

证券行业分析师：杨艳艳

电话：(86571)87782607

邮件：yangyanyan1@foundersec.com

联系人：吴佳蕾

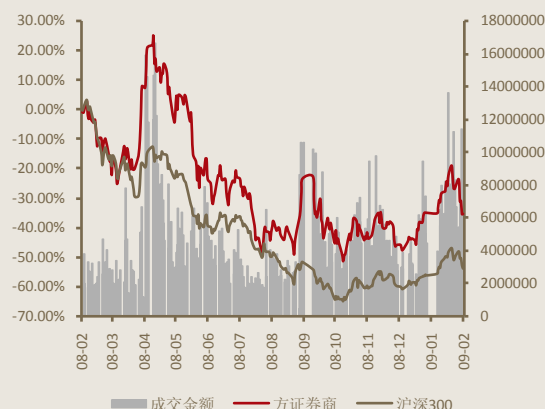
电话：(86571) 87782600

邮件：wujialei@foundersec.com

#### 重要数据

|          |         |
|----------|---------|
| 上市公司总数家数 | 9       |
| 总股本（亿股）  | 205.79  |
| 净利润（亿元）  | 133.836 |
| 行业平均 PE  | 20.26   |
| 平均股价（元）  | 16.27   |

#### 证券行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 高交易量难以持续

## 主题投资仍是主旋律

### 证券行业2月月报

证券行业·行业研究  
2009.3.3 中性

#### 投资要点

##### ※高交易量难以持续

2009年1月股票、基金、权证合计的日均交易量994亿元，行业开局良好。2009年外部市场冲击和国内经济下滑的风险仍然较大，投资者的交易热情可能难以持续，维持2009年日均交易量在900亿左右的判断。

##### ※主要驱动指标超预期提升

作为证券市场景气回升最直接的受益者，2009年以来证券行业主要业务驱动指标取得超预期的提升。我们认为，在股指保持上行趋势、流动性充裕的环境下，一季度行业业绩很可能超越市场预期。

##### ※创新业务面临多个利润增长点

资本市场改革变化使得行业新业务机会不断涌现，综合治理后，行业监管重心从清理整顿为主向规范与发展并举转变，也有利于行业产品与制度创新。我们认为2009年将是证券行业创新业务加速推进的一年。创新业务的推出不仅将拓展证券公司盈利渠道，还将对现有业务形成有效促进，从而多方位增加行业利润增长点。随着对中小企业支持力度的加强，作为中小企业融资重要渠道的创业板的推出已成为大势所趋。对券商而言，创业板的推出将为其带来经纪、承销、直投等多方面的增量收入。

##### ※行业整体评级维持“中性”

创业板、融资融券、股指期货等创新业务的推出以及对宏观经济转暖提振资本市场的预期，将得到反复的炒作。证券行业的投资逻辑在于：由于证券公司盈利高度依赖于证券市场波动，业绩波动周期也与估值水平的波动周期相互重合，使得对证券行业的投资具备放大投资杠杆的效果。投资者在市场波动周期中的上升阶段加大对证券行业配置，将有望获得业绩与估值水平双重提升带来的超额回报。基于目前市场状况，对证券行业投资机会的把握可基于投资者的风险偏好及预期而采取两种思路。

##### ※上市公司盈利预测、估值及投资评级

| 简称   | 股价    | EPS  |      |       | PE    |       | 评级 |
|------|-------|------|------|-------|-------|-------|----|
|      |       | 2007 | 2008 | 2009E | 2008  | 2009E |    |
| 中信证券 | 21.08 | 4.01 | 1.1  | 1.03  | 19.71 | 19.16 | 增持 |
| 海通证券 | 10.89 | 1.58 | 0.4  | 0.32  | 13.95 | 27.23 | 增持 |
| 国金证券 | 27.8  | 1.32 | 1.48 | 0.56  | 20.27 | 18.78 | 中性 |
| 长江证券 | 11.8  | 1.64 | 0.42 | 0.46  | 7.84  | 28.10 | 中性 |
| 宏源证券 | 13.77 | 1.39 | 0.3  | 0.31  | 10.94 | 45.90 | 中性 |
| 东北证券 | 19.03 | 2.36 | 0.69 | 0.49  | 7.57  | 27.58 | 中性 |
| 国元证券 | 13.4  | 1.64 | 0.36 | 0.43  | 8.39  | 37.22 | 中性 |

数据来源：方正证券研究中心 股价截止为3月3日

## 1、市场回暖，行业开局良好

2009 年 1 月证券行业主要指标继续反弹态势。市场回暖，股票成交额上升。受宏观经济数据回暖及市场资金面充裕的推动，股票市场走出了一波稳步上升的行情，本月上证指数从 1820.81 点逐步上扬至 1990.66 点，单月涨幅为 9.33%。

市场交易逐渐活跃。2009 年 1 月股基权证交易额受元旦及春节长假的影响，仅为 1.74 万亿元，同比减少 66.33%，环比下降 38.57%。股票、基金、权证合计日均交易额 1159 亿元。

股票交易额为 1.49 万亿元，日均股票交易额为 994 亿元，比上月小幅下降 31 亿元，同比减少 67.94%，环比下降 36.76%。

基金交易额为 256.13 亿元，日均交易额 17 亿元，同比减少 67.89%，环比下降 47.08%。基金交易额占股票交易额的比例为 1.72%，比上月下降了 0.33%。

权证交易额为 2241.26 亿元，日均交易额 149 亿元，同比下降 49.03%，环比下降 47.57%。权证交易额占股票交易额的比例为 15.03%，比上月下降了 3.1%。

由于 2009 年 1 月份是包含了春节假期，交易日仅有 15 个，股票总交易量同比下降幅度达到 68%，但日均股票交易额保持在较高水平，为 994 亿元，2008 年 1 月成交额是全年最高值，因此今年 1 月同比数据虽然较差，但实际的日均交易额超过 1000 亿元，随着股票市场上涨和日均股票交易额的放大，2009 年以来证券公司股价呈上涨趋势。应该说行业开局良好。

图表 1 股基权交易额统计

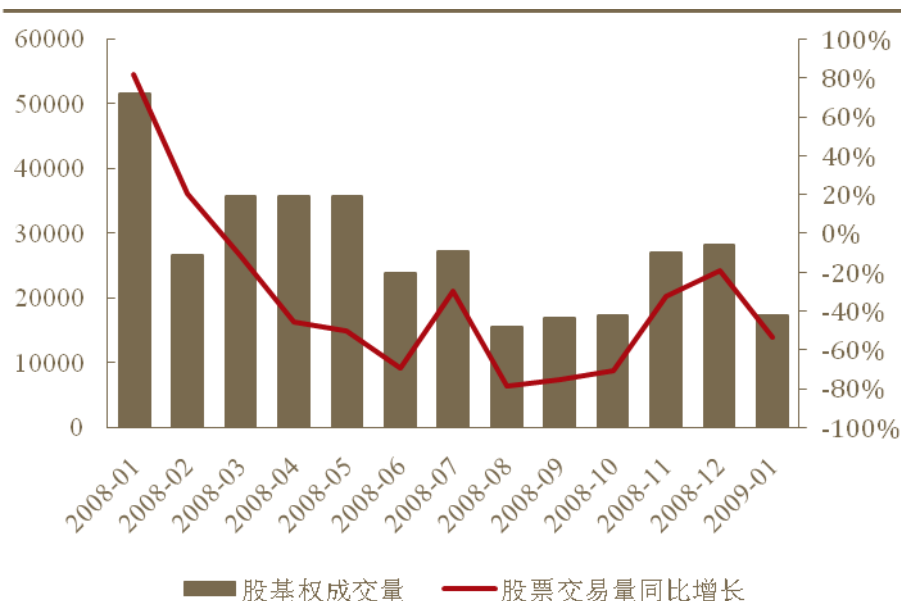
| 单位：亿  | 交易天数<br>(天) | 总成交额   |      |       | 日均成交额  |      |      | 股票交易量<br>同比增长 |
|-------|-------------|--------|------|-------|--------|------|------|---------------|
|       |             | 股票     | 基金   | 权证    | 股票(AB) | 股基   | 股基权  |               |
| 08-1  | 22          | 46530  | 798  | 4397  | 2115   | 2151 | 2351 | 82.04%        |
| 08-2  | 16          | 21112  | 341  | 5360  | 1319   | 1341 | 1676 | 20.94%        |
| 08-3  | 21          | 28533  | 519  | 6830  | 1359   | 1383 | 1709 | -10.88%       |
| 08-4  | 21          | 26901  | 935  | 7968  | 1281   | 1326 | 1705 | -45.24%       |
| 08-5  | 20          | 29467  | 578  | 5694  | 1473   | 1502 | 1787 | -50.01%       |
| 08-6  | 20          | 16863  | 382  | 6754  | 843    | 862  | 1200 | -68.82%       |
| 08-7  | 23          | 23260  | 437  | 3671  | 1011   | 1030 | 1190 | -29.63%       |
| 08-8  | 21          | 11809  | 283  | 3454  | 562    | 576  | 740  | -78.39%       |
| 08-9  | 19          | 11542  | 349  | 5057  | 607    | 626  | 892  | -75.06%       |
| 08-10 | 20          | 10396  | 311  | 6616  | 520    | 535  | 866  | -70.41%       |
| 08-11 | 20          | 17112  | 414  | 9610  | 856    | 876  | 1356 | -32.04%       |
| 08-12 | 23          | 23588  | 484  | 4275  | 1026   | 1047 | 1232 | -18.86%       |
| 08年合计 | 246         | 266860 | 5810 | 69686 | 1085   | 1108 | 1392 | -42.00%       |
| 09-1  | 15          | 14891  | 253  | 2241  | 993    | 1010 | 1159 | -53.06%       |

资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

从市场份额来看，1 月的集中度有所降低，前 10 大券商股票市场份额为 49.45%，较上月 50.84% 下降 1.4 个百分点，中信系、华泰系和中国银河证券市场占有率均有所下降，国信和国泰君安略有上升。

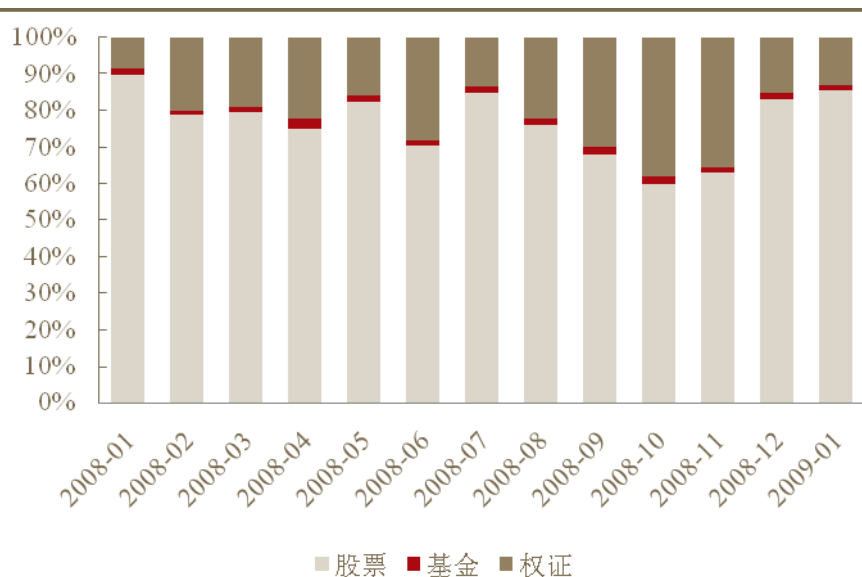
从手续费率来看，全国性券商多布点在一线城市，竞争激烈，手续费率较低，中信现在股基权的平均佣金费率为 0.13%，一些以二三线城市为根据地的小券商由于市场垄断，能收取较高的费率，宏源、东北和太平洋证券佣金费率高达 0.18%。

图表 2 股基权交易额统计



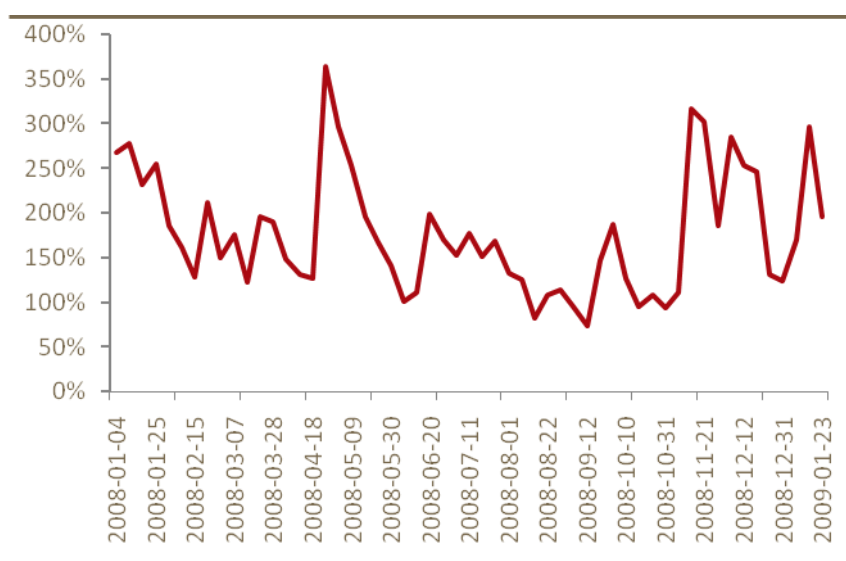
资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 3 股基权交易结构



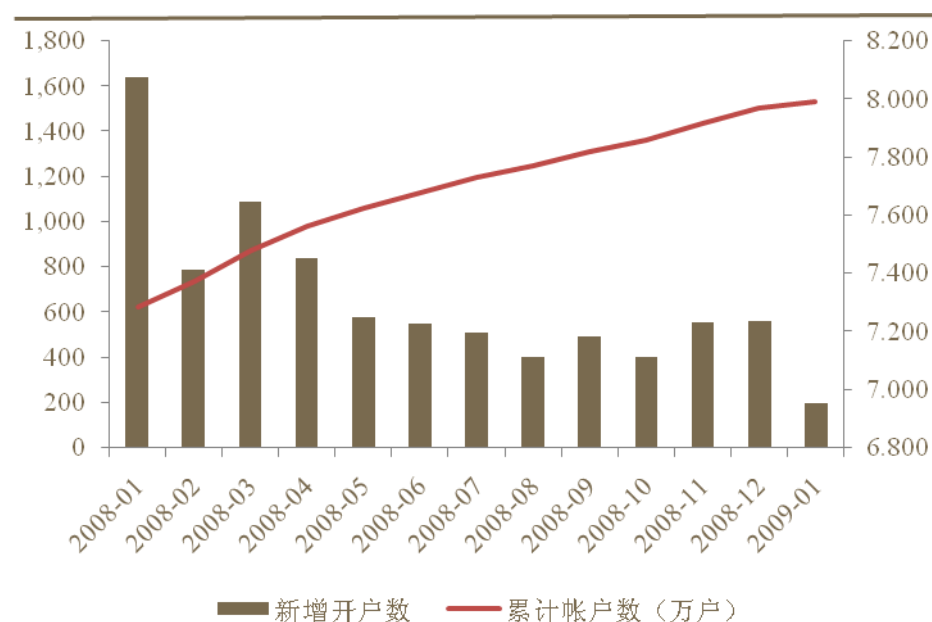
资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 4 换手率高位难以维持



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 5 投资者开户数



资料来源: CEIC 方正证券研究中心

图表 6 证券公司经纪业务市场份额

| %      | 股票   | 权证   | 证券投资基金 | 债券    |
|--------|------|------|--------|-------|
| 中信系    | 8.15 | 4.44 | 12.23  | 24.43 |
| 中信证券   | 2.82 | 0.56 | 5.82   | 13.86 |
| 中信建投证券 | 3.35 | 2.59 | 3.14   | 9.91  |
| 中信金通证券 | 1.35 | 0.83 | 0.85   | 0.42  |
| 中信万通证券 | 0.64 | 0.47 | 2.42   | 0.24  |

|        |      |       |       |      |
|--------|------|-------|-------|------|
| 中国银河证券 | 5.74 | 6.40  | 6.62  | 4.11 |
| 华泰系    | 5.56 | 12.17 | 10.65 | 3.69 |
| 华泰证券   | 3.29 | 7.59  | 8.78  | 2.15 |
| 联合证券   | 1.81 | 2.80  | 1.57  | 1.36 |
| 信泰证券   | 0.46 | 1.77  | 0.30  | 0.19 |
| 国泰君安证券 | 5.32 | 6.79  | 6.21  | 5.50 |
| 国信证券   | 4.94 | 2.72  | 8.29  | 4.06 |
| 广发系    | 4.83 | 3.30  | 4.24  | 2.33 |
| 广发证券   | 4.18 | 2.48  | 3.56  | 1.69 |
| 广发华福证券 | 0.65 | 0.82  | 0.68  | 0.64 |
| 招商证券   | 4.12 | 4.92  | 5.21  | 7.21 |
| 海通证券   | 4.24 | 2.65  | 3.14  | 3.79 |
| 申银万国证券 | 3.39 | 1.12  | 2.51  | 3.87 |
| 光大证券   | 3.15 | 2.52  | 3.96  | 1.82 |
| 中投证券   | 2.57 | 9.11  | 1.79  | 1.54 |
| 安信证券   | 2.52 | 5.75  | 1.56  | 1.01 |
| 齐鲁证券   | 2.08 | 4.06  | 1.75  | 1.98 |
| 方正证券   | 1.71 | 1.78  | 0.96  | 0.46 |
| 中银国际证券 | 1.72 | 0.57  | 1.61  | 2.76 |
| 长江证券   | 1.70 | 0.64  | 0.85  | 1.43 |
| 中金公司   | 1.60 | 0.05  | 2.18  | 6.52 |
| 兴业证券   | 1.52 | 1.83  | 1.65  | 1.95 |
| 东方证券   | 1.42 | 2.04  | 1.16  | 1.66 |
| 宏源证券   | 1.31 | 1.66  | 0.65  | 0.17 |
| 华西证券   | 1.26 | 1.38  | 1.04  | 1.02 |
| 长城证券   | 1.05 | 1.37  | 0.67  | 0.33 |
| 国元证券   | 0.98 | 1.67  | 1.25  | 0.36 |
| 平安证券   | 1.03 | 0.24  | 1.11  | 1.01 |
| 财通证券   | 0.90 | 1.77  | 0.66  | 0.15 |
| 湘财证券   | 0.93 | 0.50  | 0.59  | 0.20 |
| 信达证券   | 0.92 | 0.48  | 0.73  | 0.39 |
| 浙商证券   | 0.90 | 0.59  | 0.46  | 1.55 |
| 河北财达证券 | 0.88 | 0.36  | 0.54  | 0.07 |
| 东海证券   | 0.84 | 0.68  | 0.55  | 0.17 |
| 西部证券   | 0.82 | 0.14  | 0.73  | 0.12 |
| 东北证券   | 0.80 | 0.36  | 0.25  | 0.46 |
| 国海证券   | 0.76 | 0.28  | 0.29  | 0.13 |
| 东吴证券   | 0.75 | 0.28  | 0.68  | 0.88 |
| 国金证券   | 0.75 | 0.28  | 0.18  | 0.68 |
| 南京证券   | 0.72 | 0.35  | 0.88  | 0.34 |

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

## 2、自营业务

2009 年 1 月股票市场累计上涨 9.33%，为 2008 年以来单月最大涨幅。由于 2008 年股票市场的大幅下跌导致目前多数证券公司自营业务的主要资金使用方向为固定收益品种投资，股票市场的上涨对证券公司自营业务收入的影响将较为有限。

## 3、IPO 重启短期无望

为了稳定市场，减缓市场下降的压力，自 2008 年 9 月 25 日中小板的华昌化工发行之后，证监会便停止了 IPO。截至日前，已有近 5 个月没有新股发行，通过证监会发审委审核但没有发行的公司达 33 家，这其中包含中国建筑、招商证券、光大证券等大盘股。2009 年以来，随着市场环境的逐步回暖，市场信心的逐步恢复，对于重启 IPO 的期望开始抬升。不过，由于新股发行工作如果跨了会计年度，一般来说都会要求补报上一年的年度报表甚至最新一期的季报，特别是对于已经过会的项目来说，需要承销商补充上报去年年报并通过证监会审核，因此新股 IPO 可能在短期内还难以很快启动。IPO 的停滞对于券商投行业务的影响比较大，由于审而未发的项目堆积，未来新股发行重启后必然是要先消化这些存量项目，这必将影响到新的项目的审核和发行。此外，考虑到市场信心刚刚恢复，市场未能完全摆脱脆弱，因此我们认为新股发行的数量仍然会受到控制。

2009 年 1 月一级市场融资总额 736 亿，其中股票增发融资 2 亿，企业债、中期票据和短期融资券融资 734 亿，依然没有 IPO 项目。企业债承销难敌银行。在 1 月的 734 亿企业债发行中，由券商承销的仅为 153 亿，占比 21%，其余企业债均由银行承销。

图表 7 2009 年 1 月券商承销统计

| 公司名称         | 承销家数 |       | 募集资金总额 |          |
|--------------|------|-------|--------|----------|
|              | 增发   | 债券和票据 | 增发（亿）  | 债券和票据（亿） |
| 西部证券股份有限公司   | 0    | 2     | 0      | 30       |
| 中国国际金融有限公司   | 0    | 2     | 0      | 88       |
| 中信证券股份有限公司   | 0    | 2     | 0      | 16       |
| 第一创业证券有限责任公司 | 0    | 1     | 0      | 10       |
| 广发证券股份有限公司   | 1    | 0     | 0.3    | 0        |
| 西南证券有限责任公司   | 1    | 0     | 1.8    | 0        |
| 中国银河证券股份有限公司 | 0    | 1     | 0      | 10       |

资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

## 3、券商理财产品快速扩容

2009 年 1 月债券型理财产品占主导，权益型产品吸引力上升。共有长江超越理财 3 号、中信债券优化、海通季季红、光大阳光 5

号、平安年年红债券宝、中银国际中国红 6 只券商集合理财产品成功发行，合计募集资金 70 亿元，中金的增强型债券进入推广期。从产品类型来看，除了中银国际中国红为股票型、长江超越理财 3 号位混合型产品外，其余四只都是债券型产品。在债券型产品中，中信债券优化发行规模为 40 亿，占 1 月份全部募集资金的 57%。债券类理财产品的集中发行是对 2008 年债券牛市的反映，反映投资者的避险心态。随着股票市场的逐步回暖，权益型产品的吸引力已经开始显现，目前正处在发行阶段的东方红四号、银河金星 1 号就是权益型产品，不少券商资产管理部门表示已开始积极准备权益类集合理财产品的发行，预计权益类集合理财产品将成为券商做大资产管理规模的主要推动力。

图表 8 2009 年 1 月券商集合理财产品快速扩容

| 名称          | 管理人    | 投资类型 | 成立日期     | 到期日      | 存续期<br>(年) | 管理费率<br>(%) | 募集规模<br>(亿元) |
|-------------|--------|------|----------|----------|------------|-------------|--------------|
| 中金增强型债券     | 中金公司   | 债券型  | 20090226 | 20170225 | 8          | 0.75        | 7.38         |
| 光大阳光 5 号    | 光大证券   | 债券型  | 20090121 | 20170120 | 8          | 1.00        | 12.9         |
| 海通季季红       | 海通证券   | 债券型  | 20090119 | 20140118 | 5          | 0.80        | 10.3         |
| 中信债券优化      | 中信证券   | 债券型  | 20090106 | 20190105 | 10         | 0.80        | 40.3         |
| 平安年年红债券宝    | 平安证券   | 债券型  | 20090121 | 20170120 | 8          | 0.50        | 1.55         |
| 中银国际中国红 1 号 | 中银国际证券 | 混合型  | 20090120 | 20140119 | 5          | 1.50        | 2.50         |
| 长江超越理财 3 号  | 长江证券   | 混合型  | 20090105 | 20140104 | 5          | 1.00        | 2.69         |

资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

## 4、创业板对证券公司的影响

创业板推出脚步越来越近。目前，无论是从监管层的表态和举措还是从业内人士提供的信息来看，创业板在 2009 年的推出只是时间问题。国办“金融 30 条”再次明确创业板推出预期。《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》于 12 月 8 日发布，其中明确提出“完善中小企业板市场各项制度，适时推出创业板，逐步完善有机联系的多层次资本市场体系。”证监会已于 2008 年 3 月推出《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，就创业板规则和创业板管理办法公开征求意见。据悉，目前《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》的定稿已于近日上报国务院，有望在 3 月初召开的全国两会前夕获国务院批复，创业板很可能在 5 月 1 日后正式推出。参与第一批创业板公司上市工作的中介机构，已于春节后进驻深交所，进行公司上市前的最后准备工作。深交所已向各承销商表示，深交所已做好创业板的一切技术准备工作。参与第一批创业板公司上市承销的券商有国信、平安、广发和招商等。创业板的推出将为中小企业提供一个新的融资渠道，这也将给券商投行业务带来新的收入来源。

2008 年股市的持续低迷已严重影响到 IPO 步伐，特别是 10 月份以来 IPO 基本已经停滞，这已对券商承销业务产生较大的负面影响。考虑到未来央企整合下的兼并重组、OTC 等多层次市场建设、公司债市场扩容等，这些都将给我国券商的承销业务带来新的发展机遇。创业板推出预期的增强将提振其中受益的证券行业。我们猜测，随着对中小企业支持力度的加强，作为中小企业融资重要渠道的创业板的推出已成为大势所趋。对券商而言，创业板的推出将为券商经纪业务、承销业务、直投业务三部分增量收入。

#### 4.1 创业板有望给市场带来增量成交额

从境外创业板市场发展情况来看，创业板将为市场带来增量成交额，从而为券商带来经纪业务增量收入。

图表 9 海外创业板交易经验统计

|    | 成交量占比   | 换手率     | 换手率高出主板 |
|----|---------|---------|---------|
| 美国 | 70%     | 5 倍以上   | 2-4 倍   |
| 韩国 | 30%-50% | 2.5-4 倍 | 3 倍     |

资料来源：方正证券研究中心

我们对创业板的推出对市场增量成交额的测算，结合目前我国中小板实际发展情况，采用相对保守的方法。从国内中小板看，我国中小板市场规模仍然偏小，成交额仅占全市场的 6%-8%，但换手率仍高出全市场 2 倍左右。若以目前中小板市场交易情况推测未来推出的创业板交易，则有望为市场带来 1.87 万亿元的增量成交额，进而券商将实现增量经纪收入约为 50.46 亿元，相当于去年全年的 4.9%，基本与 2009 年 1 月券商佣金收入持平。

#### 4.2 券商有望获取增量承销收入

借助承销商优势，可提升直接投资业务收入。创业板的推出不仅为已有直投业务提供了推出渠道，券商更可凭借承销商的优势地位，优先获得直投股权。目前证监会对主承销商持股发行公司股权比例为 7%，即在这一比例之内，券商可担任发行公司的主承销商，“兼得鱼与熊掌”。

韩国创业板市场在经历网络泡沫后，目前市场融资额基本占主板的 50%-100%，而我国中小板 2008 年融资额占比已达 18%。我们认为在创业板推出初期，考虑到管理层对创业板发行可能较谨慎，发行速度或受审核程序等因素限制，发行规模难以达到发达国家市场水平，目前准备登陆创业板的储备企业已达 1000 余家。而全国各高新技术开发区的 4 万多家企业中，年营业收入超过 1 亿元的有 3000 多家公司。我们预测初期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，则发行规模将在 100-150 亿元，发行 100 家，每家平均融资额 1-1.5 亿左右。按 2-3%的承销费率计算，券商可获增量承销收入为 2.0-4.5 亿元。

### 4.3 直接带动券商直投业务的发展

2009 年，监管层在加强券商常规监管的同时，将加快创新业务的推动进程，尤其是在直投、资产证券化等刚起步的创新业务上有较大的扶持力度，而创业板的推出将为这些创新业务的发展提供新的契机。根据《证券经营机构股票承销业务管理办法》规定，证券公司如果持有发行公司 7% 以上的股份，不得担任该企业主承销商。因此，只要券商直投比例不高于拟创业板上市企业股权的 7%，那么券商既可以获取直投股权，同时也可以担任该公司主承销商。根据测算，若采用目前中信证券约 7.5% 资本金用于 PE 业务的水平作为行业均值，若按 20% 的收益率计算，将给我国券商带来直投业务收入约 44 亿元。

### 4.4 受益公司

创业板推出将使一些提前布局的券商受益，具备展开直投业务的资格券商将有望尝得创业板先机。截至目前已有 9 家券商获得开展直投业务试点，其中包括：中信证券、中金公司、华泰证券、国泰君安、国信证券、海通证券、平安证券、中银国际证券、光大证券。上市券商中仅中信证券、海通证券获得直投试点资格，从目前进展来看，具备直投试点资格的券商旗下直投子公司已开始投资运作，部分项目已进入利润回报期，因此，对于此类券商投资者可以关注，如中信证券、海通证券。当然，由于上市的投资项目有 1 年以上的锁定期，对券商的收入贡献在 2009 年体现较为有限，但是长远来看，直投业务将有望成为公司业绩的新亮点。

图表 10 海通证券直投业务—中比基金投资项目及溢价

| 已上市公司4家                                           |             |               |       |      |         |               |               |
|---------------------------------------------------|-------------|---------------|-------|------|---------|---------------|---------------|
| 投资项目名称                                            | 上市时间        | 持有股份<br>(百万股) | 持股比例  | 限售期  | 持股成本(元) | 090227<br>收盘价 | 溢价测算(百万<br>元) |
| 辰州矿业(002155)                                      | 2007年8月16日  | 41.56         | 7.59% | 12个月 | 1.58    | 11.45         | 504.1228      |
| 云海金属(002182)                                      | 2007年11月13日 | 16.37         | 8.53% | 12个月 | 2.75    | 10.76         | 177.2871      |
| 金风科技(002202)                                      | 2007年12月26日 | 72            | 7.20% | 36个月 | 5       | 32.85         | 2373.12       |
| 海利得(002206)                                       | 2008年1月23日  | 8             | 6.40% | 36个月 | 5.39    | 13.45         | 90            |
| 未上市公司16家，其中7家已准备上市                                |             |               |       |      |         |               |               |
| 宁波摩士集团、江苏东光微电子、南京朗光电子、无锡百川化工、浙江双箭橡胶、湘江华友钴镍材料、上海恒荣 |             |               |       |      |         |               |               |
| 国际货远、朝歌宽带数码科技、江西赣锋锂、福建海源机械设备、伊戈尔电业制造、芜湖长信科技等      |             |               |       |      |         |               |               |

资料来源：方正证券研究中心

图表 11 创业板上市标准对比

|      | 中国主板                      | 中国创业板(征求意见稿)            |                       | 香港     |
|------|---------------------------|-------------------------|-----------------------|--------|
| 盈利要求 | 最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 | 最近两年连续盈利。且累计不低于 1000 万元 | 最近一年赢利，且净利润不低于 500 万元 | 不设盈利要求 |

|          |                                                         |                           |                                          |                                      |
|----------|---------------------------------------------------------|---------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------|
|          | 3000 万元                                                 |                           |                                          |                                      |
| 营业收入     | 最近 3 年经营活动现金流净额累计超过 5000 万元;或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿 |                           | 最近一年营业收入不低于 5000 万元, 最近两年盈利收入增长率均不低于 30% |                                      |
| 净资产      |                                                         | 发行前净资产不少于 2000 万          | 发行前净资产不少于 2000 万                         | 不设净资产要求                              |
| 营业记录     | 持续经营三年以上                                                | 持续经营三年以上                  | 持续经营三年以上                                 | 两年的活跃业务记录                            |
| 主营业务     |                                                         | 主要经营一种业务, 符合国家产业政策和环境保护政策 | 主要经营一种业务, 符合国家产业政策和环境保护政策                | 须主力经营一项业务而非两项或多项不相干的业务。容许涉及主营业务的周边业务 |
| 总股本      | 发行前股本总额不少于人民币 3000 万元                                   | 发行后总股本不少于 3000 万          | 发行后总股本不少于 3000 万                         | 无具体规定, 但实际上上市时不能少于四千六百万港元            |
| 上市后的保荐期间 | 上市后两个会计年度                                               | 上市后三个会计年度                 |                                          | 上市当年及其后两个完整财政年度                      |

资料来源: 方正证券研究中心

## 5、投资策略

我们认为, 证券行业的投资逻辑在于: 由于证券公司盈利高度依赖于证券市场波动, 业绩波动周期也往往与估值水平的波动周期相互重合, 高贝塔值使得对证券公司的投资具备类似于放大投资杠杆的效果。投资者在市场波动周期中的上升阶段加大对证券行业配置, 将有望获得业绩与估值水平双重提升带来的超额回报。基于目前市场状况, 我们认为证券行业投资机会的把握可基于投资者的风险偏好及预期而采取以下两种思路:

投资龙头, 分享成长我们认为看好资本市场及证券行业长期发展空间的投资者可以通过投资于龙头券商分享其广阔的成长空间。综合治理后的证券业竞争格局正逐渐由分散走向集中, 净资本监管体系及分类监管等政策的实施也表明了管理层扶优限劣的监管思路, 龙头公司将能够在未来发展中获得更多政策支持。而创新业务的开展将进一步加剧行业分化进程, 由于创新业务只能经过资格审批和方案审批才能合法推进, 大多数的利润空间只能由资金实力雄厚、风险管理能力强的优质券商独断享有, 我们认为未来创新业务的利润将进一步向具有融资渠道、创新能力和良好风险管理能力的券商集中。因此龙头券商将更有可能把握资本市场改革发展过程中不断涌现的业务机会, 获取更为广阔的成长空间。上市券商中, 中

信证券与海通证券在资金实力与获取新业务资格方面较中小券商均存在优势，经纪业务规模也具备一定的规模效应。而两者相比，中信证券业务结构更为全面，各项业务领先优势也更为明显。结合基本面及估值水平方面因素，目前我们更为看好中信证券。

波段操作，把握阶段性上涨行情对于希望通过波段操作从而充分把握股票市场阶段性上涨行情的投资者而言，可以选择业绩对市场成交金额及指数涨幅更为敏感的证券公司作为投资标的。我们认为经纪业务占营业收入比重较大、交易性金融资产占比高、权益类投资比重大以及 2008 年业绩受浮盈等一次性因素影响小的证券公司具备更高的业绩弹性。从收入结构来看，2008 年前三季度，经纪业务占营业收入比重较高的公司分别为东北证券、宏源证券及国元证券，均达到 75% 以上。在其他假设条件不变的前提下，如果日均交易量提升，上述三家券商 EPS 提升幅度最大，表明其业绩对日均交易量具备较高弹性。

从估值角度来看，国际主要投行的 PE 大致在 12-15 倍，PB 则为 2 倍左右，我国券商估值明显高于国际水平，同时也高于国内其他金融行业估值，这在一定程度上也反映了市场对融资融券、股指期货、创业板等创新业务的预期以及对宏观经济转暖提振资本市场的预期，而这些预期在 2009 年依然将得到反复的炒作。对于 2009 年证券行业的判断，我们认为高交易额难以维持，而券商业绩持续大幅下滑的可能性也不大，我们维持在 2009 年证券行业策略报告中的对行业的判断，给予行业中性的投资评级。另外，从近期市场交投情况并结合我们对 2009 年上半年将震荡反弹的判断，我们认为一季度券商股有望掀起新一轮反弹高潮，投资者可把握交易性的投资机会。

图表 12 证券行业业绩预测

| 简称   | 股价<br>2009-3-3 | 每股收益 |      |      | 市盈率   |       | 市净率  |      | 评级 |
|------|----------------|------|------|------|-------|-------|------|------|----|
|      |                | 07A  | 08E  | 09E  | 08E   | 09E   | 08E  | 09E  |    |
| 中信证券 | 21.08          | 4.01 | 1.1  | 1.03 | 19.71 | 19.16 | 2.54 | 2.54 | 增持 |
| 海通证券 | 10.89          | 1.58 | 0.4  | 0.32 | 13.95 | 27.23 | 2.34 | 2.34 | 增持 |
| 国金证券 | 27.8           | 1.32 | 1.48 | 0.56 | 20.27 | 18.78 | 5.74 | 5.74 | 中性 |
| 长江证券 | 11.8           | 1.64 | 0.42 | 0.46 | 7.84  | 28.1  | 3.78 | 3.78 | 中性 |
| 宏源证券 | 13.77          | 1.39 | 0.3  | 0.31 | 10.94 | 45.9  | 3.85 | 3.85 | 中性 |
| 东北证券 | 19.03          | 2.36 | 0.69 | 0.49 | 7.57  | 27.58 | 4.48 | 4.48 | 中性 |
| 国元证券 | 13.4           | 1.64 | 0.36 | 0.43 | 8.39  | 37.22 | 4.05 | 4.05 | 中性 |

资料来源：方正证券研究中心

### 公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;  
增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;  
中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;  
减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

### 行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;  
中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;  
减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

### 特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

|         | 长沙                                                              | 杭州                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址:     | 湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410005)                          | 浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)                                  |
| 电话:     | (86731) 5832351                                                 | (86571) 87782600                                                |
| 传真:     | (86731)5832380                                                  | (86571) 87782600                                                |
| 网址:     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail: | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |