

证券行业

2009 年 3 月 11 日

2009 年 3 月报:

市场成交剧增伴随震荡加剧,行业风险不断累积

研究员: 詹炜

电 话: 025-84457777-400

E-mail: Jerry-zhanwei@hotmail.com

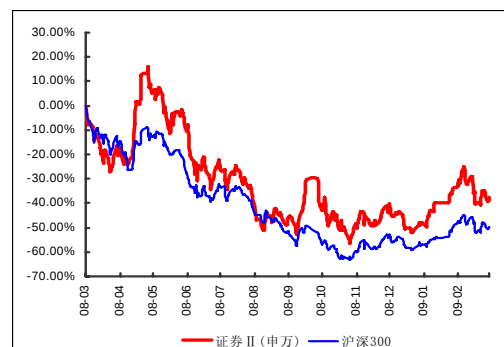
http://www.htsc.com.cn

地 址: 南京市中山东路 90 号

投资要点:

- 从上市券商 6 个月、1 年区间涨跌幅和本月日涨跌幅标准差比较情况来看,中信证券仍是行业中表现最稳健的券商,且中长期收益率显著好于其他上市券商。
- 本月日均股基交易额 2053.60 亿元,不仅连续三个月站上 1000 亿元,且本月交易水平急剧放大,但我们并不认为由政策刺激和流动性推动带来的这种爆发性增长能够长期维持。
- 近三个月以来,权证日均成交额分别为 371.29 亿元、298.54 亿元和 664.41 亿元,本月出现大幅提升。虽然两市权证数量将逐步减少,但是市场资金充沛和权证到期前的炒作仍有可能使得 2009 年日均权证交易额维持较高的水平。
- 本月 A 股市场仍然没有 IPO 融资项目和配股项目,从监管层的态度来看,市场 IPO 重启将在新股发行制度改革推出之后,短期市场仍没有重新启动迹象。
- 本月市场股基交易额急剧放大,市场震荡加剧,行业投资风险不断累积;且政策刺激效果短期难以衡量,宏观经济走势的不确定性压制了市场持续做多热情,给予行业“中性”评级。
- 维持 2009 年行业投资策略报告中的判断,震荡市中稳健为主,建仓攻守兼备且估值合理的优质券商,综合考虑上市券商特点和估值水平后,给予中信证券“推荐”评级。
- 短期交易性机会方面,投资者仍可以关注东北证券,它的佣金率水平一直维持较高水平,经纪业务收入占比处于行业最高水平,使得公司对市场交易量和市场走势表现出更高的弹性;公司流通股本仅为 1.75 亿股,行业内仅高于国金证券水平,受市场资金关注更高。

市场走势



行业评级

中性

相关研究

《行业困境中布局“广积粮、高筑墙”且估值合理的优质券商》

08/10/31

《最坏时刻已过,创新业务和杠杆率提升将构成行业业绩新动力》

08/12/26

重点公司

名称	收盘价 (元)	评级	08EPS (元)	09EPS (元)	10EPS (元)	08 P/E	09 P/E	10 P/E	08 P/B	08 ROE
中信证券	21.84	推荐(维持)	1.10	1.08	1.23	19.85	20.26	17.77	2.63	13.23%
海通证券	12.46	观望(维持)	0.40	0.36	0.44	31.00	34.23	28.60	2.67	8.60%
长江证券	12.64	观望(维持)	0.42	0.43	0.56	30.10	29.37	22.52	3.96	16.08%
东北证券	20.52	观望(维持)	0.69	0.78	1.06	29.67	26.25	19.41	5.04	15.24%

一、本月行业最新数据及其点评	4
1. 本月及中长期行业指数及成份股走势比较	4
2. 经纪业务：股基成交额爆发式增长，但难以持续	5
3. 承销业务：股票融资短期仍将持续低迷，债券发行重拾升势	6
4. 资产管理业务：发行数量和规模自上月峰值回落	8
二、本月行业及公司重大事项及其点评	8
1. 基金专户理财“一对多”业务开闸在即，基金规模有待提升	8
2. 新股发行制度改革正在酝酿，短期市场 IPO 仍难启动	9
3. 西南证券成功登陆 A 股市场，券商借壳上市或成行业亮点	9
4. 央企并购重组提速，大券商财务顾问业务潜力较大	10
三、2009-2010 年行业主要业务收入预测	10
1. 传统业务预期继续改善，进一步提高 2009 年业绩预测	10
2. 创新业务有望加速推出，试点券商受益明显	12
四、投资思路和重点上市公司介绍	12
1. 中信证券：传统业务与创新业务齐飞，维持“推荐”评级	14
2. 海通证券：资本优势短期难以转化为盈利优势，维持“观望”评级	14
3. 长江证券：受制于资本实力和分类评级，维持“观望”评级	15

图表 1 2009 年 2 月上市券商、券商行业和市场指数走势比较	4
图表 2 中信证券在上市券商中表现最稳健、中长期收益更好	5
图表 3 2009 年 2 月股基交易持续回暖，权证交易受寒	5
图表 4 综合性大券商仍占据经纪业务主体地位	6
图表 5 本月市场股票融资额仍维持低位	7
图表 6 年初以来券商股票承销业务表现一览（只考虑现金认购项目）	7
图表 7 2009 年 2 月市场债券融资额水平重拾升势	8
图表 8 2009 年 2 月券商集合理财产品发行数量和规模自峰值回落	8
图表 9 2009-2010 年行业盈利估值假设基础	10
图表 10 2009-2010 年证券行业经纪业务收入预测	11
图表 11 敏感性分析显示 2009 年经纪业务收入波动幅度很小	11
图表 12 2009-2010 年证券行业承销业务收入预测	12
图表 13 2009-2010 年证券行业重点上市公司估值水平比较	12
图表 14 2008 年上市券商综合佣金率水平显著下滑	13

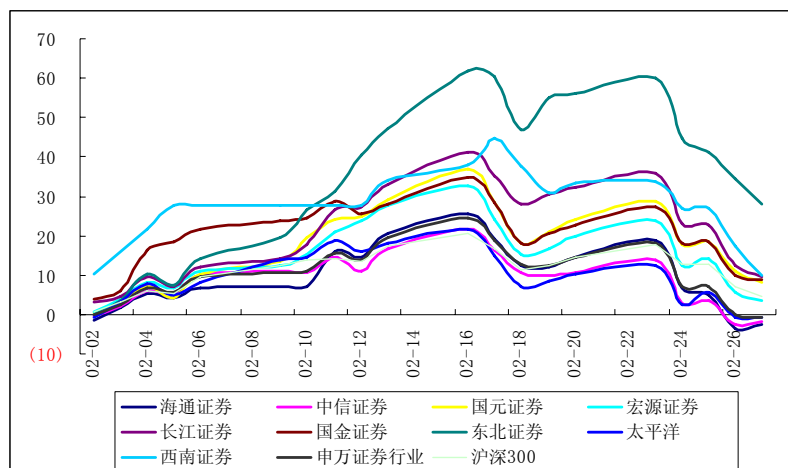
一、本月行业最新数据及其点评

1. 本月及中长期行业指数及成份股走势比较

2009 年 2 月，沪深 300 指数和申万证券行业指数（简称“行业指数”）分别上涨了 4.69%和-0.70%。行业指数成份股中，涨幅最大的为东北证券，本月上漲了 27.95%，其次为西南证券，月度涨幅为 10.08%，东北证券涨幅超前印证了我们 1 月报中关于“东北证券属于证券行业弹性最大的股票，在行业成交回暖时受益最大，极具短期交易性机会”的判断，而西南证券则得益于借壳上市的顺利推行。行业涨幅最小的为海通证券和中信证券，本月分别下跌了 2.60%和 1.93%，由于经纪业务收入占比相对于中小券商偏小，股本较大，导致弹性偏小，使得它们在 2 月份走势明显落后与中小券商。

本月，行业指数相对于沪深 300 指数的超额收益为-5.39%，虽然行业多数股票跑赢沪深 300 指数，但受累于最大权重的中信和海通两只股票走势显著落后指数，本月行业表现出现较大的负超额收益。

图表 1 2009 年 2 月上市券商、券商行业和市场指数走势比较



资料来源：WIND

本月行业指数日收益率标准差显著高于沪深 300 指数水平，证券行业高 Beta 值特性使得行业指数表现出相对于沪深 300 更大的波动性。从上市券商 6 个月、1 年区间涨跌幅和本月日涨跌幅标准差比较情况来看，中信证券仍然是上市券商中长期表现最好的，中长期收益率显著好于其他绝大多数上市券商，且本月日收益率标准差仍保持行业最低水平，维持一贯的稳健表现；东北证券则是上市券商中本月波动最大的，本月日收益率标准差也显著高于其他上市券商，源于其是证券行业中弹性最大的一只股票。

图表 2 中信证券在上市券商中表现最稳健、中长期收益更好

单位 (%)	本月涨跌幅	3 个月涨跌幅	6 个月涨跌幅	1 年涨跌幅	本月标准差
海通证券	(1.92)	35.10	(34.15)	(47.26)	4.56
中信证券	(1.84)	18.00	6.27	(31.51)	3.91
长江证券	8.86	23.58	(19.33)	(52.28)	4.66
国元证券	3.49	15.67	(1.76)	(51.65)	4.41
宏源证券	6.32	33.56	(16.04)	(51.74)	4.64
国金证券	5.58	16.04	(12.31)	(39.14)	4.56
东北证券	29.22	50.08	9.15	(52.26)	5.43
太平洋	0.00	(4.28)	(18.09)	(57.29)	4.12
西南证券	4.80	32.19	8.10	(41.37)	4.63
申万证券行业	(0.96)	22.59	3.22	(41.12)	3.96
沪深 300	5.30	16.75	(10.50)	(53.69)	2.82

资料来源：WIND

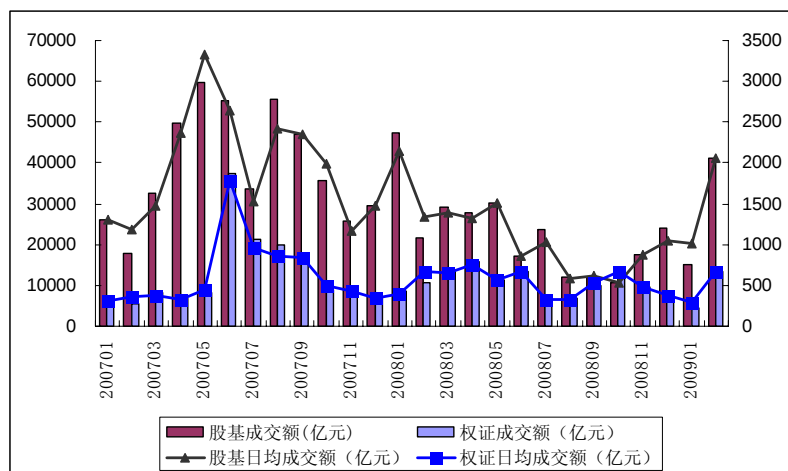
2. 经纪业务：股基成交额爆发式增长，但难以持续

股基成交额爆发式增长：2009 年 2 月市场交易额延续回暖趋势，且出现急剧放大，全月股票、基金、权证交易额为 54360.31 亿元，其中：

股票基金交易额为 41072.04 亿元，同比增加了 91.45%，环比增加了 170.69%；本月共 20 个交易日，日均股票基金交易额为 2053.60 亿元，同比增加了 53.16%，环比增加了 103.02%。股基交易额和日均股基交易额同比和环比均出现大幅的提升。

权证交易额为 13288.27 亿元，同比增加了 24.51%，环比增加了 196.74%；日均权证交易额为 664.41 亿元，同比下降了 0.39%，环比增加了 122.56%。

图表 3 2009 年 2 月股基交易持续回暖，权证交易受寒



资料来源：WIND

近三个月以来（截至 2009 年 2 月），A 股市场股基日均成交额分别为 1046.61 亿元、1011.53 亿元和 2053.60 亿元，日均股基交易额不仅连续三个月站上 1000 亿元，且本月交易额水平急剧放大，但我们并不认为由政策刺激和流动性推动带来的这种爆发性增长能够长期维持。

近三个月以来，权证日均成交额分别为 371.29 亿元、298.54 亿元和 664.41 亿元，权证日均交易额本月出现大幅提升。2009 年 3 月起将陆续有 9 只权证到期，两市权证数量将逐步减少，但是市场资金充沛和权证到期前的炒作仍有可能使得 2009 年日均权证交易额维持较高的水平。

综合性大券商稳居经纪业务主体地位：中信系（包括中信证券、中信建投、中信金通和中信万通）、华泰系（包括华泰证券、联合证券和信泰证券）和银河证券占据股票交易市场份额的前三名，而中信系、华泰系和国泰君安占据经纪业务交易市场份额（含股票、基金、权证和债券现券交易额）的前三名。本月经纪业务交易和股票交易排名前 5 位券商总的市场份额稍有下滑，占比分别为 30.63%和 29.56%，前 10%的综合类大券商仍然占据着经纪业务的主体地位。

上市券商中，本月份东北证券市场份额较上月有明显上升。

图表 4 综合性大券商仍占据经纪业务主体地位

单位（%）	经纪业务交易额		股票交易额	
	本月市场份额	上月市场份额	本月市场份额	上月市场份额
中信系	7.633	7.804	8.282	8.449
华泰系	6.423	6.189	5.830	5.749
银河证券	5.807	6.195	5.770	5.836
国泰君安	6.414	6.971	5.170	5.226
国信证券	4.350	4.383	4.506	4.443
前 5 券商合计	30.63	31.54	29.56	29.70
海通证券	4.276	4.299	4.274	4.246
长江证券	1.555	1.770	1.475	1.555
宏源证券	1.275	1.257	1.285	1.325
国元证券	1.056	1.007	1.033	1.017
国金证券	0.673	0.660	0.764	0.772
东北证券	0.713	0.668	0.794	0.760
西南证券	0.548	0.559	0.577	0.545
太平洋	0.250	0.233	0.275	0.267

资料来源：WIND

注：前 5 券商排名以股票交易市场份额为准

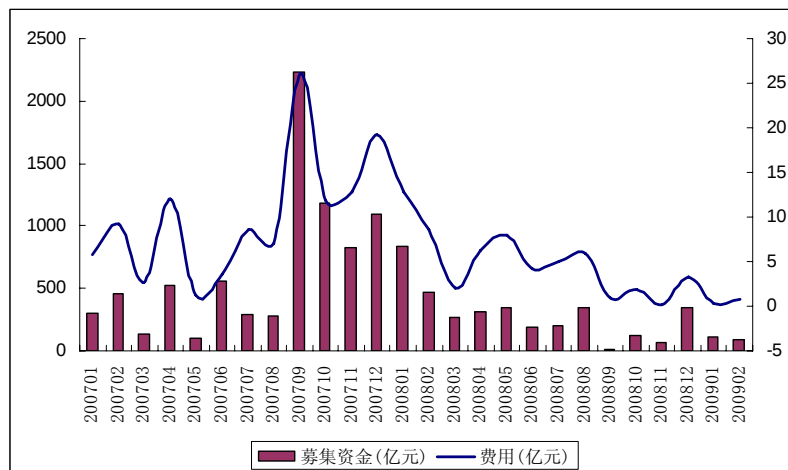
3. 承销业务：股票融资短期仍将持续低迷，债券发行重拾升势

2009 年 2 月 A 股市场仍然没有 IPO 融资项目和配股项目，从监管层的

态度来看，市场 IPO 重启将在新股发行制度改革推出之后，短期市场仍没有重新启动迹象。本月共完成 6 个增发项目，募集资金 90.39 亿元，扣除发行费用后实际募集资金 89.67 亿元，股票融资总额同比下滑了 44.21%，环比下滑了 22.70%，月度股票融资额进一步萎缩。

宏观经济面水生火热，扩大内需迫在眉睫，管理层出于股市维稳目的，即使新股发行制度改革顺利推出，短期大量放开沪深主板市场股票 IPO 项目的可能性仍极小，股票融资还将主要借助于增发方式。

图表 5 本月市场股票融资额仍维持低位



资料来源：WIND

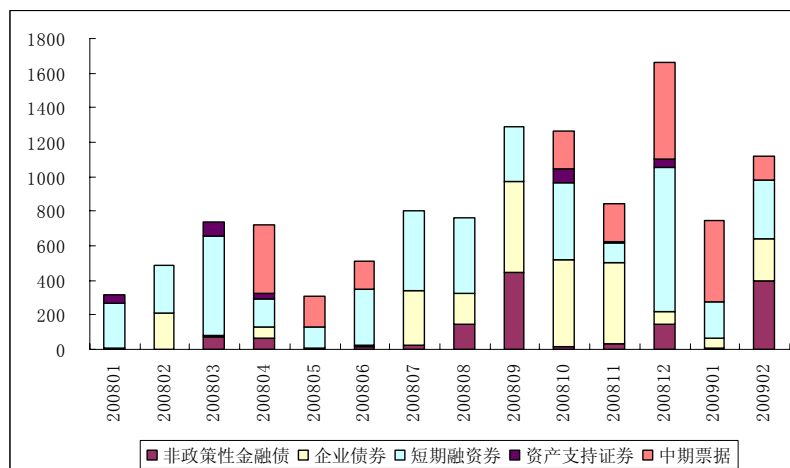
图表 6 年初以来券商股票承销业务表现一览（只考虑现金认购项目）

券商名称	承销额	费用	费率	发行人
国信证券	202,000	5,088	2.52%	天马股份、晋西车轴
西南证券	89,250	1,857	2.08%	宏图高科
广发证券	29,850	633	2.12%	华仪电气
平安证券	24,640	1,314	5.33%	中鼎股份
国泰君安	18,400	825	4.48%	晋西车轴
合计	364,140	9,716	2.67%	6 家

资料来源：WIND

本月债券发行重拾升势，市场债券发行为 3275 亿元，环比上升了 103%。其中，企业相关债券（统计口径为非政策性金融债、企业债券、短期融资券、资产支持证券和中期票据之和）发行额为 1116 亿元，环比上升了 50%，而同比升幅达到了 128%，且较 2008 年月度平均 809 亿元的发行额上升了 38%。在股票市场融资萎缩、企业资金需求较大的情况下，监管层对企业相关债券的发行将会保持极大的支持，企业相关债券发行额仍有望维持一个较高水平。

图表 7 2009 年 2 月市场债券融资额水平重拾升势

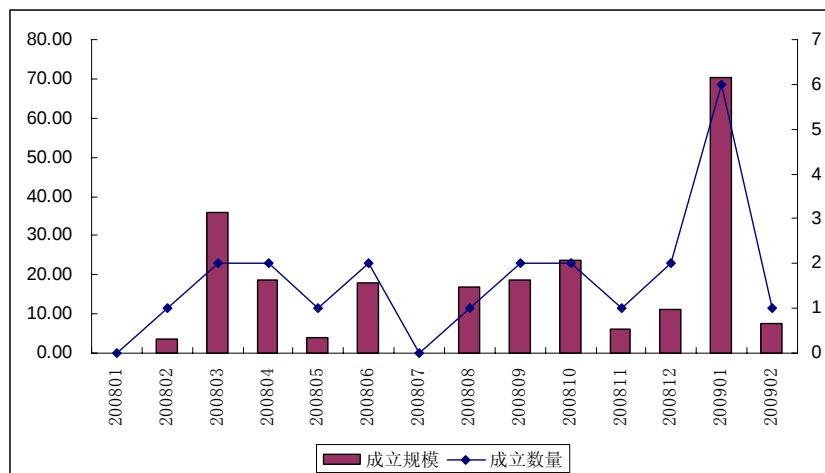


资料来源：中国债券信息网

4. 资产管理业务：发行数量和规模自上月峰值回落

2009 年 2 月，券商集合理财产品推出速度放缓，本月份仅有 1 只产品成立，为中金公司的债券型产品，成立规模为 7.38 亿元，较上月峰值大幅回落。

图表 8 2009 年 2 月券商集合理财产品发行数量和规模自峰值回落



资料来源：WIND

二、本月行业及公司重大事项及其点评

1. 基金专户理财“一对多”业务开闸在即，基金规模有待提升

事件：证监会年前向基金公司下发《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的通知》的征求意见稿，要求基金公司 2 月 10 日前反馈意见。

点评：该征求意见稿明确，基金管理公司从事多客户特定资产管理业务，可以向特定客户推介特定资产管理产品。这意味着，继“一对一”专户理财后，基金公司“一对多”专户理财业务也即将开闸。相比“一对一”专户理财业务，基金公司“一对多”专户理财业务的投资者准入门槛大幅降低，虽然单个账户初始资金仍然被限制在 5000 万，但可以由不超过 200 个客户出资，而个人 50 万、法人客户 100 万将是新的准入门槛。

一旦公募基金专户理财的门槛顺利降低，公募基金可以凭借自身资源、实力与品牌优势，不断侵蚀私募基金领地，借助专户理财业务实现基金规模的不断上升。

2. 新股发行制度改革正在酝酿，短期市场 IPO 仍难启动

事件：2 月 8 日，中国证券业协会对 2008 年 IPO（首次公开发行）中存在违规行为的 36 家询价机构采取了警戒措施。鉴于国内新股发行出现的一系列问题，中国证监会正在酝酿新一轮股票发行制度改革。

点评：新股发行一级、二级市场的价差过大，一直是发行体制中的焦点问题。牛市行情下，新股存在的巨额利润导致越来越多的资金积聚追逐新股，从而造成网上发行的中签率不断创出新低，锁定资金规模不断增大，一级、二级市场价差问题愈发严重。

酝酿中的新股发行制度改革核心内容包括改革现有定价方式，尽量缩小一级、二级市场价差，取消发行价格的窗口指导，并可能考虑给予保荐人承销配售权，并开启存量发行等。

在新股发行制度改革推开之前，市场 IPO 仍将处于暂停状态。预计今年上半年，市场股票融资水平仍将维持低位。

3. 西南证券成功登陆 A 股市场，券商借壳上市或成行业亮点

事件：2 月 26 日，*ST 长运（上海证券交易所代码：600369）正式变更为西南证券，股票代码不变，西南证券顺利借壳，成为在 A 股上市的第一家券商。

点评：经历 2006-2007 年牛市行情的国内券商，虽然资本实力出现了爆发式增长（2006 年、2007 年排名前 20 券商净资产同比增幅分别为 54.26%和 241.72%，净资本同比增幅分别为 67.25%和 268.10%），但面对不断发展壮大的国内资本市场，以及提升业务规模、拓展创新业务的需要，多数券商仍将面临资本实力不足的困境，上市融资（IPO 或

借壳后增发)不失为券商提升资本实力的捷径。既实现了公司资本实力的提升,又不带来额外的债务负担。

自 2008 年 9 月,市场 IPO 暂时停止,短期内 IPO 还没有启动迹象,已经过会的光大证券和招商证券 IPO 事宜也迟迟没有动静。在这种情况下,借壳成为券商短期内上市的唯一途径,借助上市地位公司可以在合适机会通过增发融资实现资本实力的提升。

4. 央企并购重组提速,大券商财务顾问业务潜力较大

事件: 国资委 2 月 24 日发布《企业国有产权无偿划转工作指引》(以下简称《工作指引》),对国有产权的无偿划转工作做出更具针对性和操作性地指导。

点评: 进入 2008 年,国有企业调整重组步伐开始加快,中央企业户数已从 151 家调整到 142 家。在旨在部署 2009 年国资工作的“全国国有资产监督管理工作会议”上,国资委主任李荣融再次提出,国有经济布局应加快调整步伐,优化国有经济布局结构,要进一步加大企业重组调整力度,支持、鼓励与中央企业的联合重组、跨区域的联合重组,到 2010 年,中央企业将缩减至 80 至 100 家,主要集中在资源、能源、冶金、汽车、重大装备、商贸等对国民经济和国家安全具有重要战略意义的业务板块。

从 2009 年“全国国有资产监督管理工作会议”上传递的精神来看,今明两年央企数量将至少减少 40 家以上,央企间的联合重组步伐有望加快。《工作指引》的发布实施使得大规模的国有产权转移具备了条件,预示着国有企业集中并购重组大潮的即将到来,这将为券商的财务顾问业务提供广阔的发展空间,特别是那些背景深厚、大项目经验丰富的券商。

三、2009-2010 年行业主要业务收入预测

1. 传统业务预期继续改善,进一步提高 2009 年业绩预测

基于上述行业最新数据,以及国内宏观经济面的因素,我们对 2009-2010 年做出如下估计:

2009 年和 2010 年上证综合指数分别收于 2400 点和 3000 点,国内 GDP 名义增速分别为 13.0%和 12.0%(参考 IMF 预测数据)。

图表 9 2009-2010 年行业盈利估值假设基础

假设项	2008	2009E	2010E
GDP 名义增速	20.5%	13.0%	12.0%
上证综指收盘点位	1821	2400	3000

资料来源：华泰证券研究所

基于以上预测，我们可以给出证券行业经纪业务未来两年收入预测：根据市场近况和我们的判断，继续调高日均股基成交额预测，假设 2009 年和 2010 年，市场日均股基成交额分别为 880 亿元和 1170 亿元，同比增幅分别为-21%和 33%。可以得出，未来两年行业经纪业务佣金收入分别为 386 亿元和 408 亿元，同比增幅分别为-27%和 6%。

图表 10 2009-2010 年证券行业经纪业务收入预测

	2007	2008	2009E	2010E
GDP（亿元）	249,530	300,670	339,757	380,528
证券化率	135.00%	40.32%	48.92%	56.78%
证券市场市值（亿元）	336,866	121,238	166,196	216,054
换手率	220.00%	120.00%	150.00%	150.00%
股基成交额（亿元）	468,896	274,862	215,576	286,688
交易天数	242	246	245	245
股基日均成交额（亿元）	1,938	1,117	880	1,170
权证日均成交额（亿元）	643	541	433	216
综合佣金率水平	0.16%	0.13%	0.12%	0.12%
经纪业务总收入（亿元）	999	530	386	408
经纪业务收入增长率		-47%	-27%	6%

资料来源：华泰证券研究所

由于经纪业务收入对市场指数收盘点位和换手率高度敏感，我们对其进行相应的敏感性分析。结果表明，在换手率和上证综指收盘点位上下浮动 15%左右的情况下，2009 年行业经纪业务收入基本稳定在 330-449 亿元区间（对应日均股基成交额 693-1100 亿元）。

图表 11 敏感性分析显示 2009 年经纪业务收入波动幅度很小

换手率	2009 年底上证综指收盘点位				
	3000	2700	2400	2100	1800
180.00%	498	468	438	408	378
170.00%	477	449	420	392	364
160.00%	456	430	403	377	350
150.00%	436	411	386	361	336
140.00%	415	392	369	345	322
130.00%	395	373	351	330	308
120.00%	374	354	334	314	294

资料来源：华泰证券研究所

调低 2009 年、2010 年市场股票融资额分别为 1699 亿元和 2283 亿元同比涨幅分别为-52%和 34%；（由券商承销的）企业债券融资额分别为 3058 亿元和 3805 亿元，同比增幅分别为 27.15%和 24.43%；承销业务

收入分别为 80 亿元和 103 亿元，同比增幅分别为-10%和 29%。

图表 12 2009-2010 年证券行业承销业务收入预测

	2007	2008	2009E	2010E
GDP (亿元)	249,530	300,670	339,757	380,528
股票融资/GDP	3.20%	1.17%	0.50%	0.60%
股票融资额 (亿元)	7,985	3,518	1,699	2,283
股票融资费用率	1.39%	1.50%	2.00%	2.00%
股票承销收入 (亿元)	111	53	34	46
企业债融资/GDP	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%
企业债融资额 (亿元)	1,747	2,405	3,058	3,805
企业债融资费用率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
企业债券承销收入 (亿元)	26	36	46	57
承销业务收入 (亿元)	137	89	80	103
承销业务收入增长率		-35%	-10%	29%

资料来源：华泰证券研究所

2. 创新业务有望加速推出，试点券商受益明显

从 2009 年证券期货监管工作会议传达出的政策信号来看，创新监管的放松和创新业务的推出都有加速的预期，但仍会按照“试点先行，逐步放开”的原则进行。

假设 2010 年股指期货开始贡献收入，按照股指期货成交金额/股票交易额为 50%和 0.03%的佣金率估计股指期货业务收入；假设 2009 年下半年融资融券开始贡献收入，2009 年 11 家净资本实力最强的证券公司、2010 年全部 A 类证券公司获得业务资格，各券商投入净资本的 20%，融资利差率 6.5%（融资年利率-金融同业存款利率）估计融资收入，券商使用净资本的 10%投资于股票，并将其中 30%用于融券业务，手续费率 5%估计融券收入，预测结果为：2009、2010 年来自融资融券和股指期货业务的收入总和分别为 28 亿元和 110 亿元。

可以看出，相比 2009、2010 年经纪业务收入 386 亿元、408 亿元和承销业务收入 80 亿元、103 亿元的规模，融资融券收益比较显著，且随着试点进程的推进，券商投入资金的比例还有较大提升空间，未来随着证券金融公司的设立及转融通的介绍，融资融券收入还将有更大的提升空间。因为参与券商数量有限，参与券商将明显受益。

四、投资思路和重点上市公司介绍

结合全年行业业务预测数据，我们可以给出主要上市券商 2009-2010 年的业绩预测：

图表 13 2009-2010 年证券行业重点上市公司估值水平比较

券商名称	总股本 (亿股)	股价 (元)	分类评级	08 EPS (元)	09 EPS (元)	10 EPS (元)
中信证券	66.30	21.84	A类AA级	1.10	1.08	1.23
海通证券	82.28	12.46	A类AA级	0.40	0.36	0.44
长江证券	16.75	12.64	B类	0.42	0.43	0.56
东北证券	5.81	20.52	B类	0.69	0.78	1.06
券商名称	08 PE (倍)	09 PE (倍)	10 PE (倍)	08 PB (倍)	年初以来 涨跌幅 %	公司 投资评级
中信证券	19.85	20.26	17.77	2.63	20.60	推荐
海通证券	31.00	34.23	28.60	2.67	49.76	观望
长江证券	30.10	29.37	22.52	3.96	43.31	观望
东北证券	29.67	26.25	19.41	5.04	69.87	观望

资料来源：华泰证券研究所（注：股价取自 2009 年 3 月 10 日收盘价）

本月市场股基交易额急剧放大，市场震荡加剧，行业投资风险不断累积；且政策刺激效果短期难以衡量，宏观经济走势的不确定性压制了市场继续做多热情，给予行业“中性”评级。

维持 2009 年行业投资策略报告中的判断，震荡市中稳健为主，建仓攻守兼备且估值合理的优质券商。8 家上市券商中，我们关注的券商有：中信证券、海通证券和长江证券。海通证券目前估值水平偏高，充沛资金短期难以转化为盈利优势；对于长江证券，资本实力和分类评级结果是其两个明显不足，我们将持续关注公司在增发和分类评级方面的进展情况，并予以评级调整。

短期交易性机会方面，投资者仍可以关注东北证券，它的佣金率水平一直维持较高水平，经纪业务收入占比处于行业最高水平，使得公司对市场交易量和市场走势表现出更高的弹性；公司流通股本仅为 1.75 亿股，仅高于国金证券水平，受市场资金关注更高。

图表 14 2008 年上市券商综合佣金率水平显著下滑

券商名称	07 年佣金率	08-1Q 佣金率	08-2Q 佣金率	08-3Q 佣金率	08-3Q 经纪业务占比
中信证券	0.149%	0.134%	0.126%	0.124%	42.65%
海通证券	0.119%	0.118%	0.114%	0.105%	54.12%
国金证券	0.118%	0.085%	0.085%	0.101%	23.82%
长江证券	0.136%	0.128%	0.106%	0.094%	53.65%
宏源证券	0.290%	0.228%	0.151%	0.135%	76.94%
国元证券	0.156%	0.146%	0.164%	0.131%	75.99%
东北证券	0.194%	0.190%	0.180%	0.190%	79.65%

资料来源：华泰证券研究所

风险提示：东北证券年初以来已经上涨了 69.87%，远超大盘和行业指数涨幅，投资者应注意市场调整带来的股价下行风险。

1. 中信证券：传统业务与创新业务齐飞，维持“推荐”评级

熊市中传统业务市场份额继续提升，稳居行业前列：2008年，中信证券业绩受市场调整影响，也出现了大幅的下滑，2008年四个季度每股收益分别为0.38元、0.34元、0.17、0.21元，全年每股收益在1.10元，同比下降了45%。但中信证券传统业务中经纪业务、投行业务等市场份额却逆势得到了上升，各项业务稳居行业前列：2008年股票交易市场份额为8.449%，相比2007年7.995%的水平上升了0.454%；2008年A股IPO承销市场份额为23.23%，相比2007年18.36%的水平上升了4.87%，而2008债券承销市场份额较2007年21.91%的水平上升至23.37%；控股基金公司资产净值市场份额从2007年8.13%提升到2008年三季度末的10.63%。

创新业务先发优势明显，未来发展路径清晰：中信证券是首批获得直投业务的两家券商之一；并参加了证监会两次融资融券业务联网测试，非常有希望成为首批试点券商。未来行业发展空间将更多依赖于创新业务，中信证券在创新业务开展上明显的先发优势，使得公司未来发展路径更加清晰。

牛市积累大量应付职工薪酬，淡化熊市费用刚性效应：中信证券在2007年大幅计提了职工费用，导致2008年三季度末，公司累积的人均应付职工薪酬达78.59万元，远高于其他上市券商水平。加上公司2008年中报中提到的未来规模效应的进一步整合发挥，熊市中管理费率的刚性效应将有所淡化。

公司估值水平偏低，维持“推荐”评级：预计2008、2009、2010年中信证券每股收益分别为1.10、1.08、1.23元，2009年动态市盈率为20.26倍，估值水平处于行业底部。考虑到公司在行业中的龙头地位和清晰的成长路径，维持“推荐”评级。

2. 海通证券：资本优势短期难以转化为盈利优势，维持“观望”评级

2008年业绩表现稳健，经纪业务市场份额逆势提升：2008年，海通证券业绩受市场调整影响，也出现了大幅的下滑，预计全年每股收益为0.39元，同比下滑50%；从全年四个季度业绩来看，每股收益分别为0.11元、0.13元、0.08元和0.08元。公司表现相对于同行更加稳健。海通证券经纪业务市场份额基本保持稳定，2008年股票交易市场份额为4.246%，较2007年的4.284%的水平稍有下降。

牛市增发成功带来充沛资金，投资风格稳健，规避市场下跌风险：海通证券2007年通过增发融资260亿元，但公司并没有贸然投资于权益类证券投资，规避了市场下跌的风险（根据2008年中报的披露信息，公司2008年上半年募集资金实现了3.85%的年化收益率）。充沛的资金储

备不仅增厚公司在熊市中的抗风险能力，还有望成为公司未来发展的强大引擎。

创新业务先发优势明显，资金优势奠定发展基础：海通证券在第二次分类监管评级中被评为A类AA级券商，跻身券商第一梯队，在创新业务拓展方面先发优势明显。海通证券是现有9家具有直投业务资格的券商之一；并参加了证监会两次融资融券业务联网测试，非常有希望成为首批试点券商。未来行业发展空间将更多依赖于创新业务，公司强大的资本实力及其在创新业务方面的先发优势，为公司未来创新业务的发展奠定了坚实的基础。

公司估值水平偏高，维持“观望”评级：预计2008、2009、2010年海通证券每股收益分别为0.40、0.36、0.44元，2009年动态市盈率为34.23倍，估值偏高，维持“观望”评级，

3. 长江证券：受制于资本实力和分类评级，维持“观望”评级

经纪业务市场份额逐步上升，但佣金率水平下滑显著：根据WIND统计数据，公司2008年经纪业务市场份额为1.46%，较2007年1.36%的水平有显著上升；2008年股票交易市场份额为1.45%，较2007年1.44%的水平略有上升。2008年随着市场的持续下滑，以及竞争的加剧，使得公司2008年综合佣金率从一季度的0.128%开始逐步下滑；全年综合佣金率为0.106%，显著低于2007年水平。公司佣金率水平已经处于上市券商最低水平，成交回暖情况下，未来继续下滑可能不大。

业务收入结构仍过于依赖经纪业务和自营业务，业绩波动大：从公司2008年年报数据来看，公司营业收入中来自经纪业务和自营业务三大传统业务收入占比分别为48.83%和29.41%，合计占比超过了3/4，加重了公司业绩受市场波动的影响。

资本实力和分类评级的缺陷是制约公司未来发展的主要障碍：监管层对创新业务推开的原则是按照“试点先行，逐步放开”的原则进行，根据证券公司净资本规模、合规状况、净资本风险控制指标和试点方案准备情况，择优批准首批符合条件的试点证券公司。公司净资本实力较中信、海通等龙头券商还有较大差距，在分类评级中也未能进入A类券商行列，构成了公司未来发展的主要制约因素。

公司估值水平略高，维持“观望”评级：预计2008、2009、2010年国金证券每股收益分别为0.42、0.43、0.56元，2009年动态市盈率为29.37倍，估值略高，维持“观望”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。