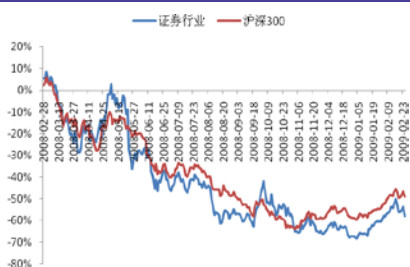


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
证券业	-19.8%	-13.4%	-58.0%
沪深 300	13.4%	-15.9%	-49.1%

分析师

张韬

电话: 0755-83705129

邮件: zhangt01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 市场转暖、行业开局良好。券商经纪业务活跃度不减,1 月上证指数上涨 9.33%,带动整体交易继续维持较高水平,实现股票权证成交额 1.7 万亿元,同比减少 66.27%,环比下降 38.20%(受元旦和春节长假影响)。但市场活跃仍然使得整体交易维持较高水平,当月,股票权证日均成交额 1139.6 亿元,同比下降 52.9%,但环比仅降 3%。2 月份,交易额上升速度更快,至 4.69 万亿,同比增长 77.8%,环比大幅上涨 174.1%,日均成交额达 2343 亿元,同比增加 42.2%,环比上涨 105.6%。
- 2009 年以来 A 股日均换手率达到 3%, 2 月 16 日更是达到 4.76% 的高点。若考虑到限售股流通的因素,目前的换手率已进入 07 年牛市的区间。我们认为,在经济周期向下趋势确立下,目前市场难以与上轮牛市相提并论,所以短期内交易额仍有望维持在 1500 亿元的量级,但中长期可能难以持续。从换手率看,09 年年均总市值换手率将处于 01-05 年较高区间,日均股票交易额超出市场之前平均预期的 600 亿元的可能性加大。
- 创业板拓宽券商盈利来源。1、创业板有望给股市带来增量交易额。若以 09 年创业板交易额为 08 年中小板规模来测算,则有望为市场带来约 8500 亿元的增量交易额,从而带动券商经纪业务收入增长约 25.6 亿元,相当于 08 年券商全年经纪业务的 2.5% 左右。2、创业板有望给券商带来增量承销业务收入。从中小板首发实际募集资金和 IPO 平均承销费用率来测算,创业板有望给券商带来增量承销业务收入约 8-12 亿元,相当于 08 年券商行业总承销收入的 10% 至 15%。
- 中信证券系依然维持市场份额第一。在权证份额减少及股票份额提升的推动下,1 月中信证券系以 7.8% 维持市场份额第一。
- 关注券商股的交易性机会。从业务结构上看,经纪业务占比越高的券商,将更多的受益于交易额的大幅上涨,其中东北、宏源、国元的业绩与经纪业务关联度大。从 2009 年券商业绩对交易额敏感性分析看,宏源证券和东北证券最为突出,若 09 年日均交易额上升至 2000 亿元,两家公司业绩将分别同比增长 97% 与 76%。最后通过对解禁限售股和估值水平情况分析,我们认为东北证券更具有投资优势。

市场转暖 行业开局良好

市场转暖 行业开局良好

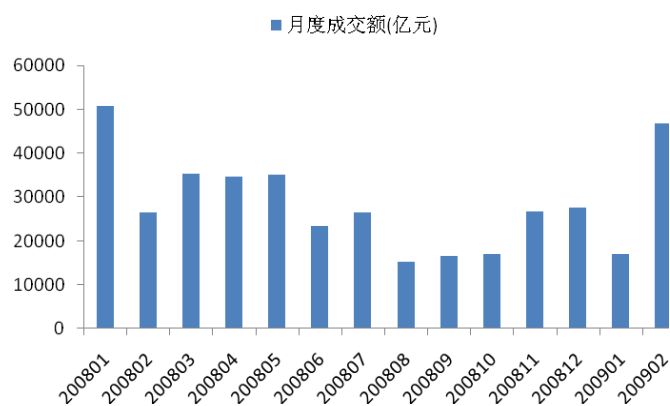
2009 年以来, A 股市场一扫 08 年指数单边大幅下跌、交易量严重萎缩的颓势, 政策利好和流动性充裕推动市场大幅反弹, 赚钱效应使得投资者再次点燃入市热情。作为证券场景气回升最直接的受益者, 证券行业主要业务指标取得超预期的提升。

2009 年市场交易持续活跃。1 月股票权证交易额仅为 1.7 亿元, 同比减少 66.27%, 环比下降 38.20%(受元旦和春节长假影响)。但市场活跃仍然使得整体交易维持较高水平, 当月, 股票权证日均成交额 1139.6 亿元, 同比下降 52.9%, 但环比仅降 3%。2 月份, 交易额上升速度更快, 至 4.69 万亿, 同比增长 77.8%, 环比大幅上涨 174.1%, 日均成交额达 2343 亿元, 同比增加 42.2%, 环比上涨 105.6%。

A 股累计账户数同比增长。2009 年 1 月受元旦和春节长假的影响, A 股新增开户数虽仅为 36.2 万户, 同比下降 87.2%, 环比下降 64.5%; 但累计账户数为 1462.6 万户, 同比上升 4.8%。

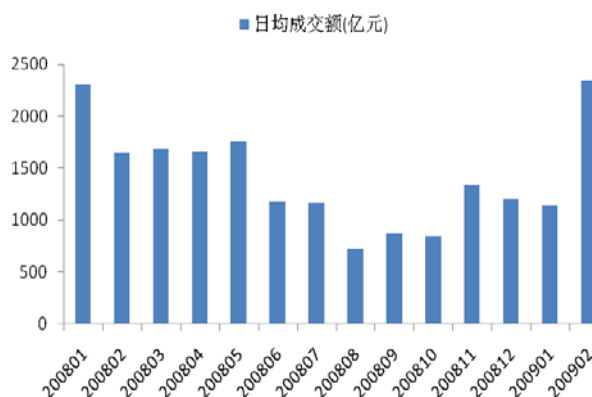
日均换手率维持在 3% 的高位。2009 年以来, 日均换手率为 3% 左右, 年化换手率可高达为 7.5 倍, 交易活跃度显示出投资者信心有所恢复。

图 1 股票权证月度交易额



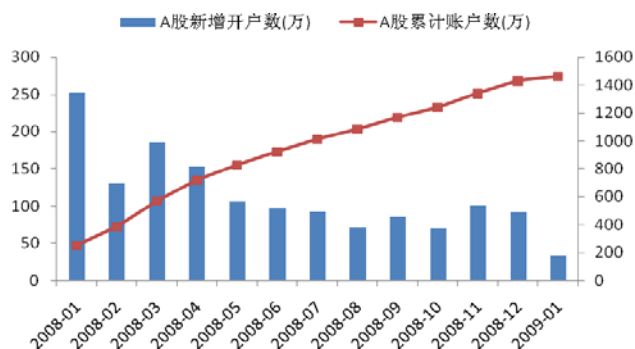
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2 股票权证日均交易额



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 3 A 股累计账户数同比增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4 2009 年以来换手率维持较高水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

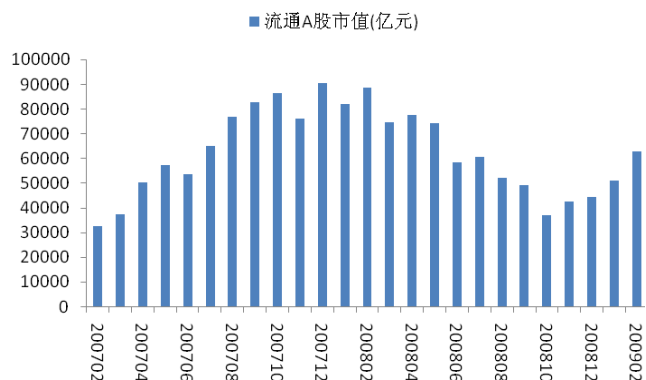
交易额可否持续高位运行？

影响交易额的两大决定因素是流通市值及换手率。受估值水平提升等因素影响，截至 2 月底，A 股流通市值约 5.47 万亿，较 08 年底上升 23.2%，市值已经和上一轮牛市启动时基本持平。在经济周期向下趋势确立下，难以与上轮牛市相提并论。

从换手率看，2007 年牛市的日均换手率为 4.19%，07 年“5.30”的换手率为 7.97%。而进入 09 年以来的日均换手率达到 3% 左右，2 月 16 日更是达到 4.76% 的高点。若考虑到限售股流通的因素，目前的换手率已进入 07 年牛市的区间。此外，目前的日均换手率对应年化值为 7.5 倍，在目前的市场状况下仍然难以维持。

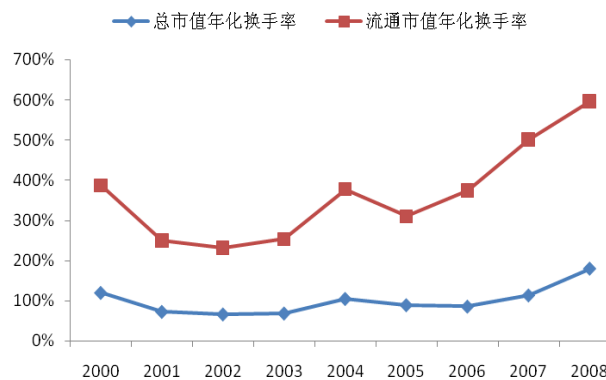
我们认为，目前交易额的快速放大已经超出我们的预期，在市场仍然保持强势的前提下，交易额短期内有望维持 1500 亿元的量级，但中长期难以持续。按照 01-05 年熊市中的年均市价总值换手率测算，年均总市值换手率在 70-110% 之间。在股票市场不出现单边大幅下跌的前提下 09 年年均总市值换手率将处于 01-05 年较高区间，日均股票交易额超出市场之前平均预期的 600 亿元的可能性加大。

图 5 09 年以来流通市值换手率呈现快速回升趋势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6 历史年均总市值换手率和流通市值换手率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7 牛熊周期 A 股日均换手率变化



资料来源：WIND、国海证券研究所

创业板拓宽券商盈利来源

承销业务依旧低迷

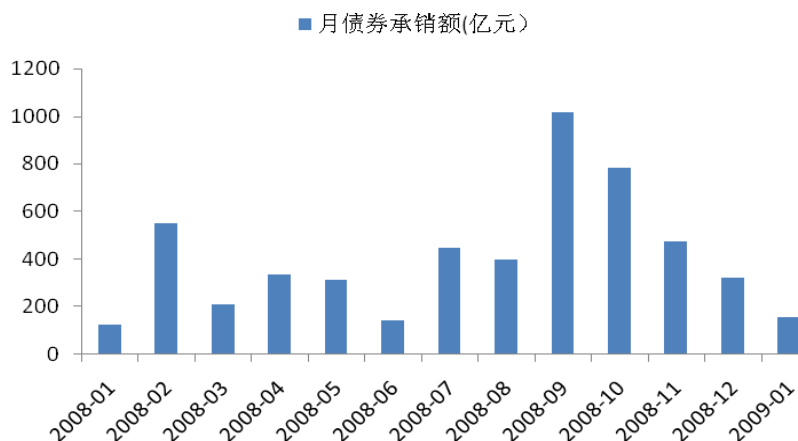
股票承销方面，IPO 尚未重启，一二月仍以再融资、股改保荐及财务顾问业务为主，投行业务收入相对有限。2009 年以来总共股票发行承销只有 6 笔，同为定向增发，实际募集资金 35.5 亿元，无 IPO 和配股。1 月份债券承销额继续下降，仅实现 153 亿元。

表 1 2009 年以来股票发行情况

	发行方式	募集资金合计(亿元)	发行费用(亿元)	主承销商	增发公告日
*ST 长运	定向增发	42.6362	-	-	20090219
黑牡丹	定向增发	23.2506	-	-	20090218
天马股份	定向增发	11.75	0.2704	国信证券	20090217
中鼎股份	定向增发	2.464	0.1314	平安证券	20090212
晋西车轴	定向增发	8.45	0.2383	国信证券	20090211
长江投资	定向增发	1.84	0.0825	国泰君安	20090207
亿利能源	定向增发	47.8789	-	-	20090117
宏图高科	定向增发	8.925	0.1757	西南证券	20090116
华仪电气	定向增发	2.985	0.0633	广发证券	20090113
ST 万杰	定向增发	26.8607	-	-	20090108

资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8 债券承销额



资料来源：WIND、国海证券研究所

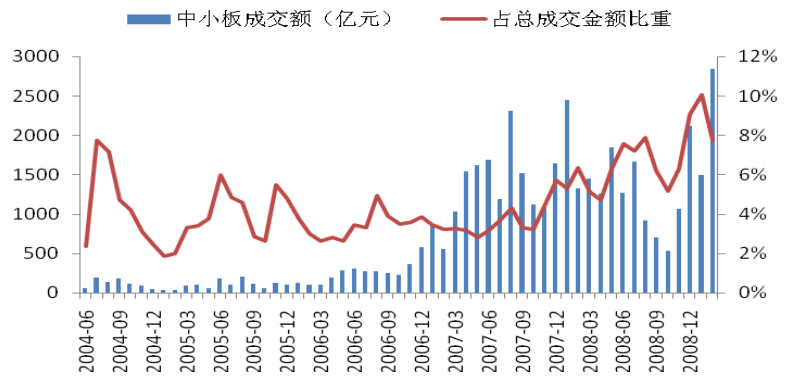
创业板拓宽券商盈利来源

创业板推出日趋明朗。近期，市场对创业板推出的预期又再度升温。据悉，《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》已上报国务院。无论是从监管层的表态还是业内人士提供的信息来看，创业板有望在 3 月初召开的全国两会后推出。参与第一批创业板公司上市工作的券商有国信、招商和广发等，已经进驻深交所。创业板的推出将为中小企业提供一个新的融资渠道，符合“金融 30 条”加大对中小企业支持力度。同时也将给券商投行业务带来新的收入来源，而且预期的升温将为券商板块带来交易性机会。

创业板有望给股市带来增量交易额。从国外创业板市场发展情况来看，创业板的推出都为股市带来增量交易额，从而带动券商经纪业务收入增长。数据显示，美国纳斯达克市场交易量约占主板市场 20% 左右，交易额更是占到 70% 左右。

目前我国创业板难以达到国外成熟市场的水平，所以我们采取对比我国中小板交易规模，来测算创业板推出对股市产生的增量交易额。08 年我国中小板市场交易额约 1.7 万亿，交易额约占 A 股总交易额的 6.4%。用较为保守的测算方法，以 09 年创业板交易额为 08 年中小板交易规模的一半来测算，创业板的推出则有望为市场带来 8500 亿元的增量交易额，从而带动券商经纪业务收入增长约 25.6 亿元，相当于 08 年全年经纪业务的 2.5% 左右。

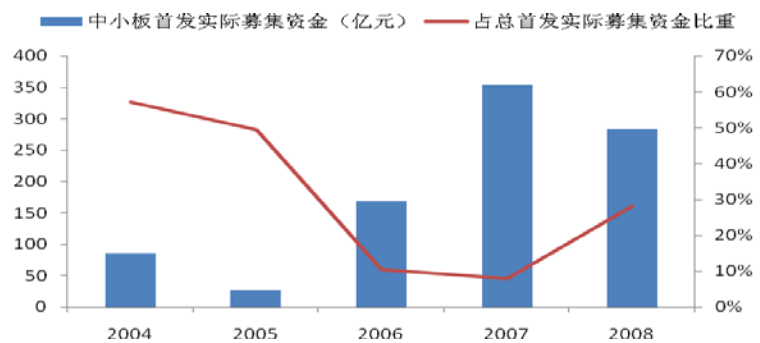
图 9 中小板市场规模



资料来源：WIND、国海证券研究所

创业板有望给券商带来增量承销业务收入。目前我国中小板 2008 年首发实际募集资金 284 亿元，占总首发实际募集资金 25.2%。我们认为，在创业板推出的初期，考虑到市场对 IPO 的担忧情绪，发行规模约占主板市场 10-15%，若按 2008 年首发融资规模 1000 亿元计算，推出首年上市企业数量在 100 家左右，那么总融资规模将在 100 亿至 150 亿之间。从承销费率看，对 2007 至 2008 IPO 统计发现，IPO 规模与承销费率成反相关。IPO 规模在 3 亿元以下的平均承销费率反而较高，到达 8%左右。所以我们认为，创业板有望给券商带来增量承销业务收入 8-12 亿元，相当于 08 年券商行业总承销收入的 10%至 15%。

图 10 中小板首发规模



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 2 2007-2008 IPO 规模与承销费率

IPO 规模（亿元）	IPO 规模合计（亿元）	发行费用合计（亿元）	平均承销费率
大于 100	4300	69	1.6%
10-100	660	18	2.7%
3-10	350	17	4.9%
小于 3	190	15	7.9%

资料来源：WIND、国海证券研究所

全年行业展望

我们认为在后续利好措施将不断出台的预期下，股票市场出现阶段性行情的可能性明显提高，这也将有效增加振幅，使股票交易额水平有可能高于市场之前平均预期的 600 亿元。股票市场波动性提高，创业板的推出给股市和券商带来的增量交易额和增量承销业务收入，使券商 09 年业绩好于预期可能性增加。

中信证券系依然维持市场份额第一

在权证份额减少以及股票份额提升的推动下，1 月中信证券系以 7.8% 维持市场份额第一。申银万国的经纪业务份额有较大的提升，排名重新挤进前五位置。与之相反，华泰证券系的经纪业务份额下降明显。

表 3 前 20 名及上市证券公司经纪业务市场份额

	2007 年	2008 年	2009 年 1 月
中信证券系	7.88%	8.12%	7.80%
中信证券	2.61%	2.79%	2.83%
中信建投证券(控股)	3.23%	3.35%	3.06%
中信金通证券(控股)	1.38%	1.28%	1.20%
中信万通证券(控股)	0.66%	0.70%	0.71%
国泰君安	6.21%	7.18%	6.97%
中国银河	6.37%	6.31%	6.20%
华泰证券系	5.29%	6.54%	5.60%
华泰证券	3.27%	4.32%	3.70%
联合证券(控股)	2.02%	2.22%	1.90%
申银万国	4.66%	3.96%	4.55%
国信证券	4.29%	4.22%	4.38%
海通证券	4.22%	4.60%	4.30%
广发证券系	4.51%	4.32%	4.04%
广发证券	3.72%	3.61%	3.44%
广发华福证券(控股)	0.79%	0.71%	0.60%
招商证券	3.39%	3.98%	3.88%
中国建银	2.69%	3.37%	3.50%
光大证券	2.26%	3.05%	2.91%
安信证券	0.23%	2.29%	2.62%
中金公司	0.62%	1.80%	2.14%
长江证券	1.36%	1.46%	1.77%
宏源证券	0.68%	1.02%	1.26%
国元证券	0.82%	0.88%	1.01%
东北证券	0.75%	0.64%	0.67%
国金证券	0.50%	0.58%	0.66%
太平洋证	0.20%	0.22%	0.23%

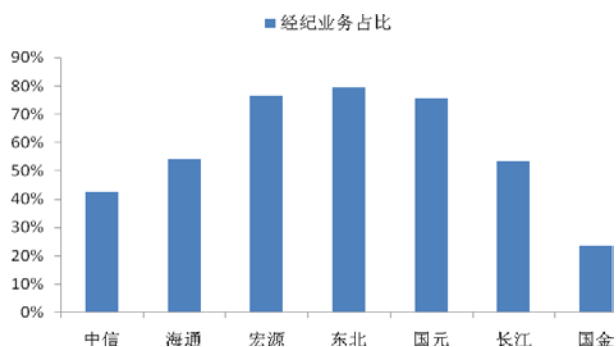
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、国海证券研究所

如
关注券商股的交易性机会

如果本轮上涨行情能够延续，成交量依然维持高位，券商股作为大盘行情的风向标，可能将迎来交易性机会。我们认为经纪业务对业绩贡献大、短期无解禁压力、估值水平合理的券商值得投资者关注。

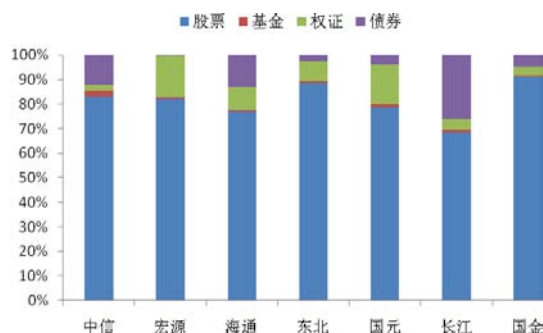
2008 年前 3 季度券商财务数据显示，中信证券经纪业务收入占比 42.7%，而其余 5 家上市中小券商经纪佣金平均占比达 62%，其中以东北、宏源和国元证券的业绩与经纪业务关联度大，东北证券占比更是高达 80%。经纪业务的回暖对这类券商业绩的提升最为显著。

图 11 东北、宏源及国元证券经纪业务占营业收入比重较高



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12 东北、宏源及国金证券权益类资产占比较高



资料来源：WIND、国海证券研究所

从 2009 年券商业绩对交易额敏感性分析可以看出，中小券商业绩预期对交易量水平具有更高的弹性。其中以宏源证券和东北证券 09 年业绩对日均股票交易额变化最为敏感，若全年日均股票交易额上升至 2000 亿元，两家公司每股收益分别为 0.58 元与 1.21 元，分别同比增长 97%与 76%。

表 4 宏源、东北及国元证券业绩对交易量变动弹性较高

	日均成交额 500 亿元			日均成交额 1000 亿元		日均成交额 1500 亿元		日均成交额 2000 亿元	
	08EPS	09PES	同比	09PES	同比	09PES	同比	09PES	同比
中信证券	1.09	0.87	-20%	1.02	-6%	1.25	15%	1.47	35%
海通证券	0.38	0.26	-32%	0.32	-16%	0.43	13%	0.56	47%
宏源证券	0.3	0.23	-23%	0.33	10%	0.46	53%	0.59	97%
东北证券	0.68	0.47	-31%	0.7	3%	0.94	38%	1.2	76%
国元证券	0.36	0.22	-39%	0.34	-6%	0.46	28%	0.58	61%
长江证券	0.46	0.33	-28%	0.4	-13%	0.53	15%	0.65	41%
国金证券	1.47	0.78	-47%	0.96	-35%	1.15	-22%	1.34	-9%

资料来源：WIND、国海证券研究所

从上市券商股解禁时间表来看，宏源证券和海通证券在 09 年面临的解禁压力较大。

表 5 上市证券公司限售股解禁时间表

	总股本（亿元）	流通 A 股（亿元）	解禁数量（亿元）		
			2009	2010	2011
中信证券	66.3	65.7			0.4
海通证券	82.3	37.5	2.5	42.3	
宏源证券	14.6	5.4	9.2		
东北证券	5.8	1.6		4.0	
国元证券	14.6	2.9		11.8	
长江证券	16.8	8.6		8.2	
国金证券	5	1.3		2.1	1.6

资料来源：WIND、国海证券研究所

从 PE 水平看，中信证券、海通证券同样处于行业的低端，从 PB 水平来看，国金证券远高于同业，投资空间相对较窄。按照上述筛选标准，我们认为东北证券更具投资优势。

表 6 上市证券公司业绩预测及估值

证券名称	EPS			PE			PB
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
中信证券	1.10	0.98	1.25	19.7	21.45	16.8	2.91
海通证券	0.39	0.40	0.48	32.0	31.2	23.0	2.65
宏源证券	0.39	0.456	0.5	37.7	31.8	28.5	4.34
东北证券	0.68	0.57	0.76	29.5	30.7	24.8	4.01
国元证券	0.36	0.38	0.51	38.3	34.8	27.1	4.23
长江证券	0.45	0.4	0.5	28.9	29.98	23.7	4.12
国金证券	1.51	1.3	1.25	19.8	23.7	20.6	5.73

资料来源：WIND、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。