

[2009.04.13]

季报行情拉开帷幕，关注投资业务的超预期

梁静

董乐

021-38676850

021-38676650

liangjing@gtjas.com

dongle@gtjas.com

本报告导读：
 ➢ 投资收益将普遍超预期，宏源、东北更具超预期可能；
 ➢ 继续看好中信、广发三宝及海通，关注投资更可能超预期的个股。

投资要点：

- **上市券商将进入季报密集发布期。**率先披露的太平洋季报显示，投资业务大幅盈利使得季度业绩达 1.12 亿元，远超我们预期。4 月 10 日板块涨幅 4.5%，即反映了市场对券商季报的乐观预期。
- **投资业务或将继续推动季报超预期。**我们曾预期 1 季度上市券商业绩环比将增长 74%。而交易额爆发增长及投资快速回暖是驱动业绩增长的两大关键驱动因素。从新近公布的券商交易额排序来看，各上市券商的市场份额除国元证券超预期高 11% 外，其余均基本符合预期。而我们对投资收益的预期是建立在 2008 年年末甚至是 3 季度末的资产结构以及 15%-20% 股票收益率基础之上的，并未充分考虑到各公司的投资能力及资产配置上的变化，因此，尽管我们早前预期投资收益环比可增长 30% 以上（参见 4 月 3 日更新报告《开局良好，全年增长可期》），但仍显保守，投资业务仍可能、甚至大幅超越预期，太平洋即为例证。
- **投资业务超越预期表现为两个方面：**通过交易性金融公允价值变动及金融资产变现提升业绩；通过可供出售金融资产公允价值变动提升净资产。
- **投资收益将普遍超越预期，宏源、东北等更具超预期可能。**正如我们前文所指出，由于预期较为保守，所有上市公司都存在超越预期的可能；但投资策略越为灵活，股票投资规模大、占比高，投资净收益同比基数越低，投资业务超越预期的可能性就越大。具体而言，海通、国元和东北因基数较低而同比增长较快，宏源、广发和海通环比也将有显著增长。其中，宏源证券由于交易类和可供出售类金融资产中股票占比均较高，其投资收益和净资产的弹性最大；东北股票类交易性金融资产占比也较高，投资收益的弹性次于宏源，但高于其他券商。中信、海通和长江股票类可供出售金融资产占相对较高，其净资产增幅也较快。
- **我们仍维持对证券行业的 3 大投资策略：**即，（1）投资领先券商、分享行业长期成长；（2）投资广发三宝等参股券商策略；（3）关注中小券商，把握业绩弹性策略。
- **继续看好中信和海通等大券商，**他们将最大程度的受益于行业规模扩张、结构优化以及创新业务推出，由于现金充裕，投资业务亦具想象空间。
- **暂时维持广发三宝 30 元、40 元和 25 元目标价。**广发借壳时间上可能仍有不确定性、但大局已定。广发投资业务弹性不输于中小券商，投资业务超预期没有悬念，而梅雁股份诉讼广发股权案结案将是催化剂。
- **关注受益于投资收益超预期的宏源和东北。**目前估值对应于我们中性预期的 1200 亿元交易额 30-35 倍 PE，且对应于 2000 亿元约 20 倍的 PE，基本反映交易额的乐观预期。但其较高的经纪和投资业务弹性使其业务更具超预期的可能，季报投资业务超预期将带来交易性投资机会。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

证券经纪与交易业	中性
信托业	中性

主要上市公司评级

中信证券	增持
S 延边路	增持
宏源证券	中性
海通证券	中性
国金证券	中性
东北证券	中性
国元证券	中性
长江证券	中性
辽宁成大	增持
吉林敖东	增持
爱建股份	中性
安信信托	中性
陕国投	中性
太平洋	中性

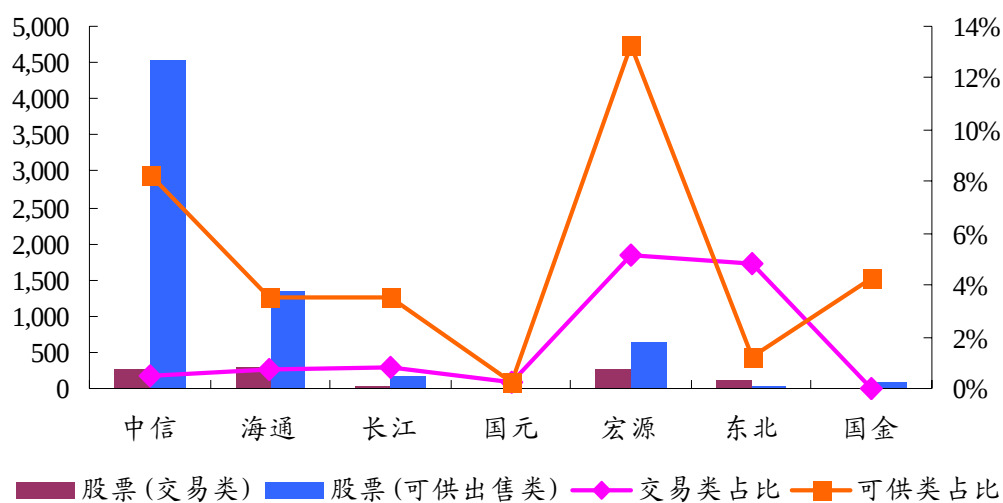
行业指数走势图



相关报告

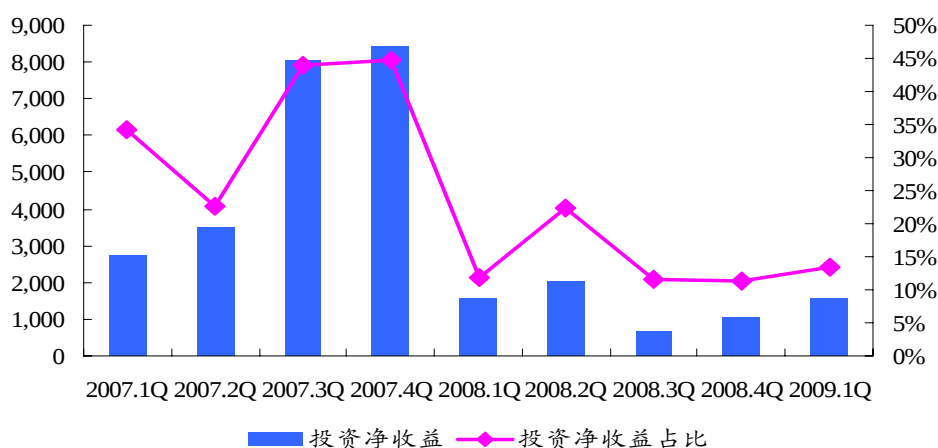
- 监管继续完善，但影响有限 (09.04.08)
- 开局良好，全年增长可期 (09.04.03)
- 创业板：长期收益可观 (09.04.01)
- 成交额爆发式增长 (09.03.02)
- 交易额：想象空间有多大？ (09.02.16)
- 交易持续活跃，2008 年业绩符合预期 (09.02.10)
- 监管会议强化创新预期 (09.01.14)
- 交易额持续回暖，股票承销跌入冰点 (09.01.06)

图 1 上市券商中宏源和东北的自营弹性最大



数据来源：国泰君安证券，上市公司定期报告。均为 2008 年末数据，其中，中信、海通和宏源为预测值。

图 2 上市券商季度投资净收益及其占比变化



数据来源：国泰君安证券，上市公司定期报告。20091Q 为预测值

表 1 我们早前对上市券商 1 季度投资净收益的预期

	中信	海通	长江	国元	宏源	东北	国金	太平洋	西南	广发
投资净收益(百万元)	450	319	93	60	85	60	44	25	76	336
环比	-5%	52%	-19%	18%	256%	21%	-48%	-163%	-246%	87%
同比	-61%	6735%	-60%	148%	-49%	213%	-89%	-108%	-609%	12%

数据来源：国泰君安证券，上市公司定期报告

表 2 我们早前对上市券商 1 季度的业绩预期

	中信	海通	宏源	长江	国元	东北	国金	太平洋	西南	广发
1Q08	2,522	898	340	98	304	179	363	-250	89	976
2Q08	2,248	1,113	294	311	48	164	143	-197	n.a.	841
3Q08	1,128	641	46	39	75	1	184	-88	n.a.	584
4Q08	1,383	649	21	72	11	65	66	n.a.	-74	679
1QE09	1,952	894	229	221	271	164	124	53	112	975

%q/q	-23%	0%	-33%	124%	-11%	-8%	-66%	121%	25%	0%
%y/y	41%	38%	983%	206%	2391%	151%	88%	n.a.	-	44%

数据来源：上市公司定期报告，国泰君安证券。净利润单位为百万元。4 季度业绩中，中信、海通和宏源为预测值；广发各季度业绩均为预测值。

表3 上市公司盈利预测表

	月涨幅	EPS			PE			PB	总市值	投资建议
		2008	2009	2010	2008	2009	2010			
中信证券	17.9	1.10	1.22	1.24	23	21	21	3.13	1693	增持
宏源证券	23.3	0.30	0.49	0.49	59	36	36	5.21	257	中性
辽宁成大	42.8	1.05	1.23	1.34	24	20	19	4.54	226	增持
吉林敖东	37.4	1.53	1.72	1.79	23	20	20	4.09	201	增持
海通证券	14.1	0.38	0.47	0.51	36	29	27	2.97	1138	中性
东北证券	20.9	0.71	0.84	0.90	35	29	27	5.87	142	中性
国元证券	18.0	0.36	0.35	0.45	48	49	38	5.14	249	中性
长江证券	25.3	0.42	0.44	0.49	37	35	31	5.27	259	中性
国金证券	35.9	1.51	1.06	1.16	26	37	34	7.91	195	中性

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

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，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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com