

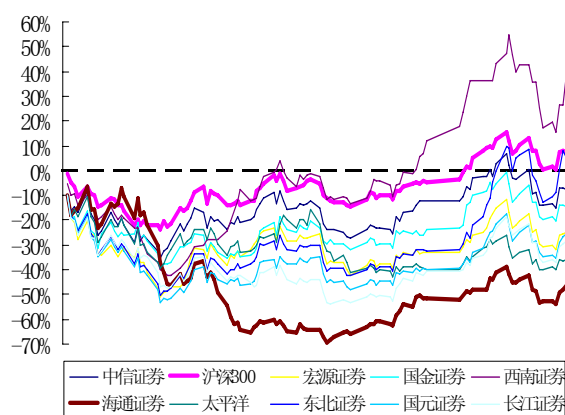
证券行业

王大力 010-88092288-8661
wdl@swsc.com.cn

证券行业：或许躲过寒冬

2009 年 3 月 6 日

2008 年 10 月至今上市券商及沪深 300 指数运行趋势



8 家券商股 2008 年三季报主要指标（亿元，元）

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	每股 收益	每股 净资产	收盘价 3.6
600030	中信证券	139.01	0.89	7.95	22.94
600837	海通证券	55.80	0.32	4.59	12.64
000783	长江证券	16.49	0.41	2.93	13.35
600109	国金证券	12.68	1.38	4.80	29.84
000562	宏源证券	12.33	0.29	3.38	15.11
000728	国元证券	9.40	0.31	3.26	15.4
000686	东北证券	8.60	0.59	4.04	21.95
601099	太平洋	-3.21	-0.36	0.99	14.06

资料来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

前期研究

2008/11/28 证券行业：艰难岁月更显龙头价值
2008/11/10 证券行业：初冬已至，春天尚远
2008/09/03 证券行业四问：先知天命，再言价值
2008/07/23 证券行业：业绩分化严重 投资还需谨慎
2008/06/10 券商股面临业绩与行业扩容双重压力

主要观点：

- 2008 年前三季度，证券市场整体核心指标大幅下滑，证券行业已开始感受初冬的阵阵寒意。可喜的是，包括大幅降息、四万亿投资及十产业振兴在内的诸多外生政策于岁末年初出台，极大刺激了 A 股市场，给证券行业的业绩下滑提供了缓冲。
- 长期而言，宏观经济、行业结构与微观需求三方面决定了我国证券公司的发展前景广阔。目前我国证券公司杠杆比率极低，受益于前期的治理整顿和现行的净资本监管而“体质健康”，这为未来规模拓展提供了强有力的支撑。同时，我国证券行业的发展较少依赖海外区域，内生动力强劲。
- 如果未来 A 股市场企稳，则 IPO 开闸、创业板推出、融资融券试水及股指期货登场都变得顺理成章。这样，管理层在未来两三年时间很可能使中国证券市场正常化，并初步完成创新业务的试点或布局。进而，中国证券行业将进入黄金发展时期。
- 建议关注海通证券（600837）。一方面，公司的中长期投资价值慢慢开始显露，另一方面，其也将在未来的区域整合中有所作为。由于券商股具有杠杆性与政策敏感性等特点，短期偏好的投资者也可进行波段性操作。

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

寒冬袭来

2008 年前三季度，证券行业已开始感受初冬的阵阵寒意，主要表现为三个方面。

一是证券市场整体核心指标大幅下滑，上证综指自年初跌幅为 56.4%；股票成交额为 21 万亿元，同比下降 42.6%；IPO 募集资金 1040 亿元，增发募集资金 1767 亿元，同比分别缩水 65.1%和 4.6%。

二是 2008 年第 3 季度，上市券商净利润下滑加速。8 家上市券商第 3 季度归属母公司股东净利润 20.26 亿元，环比减少 50.86%，大大高于第 2 季度环比减少 7.42%的比率。同时，由于自身规模、业务多元化程度、风险控制与大势判断等方面的差异，8 家上市证券公司业绩呈分化态势。

三是就国内证券公司而言，经纪业务是自身盈利之本，而按单季度来分析 8 家上市券商的业绩结构可以发现，第 3 季度影响业绩的主要因素便是经纪业务的下滑。2008 年第 3 季度 8 家券商代理买卖证券业务净收入合计 27.37 亿元，环比减少 37.61%，远远高于第 2 季度环比减少的 21.87%。与之相比，8 家券商第 3 季度公允价值变动已开始企稳，公允价值变动净收益合计 3.32 亿元，而第 1 季度与第 2 季度的损失分别高达 31.13 亿元与 42.25 亿元。

不过，尽管正经历艰难岁月，但对证券公司即将进入亏损的担忧其实大可不必，探讨何为盈亏临界点的问题也为时过早。这是因为，根据我们的调研，证券公司费用大多属变动性，伸缩性大，且大多数券商已开始探讨并落实压缩开支的诸种举措。

政策缓冲

自 2008 年 11 月始，国家基于对宏观经济下滑与全球金融危机影响的担忧，开始陆续出台诸多重大政策，其中包括大幅度降息、四万亿投资及十产业振兴计划等。于是，在外生政策变量的推动下，A 股市场交易再度活跃，投资者信心也开始逐渐恢复，甚至一些“牛市”论调再一次出现。尤其是 2009 年春节后，A 股股指与成交量再次上扬，政策的叠加效应开始慢慢显现。尽管多空分歧仍然存在，但力量已开始由空胜多渐转至平衡态势。

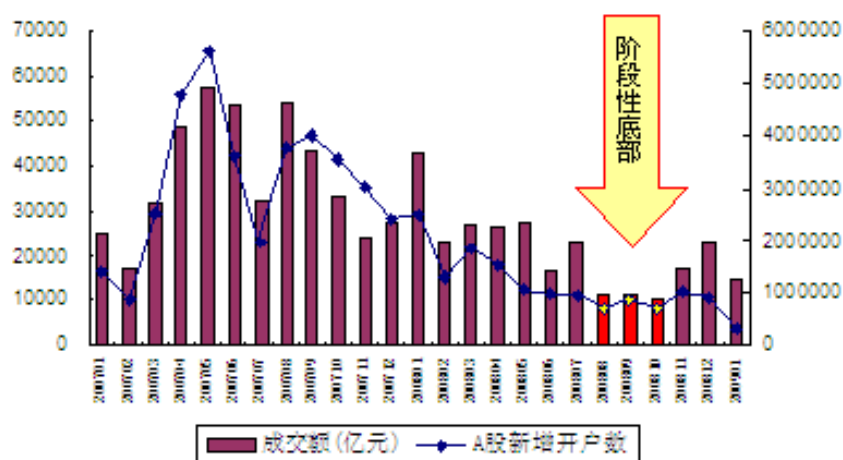
考查 2007 年至今的 A 股交易额与新增开户数（在一定程度上代表市场信心），我们可以发现，2008 年 8 月至 10 月这三个月呈现出阶段性底部的状态。就 A 股交易量而言，2009 年 2 月份已经屡创新高。无疑，在外生政策变量的综合作用下，A 股市场剧增的交易量短期内必将利于券商本已开始急速下滑的经纪业务。（图 1，图 2）

事实上，根据 8 家上市券商 2008 年业绩快报的情况来分析，第 4 季度净利润与第 3 季度相比已开始企稳，除出现亏损的太平洋（601099）外，其余 7 家上市券商中有 4 家净利润环比增加，3 家净利润环比减少。（表 1）

外生政策变量（未来尚有降息、减税及刺激消费的其他政策空间）的利好对 A 股市场的刺激作用，给证券行业提供了自身业绩下滑过程中的缓冲。如果这一缓冲能够延续至宏观经济实质企稳回暖之时，以及市场信心大面积恢复之时，则证券行业很可能可以躲过其自身本该经历的寒冬。

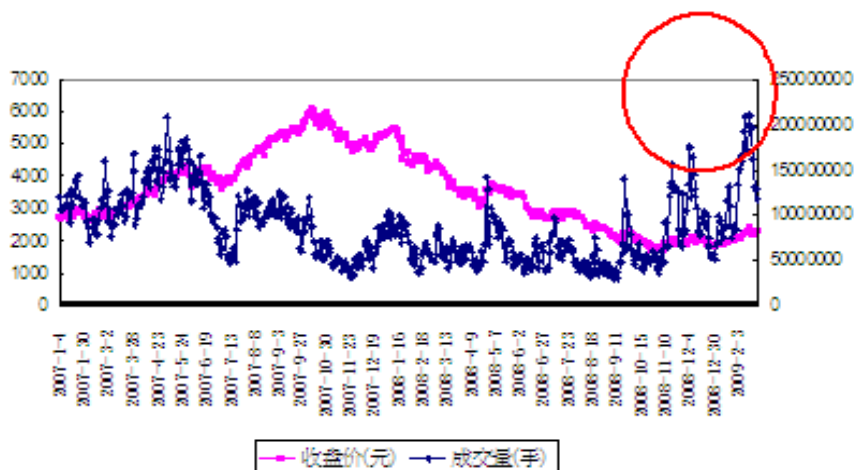
进一步，随着 A 股市场企稳，IPO 开闸、创业板推出、融资融券试水及股指期货登场都很可能慢慢呈现，管理层在未来两三年时间很可能使中国证券市场正常化，并初步完成创新业务的试点或布局。如此，中国证券行业将进入黄金发展时期。

图 1：2008 年下半年 A 股交易额与市场信心呈现阶段性底部



资料来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

图 2：2009 年初 A 股交易量屡创新高



资料来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

表 1：8 家上市证券公司 2008 年业绩呈“40%/——80%”式两极分化（亿元，元）

证券代码	证券简称	营业收入	同比增减%	归属母公司净利润	同比增减%	第 4 季度	第 4 季度占全年比重	第 4 季度比第 3 季度增减额	每股收益	每股净资产
600030.SH	中信证券	176.73	-42.75	72.81	-41.22	13.83	19.00%	2.55	1.10	8.30
600837.SH	海通证券	70.06	-37.81	33.01	-39.51	6.49	19.66%	0.08	0.40	4.66
000783.SZ	长江证券			7.01	-70.00	0.21	2.93%	-0.25	0.42	
600109.SH	国金证券			7.40		0.50	6.69%	-1.34		
000562.SZ	宏源证券			4.37	-79.00	0.11	2.49%	-0.64	0.30	
000728.SZ	国元证券	12.39	-69.78	5.24	-77.02	0.75	14.37%	0.36	0.36	3.31
000686.SZ	东北证券			4.00	-64.00	0.55	13.85%	0.54	0.69	
601099.SH	太平洋			亏损						

资料来源：上市公司 2008 年业绩快报，WIND 资讯，西南证券研究中心

投资价值

就长期而言，我国证券公司发展前景广阔，可以从宏观经济、行业结构与微观需求三方面来考查。

首先，尽管出口拉动的外需呈现下降态势，在未来 2-3 个季度内外贸顺差对经济增长的贡献率显著下滑，但依靠国内投资和消费，2009 年经济增长达到 8% 应当没有问题，长期增长率维持在 7-7.5% 也是完全可能的，证券行业必将在这经济增长过程中大有可为。

其次，尽管我国证券行业目前存在集中度低、业务单一，以及竞争领域集中、行业结构分布失衡等问题，但融资融券、直投、资产管理等方面仍有巨大的发展空间，并且解决上述问题的过程本身就会为行业创造众多发展机会。

第三，目前我国证券公司杠杆比率极低，且受益于过去几年行业治理和净资本监管的力度，自身健康水平较好，这为未来的规模拓展提供了条件与支撑。

根据 08 年业绩快报来分析，龙头公司抗风险能力更强，业绩下滑为 40% 的水平，而其他中小券商则下降超过七成水平。同时，龙头券商还有一种“正反通吃”的效益，即如果证券行业真的进入严冬，在券商分化及诸多小券商出现亏损的情况下，龙头券商甚至可以伺机通过并购重组而再次壮大；但若证券行业的“春天”来临，受益于 IPO 开闸、创业板推出及融资融券等创新业务，龙头券商也必然步入良好快速的发展阶段。

目前 8 家上市券商行业地位参差不齐，其中，中信证券（600030）与海通证券（600837）在券商各项主要业务排名中，均明显领先其余 6 家上市券商，市场占有率在上市券商中处于龙头地位。

建议关注海通证券。在近两年券商“借壳”大潮中，海通证券是唯一一家借“壳”上市后又成功运作定向增发的证券公司。这既彰显其较强的运作能力，又聚集了充足的资本金，

两方面都将为海通证券的未来发展提供条件与基础。根据业绩快报，海通证券 2008 年营业收入 70.06 亿元，同比减少 37.81%，归属母公司净利润 33.01 亿元，同比减少 39.51%，下滑幅度远远低于券商平均水平。

我们认为，一方面，海通证券的中长期投资价值慢慢开始显露，另一方面，其也将在未来的区域整合中有所作为。由于券商股具有杠杆性与政策敏感性等特点，短期偏好的投资者也可进行波段性操作。当然，从控制风险角度考虑，即便是进行波段性操作，也建议选择海通证券这样的龙头券商。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- 10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：(010) 88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>