

2009 年 03 月 26 日

市场数据

行业优化平均市盈率	14.05
市场优化平均市盈率	20.60
国金证券业指数	19982.18
沪深 300 指数	2479.79
上证指数	2361.70
深证成指	8983.87
中小板指数	3578.36


相关报告

- 1 《证券行业 09 年 3 月份月度报告》，2009.3.19
- 2 《证券行业 09 年 2 月份月度报告》，2009.2.25
- 3 《证券行业 09 年 1 月份月度报告》，2009.1.19

金融行业研究小组
陈振志

 (8621)61038213
 chenzhzh@gjzq.com.cn

茅炜

 (8621)61038330
 maow@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

证券业行业研究简报

——市场交易额有望在 2 季度开始同比正增长

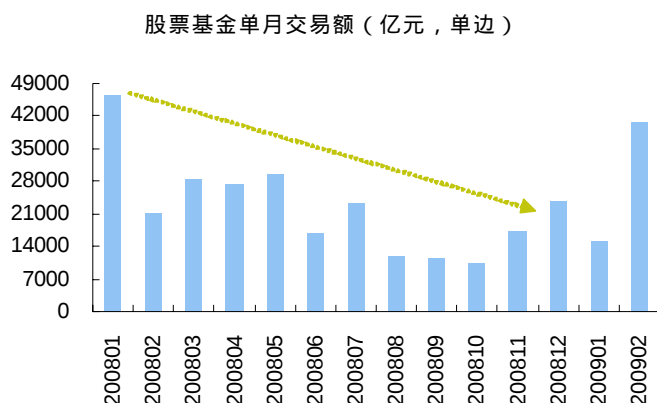
投资要点

- 截止今天，全年累计的日均股票交易额已经突破 1600 亿（单边）大关。最近两个月的最低单日股票交易额为 934 亿（单边），最高为 2698.11 亿（单边）。在基本面的支撑之下，我们近期仍然看好券商股的表现。
- 经纪业务将是券商今年的业绩焦点。在经历了市场的单边下跌以后，券商行业 08 年的自营收入出现了大幅的缩水，从最近公布年报的长江证券、国元证券和东北证券的情况来看，同比下滑幅度在 76%-98% 的区间。自营收入的缩水使得经纪业务收入的占比出现了较大幅度的提升。在市场没有出现强劲回升的前提下，经纪业务仍将是券商今年的业绩焦点。
- 今年的市场交易额极有可能好于去年。在 08 年，市场经历了单边下跌和流动性收缩，市场的获利机会和逐利资金明显减少，市场交易额比 07 年出现大幅下滑。而进入 09 年，指数在震荡中上行，流动性充裕，在获利机会增多和市场逐利资金充裕的环境之下，我们认为今年的市场交易额具有厚实的市场基础，全年的交易额极有可能好于去年。通过测算，只要今年剩余交易日的日均股基交易额在 950 亿以上，全年的交易额基本就可以实现同比正增长。
- 市场交易额有望在 2 季度开始出现同比正增长。去年市场交易额的基本情况是前高后低，高点出现在 1 季度。去年 1 季度的日均股票基金交易额约为 1627 亿元，而目前的日均交易额与去年 1 季度高点的差距已经越来越小，结合较高的边际日增量，市场交易额极有可能在 2 季度开始出现正增长。通过测算，只要 2 季度的日均股票基金交易额为 1283 亿，今年前 2 季度的市场交易额则有望实现同比正增长，我们认为达到这一水平的可能性比较大。
- 盈利预测有较大的上调空间。目前市场对券商股盈利预测的日均股票基金交易额假设大多在 1000 亿-1100 亿，相比目前 1600 亿的累计日均交易额和近期 1500-2000 亿的单日新增交易额，券商股未来的盈利预测仍有较大的上调空间。
- 佣金率的下降可能没有市场预期的悲观。最近市场比较担心佣金率的下降会较大幅度地侵蚀券商的经纪业务收入。我们的观点是：我们不否认在佣金市场化和新设营业部开闸的大背景下券商佣金率趋于下降的事实，但是从国外经验来看，券商佣金率的下降是长期的过程，而不是短期骤降的过程，而且这一过程往往伴随着新业务收入渠道的增加，我们认为 09 年佣金率的下降幅度可能没有市场预期的悲观。理由如下：1、今年的市场交易额很可能比去年可观，券商通过降低佣金率来拼抢市场份额的冲动趋于减弱；2、市场有所回暖，获利机会增多，投资者对交易成本的敏感性趋于下降（从历史数据看，券商佣金率在一定程度上与市场存在正相关的关系）；3、券商行业的自律能力远比期货行业强，这种较强的自律能力使行业的价格战远没有期货行业的激烈（最近不少地方的证券业协会均出台佣金率的自律公约，虽然效果的大小有待验证，但是不能否定效果的存在）；4、部分券商已经开始意识到价格战是损人不利己的行为，近期已经有券商开始在交易系统速度和服务质量上推出差异化产品来规避单纯的

价格竞争，我们认为这种差异化竞争的趋势有望在一定程度上降低价格竞争的激烈程度。

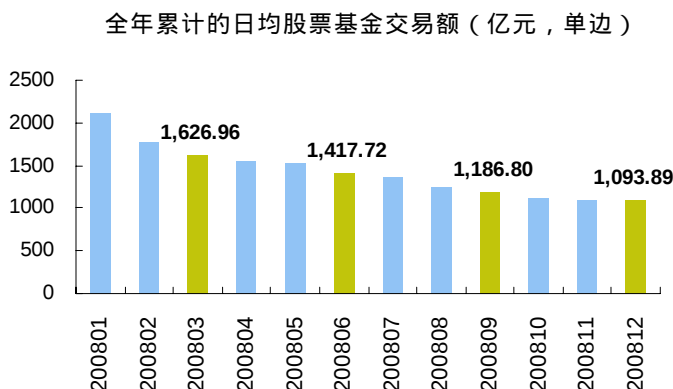
- **自营业务 09 年轻装上阵，或有惊喜。**在经历了前几年的市场磨练以后，目前大部分券商的自营业务显得越来越稳健。从披露 08 年年报的长江证券、国元证券和东北证券的情况来看，券商一方面通过调整资产结构或削减自营规模的方式规避市场风险，另一方面也抓住了 08 年底市场回升的契机而有所斩获。与此同时，08 年底可供出售金融资产的未释放浮亏较小，甚至还有浮盈，这将有利于 09 年自营业务轻装上阵。进入 09 年，从目前的情况来看，大部分券商的自营风格仍较稳健。今年券商的自营业务在稳健的基础上仍有超预期的可能性。超预期的来源主要有两个：1、在震荡的市场中，对于投资管理能力出众的券商而言，今年的自营业绩可能会超预期；2、市场未来的向上走势可能超预期。
- **我们推荐个股的排序为：辽宁成大、吉林敖东、海通证券、中信证券、东北证券和长江证券。**其中辽宁成大和吉林敖东的目标价分别为 28.34 元和 37.6 元。（详细请参阅我们的《广发证券投资价值分析报告》、《金融业 3 月份投资策略月报》以及《证券业 3 月份月度报告》）

图表1：去年的股票基金交易额呈现前高后低的趋势



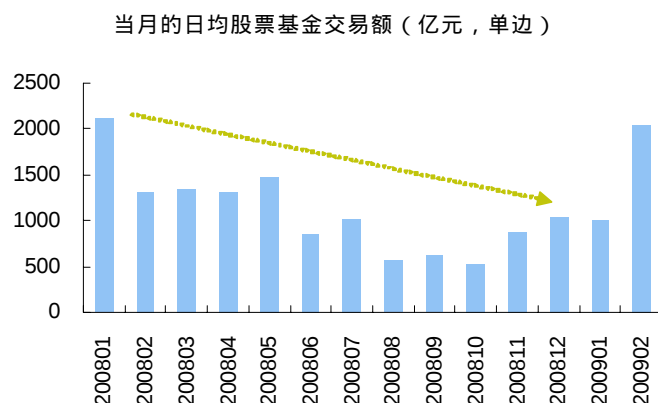
来源：国金证券研究所

图表3：去年全年累计的日均股票基金交易额呈现前高后低的趋势，全年累计的日均股票基金交易额为 1093.89 亿元（单边）。

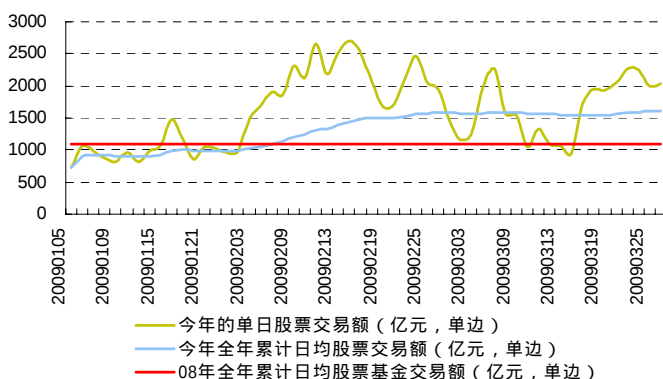


来源：国金证券研究所

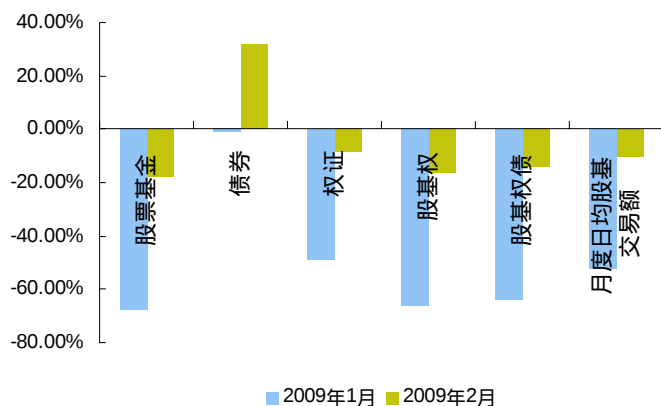
图表2：去年各月的日均交易额呈现前高后低的趋势



图表4：今年年初以来的全年累计日均股票交易额已经突破 1600，与去年 1 季度 1629.96 亿的日均股票基金交易额的差距正在不断缩小，而且近期的单日交易额基本处于 2000 亿的水平，未来的累计日均交易额仍有走高的可能。

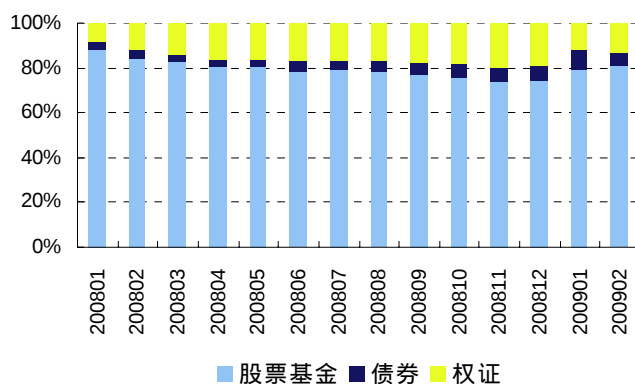


图表5：09年市场交易额的同比增长情况逐渐好转



来源：国金证券研究所

图表6：股票基金代理交易是券商经纪业务的主要收入来源。对于权证和债券的代理交易业务而言，由于业务占比和佣金率均较股票基金低，因此对业绩的贡献比较有限。



图表7：由于各年的交易天数相差极小，因此全年累计日均股票基金交易额的同比变化和全年总额的变化基本一致。通过测算，我们发现只要今年剩余时间的日均股票基金交易额在950亿以上，全年的股票基金交易额就会实现同比增长，从目前市场交易额的趋势来看，正增长的可能性正越来越大。

今年剩余时间的日均股票基金交易额（亿元，单边）	800	900	950	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000
今年全年的日均股票基金交易额（亿元，单边）	977.53	1055.48	1094.46	1133.44	1211.40	1289.36	1367.32	1445.28	1523.24	1601.20	1679.16	1757.12	1835.08	1913.04
比08年增长	-10.64%	-3.51%	0.05%	3.62%	10.74%	17.87%	25.00%	32.12%	39.25%	46.38%	53.50%	60.63%	67.76%	74.88%

注：08年的日均股票基金交易额为1093.89亿元。

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。