.2. 关注对交易额敏感的中小券商

如前文所述，交易额对券商的业绩有着显著的推动作用，交易额的有效放大将有力推动券商的业绩回升甚至增长，但中小券商的收益程度要大于大型券商，其中东北证券、国元证券和宏源证券对交易额的弹性最高，均超过 0.7%。在这三者中间，东北证券和国元证券具备相对估值优势，这也是东北证券等中小券商近期表现明显好于大券商的主要原因。我们曾在 2 月 9 日的月报中指出应关注以东北证券为代表的中小券商以来，东北证券涨幅已经超过 40%。但我们认为，经过近期的大幅上涨之后，中小券商的估值水平已经基本反映了目前的交易额增长预期。相比之下，大券商显现出较明显的估值优势。

2.3. 关注具备相对估值优势的参股券商的上市公司

券商股的活跃也将带动参股公司的投资价值提升，从这个角度来看，参股券商股间接受益于市场交易的活跃。我们仍然延续以前的思路，即认为，每股券商含量高、所投资对象质地佳以及所持股权流动性好的参股公司投资价值更高。其中，广发系的辽宁成大、吉林敖东、中山公用和华茂股份仍是首选，我们判断，广发证券借壳上市的主要障碍已经基本扫除，他们将直接受益于广发证券的上市（参见 2009.1.19 辽宁成大更新报告《业绩符合预期，静候广发上市》）。而华茂股份虽然广发证券含量较低，但其同时参股了国泰君安和宏源证券，也使得其具备了较高的投资价值；此外，其他目前 PB 估值相对较低的参股券商股也值得适度关注（见表 4）。

表 4 参股券商的主要上市公司及估值情况

上市公司	券商	每股券商含量	持股数量 (亿股)	持股比例	BVPS (2008)	PB	每股所含券 商价值 (元)	相当于股价 的%
辽宁成大	广发证券	0.58	5.19	25.9%	5.32	3.95	21.39	99.6%
吉林敖东	广发证券	0.90	5.16	25.8%	8.20	3.77	33.38	107.4%
中山公用	广发证券	0.48	2.85	14.3%	5.44	3.25	17.66	100.0%
雅戈尔	中信证券	0.10	2.17	3.3%	5.45	1.89	2.58	24.7%
两面针	中信证券	0.15	0.67	1.0%	5.81	1.29	3.91	49.5%
华茂股份		0.26	1.63		2.39	2.72	7.38	109.7%
	宏源证券	0.03	0.20	1.38%			0.23	
	国泰君安	0.15	0.95	1.6%			4.35	
	广发证券	0.08	0.48	2.4%			2.80	

大众交通		0.14	2.17		2.51	3.62	3.05	33.6%
光大证券		0.04	0.60	1.7%			0.43	
国泰君安		0.09	1.43	2.5%			2.46	
申银万国		0.003	0.05	0.1%			0.02	
海通证券		0.01	0.09	0.1%			0.14	
百联股份	海通证券	0.19	2.15	2.6%	4.77	2.15	2.82	27.5%
兰生股份	海通证券	0.72	2.03	2.5%	6.11	1.89	10.48	89.4%
东方明珠	海通证券	0.05	1.60	1.9%	2.07	4.66	0.73	7.5%
东方创业	海通证券	0.13	0.42	0.51%	5.71	1.27	1.88	26.1%
华银电力	海通证券	0.06	0.41	0.49%	3.80	1.06	0.83	20.5%
世茂股份	海通证券	0.08	0.36	0.4%	3.08	3.17	1.09	11.1%
厦门国贸	海通证券	0.07	0.35	0.42%	5.87	2.13	1.01	8.1%
南方汇通	海通证券	0.06	0.24	0.30%	2.69	2.30	0.84	13.5%
海欣股份	长江证券	0.11	1.34	8.0%	3.13	1.32	1.69	38.7%
锦江股份	长江证券	0.17	1.01	6.0%	5.57	2.37	2.53	19.6%
葛洲坝	长江证券	0.04	0.67	4.0%	2.82	3.72	0.62	5.8%
保定天鹅	长江证券	0.06	0.40	2.4%	2.06	2.12	0.95	20.5%
湖北金环	长江证券	0.10	0.20	1.2%	3.93	1.08	1.45	33.5%
湖北迈亚	长江证券	0.08	0.20	1.2%	1.05	3.53	1.26	32.5%
华工科技	长江证券	0.04	0.13	0.8%	3.00	2.85	0.62	7.9%
皖能电力	国元证券	0.13	0.98	6.7%	5.04	1.22	2.18	35.0%
皖维高新	国元证券	0.18	0.66	4.5%	5.09	1.42	3.07	41.3%
亚泰集团	东北证券	0.14	1.78	30.6%	4.19	2.34	3.23	30.8%
中粮地产	招商证券	0.06	1.12	3.5%	1.81	3.95	0.93	12.9%
中海海盛	招商证券	0.12	0.69	2.1%	2.74	2.68	1.79	24.0%
宏图高科	华泰证券	0.16	0.72	3.3%	4.12	3.01	2.78	22.3%
华西村	华泰证券	0.05	0.22	1.0%	2.66	1.78	0.86	17.7%
长城信息	东方证券	0.27	1.00	4.7%	2.48	2.94		
浦东金桥	东方证券	0.09	0.80	3.7%	3.74	3.31		
上海建工	东方证券	0.09	0.64	3.0%	5.20	2.35		
桂东电力	国海证券	0.76	1.19	14.8%	4.46	3.80	6.98	41.1%
索芙特	国海证券	0.25	0.73	9.1%	3.28	1.56	2.34	44.1%
中恒集团	国海证券	0.28	0.60	7.5%	1.89	4.40	2.54	28.4%
河池化工	国海证券	0.14	0.40	5.0%	1.37	3.91	1.25	22.8%
北京城建	国信证券	0.13	0.98	4.9%	4.84	2.50	3.21	26.8%
华资实业	恒泰证券	0.18	0.88	13.4%	3.69	1.46	0.35	5.9%
泰达股份	渤海证券	0.41	6.00	26.9%	1.31	5.45	0.89	12.0%
深圳能源	长城证券	0.12	2.70	29.2%	5.04	2.21	1.59	13.8%
豫园商城	德邦证券	0.45	3.30	32.7%	4.61	3.32	1.16	7.6%
锦龙股份	东莞证券	0.72	2.20	40.0%	1.69	5.89		

数据来源：国泰君安证券，其中锦龙股份对东莞证券的持股尚待批准。

表 5 广发证券主要股东及估值比较

上市公司	每股广发含量	持股数(亿股)	持股比例	隐含广发市值(亿元)	PE(2008)	PB(2008)
辽宁成大	0.58	519	25.941%	728	20	3.74
吉林敖东	0.90	516	25.78%	687	20	3.57
中山公用	0.48	285	14.25%	744	20	3.25
华茂股份	0.08	48	2.375%	-	-	-

表 6 行业主要上市公司盈利预测及估值表

	月涨幅	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)	投资建议
		2008	2009	2010	2008	2009	2010			
中信证券	28.7	1.10	1.09	1.01	24	24	26	3.19	1755	增持
宏源证券	32.4	0.30	0.34	0.37	60	53	49	5.12	261	中性
辽宁成大	32.8	1.05	1.07	1.19	20	20	18	3.83	193	增持
吉林敖东	37.6	1.53	1.48	1.56	20	21	20	3.60	178	增持
海通证券	32.8	0.40	0.38	0.43	36	38	34	3.11	1192	中性
东北证券	65.6	0.79	0.79	0.96	29	29	24	5.34	133	中性
国元证券	39.0	0.36	0.35	0.43	48	37	31	5.17	251	中性
长江证券	44.2	0.43	0.44	0.48	35	35	31	5.09	255	中性
国金证券	31.8	1.48	1.04	1.26	23	33	27	6.23	173	中性

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