

深度报告

证券行业

2009 年二季度投资策略

中性

(维持评级)

2009 年 03 月 23 日

本报告的独到之处

- 较为全面的衡量了影响证券经纪业务的主要因素
- 对流动性影响证券市场进行了深入分析

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

分析师: 王一峰

电话: 010-82250828

E-mail: wangyifeng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业投资策略

交易量驱动下的券商股投资

● 流动性充沛放大证券市场交易量

证券公司客户保证金作为现实的股票购买力所占货币供给的数量相对有限, 从影响力的角度看, 储蓄活期>企业活期>>证券公司客户保证金, 由活期存款构成的潜在流动性因宽松的货币政策而充裕。

● 2 月份市场信心明显改善, 换手率维持高位

2 月份市场月流通市值换手率达到 73%, 投资者信心指数改善, 中小个人投资者尤为明显, 资金持续流入, A 股持仓账户数量几近历史新高, 但该换手率水平难于持续。

● 限售股权解禁推高交易水平

历史上看, 未来股权分置改革限售股解禁将提高交易量 5%, 而未纳入股改核算的限售股 1.8 倍于股改限售股。解禁限售股增强了资金的吸纳能力, 从而促使交易量高位运行。

● 佣金率下行影响有限

佣金率水平目前已基本市场化, 继续大幅度下行空间有限, 若 09 年行业综合佣金率为 0.13%, 则对行业利润影响在 7% 以内。

● 维持行业“中性”投资评级, 关注中信证券投资机会

在 09 年日均股票交易额 1000 亿元假设下, 证券公司经营业绩好于原有预期。同时, 因对于经纪业务的依赖, 不同券商对于市场交易量变化呈现不同弹性, 大型券商所受影响较小, 而中小型券商可能已对于 1~2 月份良好状态出现了过度反应, 维持行业“中性”评级。中信证券作为行业龙头公司, 无论其成长性还是估值水平都更加合理, 若未来二季度因国寿减持事件或市场下行产生时间窗口, 建议适时投资。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE		投资评级
				2009-3-15	2008	2009	2008	
600030	中信证券	141219	21.30	1.10	1.06	19.4	20.1	谨慎推荐
600837	海通证券	96432	11.72	0.40	0.37	29.3	31.7	中性
000783	长江证券	20301	12.12	0.42	0.43	28.9	28.2	中性
000562	宏源证券	20512	14.04	0.30	0.49	46.8	28.7	中性
000728	国元证券	20496	14.00	0.36	0.43	38.9	32.6	中性
000686	东北证券	11376	19.58	0.69	0.84	28.4	23.3	中性

资料来源: 公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

创新业务推出时间的不确定性增强了证券公司经营对于证券经纪业务的依赖性，而通过对市场流动性、交易换手率、证券市场未来走势和新增流通股的分析表明，09 年股票日均交易量有望维持在日均 1000 亿元，在此假设下，证券公司经营业绩好于原有预期。因为对于经纪业务的依赖程度不同，不同券商对于市场交易量变化呈现不同弹性，大型券商所受影响较小，而中小型券商可能已对于 1~2 月份良好的市场交易量出现了过度反应。

中信证券作为行业龙头公司，无论其成长性还是估值水平都更加合理，目前股价处于合理水平。若未来二季度因国寿减持事件或市场下行产生时间窗口，建议适时投资。

核心假设或逻辑

支持证券市场交易量维持较高水平的驱动因素是过剩的流动性形成潜在的购买力，市场信心因政策刺激、预期改变和自身修复而好转，证券市场不再出现持续大幅下跌，进入流通的限售股权延续以往的减持比率。

与市场预期的不同之处

在流动性如何影响证券市场交易量方面。我们提出证券保证金账户视角，从而在更现实的角度上对场内资金进行衡量，对于资金驱动型市场形成判断；提出 M1 虽然与市场走势具有较强的相关性，但从量的角度上讲，并不构成影响市场走势的直接因素，潜在的流动性供给充裕，市场走势更大程度上决定于信心水平，认为定期储蓄存款增速，证券保证金增速能够较好的反应市场信心状况。

从影响经纪业务的角度观察，各个影响市场交易量的因素，相对支持交易量维持在日均 1000 亿元水平。

股价变化的催化因素

创新业务的推出将推动证券公司股价剧烈变化，而传统业务中对于市场走势的依赖和自营投资收益的不确定性都可能刺激股价波动。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、证券市场交易量达不到预期或创新业务超出预期；
- 2、宏观经济运行的不确定性。

内容目录

投资摘要.....	2
值得期待的证券市场交易量.....	5
证券交易量驱动经纪业务改善.....	5
流动性供给充沛是交易量放大的潜在推力.....	6
换手率水平维持高位源自信心改善.....	9
证券市场深度调整空间有限.....	10
流通市值的增大推动交易量增加.....	10
佣金率下行影响有限.....	11
经纪业务主导下的券商股投资.....	13
交易量波动对证券公司的盈利影响测度.....	13
行业投资评级及策略建议.....	13

图表目录

图 1: 08 年证券公司各项业务收入情况.....	5
图 2: 股票交易量与证券经纪业务收入.....	5
图 3: 证券交易量和换手率.....	5
图 4: 指数走势与新增股票开户数.....	5
图 5: 大型金融机构存款准备金率.....	6
图 6: 中小型金融机构存款准备金率.....	6
图 7: 货币投放与回笼资金.....	6
图 8: 货币市场收益率.....	6
图 9: 金融机构存贷款增速.....	7
图 10: 存款高增长推高广义货币供给.....	7
表 1: 货币统计口径.....	7
图 11: 客户保证金与证券市场走势.....	8
图 12: 保证金存款占活期存款比例.....	8
图 13: 货币供给与证券市场走势.....	8
图 14: 证券市场走势与定期储蓄变化率显著负相关.....	8
图 15: A股换手率水平.....	9
图 16: 经解禁股调整后换手率.....	9
图 17: A股持仓账户数持续回升.....	9
图 18: 国信投资者信心指数.....	9
图 19: A股平均市盈率出现反弹.....	10
图 20: 各国主要市场市盈率水平.....	10
图 21: 股改限售股份累计减持情况.....	11
图 22: 限售股大小非累积减持比例.....	11
表 2: 上市证券公司经纪业务综合佣金率.....	11
表 3: 主要证券公司经纪业务市场份额.....	12
表 4: 09 年证券经纪业务收入敏感性分析.....	12
表 5: 09 年证券经纪业务收入敏感性分析 2.....	12
表 6: 证券公司交易量影响业绩敏感性分析 (亿元/EPS元).....	13

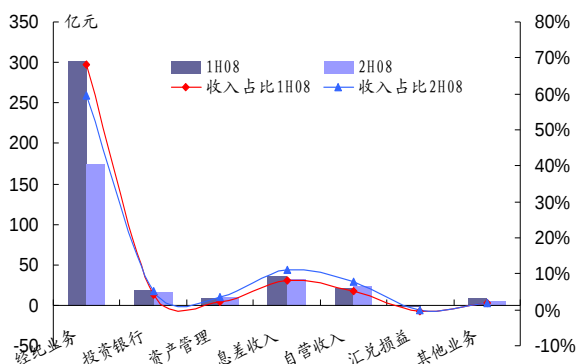
值得期待的证券市场交易量

证券交易量驱动经纪业务改善

股票市场于历经 08 年大幅下跌后，导致市场融资功能暂时停滞、股权资产缩水严重、创新业务推出延迟，以交易量驱动的经纪业务成为了弱势环境下证券公司经营相对可依赖的收入来源。08 年全年日均股票交易额 1086 亿元，从中国货币网公布的 45 家交易会员单位的财务报表来看，经纪业务收入依然是证券公司最主要的收入来源，收入占比在 60% 以上，并随着证券交易量的波动而变化。当证券交易量高企，经纪业务收入水平和收入占比随之提升，反之则面临行业下行压力。

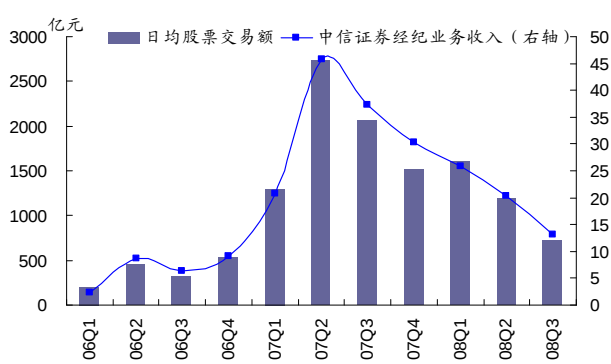
09 年以来，受财政刺激政策、企业库存回补、极度宽松的信贷环境共同推动影响，证券市场走势向好，交易量维持高位，使得证券经纪业务收入出现改善。1~2 月份，日均股票成交金额达 1580 亿元，较 08 年高出 46%，流通市值日均换手率达 3.6%，为 07 年 6 月份以来的最高水平。同时，新增股票开户数在 2 月份持续回暖，全月新增 152.8 万户，为 08 年 4 月份阶段性高点。

图 1： 08 年证券公司各项业务收入情况



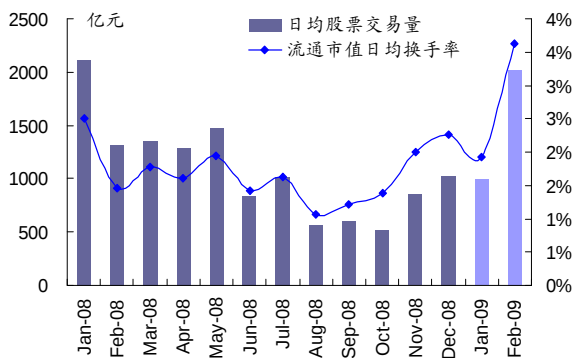
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 2： 股票交易量与证券经纪业务收入



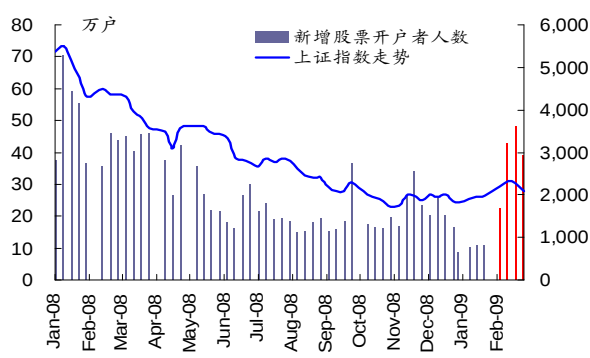
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 3： 证券交易量和换手率



数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 4： 指数走势与新增股票开户数



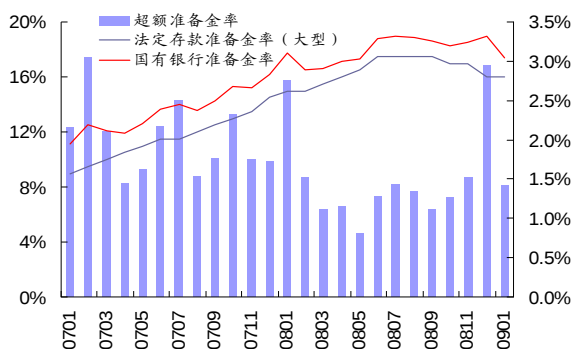
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

流动性供给充沛是交易量放大的潜在推力

从目前的情况看，为应对危机，中央银行采取的适度宽松的货币政策正逐步演化为流动性供给过剩。一方面，中央通过下调存款准备金率和减少央票对冲力度释放资金，08年末商业银行体系资金充裕，超额存款准备金率出现明显提升（其中大型金融机构超额存款准备金率为3%，中小型金融机构为5.2%）。商业银行出于盈利性的需要，充裕的资金部分进入货币市场，使得用于流动性管理的票据收益率水平和拆借利率不断下行。

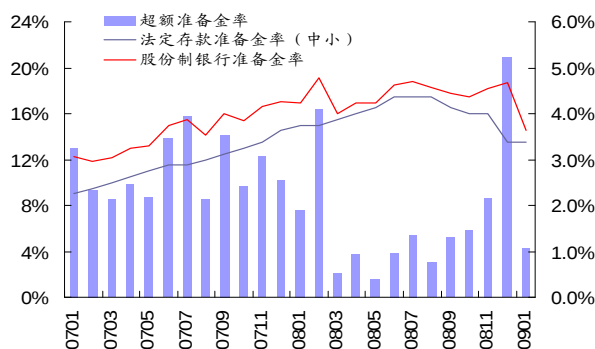
另一方面，随着信贷规模控制的取消以及存贷比管理的放松，自去年12月份始，商业银行人民币信贷增速出现超常规增长，截至今年2月份，各月新增人民币信贷资金分别为7718亿、1.62万亿和1.07万亿元，贷款增速分别达到18.8%、21.3%和21.5%。信贷的高速投放相当程度上缓解了企业经营的资金压力，银行贷款掌握指数强势回升，同时，也带动着金融机构各项存款增速的加快，从而推动广义货币供给M2维持高位，2月份同比增长20.5%。

图 5：大型金融机构存款准备金率



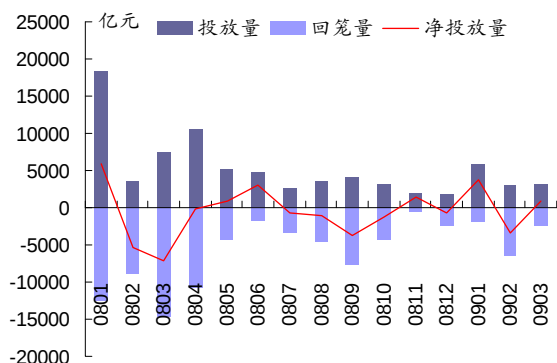
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 6：中小型金融机构存款准备金率



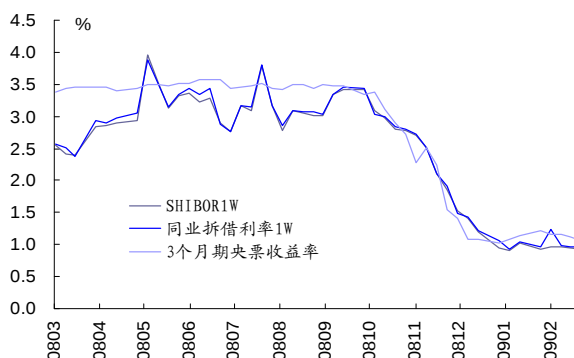
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 7：货币投放与回笼资金



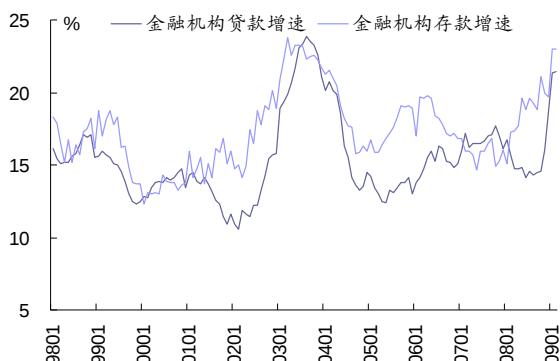
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 8：货币市场收益率



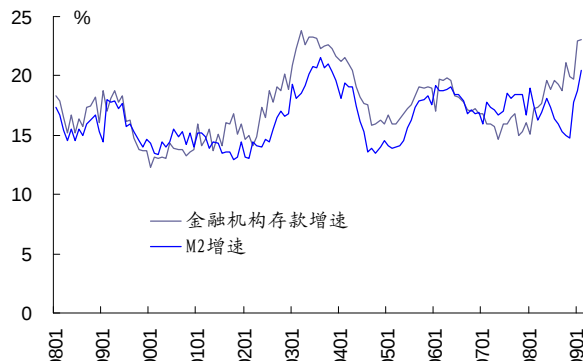
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 9： 金融机构存贷款增速



数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 10： 存款高增长推高广义货币供给



数据来源：Wind 国信证券经济研究所

对细分的流动性供给结构进行分析，将狭义货币 M1 和广义货币 M2 拆分（ $M1=M0+$ 可开支票的单位活期存款， $M2=M1+$ 居民储蓄存款+单位定期存款+单位其他存款）。其中，用于证券交易的保证金存款于 01 年 7 月份被计入 M2 其他存款，在金融机构同业存款进行体现。在第三方存管制度下，保证金存款和活期存款相互转化的通道为：M1 单位活期→M2 其他存款，M2 储蓄活期→M2 其他存款。

表 1： 货币统计口径

货币口径	占比
货币和准货币(M2)	100.0%
货币(M1)	33.3%
流通中现金(M0)	8.3%
活期存款	25.0%
准货币	66.7%
定期存款	12.8%
储蓄存款	47.0%
其他存款	6.9%
其中：证券公司客户保证金	1.8%

数据来源：国信证券经济研究所

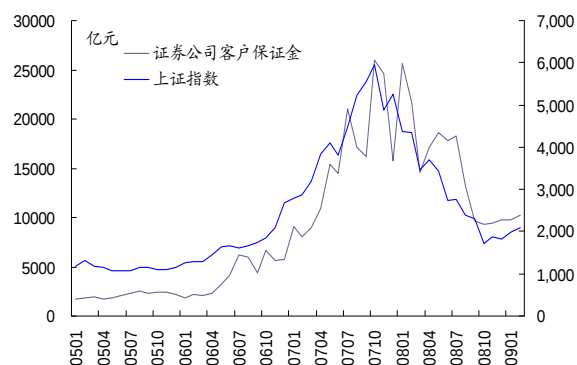
一般情况下，证券公司客户保证金作为现实的股票购买力所占货币供给的数量相对有限，而活期存款构成潜在流动性，从影响力的角度看，储蓄活期>企业活期>>证券公司客户保证金，资本市场潜在资金供给充足。截至 2 月份，证券公司保证金存款 1.18 万亿元，比上月上升 2062 亿元，其走势与证券市场波动高度相关，较好的反映了证券市场的资金供给状况。同期，M1 企业活期存款为 9.76 万亿元，环比上升 6404 亿元；M2 中储蓄活期为 8.48 万亿元，环比下降 646 亿元，资本市场的持续向好促进了部分储蓄存款流入股市。绝对量上分析，2 月份证券公司保证金存款占 M1 企业活期比例为 12%，占 M2 储蓄活期存款比例为 14%，相比 07 年高点时的 42%，市场的潜在资金供给充足，活期存款向股票市场转化更多的取决于市场信心状况的改善。

在对货币供给的结构进行分析来看：M1 增速走势与证券市场走势相关性好于 M2 增速的指标，而我们倾向于 M1 中企业活期存款反映企业的生产经营活动的活跃程

度，这种状况传导致资本市场并通过股票价格进行反应。除去季节因素外，M2 中的储蓄定期存款变化率与证券市场走势具有显著的负相关关系，这在一定程度上反映了资金预期收益水平的变化左右个人投资者情绪，进而改善资产配置结构。2 月份，储蓄定期存款 15.26 万亿元，同比增长 34.5%。自 07 年 10 月份证券指数高点以来，市场持续低迷促进了资本的流出，居民投资热情下降，其金融资产保有形式向银行体系加速回流，呈现定期化特征，定期存款增速与今年 1 月份达到历史高点 38.6%，持续降息缓解了存款回流的压力，为现有市场交易量水平提供了一定程度的支撑。

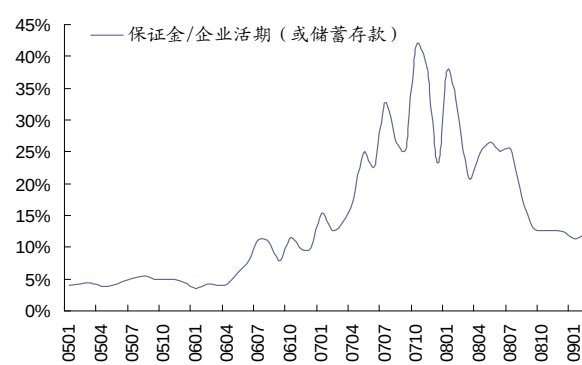
未来，对于以货币供给衡量的流动性判断上，根据中央对于深刻认识此轮危机的持久性的保守态度，人民银行制定的 09 年广义货币供应量 M2 维持在 17% 和新增信贷资金超过 5 万亿元规划，我们可以预计全年流动性供给整体充裕。从时间阶段上，一季度为信贷 CR、货币 M2 增长最快的时期，而票据融资增长的持续性较低。二季度，随着信贷增速的回归，广义货币供给速度 M2 也将趋缓，储蓄存款定期化趋势得到改善，企业实际经营货币需求的增加将成为狭义货币供给 M1 的主导因素。

图 11： 客户保证金与证券市场走势



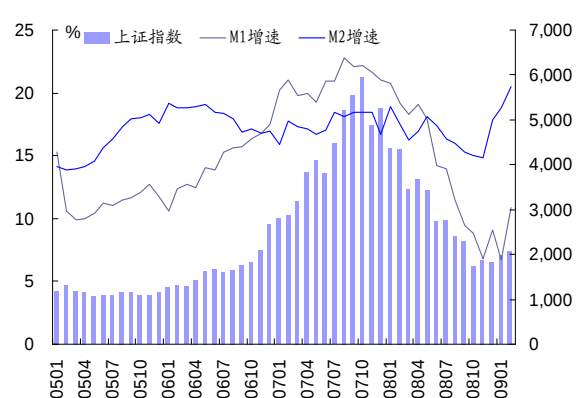
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 12： 保证金存款占活期存款比例



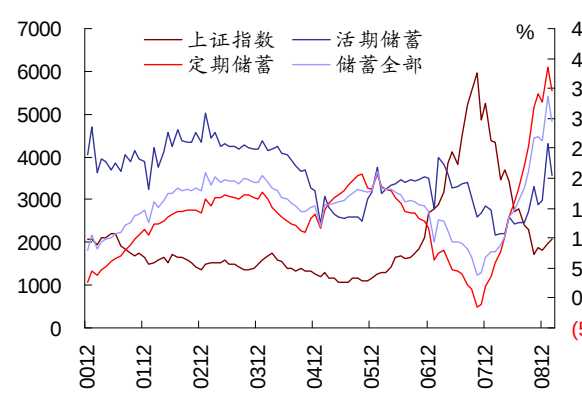
数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 13： 货币供给与证券市场走势



数据来源：Wind 国信证券经济研究所

图 14： 证券市场走势与定期储蓄变化率显著负相关

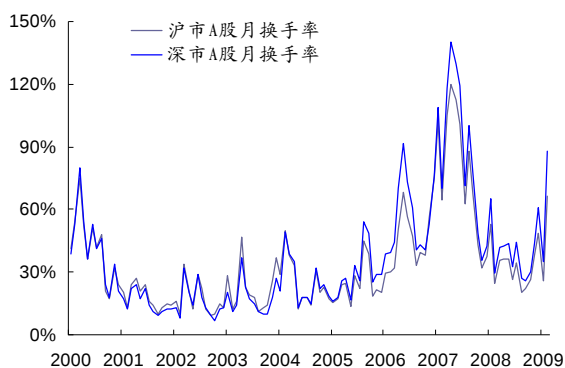


数据来源：Wind 国信证券经济研究所

换手率水平维持高位源自信心改善

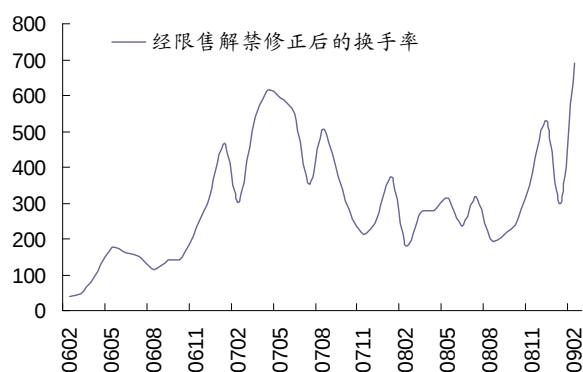
从历史上看,在 01-05 年市场走势较弱时,5 年间,沪深 A 股月换手率水平在 10%~40% 之间波动,平均月换手率为 20%。近期 A 股换手率大幅提高,2 月份,沪市 A 股换手率为 66%,深圳 A 股换手率达到 88%,一改前期低迷状况,运行出弱势环境下的换手率区间,呈现爆发式上升。在扣除限售股解禁影响之后,换手率已达历史高点。同时,在开户数稳定增长的前提下,A 股期末持仓账户也于 2 月份出现明显回升至 4788 万户,投资者信心指数也出现攀升,其中以个人投资者情绪改善为主。根据历史推测和现实的交易状况,这种短期高频的换手率水平较难持续,二季度交易量出现回归的可能性较大,并表现为明显的大幅波动。全年分析,若宏观经济恢复速度加快将改变市场预期,提振投资者信心,股票交易换手率水平将高于弱势运行区间。

图 15: A 股换手率水平



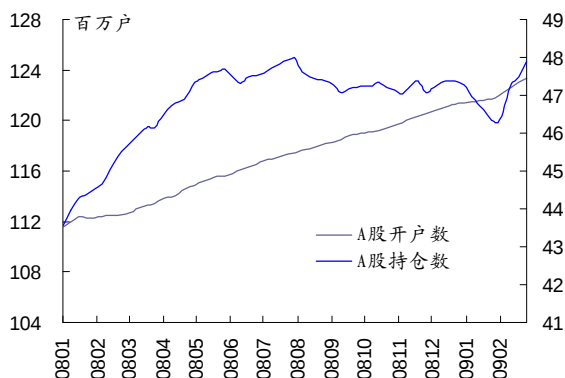
数据来源: Wind 国信证券经济研究所

图 16: 经解禁股调整后换手率



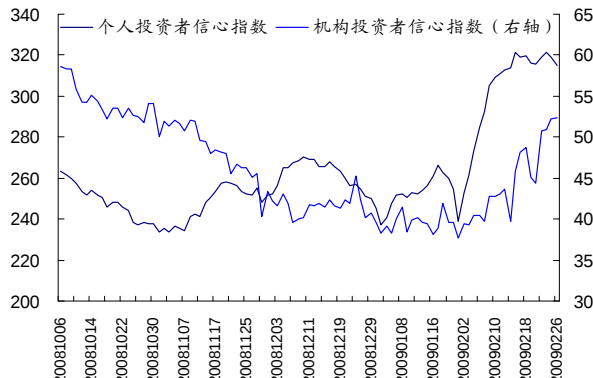
数据来源: Wind 国信证券经济研究所

图 17: A 股持仓账户数持续回升



数据来源: Wind 国信证券经济研究所

图 18: 国信投资者信心指数



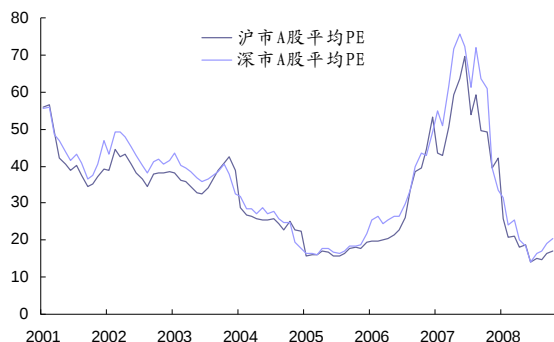
数据来源: Wind 国信证券经济研究所

证券市场深度调整空间有限

证券市场成交金额受市场情绪影响，与资本市场的表现高度相关，05年7月以来，沪深300指数与其成交量相关系数达0.83。随着08年来证券市场和交易金额双双下跌，10月末，A股市场平均市盈率水平14倍，为历史最低水平。随之证券市场反弹，09年2月末市盈率恢复至18.8倍。国际比较来看，我国沪深300指数15.5x，随处于相对较高的水平，但考虑到在09年世界经济增长预期中，中国贡献度将超过50%，此等估值水平具有一定合理性。未来，依照国信宏观组对经济运行呈现“W”型走势的判断，随着企业库存回补的逐步结束，盈利能力下滑将对PE估值构成压力，这将促使市场交易量下行，但大幅下跌的空间有限。之后宏观经济的逐步转暖，证券市场回升，对市场交易量起到相应促进作用。

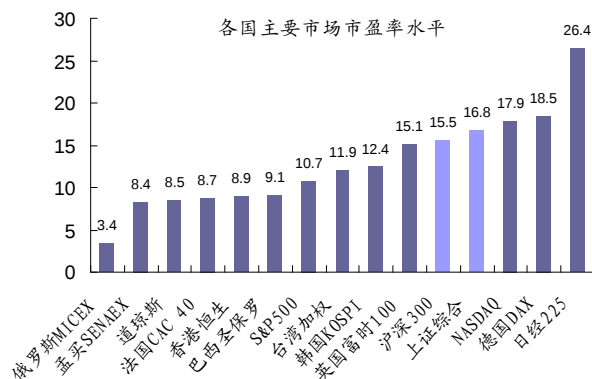
在基于对09年市场震荡特征的判断前提下，考虑证券市场交易量“聚类”特征和“慢涨急跌”的特性。以0810-0902五个月为交易量上涨区间，假设0903-0906为下行区间，则市场此区间段能够维持股票日均处于900-950亿元。则上半年日均交易量达到1100亿元。再对下半年采用中性判断并依赖宏观经济4季度出现触底回升，则全年日均股票交易量1000亿元左右。

图 19: A 股平均市盈率出现反弹



数据来源: Wind 国信证券经济研究所

图 20: 各国主要市场市盈率水平



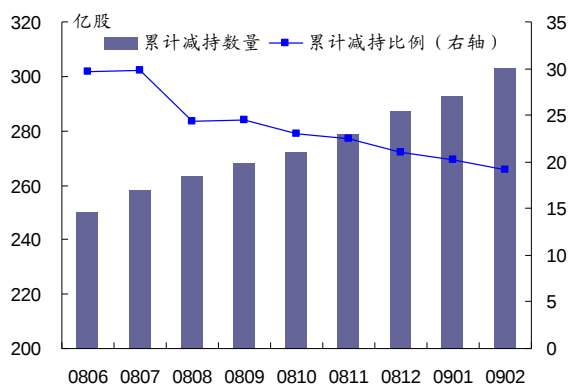
数据来源: Wind 国信证券经济研究所

流通市值的增大推动交易量增加

根据中登公司统计，截止今年2月末，股权分置改革成功实施后，累计产生股改限售股份数量4689亿股，累计解禁数量为1582.6亿股，未解禁限售股改股份数量为3094.8亿股。“大非”股权累计减持比例8.9%，“小非”股权累计减持比例40.6%，减持比例呈现逐月下降态势，反映了公司限售股东对于企业价值的认同。未来两年，“小非”尚剩余32%未解禁，“大非”剩余72.8%。根据此前解禁股份减持比例估计，则实际进入流通领域的股份数量将为352.6亿股，占现有全部流通股份数量的5%，一定程度上有利于推动交易量的提升。

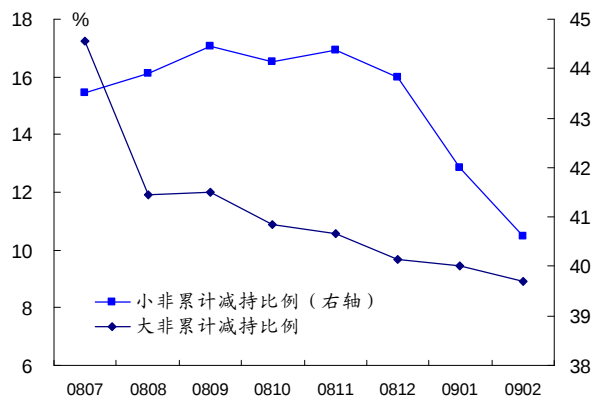
同时，自2005年4月29日股权分置改革启动以来，另有226家公司上市，新增1.21亿股未计入股权分置改革，为原有股本数量的1.78倍，随着此部分限售股权的逐步解禁，也将增加流通股份，从而提高证券交易量。

图 21: 股改限售股份累计减持情况



数据来源: Wind 国信证券经济研究所

图 22: 限售股大小非累积减持比例



数据来源: Wind 国信证券经济研究所

佣金率下行影响有限

08 年证券指数下跌，市场竞争激烈，证券公司通过佣金价格战抢占市场份额的行为时有发生。随着监管层对证券公司新设营业部管理的放开、服务部逐步改造、非现场开户试点推进，证券公司地域化经营理念将弱化，营业部牌照的稀缺性下降，未来，佣金率水平面临下调压力。行业协会往往出于自身保护，防止恶性竞争，制定诸类“佣金公约”。但这种公约的有效性相对有限，从历史上看，随着服务的网络化和新业务网点的开设，佣金率保持着下行趋势。目前，佣金率水平已基本市场化，各券商往往根据客户的资金量、交易频繁程度等利润贡献指标，差异化核定佣金费率。定性的分析，对于全国性的证券公司，业务主要覆盖于经济发达地区的券商，其佣金率水平相对较低；而对于区域性的中西部证券公司，其市场占有率较高，因而具有较高的定价权。不同投资者结构中，机构客户占比较高的证券公司相应收费水平较低。

表 2: 上市证券公司经纪业务综合佣金率

单位: %	2006 年	2007 年	08Q1	08Q2	08Q3	08Q1-Q3
中信证券	0.163	0.158	0.141	0.134	0.145	0.140
海通证券	0.136	0.125	0.127	0.121	0.125	0.126
长江证券	0.155	0.142	0.133	0.126	0.123	0.127
宏源证券	0.168	0.289	0.228	0.217	0.135	0.174
国元证券	0.158	0.168	0.152	0.144	0.157	0.159
东北证券	0.191	0.198	0.193	0.183	0.192	0.189
国金证券	0.127	0.118	0.086	0.082	0.103	0.094
太平洋证券	0.188	0.199	0.203	0.193	0.206	0.204

数据来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

虽然行业诸如佣金率的竞争不断加剧，除了对高风险类券商实施托管的处置合并之外，各公司之间经纪业务市场占有率没有发生大幅度变化，反映了行业内部公司经营效率和改进措施相仿。通过对 08 年证券经纪业务市场占有率和佣金费率的比较可以发现，市场占有率和佣金率往往此消彼长，从而保证了经纪业务收入的稳定。08 年证券经纪业务综合平均费率为 0.139%，较 07 年 0.153% 下降 7%，若未来行业平均佣金率下降至 0.13%，则全部经纪业务收入下降 7%。考虑到市场环境

的变化，我们并不认为证券佣金率下调幅度会大于 07~08 年度，因此单独佣金水平的变化对券商也整体影响相对有限。

表 3： 主要证券公司经纪业务市场份额

单位：%	2006 年	2007 年	2008 年	200901	200902	1~2 月平均
中信证券（合并）	7.24	7.78	7.75	7.91	7.97	7.94
中信证券	2.60	2.49	2.50	2.73	2.70	2.72
中信建投	3.22	3.21	3.14	3.16	3.20	3.18
中信金通	1.20	1.42	1.37	1.32	1.36	1.34
中信万通	0.57	0.66	0.74	0.71	0.70	0.71
海通证券	3.90	4.11	4.41	4.12	4.04	4.08
长江证券	1.35	1.34	1.29	1.44	1.52	1.48
宏源证券	0.76	1.10	1.09	1.38	1.30	1.35
国元证券	0.88	0.83	0.88	1.06	1.05	1.06
东北证券	0.75	0.76	0.67	0.71	0.76	0.74
国金证券	0.46	0.50	0.59	0.69	0.78	0.73
太平洋证券	0.21	0.21	0.24	0.25	0.27	0.26

数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所

综上，基于宽松的货币政策、充足的流动性供给、宏观经济震荡上行的趋势、证券市场相对稳定的走势、以及解禁股所产生的资金吸纳能力，我们修正 09 年日均股票交易量至 1000 亿元。在此情况下，证券公司整体业绩将好于原有预期，出现较大提升，09 年经纪业务收入仅略低于 08 年 8%。

表 4： 09 年证券经纪业务收入敏感性分析

09 年手续费收入 (亿元)		日均股票交易额 (亿元)						
		600	700	800	900	1000	1100	1200
佣金费率	0.125%	363.0	423.5	484.0	544.5	605.0	665.5	726.0
	0.130%	377.5	440.4	503.4	566.3	629.2	692.1	755.0
	0.135%	392.0	457.4	522.7	588.1	653.4	718.7	784.1
	0.140%	406.6	474.3	542.1	609.8	677.6	745.4	813.1
	0.145%	421.1	491.3	561.4	631.6	701.8	772.0	842.2
	0.150%	435.6	508.2	580.8	653.4	726.0	798.6	871.2
	0.155%	450.1	525.1	600.2	675.2	750.2	825.2	900.2

数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所

表 5： 09 年证券经纪业务收入敏感性分析 2

09 年手续费收入变化 (%)		日均股票交易额 (以佣金费率 0.14%，日均交易额 1000 亿元为基准)						
		600	700	800	900	1000	1100	1200
佣金费率	0.125%	54%	63%	71%	80%	89%	98%	107%
	0.130%	56%	65%	74%	84%	93%	102%	111%
	0.135%	58%	68%	77%	87%	96%	106%	116%
	0.140%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%
	0.145%	62%	73%	83%	93%	104%	114%	124%
	0.150%	64%	75%	86%	96%	107%	118%	129%
	0.155%	66%	78%	89%	100%	111%	122%	133%

数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所

经纪业务主导下的券商股投资

交易量波动对证券公司的盈利影响测度

作为证券业新利润增长点的创新业务发展时刻牵动着市场的神经,而两会召开期间部分代表的表态进一步增强了这种不确定性。传统业务中投资银行 IPO 业务已暂停 5 个月,尚有 36 家企业已过会未发行。先进行发行制度改革,再重启 IPO 的监管态度将使 IPO 进程暂缓。经纪业务市场交易量水平和自营业务的投资能力差异在未来一段时间内将左右证券公司经营业绩。

上市证券公司中,由于各业务的占比结构并不相同,对于市场单位交易量的变化对于公司业绩的影响存在明显差异。对于经纪业务收入占比较高的公司,市场单位交易量的变化对其业绩影响较大, EPS 的经纪业务收入弹性较高,日均股票交易量百亿变化对于长江、宏源、东北证券的 EPS 影响在 10%以上;而对于综合型的证券公司而言,由于经纪业务占比不高,市场交易量的变动对其业绩影响相对有限,日均股票交易量百亿元变化对于中信、海通证券的 EPS 影响在 6%左右。

表 6: 证券公司交易量影响业绩敏感性分析 (亿元/EPS 元)

	中信证券	海通证券	长江证券	宏源证券	国元证券	东北证券
600	0.88	0.30	0.33	0.30	0.27	0.53
700	0.92	0.31	0.36	0.34	0.30	0.61
800	0.96	0.33	0.39	0.39	0.33	0.68
900	1.01	0.35	0.43	0.44	0.38	0.76
1000	1.06	0.37	0.47	0.49	0.43	0.84
1100	1.11	0.39	0.52	0.54	0.48	0.92
1200	1.16	0.42	0.56	0.60	0.53	1.01

数据来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

行业投资评级及策略建议

在经纪业务为主导的证券公司盈利模式下,公司经营呈现较强的周期性特征,而今年前两个月,随着市场信心的改善,资金持续流入,证券指数阶段性上涨,日均股票交易金额 1580 亿元,大大高于市场原有预期。

从决定交易量的各因素分析,很有可能 09 年证券市场交易量能够维持在较高水平,将 09 年日均股票交易量修正至 1000 亿元。但同时应注意到,1~2 月份高位换手率的较难以持续,证券公司的业绩也将因此波动。鉴于证券公司创新业务推出时点的不确定性和对于市场交易量的过度依赖,我们维持行业“中性”投资评级不变。

上市公司中,维持中信证券“谨慎推荐”评级,原因为公司行业地位领先,经营稳健,对于经纪业务的依赖性相对较小,能够成为创新业务的率先收益者,具有长期投资价值。同时,公司估值水平合理,按照 09 年经营业绩预测,其 PE 为 20x, PB 为 2.2x,若加入创新业务溢价,现有估值水平具有一定安全边际。公司日前公告中国人寿减持公司股权逾 5%,对市场信心构成压力,但我们认为这不影响对于公司价值的长期判断。

中小型证券公司因对于经纪业务的过度依赖,其股价可能随市场交易量波动而大幅度变化,从现有估值的角度看,中小券商的 PE、PB 较大型券商出现部分溢价,这种溢价可能体现了不同投资者结构对于未来证券市场走势的不同判断,我们对这种预期倾向于持谨慎态度。

出于对 09 年初以来证券交易量持续性不强的基本判断，2 季度，市场日均交易量水平出现修正，比一季度出现下滑，若结合国信宏观组对于经济走势呈现“W”型形态的预测，则证券市场走势将强化这一预期。考虑到目前中信证券估值相对合理，加之以对 4 季度宏观经济开始复苏的预期，建议关注二季度对于中信证券进行投资的时间窗口。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价		EPS		P/E			P/B			评级
		2008-3-15	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
中信证券	600030	21.30	1.10	1.06	1.50	19.4	20.1	14.2	2.4	2.2	1.9	谨慎推荐
海通证券	600837	11.72	0.40	0.37	0.46	29.3	31.7	25.5	2.5	2.3	2.1	中性
长江证券	000783	12.12	0.42	0.43	0.50	28.9	28.2	24.2	4.4	3.8	3.3	中性
宏源证券	000562	14.04	0.30	0.49	0.53	46.8	28.7	26.5	4.2	3.6	3.2	中性
国元证券	000728	14.00	0.36	0.43	0.49	38.9	32.6	28.6	4.2	3.7	3.3	中性
东北证券	000686	19.58	0.69	0.84	0.94	28.4	23.3	20.8	4.7	3.9	3.3	中性

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanacs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456