

二季度策略：春江水暖证券股

报告要点

■ 长期向好更甚于短期乐观

流动性推高了市场气氛。3月份股票、基金成交金额超出了我们的预期，日均交易额达到1737亿元，使一季度交易额仅同比减少3.46%，全年市场交易额实现增长的可能性更大，也为券商股业绩增长奠定了良好的基础。

但我们并不局限于交易量活跃的短期因素，更看好行业发展前景。原因之一：是限售股解禁推动市场规模持续扩大，交易量基数上升使证券公司经纪业务收入更有保障；二是对比研究表明经济体进行稳定增长阶段后，资本市场进入成长期，目前集合资产管理、创业板、融资融券等促进市场和行业发展的政策稳步推进，次贷危机也使国内证券公司争取到难得的自我发展机遇。

■ 部分券商一季度业绩同比增长

预计一季度券商业绩接近甚至超过去年同期。根据我们的观测，证券公司经纪业务佣金水平下降幅度较小，服务部升级或经纪人制度也不会对整体佣金水平有明显冲击，1-2月份部分区域性券商市场份额还有所增长；预计自营业务股票投资比重仍较低，但太平洋、国元等部分券商的浮动亏损有望转盈。

整体而言，预计太平洋证券能够扭亏为盈；国元证券和海通证券实现一季度业绩同比增长的概率较大；宏源证券和东北证券也有望接近甚至超越去年同期业绩；其余券商因为去年同期业绩较好，实现同比增长难度较大。

■ 储蓄率下降趋势推动资本市场和证券业的发展

近期周小川行长提出了储蓄率问题的思考。降低储蓄率是政府部门的长期意图，当局不仅需要借此扩大内需、刺激消费，还希望储蓄盈余流入高增长潜力的经济体；资本市场和债券市场是这一转化的首选载体，这将对资本市场规模、市场投资者结构、证券公司经营模式转型产生深远影响。“储蓄分流”的长期效应是我们分析金融业发展趋势的基本思路，也是认为证券业进入成长期起点的重要理论依据。

■ 兼具题材和价值成长特征的证券股如何估值？

证券公司盈利特征决定了其投资和估值方法的特殊性。我们通过业务价值评估法估值法测算了全部上市券商的股价安全边界，建议重点关注溢价幅度较小的中信证券、海通证券和东北证券，以及业绩增长幅度较大的国元证券。此外部分参股券商概念股也可能因股权出售或分红等因素获益。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000686	东北证券	谨慎推荐
000728	国元证券	谨慎推荐
600030	中信证券	推荐
600837	海通证券	谨慎推荐

行业相对市场表现（近12个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

中信证券	07A	08E	09E
PE	6.88	22.60	19.74
PB	1.58	2.88	2.69

海通证券	07A	08E	09E
PE	10.47	34.39	26.58
PB	1.55	2.86	2.71

相关研究

《证券业：题材还是价值成长？》2009-2-16

分析师：

刘俊
027-65799532
liujun@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤
(8621) 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

一季度业绩超预期	4
一季度成交量接近去年同期水平	4
区域型券商市场份额逆势上升	7
投行业务等待 IPO 重启	8
资产管理和基金管理业务持续发展	9
自营业务浮亏转盈	10
一季度业绩预测	12
从储蓄率下降趋势看证券业的发展	12
储蓄分流推动资本市场规模增长	12
机构投资者持股比重增加	15
金融深化与证券公司经营模式转型	17
二季度投资策略与目标选择	19
业务价值评估法测算股价安全边界	19
投资策略	21

图表目录

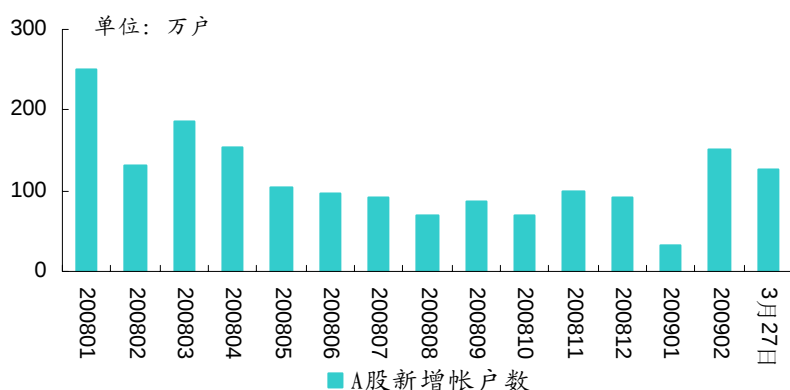
图 1: 最近 2 个月 A 股新增帐户数有所回升	4
图 2: 08 年 1 月以来月度股票基金交易额的变化	4
图 3: 3 月份日均交易量好于预期	5
图 4: 2009 年股票基金交易量有望小幅超越 2008 年	5
图 5: 2009 年市场限售解禁情况	6
图 6: 限售股解禁是 08 年以来市场规模持续扩大的主要原因	6
图 7: 月度换手率表明市场活跃度已经超越熊市最低迷时期	7
图 8: 最近两年券商实际佣金费率下降幅度较小	7
图 9: 1-2 月区域性券商市场份额竞略有上升	8
图 10: 网点整合因素使宏源证券最近 2 个月市场份额上升幅度较大	8
图 11: 一季度投行业务发行费用排名	9
图 12: 2008 年以来各季度基金发行情况	9
图 13: 2008 年一季度上市券商自营业务实现的收益和浮亏情况	10
图 14: 美国经济增速与证券市场规模变化情况对比	13
图 15: 日本经济增速与证券市场规模变化情况对比	13
图 16: 美国、日本和新兴市场地区股票市值规模的变化	13
图 17: 美国 1980—2001 年间个人储蓄率的变化	14
图 18: 1990 年后股票和基金占美国家庭金融资产比重上升较快	14
图 19: 日本资本市场繁荣的 1980 年代家庭金融资产结构的变化	15
图 20: 1995 年后美国机构投资者持股市值比重最终超越个人投资者	16
图 21: 美国机构投资者持股市值比重的变化体现出其多元化特征	16
图 22: 1989 年后外资持有日本上市公司股权的比重持续上升	16
图 23: 1993 年后美国投资者对日本市场交易额的贡献举足轻重	17
图 24: 2004 年后基金等机构占 A 股流通市值的比重上升较快	17
图 25: 上市券商营业部和服务部数量比较	18
图 26: 1980 年以来不同阶段纽交所会员券商收入结构的变化	19
图 27: 2008 年中国证券业的收入结构非常单一	19
 表 1: 一季度投行发行费用状况及同期对比	8
表 2: 一季度新成立的证券公司集合资产管理计划一览	10
表 3: 2008 年国元证券交易性金融资产变动状况	11
表 4: 2008 年东北证券交易性金融资产变动状况	11
表 5: 2008 年国金证券交易性金融资产变动状况	11
表 6: 2009 年一季度上市券商业绩预测	12
表 7: 上市券商股价安全边界测算	20
表 8: 持有上市券商股权的主要上市公司一览	21
行业重点上市公司估值指标与评级变化	22

一季度业绩超预期

一季度成交量接近去年同期水平

2009 年 1 季度，上证综指从期初的 1834.95 点到期末的 2373.21 点上涨了 29.48%，累计上涨 27 个交易日，下跌 21 个交易日，带动 A 股开户数大幅度回升，尤其是最近 2 个月 A 股新增开户数持续突破百万户，回升至 2008 年 5 月前的水平，表明投资者的信心和市场活跃度得到较大程度的恢复。

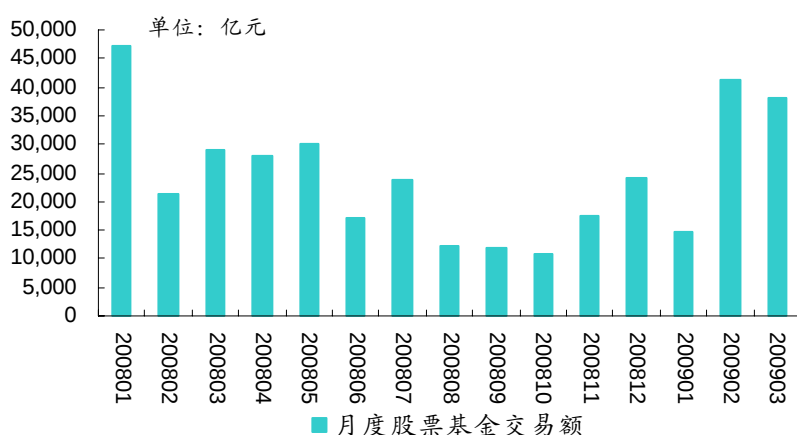
图 1：最近 2 个月 A 股新增帐户数有所回升



资料来源：长江证券研究部

一季度各月份两市股票、基金成交金额分别为 1.49、4.14 和 3.8 万亿元，累计成交金额 9.45 万亿元，仅比去年同期减少 3.46%，由于 08 年一季度是市场交易量和券商单季度业绩的高点，今年一季度市场交易量的持续活跃，将推动证券业一季度乃至全年业绩超出市场此前预期，部分证券公司一季度或者全年业绩有望实现增长。

图 2：08 年 1 月以来月度股票基金交易额的变化



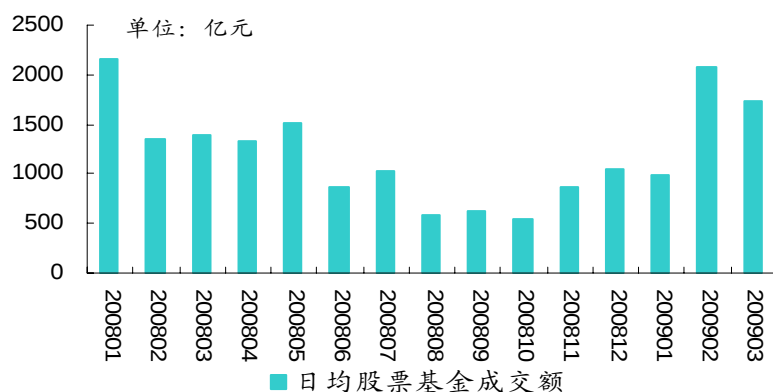
资料来源：长江证券研究部

虽然证券市场变化莫测，市场交易量起伏也较大，但我们看好今年的市场成交量和部分证券公司业绩增长的观点并非盲目乐观，理由有三：

理由之一：三、四季度交易量有望同比大幅增长

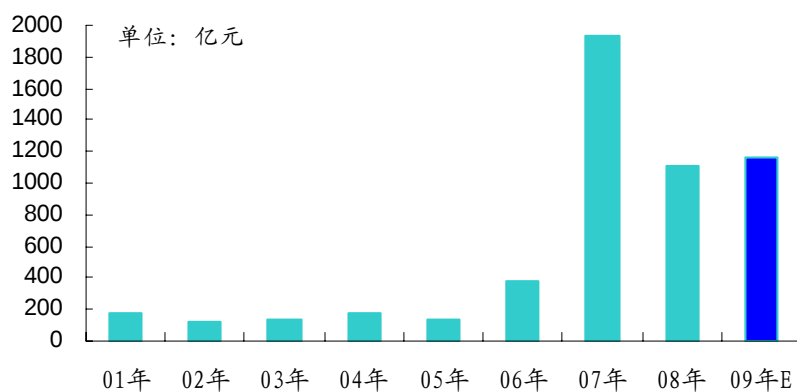
09 年前 3 个月日均股票、基金交易量分别为 990、2069 和 1737 亿元，08 年同期为 2151、1341、1383 亿元，此外 08 年 4 月和 5 月日均交易量分别为 1326 和 1502 亿元，其余月份日均交易量均在 1050 亿元以下，最严重的 7、8、9 月交易量不足 650 亿元，因此在今年震荡市的趋势下，预计二季度交易量也能接近甚至超越去年同期水平，而全年交易量则有望实现小幅增长。

图 3：3 月份日均交易量好于预期



资料来源：长江证券研究部

图 4：2009 年股票基金交易量有望小幅超越 2008 年



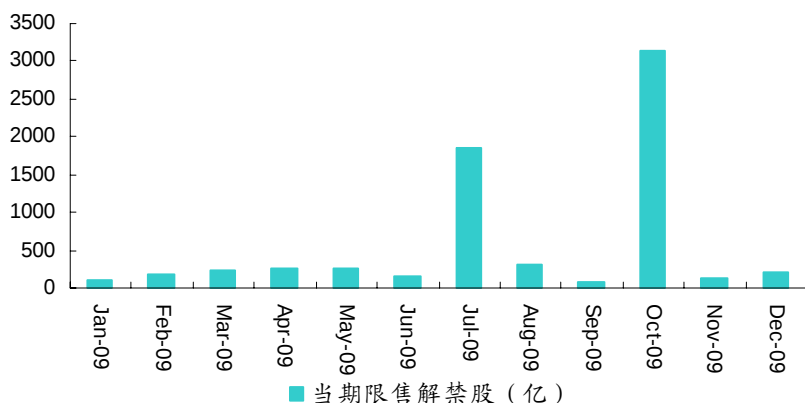
资料来源：长江证券研究部

理由之二：限售股解禁对市场规模和交易量的提升效应

证券公司业绩与交易量密切相关。美国和日本等发达市场的经验表明，虽然经纪业务对大型券商的收入贡献目前已不足 10%~20%，但证券公司的业绩与股票交易额的变化仍密切相关，与指数的走势关联度则相对较低。原因在于股票交易额的增长表明市场活跃，促进了证券公司其他业务收入的增长，把握成交量变化所产生的经营拐点是投资证券股的关键，而市场成交量与市场规模——即可供交易的股份数量密切相关。

虽然最近一年多以来市场融资规模剧减，但以“大、小非”为主的限售股份的解禁，为市场新增了可观的可供交易股份数量。2009 年，上市公司限售股份比重将由年初的 63%（扣除部分国有比重较大的行业后为 40.5%），下降至年末的 25%，随着解禁股份数量的持续上升，以及国有和法人股东（非基金等专业机构投资者）持股比重的下降，市场规模的扩张将进入较快的上升通道。

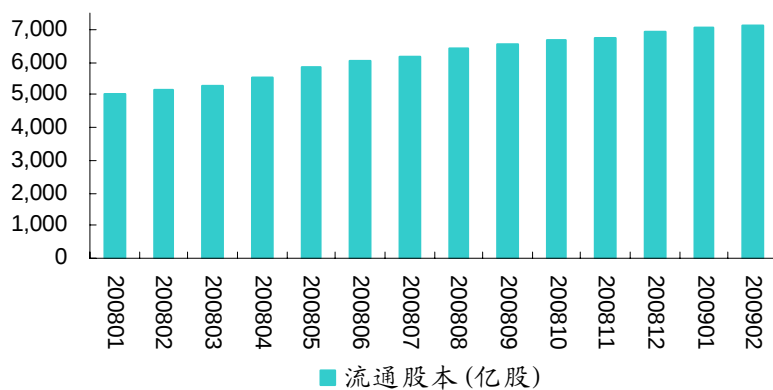
图 5：2009 年市场限售解禁情况



资料来源：长江证券研究部

2008 年以来，市场融资规模迅速下降，但由于限售股份的解禁，市场流通股本（忽略送股等因素）增长了 42.54%，即 2124 亿股，而 2006 和 2007 年市场融资比较活跃时期，新增可交易股份数量也仅 2415 亿股。巨量解禁股份相当于大规模的融资，有力的促进市场规模的增长。

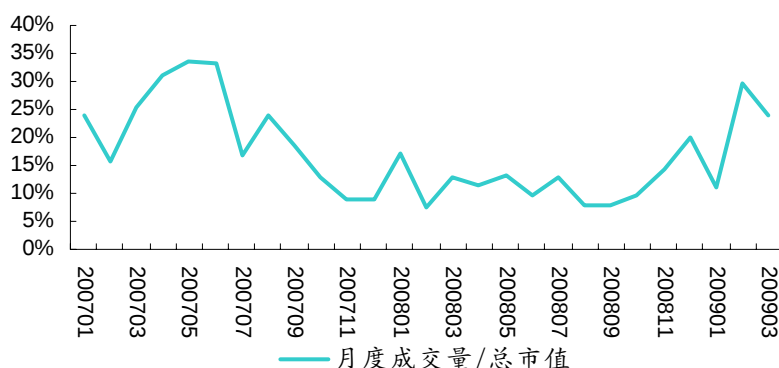
图 6：限售股解禁是 08 年以来市场规模持续扩大的主要原因



资料来源：长江证券研究部

流通股份数量的增长并没有对市场形成不可抵抗的资金压力，从月度成交量与市值规模比值看，市场活跃程度没有下降到 07 年以前的水平，09 年一季度的情况也好于 08 年，因此我们认为市场规模的增长使市场交易量上升到新的水平，这对于证券业的长期发展具有积极意义。

图 7：月度换手率表明市场活跃度已经超越熊市最低迷时期

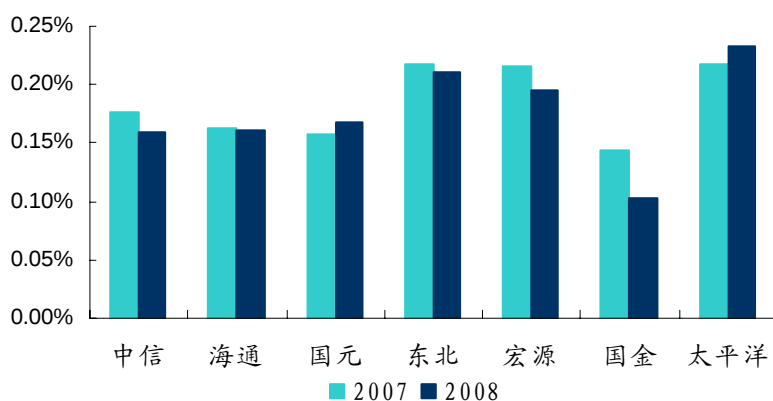


资料来源：长江证券研究部

理由之三：佣金费率下降幅度较小

与市场预期所不同的是，08 年交易量锐减、佣金价格战等因素并没有使券商佣金水平大幅下挫，经过测算，除国金证券外，多数券商 08 年佣金水平（以股票基金交易量为基础测算）较 07 年下降幅度在 10% 以内，国元证券和太平洋证券还因为营业网点整合、加强经营管理等因素使我们所测算的佣金水平略有上升。

图 8：最近两年券商实际佣金费率下降幅度较小



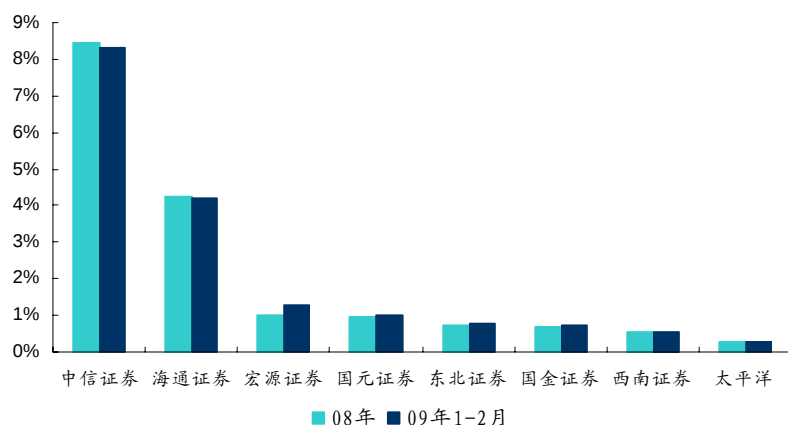
资料来源：长江证券研究部

区域型券商市场份额逆势上升

与 08 年一季度不同的是，今年 1-2 月（上交所目前尚未发布 3 月份券商交易排名数据）券商的股票、基金交易排名发生了戏剧性的变化，主要特征是不少经纪业务区域特征明显的券商市场份额较 08 年末有所增长，而中信、海通等数家全国性券商的市场份额却略有下降。目前我们尚不能断定这种情形的出现是经济波动对发达地区的影响所致，因为券商经纪业务营销策略的变化，以及月度交易量的波动因素等都可能市场份额集中度提升的趋势出现异常，需要进一步观察。

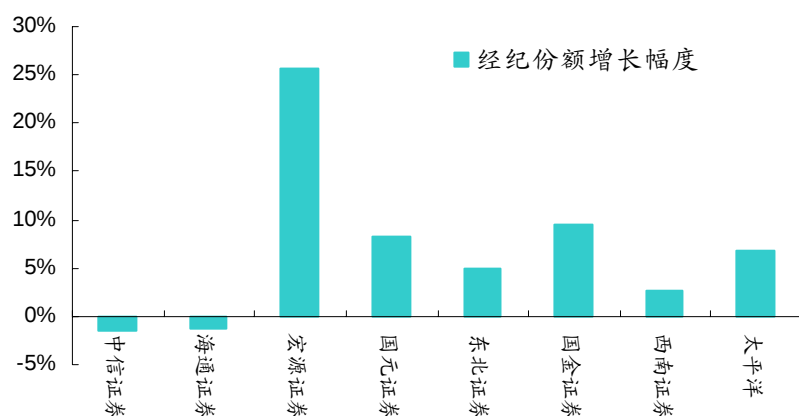
值得一提的是，虽然区域性证券公司经纪业务管理能力和营销能力普遍弱于一线券商，但随着过去两年营业网点整合、加强管理和营销等，并不难理解这类券商市场份额有所恢复，例如齐鲁证券、宏源证券、国金证券等。今、明两年服务部升级的浪潮则可能使区域性券商在其所属省份的市场份额和渗透能力进一步提升，甚至能维持较高的佣金水平。

图 9：1-2 月区域性券商市场份额竟略有上升



资料来源：长江证券研究部

图 10：网点整合因素使宏源证券最近 2 个月市场份额上升幅度较大



资料来源：长江证券研究部

投行业务等待 IPO 重启

由于市场融资渠道几乎枯竭，2009 年一季度证券公司投资银行业务收入惨淡，仅增发融资 365.7 亿元，对应的增发发行费用为 2.4 亿元，较去年同期的 9.3 亿元下降 74%，而 IPO 和配股发行费用为零。

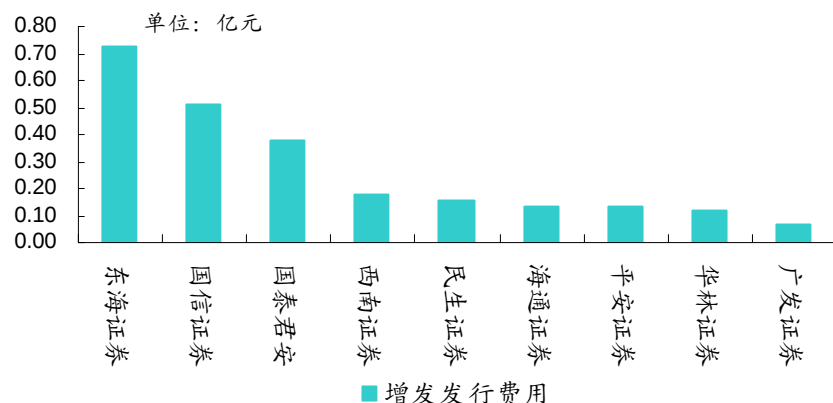
表 1：一季度投行发行费用状况及同期对比

单位：亿元	IPO 发行费用	增发发行费用	配股发行费用
1Q08	12.84	9.30	1.42
1Q09	0.00	2.40	0.00

资料来源：长江证券研究部

上市券商中，仅海通证券和西南证券各收获了一单定向增发项目，发行费用分别为 0.18 和 0.14 亿元，对业绩的贡献幅度很小。

图 11：一季度投行业务发行费用排名



资料来源：长江证券研究部

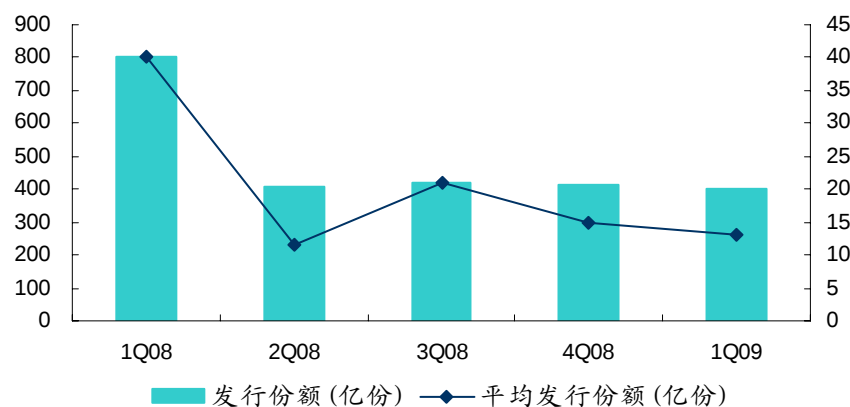
我们认为，A 股市场融资功能长期缺失的情形是不能持续的，尤其是在刺激经济政策的号召下，证券市场将为企业融资做出相应的贡献，这也是我们此前坚持认为今年必然推出创业板等融资政策的原因。当然，在市场融资功能重新恢复之前，也会出台完善发行制度（包括再融资）的相关政策，这对于投行业务经营模式、竞争格局均会产生深远的影响。此外，创业板市场推出后，证券公司直接投资业务最早有望在明年下半年产生收入贡献。

随着创业板企业的上市，以及市场其他融资功能的恢复，预计三、四季度证券公司投资银行业务再度恢复，但全年业务收入难以超过 2008 年。

资产管理和基金管理业务持续发展

2009 年一季度共有 20 只基金发行并成立，共募集份额 402 亿份，其中股票型和混合型基金 210 亿份。新基金的发行使基金公司资产份额增长 1.55%，但由于去年一季度是基金发行的高峰期，因此基金规模的增长更多的依靠市场回暖后净申购份额的增加。

图 12：2008 年以来各季度基金发行情况



资料来源：长江证券研究部

此外，一季度共有 16 只证券公司集合资产管理计划发行或成立，其中有 10 只产品募集完毕，募集资金 121 亿元，另有 6 只产品尚处于推广期。而去年同期成立了 4 只产品，募集资金规模约 54 亿元，表明自 2008 年下半年以来，证券公司资产管理业务的加速趋势没有改变。

表 2：一季度新成立的证券公司集合资产管理计划一览

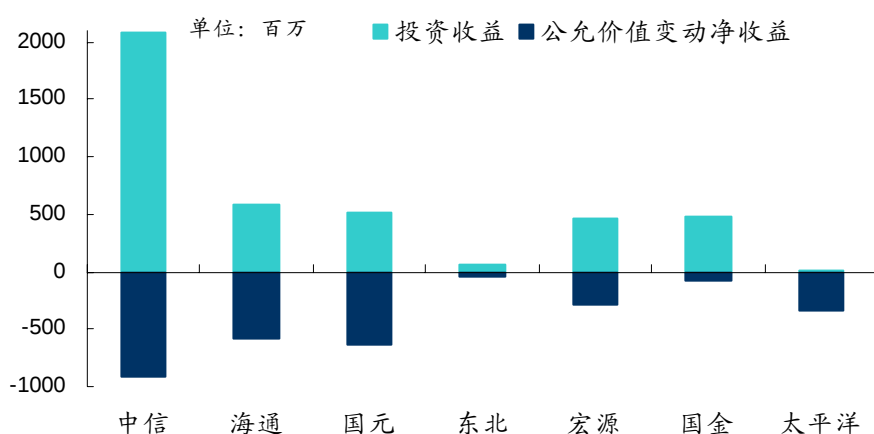
名称	管理人	投资类型	管理费率 (%)	成立规模 (亿元)
兴业卓越 1 号	兴业证券	债券型	0.67%	18.78
国都 2 号安心理财	国都证券	FOF	1.20%	6.85
华泰紫金鼎锦上添花	华泰证券	混合型	1.20%	17.69
中金增强型债券	中金公司	债券型	0.75%	7.38
光大阳光 5 号	光大证券	债券型	1.00%	12.91
平安年年红债券宝	平安证券	债券型	0.50%	1.55
中银国际中国红 1 号	中银国际	混合型	1.50%	2.50
海通季季红	海通证券	债券型	0.80%	10.30
中信债券优化	中信证券	债券型	0.80%	40.30
长江超越理财 3 号	长江证券	混合型	1.00%	2.69

资料来源：长江证券研究部

自营业务浮亏转盈

由于市场波动和投资时点选择等原因，证券公司自营业务收入难以准确预测，但对比 08 年一季度券商投资收益和公允价值变动净收益的状况，可以判断去年同期实现的投资收益较少、且 08 年四季度浮动亏损较大的券商，今年一季度自营业务收入有望实现一定增长。

图 13：2008 年一季度上市券商自营业务实现的收益和浮亏情况



资料来源：长江证券研究部

此外，鉴于非权益类证券占证券公司自有资金投资规模的比重越来越大，目前二级市场实际股票投资规模较小，我们更倾向于对比以往和市场平均的自有资金投资收益率，测算证券公司的自营投资业务收入，这也是证券公司自营业务和资产配置的发展趋势。预计海通证券、国元证券、太平洋证券一季度自营业务收入环比增长幅度较大。

根据三家券商（不含长江证券）披露的年报，以及 A 股指数平均上涨幅度，可以部分预测一季度券商浮动亏损转盈的规模和出售可供出售金融资产能够实现的投资收益上限。

国元证券 08 年末交易性金融资产公允价值余额 15.34 亿元，其中股票类资产仅 0.108 亿元，绝大部分是短期融资券、债券和基金资产，可供出售金融资产公允价值余额 1.36 亿元，其中股票类资产仅 0.106 亿元。

表 3：2008 年国元证券交易性金融资产变动状况

国元证券	年末余额		年初余额		
(百万)	投资成本	期末公允价值	成本	公允价值	公允价值变动损益
股票	11.17	10.81	955.73	1,485.37	(530.00)
债券	292.61	295.52	623.08	626.99	(1.00)
基金	211.93	207.88	277.15	379.99	(106.88)
小计	515.71	514.22	1,855.95	2,492.35	(637.88)

资料来源：长江证券研究部

东北证券的交易性金融资产余额 1.15 亿元，全部是股票类资产，可供出售金融资产公允价值余额为 0.3 亿元，主要是股票类资产。

表 4：2008 年东北证券交易性金融资产变动状况

东北证券	年末余额		年初余额		
(百万)	投资成本	期末公允价值	成本	公允价值	公允价值变动损益
股票	166.99	115.15	330.82	408.61	-129.62
债券			0.99	1.16	-0.17
基金	0	0	0	0	0.00
小计	166.99	115.15	331.81	409.76	-129.79

资料来源：长江证券研究部

国金证券的交易性金融资产余额 14.24 亿元，绝大部分是债券类资产，可供出售金融资产公允价值余额为 0.92 亿元，全部是存量股票类资产。

表 5：2008 年国金证券交易性金融资产变动状况

国金证券(百万)	年初余额	年末余额	初始成本
股票	189.73	0.57	0.57
权证	83.66	0.00	0.00
债券	19.99	1398.80	1383.62
基金	0.43	25.02	25.00
小计	293.80	1424.39	1409.19
公允价值变动损益	62.80	-59.75	-

资料来源：长江证券研究部

由此可以看出，三家券商的股票存货并不多，交易性金融资产中股票比重也很低，表明权益类投资占证券公司自营资产比重下降的趋势已经形成，自营业务收入将更依赖于稳健的资产配置和灵活的投资策略，资本规模和资产配置能力将决定自营业务收入的丰厚，这对于自有资金相对丰富的海通证券、国金证券将形成较大的挑战。

一季度业绩预测

综合上述因素，预计国元证券和海通证券实现一季度业绩同比增长的概率较大；宏源证券和东北证券也有望接近甚至超越去年同期业绩；预计太平洋证券能够扭亏为盈；中信证券由于去年一季度自营投资获益不菲，今年一季度业绩更多的取决于自营股票投资的收益率和费用控制情况；国金证券去年一季度出售自营存量股份力度较大，今年的业绩则取决于资金使用效率和出售“存货”的力度。

表 6：2009 年一季度上市券商业绩预测

单位：百万	中信	海通	国元	东北	宏源	国金	太平洋
营业收入	5,061	2,199	496	430	567	415	181
手续费及佣金净收入	3,493	1,520	334	294	419	140	98
利息净收入	381	243	27	56	50	15	8
自营业务收入	1,187	435	134	80	97	219	75
营业支出	1,948	770	238	198	173	93	63
管理费用	1,721	638	208	172	142	75	53
利润总额	3,112	1,429	258	232	394	321	118
所得税	654	350	52	57	99	80	29
净利润	2,262	1,047	206	170	296	241	89
每股收益	0.34	0.13	0.14	0.29	0.20	0.48	0.06
同比增长率	-10.98%	16.59%	108.80%	-5.17%	-2.71%	-33.69%	-

资料来源：长江证券研究部

从储蓄率下降趋势看证券业的发展

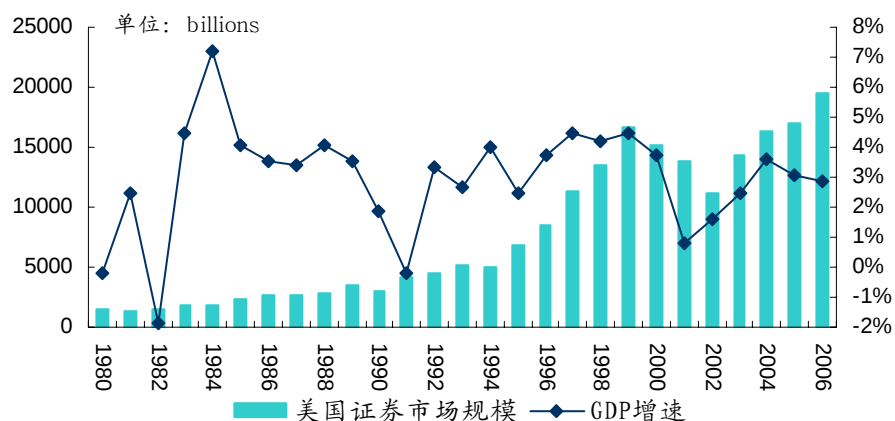
3 月 24 日，央行行长周小川撰文论及储蓄率的问题，指出中国居民的高储蓄率，既与经济高速增长阶段收入转为储蓄比率有关，也与中国居民社会文化和家庭观念有关，而社保体系的完备程度与储蓄率高低却并无绝对的对立关系。降低储蓄率是政府部门的长期意图，当局不仅需要借此扩大内需、刺激消费，还希望储蓄盈余流入高增长潜力的经济体。我们认为，资本市场和债券市场将是这一转化的首选载体。

储蓄分流推动资本市场规模增长

经济减速并不意味着资本市场发展的停滞。虽然经济增速的变化与股票市值规模具有一定的相关性，但在资本市场发展的初期，资本市场的发展更多的依靠新上市股份数量和新增资金的推动，与经济波动的相关度相对较小。

中国仍处于以工业化和城镇化为特征的现代经济形态形成时期，证券业的发展不仅受益于金融体制、金融市场和监管模式改革所产生的制度效应，更受益于金融深化、居民金融品需求增长的需求效应，这一切都可以概括为储蓄率下降、“储蓄分流”趋势下的金融资产重新分配现象——非银行金融机构资产规模增长和居民家庭金融资产结构中储蓄比重的下降。由于中国企业非信贷融资渠道贫乏，受经济减速的影响，债券市场和资本市场的发展出现加速迹象，美国、日本 1980~2000 年间资本市场的快速发展轨迹能够给我们有益的启示。

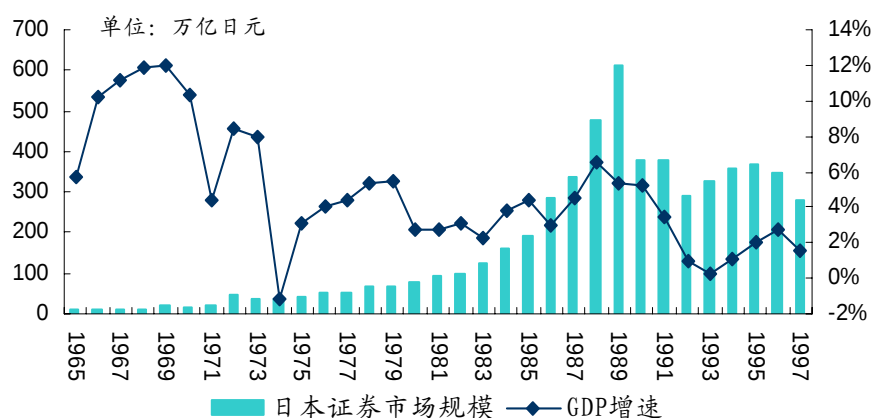
图 14: 美国经济增长与证券市场规模变化情况对比



资料来源：长江证券研究部

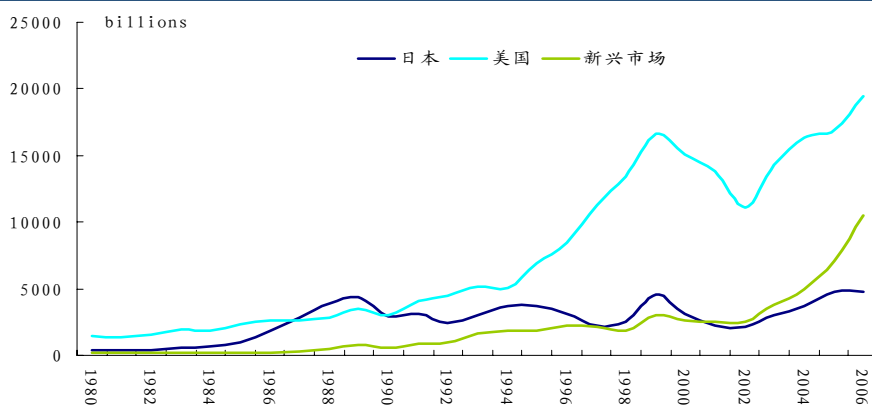
日本在经历了 19760、1970（不含 1974）年代的高增长阶段后，1980 年代经济增速相对疲软，但在企业非信贷融资需求上升的推动下，债券市场和资本市场发展迅速，并一度超过了美国，这种格局随着 1990 年代日本经济停滞和海外企业在美国上市数量剧增才得以扭转。

图 15: 日本经济增长与证券市场规模变化情况对比



资料来源：长江证券研究部

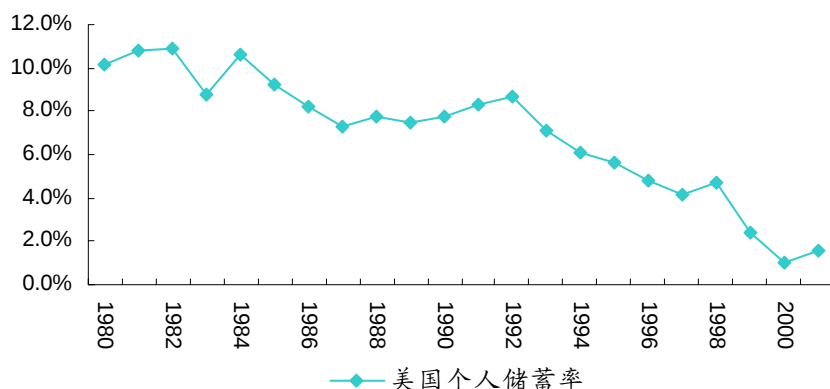
图 16: 美国、日本和新兴市场地区股票市值规模的变化



资料来源：长江证券研究部

从居民部门角度，也可以发现在资本市场快速发展初期，居民储蓄率不断减少，家庭金融资产结构中非现金和存款资产的比重有着明显的下降。

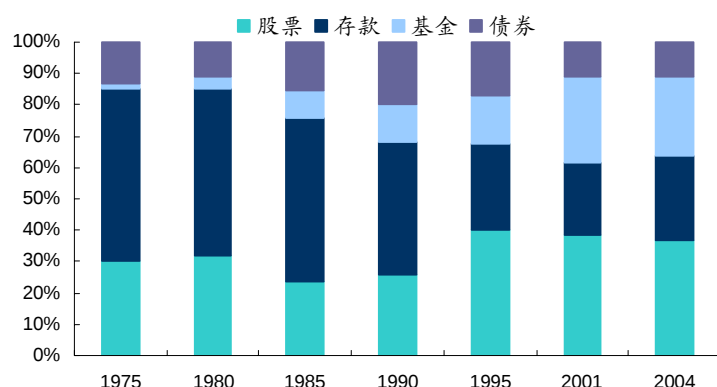
图 17：美国 1980—2001 年间个人储蓄率的变化



资料来源：长江证券研究部

在 1975 至 2004 年各年份中，美国家庭流动性金融资产（不含保险资产）结构发生了较大变化，存款的比重由 55% 下降至 27%，股票资产的比重接近 40%，基金资产（包括年金基金和证券公司管理的各类基金）的比重由 2% 上升至 25%。

图 18：1990 年后股票和基金占美国家庭金融资产比重上升较快

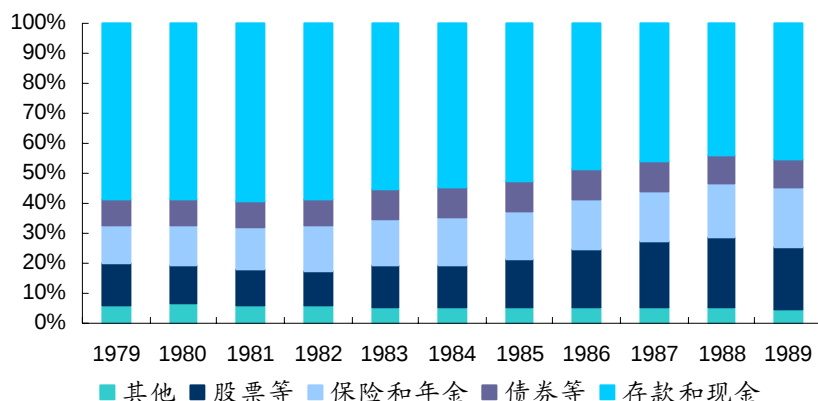


资料来源：长江证券研究部

日本虽然作为典型的高储蓄率国家，但也经历了类似的情形：在 1980 年代经济增速放缓后，经济体更具有成熟特征，资本市场发展迅速，居民家庭金融资产中存款和现金的比重由 63% 下降至 45%，股票、保险和年金等资产比重分别由 13% 左右上升至 20%。

在研究日本家庭金融资产结构的变迁中，我们还发现证券市场的大幅度波动对日本居民的影响远甚于美国家庭。1991 年之后，由于日本市场长期低迷，股票类资产占家庭金融资产的比重呈长期下降趋势（个别牛市年份除外），目前已不足 10%，现金和储蓄类资产回升至 49%，保险和年金类资产比重持续上升至 27%。我们认为，证券市场的长期低迷有损个人投资者的热情，但储蓄分流的趋势将不会改变，即使在高储蓄率的亚洲家庭也是如此。

图 19：日本资本市场繁荣的 1980 年代家庭金融资产结构的变化



资料来源：长江证券研究部

因此，我们可以这样理解经济减速期资本市场快速发展的现象：一方面是由于经济波动与贷款增速具有高度相关性，经济减速或者低速增长阶段企业信贷需求下降，更倾向于成本较低的债券和股权融资；另一方面是居民部门在高储蓄阶段后投资需求增加，促进资本市场交易活跃，因此家庭持股市值规模，以及个人投资的基金和年金等机构投资者资产规模迅速扩张，造就资本市场的繁荣。

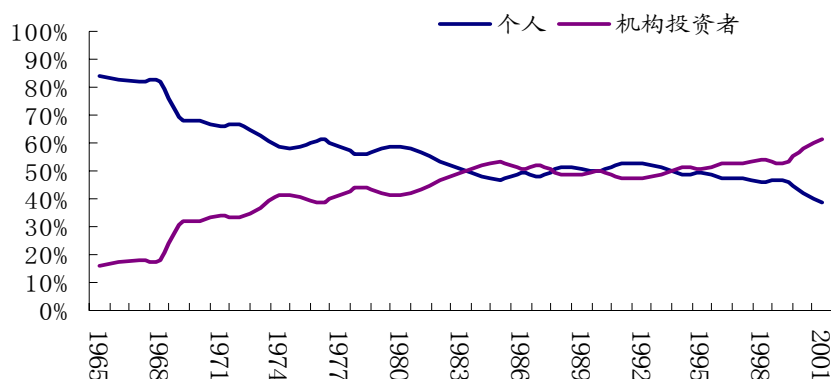
虽然中国资本市场仍承受着股权分置改革后遗症的困扰，机构投资者发展仍显缓慢，市场制度不完善也导致融资功能丧失，但这些更多的属于制度层面的障碍，中国偏高的个人和企业储蓄率也将逐步下降，储蓄分流和居民日益增长的投资理财需求，是推动市场持续发展的源动力。

机构投资者持股比重增加

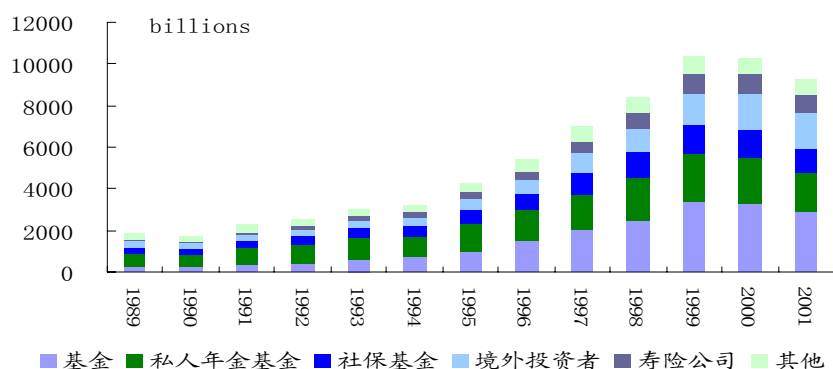
储蓄率的下降也促进了基金、保险、年金、私募等各类机构投资者的发展，使机构投资者规模和持股市值比重持续增长。对于证券公司而言，个人投资者持股市值和交易量比重的下降，不断改变证券公司客户结构和收入结构，为机构投资者提供的资产管理、交易和融资等服务的收入，超过了个人客户的收入比重，这也是经纪佣金比重持续下降的重要原因，因此不能认为个人投资者持股市值比重的下降代表着证券公司佣金收入的绝对流失。

美国证券市场发展较早，个人投资者持股市值比重一直较高。在 1965 年，美国个人投资者持股市值的比重超过了 80%（不包括上市公司股东的持股比例），但在 1980 年之后缩减至 50% 以内，进入 1990 年之后，随着机构投资者的迅速发展和境外机构投资者数量的增长，个人投资者的持股市值比重下降至 30% 以下。

1990 年后，除了基金之外，美国市场中私人年金基金（包括按 401k 条款投资的基金）、境外投资者（包括 QFII）等机构投资者发展也非常迅速。机构投资者类型的丰富有利于避免单一机构投资者对市场话语权的垄断，减少市场单边波动。

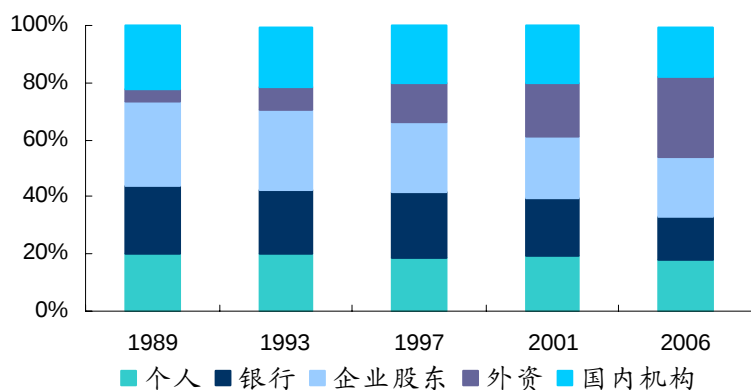
图 20：1995 年后美国机构投资者持股市值比重最终超越个人投资者


资料来源：长江证券研究部

图 21：美国机构投资者持股市值比重的变化体现出其多元化特征


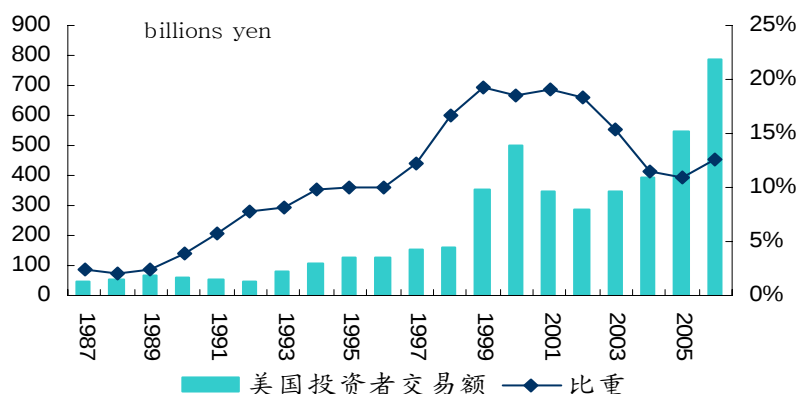
资料来源：长江证券研究部

日本 1989 年后经历了资本市场的动荡期，上市股份的持有者结构也发生了较大的变化，呈现两个特征：一是银行和企业股东（银行持有上市公司股份比重较大）的持股比重由 1989 年的 52.7% 下降至 2006 年的 36%，尤其是 1997 年后市场恢复阶段减持比重较大；二是外资机构投资者发展迅速（尤其是美资机构），由 4.2% 上升至 28%，对交易量的贡献度也较大，挤占了国内机构投资者和个人投资者的部分空间。

图 22：1989 年后外资持有日本上市公司股权的比重持续上升


资料来源：长江证券研究部

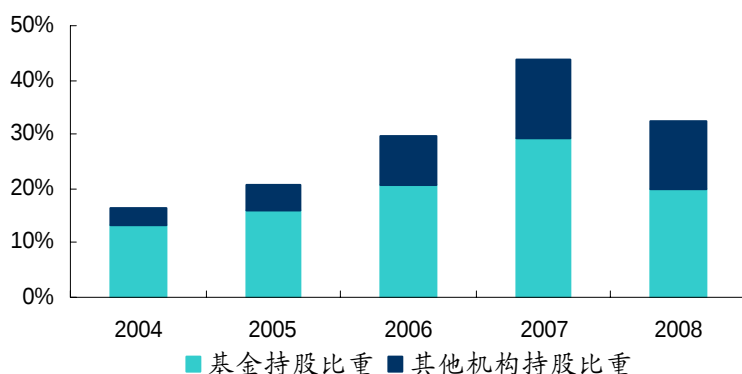
图 23: 1993 年后美国投资者对日本市场交易额的贡献举足轻重



资料来源：长江证券研究部

A 股市场 2004 年后基金规模增长较快，同时 2006 年之后保险等机构投资者发展也很快，两类机构持有流通市值比重由 2004 年的 16.53% 上升至 32.32%，几乎增长了一倍。目前，中小保险公司将获得直接投资 A 股的资格，各类私募机构发展迅猛，券商资产管理规模逐步壮大，将推动机构投资者持股比重进一步提高。

图 24: 2004 年后基金等机构占 A 股流通市值的比重上升较快



资料来源：长江证券研究部

由此可以预测，中国上市公司股东持股比重（含国有股东）也将在市场快速发展阶段经历比较快的下降过程，同时机构投资者，尤其是外资机构投资者持股比重将明显增长。

金融深化与证券公司经营模式转型

我们还注意到，在美国和日本资本市场快速发展阶段，证券公司盈利水平不断创出新高，但收入结构和经营模式却发生了深刻的变化。金融深化的因素即使证券公司在产品种类和地域上有了更多的业务拓展空间，也对证券公司自身有着很大的影响。目前，我们注意到中国证券业出现了类似的两个特征：

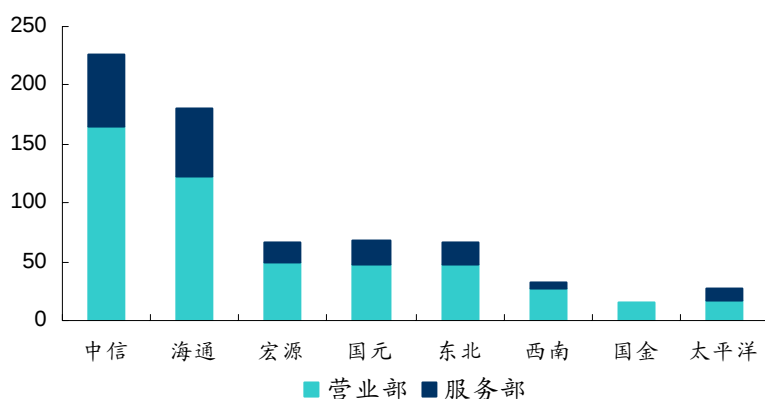
特征之一：营业网点向二、三线城市渗透

根据 2008 年 4 月 8 日中国证监会发布的《关于进一步规范证券营业网点若干问题公开征求意见的通知》，符合一定条件的证券公司可以在监管地或者全国每次申请新设 5 家以内的营业网点，并要求在 2010 年以前把符合条件的服务部全部升级为营业部，由于规定未来营业网点不允许迁址，这意味着拥有在全国新设网点资格、服务部数量较多、网点布局合理的优质券商和区域优势突出的券商将获得更多的市场份额，尤其是通过竞争力复制的方式，迅速重点抢占区域省份市场和发达地区二级市场。

我们预计，未来两年内，全国较发达地区的二、三线城市，乃至县城，将拥有至少一家券商营业网点。由于新设营业部和服务部升级多数采取异地新设、调整网点布局的方式，且二、三线城市竞争环境相对宽松，在目前禁止非现场开户的情形下，营业网点的地域渗透，有助于券商提高代理交易量规模和佣金水平。

经纪业务仍是未来一段时间内重要的收入来源。根据证券公司监管条例和风险处置条例，受各利益主体的影响，目前及可预见的未来证券公司市场化方式并购的成本很高，市场份额的提升并不同于境外成熟市场通过并购获得，而将延续着网点扩张、竞争加剧的趋势，营业网点新政将加速经纪业务集中度提高的进程。

图 25：上市券商营业部和服务部数量比较



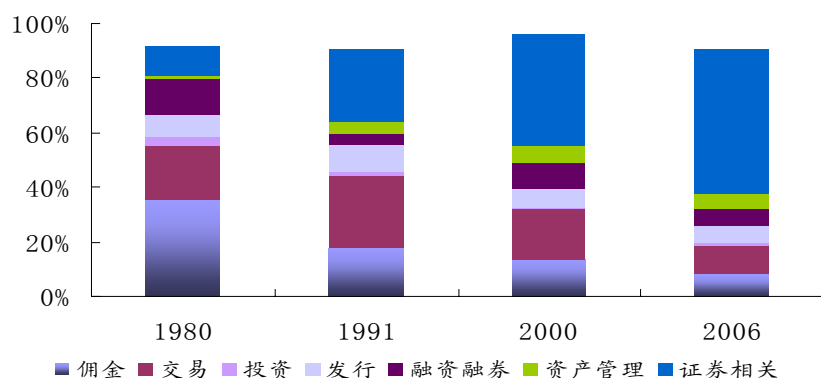
资料来源：长江证券研究部

特征之二：证券公司加速经营模式转型，优化收入结构

经营模式的转型一方面有助于优质券商抓住新业务和客户需求变化的机遇，实现经营管理水平的提升，另一方面能够优化收入结构，部分平滑经营业绩的波动。

以美国证券业为例，如果不考虑高杠杆、高支出的证券相关利息收入，可以发现在资本市场快速成长初期的 1980 和 1990 年代，大型券商佣金收入比重下降较快，而做市商交易、发行承销、资产管理等业务收入的比重增长幅度较大。

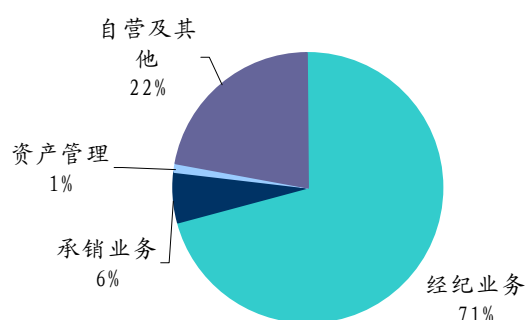
图 26：1980 年以来不同阶段纽交所会员券商收入结构的变化



资料来源：长江证券研究部

虽然目前中国证券业收入结构比较单一，经纪和自营业务收入比重较大，但在可预见的几年内，资产管理（含基金管理）、融资融券和直接投资业务将成为证券公司比较可观的常规收入来源。与此相对应的，证券公司经纪等业务的经营模式也将发生较大改变，目前的粗放式、依靠通道业务收入的模式将逐步向注重网点覆盖力、客户价值深度挖掘、提升综合服务和销售能力方向发展，因此我们选择优质券商的标准，不仅注重资本和网点规模，也考虑业务管理能力、客户潜在价值等多重因素。

图 27：2008 年中国证券业的收入结构非常单一



资料来源：长江证券研究部

二季度投资策略与目标选择

业务价值评估法测算股价安全边界

我们在 2 月份发布的行业深度报告《证券股：题材还是价值成长》中指出，证券公司具有独特的盈利特征，不能用简单的 PE 和 PB 方法衡量证券公司的投资价值，甚至因为增资扩股等因素形成的权益乘数倍数差异，也不能用 ROE 等指标衡量证券公司的盈利能力。对于证券股紊乱的估值体系，我们提出了两种估值方法，一种是修正后的权益自由现金流方法，另一种是业务价值评估法。两种方法中，后者相对更加简便、明了，能够有效的评估证券公司各项业务隐含的最低市场价值。

在此我们重新梳理了业务价值评估法的思路，并对全部券商股进行了合理价值测算。

业务价值评估法的基本思路是通过分析证券公司的主要业务的收入历史记录和未来趋势，评估证券公司经纪业务和投资银行业务的牌照价值，资产管理业务的规模价值，以及自营等投资业务的保守收益，主要业务的评估价值与净资产之和便是企业价值安全边界。

鉴于测算的简洁性，不考虑利息收入和未来新业务等所产生的收益等，也不考虑证券公司抛售所持有的限售解禁股产生的短期收益，因为这些非经常性收益虽然短期内能大幅度提升业绩，但并不具备可持续性，也不能有效提升公司整体价值，所以理应剔除。

业务价值评估法的具体测算标准是：

1、经纪业务根据以往的佣金水平和市场份额，预测未来十年的业务收入，其折现至目前的业务收入之和便是经纪业务牌照价值，经过测算，平均每家营业部的经纪业务价值符合以往营业部转让的价格。类似的，以投资银行业务未来十年的收入折现之和评估其牌照收购价值，由此计算的作业价值也低于以往的收购价值。

2、资产管理和基金业务以管理资产规模和价值系数评估其价值，价值系数是收购价格与资产管理规模的比值，参考目前国内大型基金股权转让平均 7% 的价值系数，以及以往境外资产管理公司并购中 3% 以上的价值系数，给予证券公司资产管理和基金业务 5% 的价值评估系数。基金业务规模以其控股或参股基金公司的股权比例和基金资产规模计算。

值得指出的是，由于国内基金公司和券商资产管理业务平均费率高于境外资产管理业务平均水平，5% 的价值系数实际上低估了目前基金管理业务的价值

3、自营等投资业务以净资产和长期保守收益率 3% 计算，业务价值是未来十年投资回报折现之和。净资产采用 2008 年三季度或者期末数据。

表 7：上市券商股价安全边界测算

业务价值	中信证券	海通证券	东北证券	国元证券	宏源证券	国金证券	太平洋证券
经纪业务	46,159	23,973	6,140	7,296	8,144	4,265	2,293
资产管理业务	577	345	0	95	50	0	0
基金管理业务	9,934	1,533	723	561	0	66	0
承销业务	9,324	1,090	192	193	448	679	130
投资业务	16,181	11,324	677	1,431	1,480	651	447
净资产	53,937	37,746	2,258	4,769	4,933	2,169	1,489
股本	6,630	8,228	8,228	8,228	8,228	8,228	8,228
价值安全边界	136,111	76,010	9,991	14,345	15,055	7,830	4,359
每股安全边界	20.53	9.24	17.19	9.80	10.30	15.66	2.90
目前溢价比界	25.24%	50.35%	40.49%	77.08%	72.28%	138.74%	416.93%

资料来源：长江证券研究部

根据测算，我们认为目前中信证券、海通证券和东北证券相对于其业务价值安全边界溢价幅度相对较小。业务价值评估法测算出的每股安全边界虽然与目前市价相差较大，但综合考虑了投资者在熊市阶段对券商股的态度，也解决了 PB 估值方法忽略资本积累因素、且不能综合考虑各项业务价值含量的缺陷，可以作为长期投资券商股的价值参照。

因缺乏相关历史数据，暂不考虑西南证券。

投资策略

上半年证券业有望维持较高的景气度

证券公司的业绩与市场活跃程度密切相关，随着市场气氛的变化，股价相对于合理价值往往具有一定的溢价或者折价，波动幅度较大。由于部分券商上半年乃至全年业绩有望持续增长，在市场活跃和证券业景气度较高时期，券商股仍将保持较高的溢价幅度，建议关注业绩增长幅度较大或溢价幅度相对较小的证券股。

同时，由于 2008 年下半年以来券商股解禁比例扩大，上市券商可交易股份数量增长，使更多的机构投资者可以参与券商股，扩大了投资标的选择范围。

关注参股券商概念股

近期还应关注参股券商相关的概念股。一方面的原因是部分持有的上市证券公司股份已经解禁，股权出售将使参股券商上市公司获益不菲；另一方面原因是部分券商已经或者即将实施 08 年度分红，虽然 08 年分红份额较 07 年大幅度减少，但也超过了其他历史年份，一些上市公司将因此获益，使一季度或者中期业绩大幅度增长。

表 8：持有上市券商股权的主要上市公司一览

代码	名称	总股本(亿股)	持有证券公司数量、比例
000850	华茂股份	6.29	持有宏源证券 2010 万股，1.38%。广发证券 5000 万股，2.5%。
600631	百联股份	11.01	持有海通证券 17223 万股。
600811	东方集团	8.90	持有海通证券换股后 41642 万股，5.06%。
600826	兰生股份	2.80	持有海通证券 20292 万股。
600642	申能股份	28.90	持有海通证券 9277 万股。
600739	辽宁成大	4.98	持有广发证券 54611 万股，27.3%，第一大股东。
000623	吉林敖东	2.87	持有广发证券 54200 万股，27.14%，第二大股东。
600881	亚泰集团	11.59	持有东北证券 17848 万股，42.62%，第一大股东。
000543	皖能电力	7.73	持有国元证券 9830 万股，6.71%。
600063	皖维高新	2.27	持有国元证券 6598 万股，4.51%。
000505	珠江控股	4.27	持有西南证券 5325 万股，2.8%。
600108	亚盛集团	14.41	持有西南证券 2130 万股，0.91%。
600292	九龙电力	3.35	持有西南证券 1775 万股，0.76%。
000989	九芝堂	2.48	持有国金证券 13678 万股，27.35%。
000547	闽福发	2.45	持有太平洋证券 4014 万股，2.67%，持有广发证券 793 万股。
600787	中储股份	6.21	持有太平洋证券 5012 万股，3.33%。

资料来源：长江证券研究部

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
600030	中信证券	25.71	1.87	1.14	1.30	13.75	22.60	19.74	3.30	2.88	2.69	推荐	推荐
600837	海通证券	13.89	0.66	0.40	0.52	21.05	34.39	26.58	3.12	2.86	2.71	谨慎推荐	谨慎推荐
000562	宏源证券	17.75	1.39	0.32	0.59	12.72	54.83	30.10	4.32	4.01	3.76	中性	中性
000728	国元证券	17.35	1.64	0.36	0.64	10.58	48.22	27.12	4.92	4.63	4.27	中性	谨慎推荐
000686	东北证券	24.15	2.36	0.65	0.81	10.23	37.29	29.95	6.56	5.94	5.40	谨慎推荐	谨慎推荐
600109	国金证券	37.38	1.32	1.51	0.99	28.28	24.83	37.79	6.53	7.86	6.99	中性	中性
601099	太平洋证券	14.99	0.45	-0.34	0.16	33.31	-44.12	91.40	11.13	14.88	13.76	中性	中性

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部银行业分析师，具有金融领域 4 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。