



2009 年 4 月 14 日

证券业

观点聚焦

王松柏

分析员

wangsb@cicc.com.cn

自营业务成为获取超额收益的最主要潜在因素 证券行业月报（2009.3）

投资提示：

我们将 09 年日均股票交易额的假设从 800 亿元上调至 1200 亿元，主要原因是：09 年日均股票交易额变化趋势主要取决于投资者预期；保守测算 09 年的日均股票交易额也将在 1000 亿元。

从投资策略看，目前只有中信证券的估值相对较低，主要是由于大盘股前期受市场关注程度较低以及中国人寿减持的负面因素影响，后续如果大盘股出现补涨或者中信证券推出超市场预期的送配方案将是缩小中信证券与其他证券公司估值差距的潜在催化剂。而其他证券公司的股价已经反映了全年日均股票交易额乐观假设下的估值，短期内的股价走势将高度取决于事件性机会（年报高送转、季报超预期、创业板推出等）以及股票市场走势。

理由：

从日均股票交易额角度看，多数证券公司股价已经反映了全年日均股票交易额乐观假设下的估值。在自营业务投资收益率不变的假设下，日均股票交易额敏感性分析显示中信证券隐含的日均股票交易额为 1300 亿元；辽宁成大和吉林敖东隐含的日均股票交易额为 2000 亿元；而其他证券公司隐含的日均股票交易额已经在 2000 亿元以上。（11 页图 11）

自营业务成为证券公司获取超额收益的最主要潜在因素。在日均股票交易额不变的假设下，自营业务投资收益率敏感性分析显示海通证券和中信证券业绩弹性最大；国元证券、宏源证券和长江证券业绩弹性次之；广发证券和东北证券业绩弹性最差。（12 页图 12）受制于自营业务规模较大对风险控制要求的提升，中信证券和海通证券自营业务的股票配置潜在最高比例将低于中小型证券公司；而中小型证券公司的自营业务规模较小，股票配置潜在最高比例将高于大型证券公司，可以采取相对较为激进的股票投资策略。在目前情况下，股票市场后续走势和证券公司股票配置比例将左右证券公司自营业务收入。

估值：

我们继续采用 PB-ROE 的办法对证券公司进行估值。在不考虑创新业务带来的估值倍数提升的情况下，由于中国证券公司不存在杠杆，因此在 ROE 为零的情况下，证券公司对应的 PB 为 1 倍。ROE 每提高 1 个百分点 PB 提升 0.1 倍，创新类证券公司由于将率先受益于创新业务（融资融券、股指期货等），我们给予 0.5 倍 PB 的溢价，规范类证券公司不给予创新业务溢价。需要指出的是，ROE 每提高 1 个百分点 PB 提升 0.1 倍的线性关系在 ROE 超过一定水平后将不再成立，ROE 对 PB 的估值关系将呈现出抛物线关系，即 ROE 每提高 1 个百分点 PB 提升水平将在 0.1 倍以上。

风险：

宏观经济和股票市场 09 年下半年的走势在乐观假设和悲观假设下对日均股票交易额预测影响巨大，股票市场走势变化对自营业务影响巨大。

目录

本月行业动态	4
经纪业务	5
投资银行业务	5
资产管理业务	5
自营业务	5
全年行业展望	10
经纪业务	10
投资银行业务	10
资产管理业务	10
自营业务	10
证券公司的关注点	11
个股分析	14
中信证券(600030/26.00 元): 审慎推荐	14
海通证券(600837/14.06 元): 中性	17
长江证券(000783/15.98 元): 中性	20
宏源证券(000562/18.13 元): 中性	23
国元证券(000728/17.00 元): 中性	26
东北证券(000686/24.5 元): 中性	29
中国光大控股(0165 HK/13.58 元): 推荐	32
证券行业月度新闻	33

插图

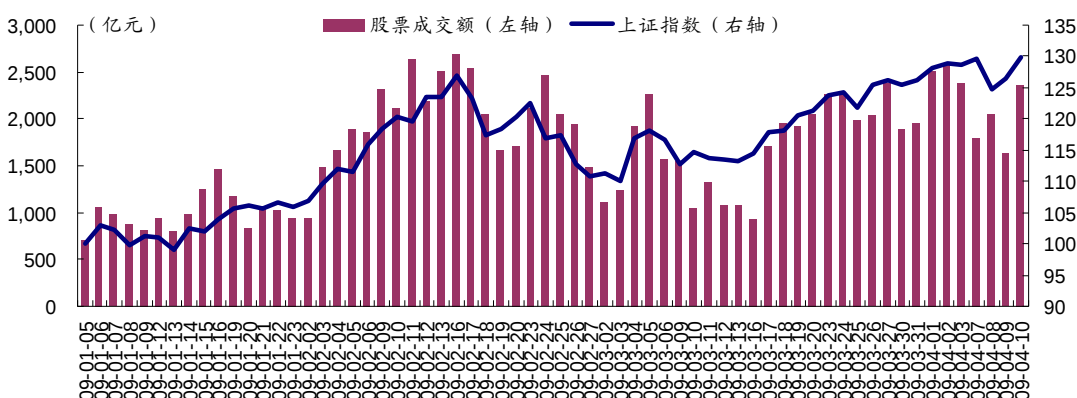
图 1: 每日股票交易额及上证指数走势	4
图 2: 上市证券公司近期主要关注事件	4
图 3: 日均股票交易额及换手率	6
图 4: 月开户数情况	6
图 5: 股票及股票连接融资额、企业主体债券融资额	6
图 6: 股票市场涨幅	7
图 7: 上市证券公司 09 年股价表现	7
图 8: 前 20 名及上市证券公司经纪业务市场份额	8
图 9: 上市证券公司投资银行业务市场份额	8
图 10: 国内外证券公司估值比较	9
图 11: 上市证券公司 09 年日均股票交易额敏感性分析	11
图 12: 上市证券公司 09 年自营业务投资收益率敏感性分析	12
图 13: 中信证券经纪业务市场份额	14
图 14: 中信证券盈利预测调整	15
图 15: 盈利预测主要假设	15
图 16: 中信证券盈利预测	16
图 17: 海通证券经纪业务市场份额	17
图 18: 海通证券盈利预测调整	18
图 19: 盈利预测主要假设	18
图 20: 海通证券盈利预测	19
图 21: 长江证券经纪业务市场份额	20
图 22: 长江证券盈利预测调整	21
图 23: 盈利预测主要假设	21
图 24: 长江证券盈利预测	22
图 25: 宏源证券经纪业务市场份额	23
图 26: 宏源证券盈利预测调整	24
图 27: 盈利预测主要假设	24
图 28: 宏源证券盈利预测	25
图 29: 国元证券经纪业务市场份额	26
图 30: 国元证券盈利预测调整	27
图 31: 盈利预测主要假设	27
图 32: 国元证券盈利预测	28
图 33: 东北证券经纪业务市场份额	29
图 34: 东北证券盈利预测调整	30
图 35: 盈利预测主要假设	30
图 36: 东北证券盈利预测	31
图 37: 光大证券经纪业务市场份额	32

本月行业动态

09年3月证券行业的主要指标均维持在高位。本月上证指数从上月末的2082.85点一路上扬至2373.21点，月度涨幅达13.9%。4月以来，上证指数振荡上扬，至10日收于2440点上方。由于股市持续回暖，09年3月新增开户数保持在143.77万户的高位。09年3月1707亿元的日均股票交易额较2月的2020亿元有所下降。截止4月10日，09年日均股票交易额为1688亿元。由于主要指标均维持在高位，09年3月证券公司的股价呈现高位振荡。（图1、图7）

个股方面，3月已有3家券商分别披露了08年业绩情况，分别是长江证券、国元证券和东北证券，太平洋证券也于4月10日披露了08年和09年1季度业绩。

图1：每日股票交易额及上证指数走势



资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所，中金公司研究部

图2：上市证券公司近期主要关注事件

名称	时间	事件	内容
证券行业	2009-3-31	法律法规	《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》
	2009-4-3	法律法规	《关于加强上市证券公司监管的规定》
中信证券	2009-4-30	08年年报	预约披露2008年年报
	2009-4-30	09年1季报	预约披露2009年1季报
海通证券	2009-4-17	08年年报	预约披露2008年年报
	2009-4-17	09年1季报	预约披露2009年1季报
宏源证券	2009-4-18	08年年报	预约披露2008年年报
	2009-4-27	09年1季报	预约披露2009年1季报
东北证券	2009-3-25	08年年报	披露2008年年报，每股收益0.71元，符合预期
	2009-4-29	09年1季报	预约披露2009年1季报
国元证券	2009-3-24	08年年报	披露2008年年报，每股收益0.36元，符合预期
	2009-4-27	09年1季报	预约披露2009年1季报
长江证券	2009-3-10	08年年报	披露2008年年报，每股收益0.42元，符合预期
	2009-4-28	09年1季报	预约披露2009年1季报
光大控股	2009-3-26	08年年报	08年业绩因可供出售金融资产减值而低于预期

资料来源：巨潮信息网、中国证监会，中金公司研究部

经纪业务

09 年 3 月股基权证交易额为 4.47 万亿元，同比增长 24.55%，环比下降 6.35%。

- ▶ 本月股票交易额为 3.76 万亿元，同比上升 31.62%，环比下降 7.02%。本月日均股票交易额为 1707 亿元，比上月下降 312 亿元。同时，本月市价总值换手率达 23.26%。（图 3）
- ▶ 本月基金交易额为 701.28 亿元，同比上升 35.01%，环比上升 2.82%。本月基金交易额占股票交易额的比例为 1.87%，比上月小幅下降了 0.18 个百分点。
- ▶ 本月经权证交易额为 6434.46 亿元，同比下降 5.79%，环比下降 3.21%。本月经权证交易额占股票交易额的比例为 17.13%，比上月上升了 0.67 个百分点。

与此同时，09 年 3 月新增开户数为 143.77 万户，同比上升 16.34%，但环比小幅下降 12.59%；累计帐户数为 15543.02 万户，同比上升 8.58%，环比上升 0.93%（图 4）。

投资银行业务

09 年 3 月股票及股票连接融资额虽有所上升，但仍在低水平，仅为 35.91 亿元（图 5），同比上升 12.08%，环比上升 20.72%。本月没有新股首发上市。09 年 1-3 月股票及股票连接融资额为 79.41 亿元。

09 年 3 月企业主体债券（不含短期融资券）融资额创出 08 年以来新高，为 1514.3 亿元（图 5），同比上升 1039.43%，环比上升 94.89%。09 年 1-3 月企业主体债券（不含短期融资券）融资额为 2823.3 亿元。

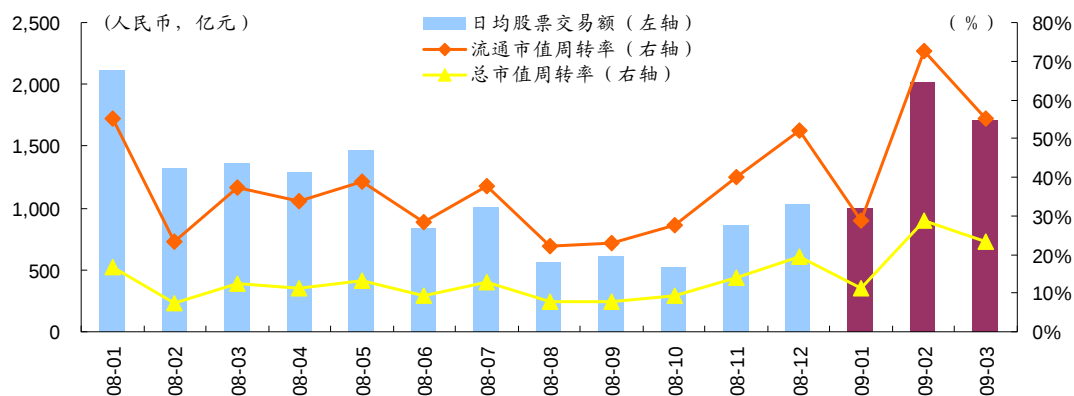
资产管理业务

09 年 3 月至今有 4 只新的集合理财产品成立，分别为华泰紫金鼎锦上添花、兴业卓越 1 号、国都 2 号安心理财和银河金星 1 号，合计募集资金 59.74 亿元，09 年 1-3 月合计募集资金 129.99 亿元，募集资金规模较 08 年出现回升。

自营业务

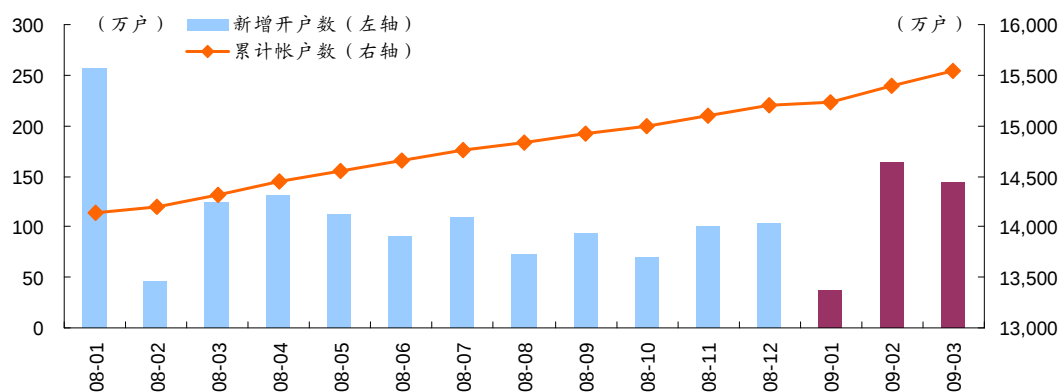
09 年 3 月股票市场上涨了 13.94%（图 6），09 年以来已累计上扬了 30.3%，这将导致证券公司自营业务中的股票投资获得较好收益。但是由于上市证券公司股票投资规模普遍较小，对自营业务的影响也将较为有限。

图 3: 日均股票交易额及换手率



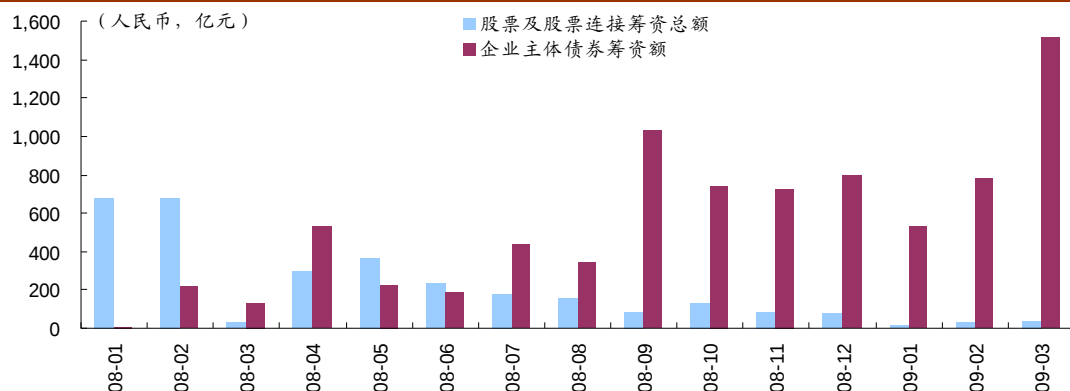
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所，中金公司研究部

图 4: 月开户数情况



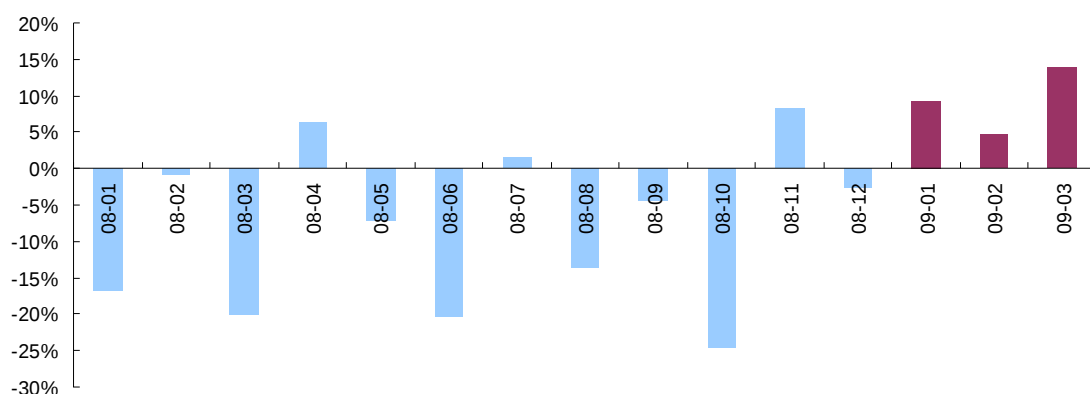
资料来源：中登公司，中金公司研究部

图 5: 股票及股票连接融资额、企业主体债券融资额



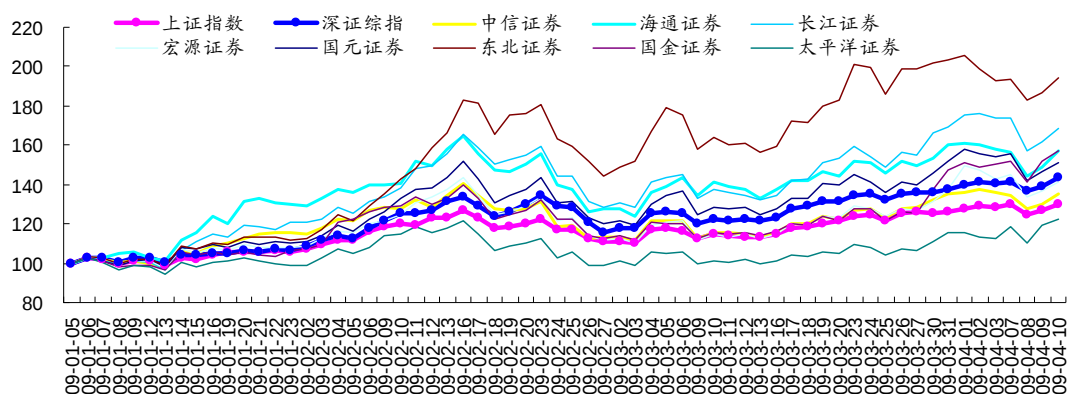
资料来源：Wind 资讯、巨潮信息网、中国债券网，中金公司研究部

图 6: 股票市场涨幅



资料来源: Wind 资讯, 中金公司研究部

图 7: 上市证券公司 09 年股价表现



资料来源: 天相系统, 中金公司研究部

图8：前20名及上市证券公司经纪业务市场份额

单位：%	2006年	2007年	08年1月	08年2月	08年3月	08年4月	08年5月	08年6月	08年7月	08年8月	08年9月	08年10月	08年11月	08年12月	2008年	09年1月	09年2月	09年3月	2009.1-3
中信证券系	7.24	7.78	8.38	8.10	7.90	8.02	8.00	7.39	7.82	7.73	7.32	6.89	6.77	7.46	7.75	7.91	7.76	7.58	7.71
中信证券	2.60	2.49	2.88	2.70	2.54	2.75	2.52	2.20	2.45	2.49	2.47	2.15	1.96	2.32	2.50	2.73	2.45	2.32	2.44
中信建投证券(控股)	3.22	3.21	3.44	3.43	3.28	3.18	3.18	2.96	3.07	2.99	2.84	2.80	2.87	3.04	3.14	3.16	3.23	3.06	3.15
中信金通证券(控股)	1.20	1.42	1.38	1.23	1.31	1.38	1.52	1.45	1.52	1.40	1.26	1.21	1.26	1.39	1.37	1.32	1.36	1.46	1.39
中信万通证券(控股)	0.57	0.66	0.68	0.73	0.76	0.71	0.78	0.77	0.78	0.86	0.76	0.73	0.68	0.71	0.74	0.71	0.72	0.75	0.73
华泰证券系	3.84	5.44	6.00	6.21	6.85	7.11	6.87	7.76	6.80	7.22	7.36	8.03	7.24	6.35	6.85	6.03	6.06	6.21	6.12
华泰证券	2.10	3.31	3.78	4.00	4.32	4.42	4.51	5.20	4.65	5.13	4.98	5.41	4.94	4.28	4.50	3.97	3.99	4.10	4.03
亚洲证券(已并表)	0.71	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
联合证券(控股)	1.50	2.05	2.22	2.21	2.53	2.69	2.36	2.55	2.15	2.09	2.37	2.62	2.30	2.07	2.35	2.06	2.06	2.11	2.08
国泰君安证券	6.51	6.05	6.18	7.53	6.66	7.40	6.61	6.99	5.87	6.64	7.40	8.16	7.83	6.13	6.85	5.92	5.97	6.08	6.00
银河证券	6.41	6.34	5.93	5.93	6.03	5.88	6.12	6.35	6.07	6.31	6.22	6.66	6.28	6.07	6.10	6.00	5.89	5.80	5.87
广发证券系	4.67	4.62	4.88	4.68	4.57	4.41	4.55	4.38	4.53	4.39	4.20	4.06	4.32	4.51	4.51	4.28	4.43	4.31	4.36
广发证券	3.66	3.79	4.14	3.95	3.80	3.64	3.76	3.58	3.73	3.61	3.44	3.30	3.58	3.82	3.75	3.63	3.77	3.64	3.69
广发华福证券(控股)	0.66	0.80	0.73	0.73	0.77	0.77	0.79	0.80	0.80	0.78	0.75	0.76	0.73	0.69	0.76	0.65	0.66	0.68	0.66
武汉证券(已并表)	0.24	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
第一证券(已并表)	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
广发北方证券(已并表)	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
海通证券	3.90	4.11	4.51	5.10	4.64	4.74	4.39	4.33	4.29	4.26	4.08	4.02	3.88	4.13	4.41	4.12	4.14	4.25	4.18
国信证券	4.30	4.43	4.76	4.32	4.30	4.31	4.57	4.17	4.37	4.14	4.13	3.83	3.83	4.24	4.31	4.24	4.32	4.26	4.28
中银万国证券	4.53	4.40	4.37	4.05	3.99	3.88	3.63	3.45	3.70	3.67	3.29	2.88	3.05	3.48	3.72	3.72	3.53	3.40	3.51
招商证券	3.47	3.39	3.77	3.53	3.59	3.42	3.60	3.88	3.69	3.77	4.15	4.34	4.25	4.17	3.80	4.07	4.02	3.96	4.00
中投证券	1.84	2.76	2.95	3.54	3.48	3.81	3.55	4.07	3.38	3.55	3.78	4.14	3.91	3.13	3.54	3.03	3.17	3.24	3.18
光大证券	2.80	3.04	3.19	3.10	3.12	3.15	3.18	3.17	3.30	3.08	2.96	2.87	2.98	3.12	3.12	3.09	3.24	3.21	3.20
安信证券	0.60	2.11	2.25	2.12	2.18	2.19	2.27	2.51	2.37	2.52	2.58	2.89	2.84	2.71	2.40	2.86	2.78	2.64	2.82
齐鲁证券	0.48	1.77	1.95	1.87	1.91	1.82	2.00	2.14	2.27	2.42	2.54	2.61	2.63	2.54	2.16	2.37	2.44	2.70	2.54
东方证券	2.16	2.06	1.77	1.99	1.85	1.83	1.76	1.63	1.56	1.53	1.48	1.33	1.41	1.45	1.67	1.55	1.53	1.39	1.48
兴业证券	1.66	1.52	1.50	1.40	1.51	1.63	1.62	1.62	1.51	1.43	1.57	1.59	1.48	1.43	1.53	1.47	1.49	1.46	1.48
长江证券	1.35	1.34	1.35	1.24	1.27	1.34	1.31	1.24	1.33	1.33	1.32	1.17	1.24	1.27	1.29	1.44	1.36	1.34	1.36
宏源证券	0.76	1.10	0.75	0.92	0.98	1.11	1.13	1.10	1.16	1.16	1.25	1.27	1.39	1.35	1.09	1.38	1.33	1.34	1.34
国元证券	0.88	0.83	0.93	0.87	0.83	0.80	0.83	0.77	0.85	0.79	0.85	0.87	0.99	1.06	0.88	1.06	1.09	1.17	1.12
东北证券	0.75	0.76	0.80	0.64	0.66	0.68	0.65	0.68	0.66	0.65	0.56	0.53	0.63	0.69	0.67	0.71	0.74	0.69	0.72
国金证券	0.46	0.50	0.67	0.80	0.68	0.59	0.52	0.48	0.56	0.53	0.50	0.57	0.49	0.56	0.59	0.69	0.68	0.70	0.69
太平洋证券	0.21	0.21	0.25	0.23	0.24	0.23	0.25	0.22	0.24	0.22	0.21	0.21	0.22	0.25	0.24	0.25	0.26	0.27	0.26

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所，中金公司研究部

图9：上市证券公司投资银行业务市场份额

股票及股票连接承销业务				企业主体债券承销业务			
(%)	2008FY	2009.1-3		(%)	2008FY	2009.1-3	
中信证券	21.62%	0.00%		中信证券	15.56%	5.24%	
广发证券	2.16%	3.76%		光大证券	2.56%	0.53%	
光大证券	1.94%	0.00%		广发证券	1.75%	0.35%	
长江证券	1.58%	0.00%		长江证券	0.84%	0.00%	
海通证券	1.49%	0.00%		宏源证券	0.35%	0.53%	
东北证券	1.08%	0.00%		海通证券	0.11%	0.89%	
宏源证券	0.54%	0.00%		国元证券	0.00%	0.89%	
国元证券	0.17%	0.00%		东北证券	0.00%	0.00%	

资料来源：Wind 资讯、巨潮信息网，中金公司研究部

图 10: 国内外证券公司估值比较

公司名称	股价	总股本	总市值	市盈率			市净率			净资产收益率		
	(本币)	(百万股)	(百万美元)	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
中国*												
中信证券*	26.00	6,630	23,426	6.96	23.83	22.18	1.67	3.14	2.84	24.0	13.2	12.8
海通证券*	14.06	8,228	16,023	10.60	34.54	36.33	1.58	3.01	2.84	14.9	8.7	7.8
长江证券*	15.98	1,675	3,482	11.45	38.14	37.21	4.53	5.81	5.14	39.6	15.2	13.8
宏源证券*	18.13	1,461	3,400	13.00	59.64	32.25	4.42	5.20	4.61	34.0	8.7	14.3
国元证券*	17.00	1,464	3,404	10.92	47.79	45.03	4.82	5.22	4.93	44.1	10.9	11.0
东北证券*	24.50	581	2,127	12.78	34.73	29.42	6.66	6.31	5.45	52.1	18.2	18.5
国金证券*	39.02	500	2,315	29.52	25.81	114.21	6.82	9.01	21.00	23.1	34.9	18.4
西南证券*	14.21	245	470	27.80	190.44	102.92	8.39	8.16	7.55	30.2	4.3	7.3
太平洋证券*	16.36	1,503	3,154	40.37	(38.12)	132.76	12.14	17.82	15.71	30.1	-46.8	11.8
广发证券*				n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	53.3	26.2	21.5
辽宁成大*	25.84	900	2,967	10.97	24.36	25.39	5.02	4.88	4.66	45.7	20.0	18.3
吉林敖东*	35.80	573	2,556	10.30	24.40	25.57	4.45	4.38	4.27	43.2	17.9	16.7
光大证券				n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	46.8	15.1	13.4
招商证券				n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	66.8	31.2	19.0
美国												
JP Morgan Chase	32.75	3,733	108,454	7.49	26.10	19.55	0.90	0.90	0.89	14.67	3.74	6.24
Bank of America	9.55	6,358	49,931	2.77	8.39	13.06	0.31	0.32	0.36	11.37	5.13	4.93
Citigroup	3.04	5,450	17,141	1.76	(0.94)	(4)	0.13	0.17	0.33	8.98	(16.78)	(3.18)
Goldman Sachs	124.33	462	56,485	5.07	21.51	15.14	1.41	1.26	1.18	30.66	7.70	9.03
Morgan Stanley	25.35	1,074	26,250	4.79	7.35	11.70	0.80	0.81	0.79	18.70	10.88	8.44
Charles Schwab	16.97	1,155	18,008	17.79	16.10	24.28	5.20	4.55	4.16	27.11	33.30	23.28
Raymond James	18.24	122	2,469	8.77	8.82	10.28	1.26	1.15	1.03	15.80	13.55	10.65
Jefferies	15.52	163	2,448	16.12	(29.85)	(117.58)	1.08	1.23	1.31	9.80		1.61
AmeriTrade	15.86	589	8,168	15.13	11.75	15.94	4.49	3.23	2.77	31.40	32.55	20.67
E*Trade	1.35	564	789	(0.61)	(1.10)	(1.32)	0.22	0.29	0.35	(33.40)	(12.45)	(28.35)
Lazard	30.61	76	3,828	11.19	18.72	14.95	45.69	10.97	7.65	408.36		
日本												
Nomura	625	1,966	14,853	5.16	11.49	(2.32)	0.54	0.53	1.02	9.96	4.62	(32.74)
Daiwa	545	1,405	6,438	7.43	16.10	(11.79)	0.85	0.84	1.01	11.45	5.17	(4.84)
南韩												
Samsung	63,300	67	2,961	18.79	11.82	20.59	2.04	1.87	1.77	13.61	17.19	8.97
Daewoo	20,550	190	2,657	10.20	11.33	26.51	1.87	1.72	1.66	20.43	15.84	6.36
Woori	18,200	133	1,800	11.38	8.38	14.46	1.25	1.13	1.13	11.22	14.58	8.07
Hyundai	13,500	170	1,500	11.19	7.45	23.23	1.20	0.99	1.02	11.26	15.91	4.53
KIH	35,250	53	1,124	12.35	8.26	17.08	1.24	1.04	0.96	9.60	15.29	
台湾												
KGI	12.80	2,538	748	5.38	20.32	17.53	0.89	n.a	n.a	16.51		
Ploaris	12.85	2,139	791	8.95	(12.48)	98.85	0.74	1.09	1.05	7.85	(9.78)	4.21
Capital	11.40	1,627	477	6.13	(3.22)	19.32	0.81	n.a	n.a	9.80		
President	15.95	1,216	432	6.97	(43.70)	28.48	0.99	1.10	1.03	12.70	(1.90)	5.39
香港												
Guoco Group	46.30	329	1,896	38.74	39.24	(34.81)	3.22	2.88	3.18	8.32	7.35	(9.02)
Shenyin Wanguo	3.28	531	212	8.30	10.25	8.00	1.86	1.58	1.17	23.28	8.06	5.50
Tai Fook	1.60	706	113	1.90	1.80	1.21	0.57	n.a	n.a	30.11		
China Everbright*	13.58	1,591	2,456	4.30	21.29	12.12	1.32	1.64	1.39	30.60	7.69	11.47

* CICC Estimates

资料来源: 彭博, 中金公司研究部; 注: *为中金公司预测数

全年行业展望

证券行业 09 年业绩超越 08 年成为大概率事件。作为证券公司最主要的收入来源，经纪业务的最主要驱动因素——股票交易额与股票市场涨幅和振幅正相关。尽管中国经济自 08 年开始减速，但是 08 年底重大经济刺激政策的出台和近期持续转好的宏观经济数据很大程度上改变了投资者的预期，导致股票市场交投的再度活跃。从目前情况看，日均股票交易额达到或超过 08 年水平属大概率事件。与此同时，随着投资者对 09 年宏观经济出现反转的预期逐步强化，股票市场可能持续走牛，这导致自营业务存在超预期的可能性。

经纪业务

我们将 09 年日均股票交易额的假设从 800 亿元上调至 1200 亿元，主要原因是：

- ▶ **09 年日均股票交易额变化趋势主要取决于投资者预期。**尽管中国经济自 08 年开始减速，但 08 年底重大经济刺激政策的出台和近期持续转好的宏观经济数据在很大程度上改变了投资者的预期，导致股票市场交投的再度活跃。由于投资者对宏观经济是否已经见底仍存在一定分歧，导致股票市场后续走势仍存在一定不确定性，对股票市场走势的判断将直接对日均股票交易额产生影响。
- ▶ **保守测算 09 年的日均股票交易额也将在 1000 亿元。**09 年第 1 季度的日均股票交易额为 1629 亿元，即使按照 09 年上半年 1400 亿元、下半年 600 亿元的保守测算，09 年的日均股票交易额也将达到 1000 亿元。

投资银行业务

我们维持股票及股票连接融资额为 1000 亿元的预测。在新的 IPO 制度完善之前，股票及股票连接融资将保持在极低的水平，创业板也将难以推出。

我们将企业主体债券（不含短期融资券）融资额的预测上调至 1.2 万亿元。受益于股票及股票连接融资额大幅萎缩、利率水平维持在低位等因素，企业主体债券（不含短期融资券）融资额有望继续超预期，我们将 09 年企业主体债券融资额的预测从 8400 亿元上调至 1.2 万亿元。

资产管理业务

资产管理业务规模将出现回升。随着股票市场近期的大幅反弹，投资者购买理财产品的热情将继续恢复，09 年资产管理业务规模有望出现回升。

自营业务

自营业务收入将呈现出差异化特征。尽管 09 年 1~3 月股票市场累计上涨 30.3%，但 08 年股票市场大幅下跌导致目前大型证券公司自营业务的主要资金使用方向为固定收益品种投资，而 09 年股票市场走势的不确定性较大，股票市场的上涨对大型证券公司自营业务收入短期内的影响将较为有限。而中小型证券公司由于自营业务规模较小，部分较为激进的中小型证券公司将可能获得较高的自营业务收入。

证券公司的关注点

我们继续采用 PB-ROE 的办法对证券公司进行估值。在不考虑创新业务带来的估值倍数提升的情况下，由于中国证券公司不存在杠杆，因此在 ROE 为零的情况下，证券公司对应的 PB 为 1 倍。ROE 每提高 1 个百分点 PB 提升 0.1 倍，创新类证券公司由于将率先受益于创新业务（融资融券、股指期货等），我们给予 0.5 倍 PB 的溢价，规范类证券公司不给予创新业务溢价。需要指出的是，ROE 每提高 1 个百分点 PB 提升 0.1 倍的线性关系在 ROE 超过一定水平后将不再成立，ROE 对 PB 的估值关系将呈现出抛物线关系，即 ROE 每提高 1 个百分点 PB 提升水平将在 0.1 倍以上。

从日均股票交易额角度看，多数证券公司股价已经反映了全年日均股票交易额乐观假设下的估值。在自营业务投资收益率不变的假设下，日均股票交易额敏感性分析显示中信证券隐含的日均股票交易额为 1300 亿元；辽宁成大和吉林敖东隐含的日均股票交易额为 2000 亿元；而其他证券公司隐含的日均股票交易额已经在 2000 亿元以上。（图 11）

自营业务已成为证券公司获取超额收益的最主要潜在因素。在日均股票交易额不变的假设下，自营业务投资收益率敏感性分析显示海通证券和中信证券业绩弹性最大；国元证券、宏源证券和长江证券业绩弹性次之；广发证券和东北证券业绩弹性最差。（图 12）受制于自营业务规模较大对风险控制要求的提升，使中信证券和海通证券自营业务的股票配置潜在最高比例将低于中小型证券公司；而中小型证券公司的自营业务规模较小，股票配置潜在最高比例将高于大型证券公司，可以采取相对较为激进的股票投资策略。在目前情况下，股票市场后续走势和证券公司股票配置比例将左右证券公司自营业务收入。

从投资策略看，目前只有中信证券的估值相对较低，主要是由于大盘股前期受市场关注程度较低以及中国人寿减持的负面因素影响，后续如果大盘股出现补涨或者中信证券推出超市场预期预期的送配方案将是缩小中信证券与其他证券公司估值差距的潜在催化剂。而其他证券公司的股价已经反映了全年日均股票交易额乐观假设下的估值，短期内的股价走势将高度取决于事件性机会（年报高送转、季报超预期、创业板推出等）以及股票市场走势。

图 11: 上市证券公司 09 年日均股票交易额敏感性分析

09年日均股票 交易额(亿元)	每股收益					每股净资产					目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率				
	1200	1400	1600	1800	2000	1200	1400	1600	1800	2000	1200	1400	1600	1800	2000	1200	1400	1600	1800	2000
中信证券(创新类)	1.17	1.29	1.41	1.53	1.65	9.17	9.29	9.41	9.53	9.65	22.2	20.1	18.4	17.0	15.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7
海通证券(创新类)	0.39	0.44	0.49	0.53	0.58	4.95	5.00	5.05	5.10	5.15	36.3	32.2	29.0	26.3	24.1	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7
长江证券(创新类)	0.43	0.51	0.59	0.67	0.75	3.11	3.19	3.27	3.35	3.43	37.2	31.3	27.0	23.8	21.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7
宏源证券(创新类)	0.56	0.69	0.81	0.94	1.06	3.93	4.05	4.18	4.31	4.43	32.2	26.4	22.3	19.3	17.1	4.6	4.5	4.3	4.2	4.1
国元证券(创新类)	0.38	0.45	0.53	0.60	0.68	3.45	3.52	3.60	3.67	3.75	45.0	37.6	32.2	28.2	25.1	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5
东北证券(规范类)	0.83	1.02	1.21	1.39	1.58	4.49	4.68	4.87	5.05	5.24	29.4	24.0	20.3	17.6	15.5	5.5	5.2	5.0	4.8	4.7
国金证券(规范类)	0.34	0.39	0.44	0.48	0.53	1.86	1.91	1.95	2.00	2.05	114.2	100.2	89.3	80.5	73.3	21.0	20.5	20.0	19.5	19.0
西南证券(规范类)	0.14	0.17	0.20	0.23	0.26	1.88	1.91	1.94	1.97	2.01	102.9	84.2	71.2	61.7	54.4	7.6	7.4	7.3	7.2	7.1
太平洋证券(规范类)	0.12	0.15	0.18	0.20	0.23	1.04	1.07	1.09	1.12	1.14	132.8	109.7	93.4	81.3	72.0	15.7	15.3	15.0	14.6	14.3
广发证券(创新类)	1.19	1.40	1.61	1.83	2.04	5.51	5.72	5.94	6.15	6.37	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大*	1.02	1.17	1.33	1.48	1.64	5.55	5.71	5.86	6.01	6.17	25.4	22.0	19.5	17.4	15.8	4.7	4.5	4.4	4.3	4.2
吉林敖东*	1.40	1.64	1.88	2.12	2.36	8.38	8.62	8.86	9.11	9.35	25.6	21.8	19.0	16.9	15.1	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8
光大证券(创新类)	0.61	0.69	0.77	0.85	0.93	4.56	4.64	4.72	4.80	4.88	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券(创新类)	0.49	0.60	0.70	0.80	0.90	2.60	2.71	2.81	2.91	3.01	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
09年日均股票 交易额(亿元)	业绩弹性, %					净资产收益率, %					每股价值对应市净率(含创新溢价)					每股价值				
	1200	1400	1600	1800	2000	1200	1400	1600	1800	2000	1200	1400	1600	1800	2000	1200	1400	1600	1800	2000
中信证券(创新类)	-	10	20	31	41	12.8	13.9	15.0	16.1	17.1	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	25.5	26.9	28.2	29.6	31.0
海通证券(创新类)	-	13	25	38	51	7.8	8.7	9.6	10.5	11.3	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	11.3	11.9	12.4	13.0	13.6
长江证券(创新类)	-	19	38	57	75	13.8	16.0	18.1	20.1	21.9	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	9.0	9.9	10.8	11.8	12.7
宏源证券(创新类)	-	22	44	67	89	14.3	17.0	19.4	21.8	24.0	2.9	3.2	3.4	3.7	3.9	11.5	13.0	14.4	15.8	17.3
国元证券(创新类)	-	20	40	59	79	11.0	12.8	14.7	16.4	18.1	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3	8.9	9.8	10.7	11.5	12.4
东北证券(规范类)	-	22	45	67	90	18.5	21.8	24.8	27.6	30.2	2.9	3.2	3.5	3.8	4.0	12.8	14.9	16.9	19.0	21.0
国金证券(规范类)	-	14	28	42	56	18.4	20.4	22.4	24.2	26.0	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	5.3	5.8	6.3	6.8	7.4
西南证券(规范类)	-	22	45	67	89	7.3	8.8	10.3	11.7	13.0	1.7	1.9	2.0	2.2	2.3	3.3	3.6	3.9	4.3	4.6
太平洋证券(规范类)	-	21	42	63	84	11.8	14.0	16.0	18.0	19.8	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	2.3	2.6	2.8	3.1	3.4
广发证券(创新类)	-	18	36	54	72	21.5	24.4	27.2	29.7	32.1	3.7	3.9	4.2	4.5	4.7	20.1	22.6	25.0	27.5	30.0
辽宁成大*	-	15	30	46	61	18.3	20.5	22.6	24.6	26.5	3.3	3.5	3.7	3.9	4.1	18.1	19.9	21.6	23.4	25.2
吉林敖东*	-	17	34	52	69	16.7	19.0	21.2	23.3	25.3	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	24.8	27.6	30.4	33.2	35.9
光大证券(创新类)	-	13	26	40	53	13.4	14.9	16.3	17.7	19.1	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4	12.9	13.9	14.8	15.7	16.6
招商证券(创新类)	-	21	41	62	83	19.0	22.0	24.9	27.5	30.0	3.4	3.7	4.0	4.3	4.5	8.8	10.0	11.2	12.4	13.5
辽宁成大其他业务按照20倍市盈率估值																				
吉林敖东其他业务按照1倍市净率估值																				

资料来源：中金公司研究部

图 12：上市证券公司 09 年自营业务投资收益率敏感性分析

09年自营 投资收益率 (%)	每股收益					每股净资产					目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率				
	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%
中信证券(创新类)	1.17	1.34	1.52	1.69	1.86	9.17	9.34	9.51	9.69	9.86	22.2	19.3	17.1	15.4	14.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6
海通证券(创新类)	0.39	0.47	0.56	0.64	0.73	4.95	5.04	5.13	5.21	5.30	36.3	29.7	25.2	21.8	19.3	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7
长江证券(创新类)	0.43	0.48	0.53	0.58	0.63	3.11	3.16	3.21	3.26	3.31	37.2	33.3	30.2	27.6	25.4	5.1	5.1	5.0	4.9	4.8
宏源证券(创新类)	0.56	0.63	0.69	0.76	0.83	3.93	4.00	4.06	4.13	4.19	32.2	28.9	26.1	23.8	21.9	4.6	4.5	4.5	4.4	4.3
国元证券(创新类)	0.38	0.43	0.48	0.53	0.58	3.45	3.50	3.55	3.60	3.65	45.0	39.8	35.6	32.2	29.5	4.9	4.9	4.8	4.7	4.7
东北证券(规范类)	0.83	0.89	0.95	1.00	1.06	4.49	4.55	4.61	4.66	4.72	29.4	27.5	25.9	24.4	23.1	5.5	5.4	5.3	5.3	5.2
国金证券(规范类)	0.34	0.37	0.41	0.44	0.47	1.86	1.89	1.92	1.95	1.99	114.2	104.5	96.3	89.2	83.2	21.0	20.6	20.3	20.0	19.6
西南证券(规范类)	0.14	0.17	0.19	0.22	0.25	1.88	1.91	1.94	1.96	1.99	102.9	85.8	73.6	64.4	57.3	7.6	7.4	7.3	7.2	7.1
太平洋证券(规范类)	0.12	0.14	0.16	0.17	0.19	1.04	1.06	1.07	1.09	1.11	132.8	116.7	104.1	94.0	85.7	15.7	15.5	15.2	15.0	14.8
广发证券(创新类)	1.19	1.29	1.39	1.49	1.59	5.51	5.61	5.71	5.82	5.92	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大*	1.02	1.09	1.17	1.24	1.31	5.55	5.62	5.70	5.77	5.85	25.4	23.7	22.2	20.9	19.7	4.7	4.6	4.5	4.5	4.4
吉林敖东*	1.40	1.52	1.63	1.75	1.86	8.38	8.50	8.61	8.73	8.84	25.6	23.6	22.0	20.5	19.2	4.3	4.2	4.2	4.1	4.0
光大证券(创新类)	0.61	0.69	0.76	0.84	0.92	4.56	4.64	4.71	4.79	4.87	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券(创新类)	0.49	0.54	0.59	0.63	0.68	2.60	2.65	2.69	2.74	2.79	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
09年自营 投资收益率 (%)	业绩弹性, %					净资产收益率, %					每股价值对应市净率(含创新溢价)					每股价值				
	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%
中信证券(创新类)	-	15	29	44	59	12.8	14.4	15.9	17.4	18.9	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4	25.5	27.5	29.4	31.4	33.4
海通证券(创新类)	-	22	44	66	89	7.8	9.4	10.9	12.4	13.8	2.3	2.4	2.6	2.7	2.9	11.3	12.3	13.3	14.3	15.2
长江证券(创新类)	-	12	23	35	46	13.8	15.2	16.5	17.8	19.0	2.9	3.0	3.1	3.3	3.4	9.0	9.5	10.1	10.7	11.3
宏源证券(创新类)	-	12	24	35	47	14.3	15.7	17.1	18.4	19.7	2.9	3.1	3.2	3.3	3.5	11.5	12.3	13.0	13.8	14.6
国元证券(创新类)	-	13	26	40	53	11.0	12.2	13.5	14.7	15.8	2.6	2.7	2.8	3.0	3.1	8.9	9.5	10.1	10.7	11.2
东北证券(规范类)	-	7	14	21	28	18.5	19.6	20.6	21.5	22.5	2.9	3.0	3.1	3.2	3.2	12.8	13.4	14.1	14.7	15.3
国金证券(规范类)	-	9	19	28	37	18.4	19.8	21.1	22.4	23.6	2.8	3.0	3.1	3.2	3.4	5.3	5.6	6.0	6.3	6.7
西南证券(规范类)	-	20	40	60	80	7.3	8.7	10.0	11.2	12.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5
太平洋证券(规范类)	-	14	28	41	55	11.8	13.2	14.6	15.9	17.2	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.3	2.5	2.6	2.8	3.0
广发证券(创新类)	-	9	17	26	35	21.5	22.9	24.3	25.6	26.9	3.7	3.8	3.9	4.1	4.2	20.1	21.3	22.5	23.6	24.8
辽宁成大*	-	7	15	22	29	18.3	19.4	20.4	21.5	22.5	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	18.1	18.9	19.8	20.6	21.5
吉林敖东*	-	8	16	25	33	16.7	17.8	18.9	20.0	21.0	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	24.8	26.2	27.5	28.8	30.2
光大证券(创新类)	-	13	25	38	51	13.4	14.8	16.2	17.5	18.8	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4	12.9	13.8	14.7	15.6	16.5
招商证券(创新类)	-	9	19	28	37	19.0	20.4	21.7	23.0	24.3	3.4	3.5	3.7	3.8	3.9	8.8	9.4	9.9	10.4	11.0

资料来源：中金公司研究部

从个股具体的情况来看，请投资者关注我们在下一章节对所覆盖个股进行的分析。

我们维持对中信证券“审慎推荐”的投资评级。主要原因有：1、中信证券在经纪、投资银行和资产管理这些传统业务领域都处于第一集团。作为 29 家创新类证券公司之一，中信证券已在直接投资、产业基金等创新业务领域建立竞争优势，并有望率先分享今后股指期货、融资融券等业务带来的盈利机会。2、通过控股华夏基金和中信基金两家基金管理公司，中信证券在基金管理业务领域的管理资产规模为第一名，基金管理公司的快速发展有助于降低其收入周期性较强的风险。3、在公开增发了 250 亿元之后，中信证券的资本规模为第一名，有效地提升了抗风险能力。

我们维持对海通证券“中性”的投资评级。主要原因有：1、海通证券经纪业务的市场份额处于第二集团，拥有一定的规模效应；投资银行业务和资产管理业务的规模中等。2、除了证券公司的传统业务之外，海通证券还控股海富通基金、参股富国基金；并控股了海富产业基金，这是国内证券公司设立的第一家产业基金。这些业务在一定程度上降低了海通证券收入波动性较高的风险。3、在非公开增发了 260 亿元之后，海通证券的资本规模为第二名，有效地提升了抗风险能力。

我们维持对长江证券“中性”的投资评级。主要原因有：1、长江证券的营业部主要集中于湖北省和广东省，经纪业务的市场份额处于第三集团；投资银行业务和资产管理业务的规模中等，这导致目前长江证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高。2、公司虽然参股长信基金、诺德基金，但是短期内很难明显的改善公司现有盈利模式。

我们维持对宏源证券“中性”的投资评级。主要原因有：1、宏源证券的营业部主要集中于新疆维吾尔自治区，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务规模较小、而资产管理业务尚未开展，这导致目前宏源证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高。2、中投证券能否注入宏源证券仍然存在极大的不确定性，该事件对宏源证券的盈利水平和估值水平构成重大影响。

我们维持对国元证券“中性”的投资评级。主要原因有：1、国元证券的营业部主要集中于安徽省，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务和资产管理业务的规模较小，这导致目前国元证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩波动性风险较高。2、公司虽然参股长盛基金，但是短期内很难改善公司现有盈利模式。

我们维持对东北证券“中性”的投资评级。主要原因有：1、东北证券的营业部主要集中于吉林省，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务规模较小，而资产管理业务尚未开展，这导致目前东北证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高。2、公司虽然控股东方基金、参股银华基金，但是短期内很难明显改善公司现有盈利模式。3、作为规范类证券公司，东北证券的创新业务前景弱于创新类证券公司。

个股分析

中信证券(600030/26.00 元): 审慎推荐

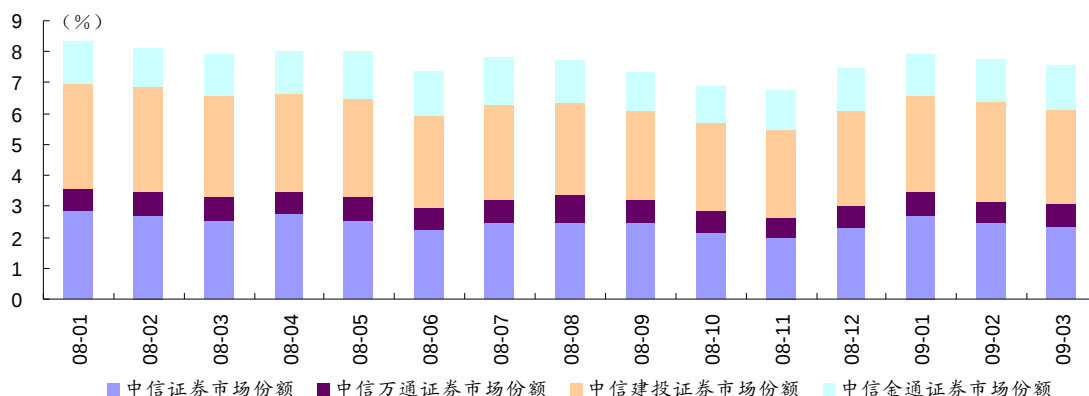
我们维持对中信证券“审慎推荐”的投资评级，主要原因如下：

- ▶ 中信证券在经纪、投资银行和资产管理这些传统业务领域都处于第一集团。作为 29 家创新类证券公司之一，中信证券已在直接投资、产业基金等创新业务领域建立竞争优势，并有望率先分享今后股指期货、融资融券等业务带来的盈利机会。
- ▶ 通过控股华夏基金和中信基金两家基金管理公司，中信证券在基金管理业务领域的管理资产规模为第一名，基金管理公司的快速发展有助于降低其收入周期性较强的风险。
- ▶ 在公开增发了 250 亿元之后，中信证券的资本规模为第一名，有效地提升了抗风险能力。
- ▶ 根据基本假设的调整，我们将中信证券 09 和 10 年的每股收益分别调整为 1.17 元和 1.39 元。

经纪业务

中信证券经纪业务 2009 年 3 月市场份额有所下降，当月合并市场份额为 7.58%，环比下降 0.18 个百分点，2009 年 1~3 月累计市场份额为 7.71%，低于我们预测的 2009 年 7.90% 的市场份额 0.19 个百分点（图 13）。在中信证券及其控股的 3 家证券公司中：中信证券和中信建投证券的市场份额分别较上月下降了 0.13 和 0.17 个百分点，而中信金通证券和中信万通证券的市场份额分别较上月上升了 0.1、0.03 个百分点（图 13）。

图 13：中信证券经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

投资银行业务

在股票及股票连接承销业务领域，中信证券系 2009 年 3 月没有主承销项目。

在企业主体债券承销业务领域，中信证券系 2009 年 3 月主承销金额为 90.5 亿元，市场份额为 5.98%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 5.24%。

图 14: 中信证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2008			2009			2010		
	调整前	调整后 +/- (%)		调整前	调整后 +/- (%)		调整前	调整后 +/- (%)	
营业收入	17,589	17,646	0.3	15,152	18,563	22.5	18,577	22,101	19.0
手续费净收入	13,472	13,529	0.4	10,362	13,102	26.4	12,054	14,735	22.2
代理买卖证券业务净收入	7,468	7,525	0.8	5,258	7,744	47.3	5,141	7,547	46.8
证券承销业务净收入	1,772	1,772	0.0	989	1,242	25.6	1,540	1,814	17.8
委托管理资产业务净收入	150	150	0.0	165	165	0.0	182	182	0.0
其他投资银行业务	418	418	0.0	459	459	0.0	505	505	0.0
基金管理公司收入	3,665	3,665	0.0	3,491	3,491	0.0	4,687	4,687	0.0
利息净收入	1,264	1,264	0.0	780	780	0.0	897	897	0.0
投资净收益	557	557	0.0	772	891	15.4	2,083	2,232	7.2
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0	0		0	0		0	0	
公允价值变动净收益	2,296	2,295	0.0	3,236	3,789	17.1	3,537	4,232	19.6
汇兑净收益	-53	-53	0.0	-56	-56	0.0	-58	-58	0.0
其他业务收入	52	52	0.0	58	58	0.0	63	63	0.0
营业支出	8,018	8,037	0.2	6,781	8,004	18.0	8,031	9,274	15.5
营业税金及附加	906	909	0.3	798	987	23.7	981	1,177	19.9
业务及管理费	6,702	6,719	0.2	5,974	7,008	17.3	7,040	8,086	14.9
资产减值损失	400	400	0.0	0	0		0	0	
其他业务成本	9	9	0.0	10	10	0.0	10	10	0.0
营业利润	9,571	9,608	0.4	8,371	10,559	26.1	10,545	12,828	21.6
营业外收入	62	62	0.0	65	65	0.0	69	69	0.0
营业外支出	19	19	0.0	20	20	0.0	21	21	0.0
利润总额	9,614	9,652	0.4	8,416	10,604	26.0	10,593	12,875	21.5
所得税费用	1,827	1,834	0.4	1,767	2,227	26.0	2,436	2,961	21.5
净利润	7,788	7,818	0.4	6,649	8,377	26.0	8,157	9,914	21.5
归属于母公司所有者的净利润	7,205	7,235	0.4	6,242	7,773	24.5	7,674	9,234	20.3
少数股东权益	583	583	0.0	406	604	48.7	482	680	41.0
每股收益 (元)	1.09	1.09	0.4	0.94	1.17	24.5	1.16	1.39	20.3
每股净资产 (元)	8.26	8.27	0.1	8.93	9.17	2.6	9.86	10.27	4.2

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 15: 盈利预测主要假设

主要假设	2008			2009			2010		
	调整前	调整后 +/- (%)		调整前	调整后 +/- (%)		调整前	调整后 +/- (%)	
经纪业务									
日均股票交易额 (亿元)	1,086	1,086	0.0	800	1,200	50.0	800	1,200	50.0
股基权证交易额市场份额	7.66%	7.66%	0.0	7.90%	7.90%	0.0	7.90%	7.90%	0.0
经纪业务净费率	0.142%	0.143%	0.8	0.141%	0.138%	-1.8	0.138%	0.135%	-2.1
净利差	1.35%	1.35%	0.0	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
自营业务									
自营业务期末规模占可用资金比例	65.00%	100.00%	53.8	65.00%	100.00%	53.8	65.00%	100.00%	53.8
自营业务收益率	7.11%	4.16%	-41.5	10.00%	7.50%	-25.0	10.00%	7.50%	-25.0
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,999	2,999	0.0	1,013	1,013	0.0	2,191	2,191	0.0
股票及股票连接承销市场份额	21.61%	21.61%	0.0	15.00%	15.00%	0.0	15.00%	15.00%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	5,366	5,366	0.0	8,443	11,820	40.0	10,954	14,605	33.3
企业主体债券承销市场份额	16.53%	16.53%	0.0	15.00%	15.00%	0.0	15.00%	15.00%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	100	100	0.0	110	110	0.0	121	121	0.0
受托资产管理费率	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
其他									
业务及管理费/营业收入	38.11%	38.08%	-0.1	39.43%	37.75%	-4.3	37.90%	36.59%	-3.5
所得税率	19.00%	19.00%	0.0	21.00%	21.00%	0.0	23.00%	23.00%	0.0

资料来源: 中金公司研究部

图 16: 中信证券盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	5,991	30,871	17,646	18,563	22,101	营业收入	411.35%	415.30%	-42.84%	5.20%	19.06%
手续费净收入	3,768	18,956	13,529	13,102	14,735	手续费净收入	650.79%	403.07%	-28.63%	-3.16%	12.47%
代理买卖证券业务净收入	2,710	13,771	7,525	7,744	7,547	代理买卖证券业务净收入	794.81%	408.19%	-45.35%	2.91%	-2.54%
证券承销业务净收入	976	2,217	1,772	1,242	1,814	证券承销业务净收入	429.16%	127.10%	-20.10%	-29.87%	46.00%
委托管理资产业务净收入	35	162	150	165	182	委托管理资产业务净收入	140.60%	361.29%	-7.00%	10.00%	10.00%
其他投资银行业务	47	464	418	459	505	其他投资银行业务		885.92%	-10.00%	10.00%	10.00%
基金管理公司收入	-	2,343	3,665	3,491	4,687	基金管理公司收入			56.43%	-4.75%	34.27%
利息净收入	262	991	1,264	780	897	利息净收入	112.71%	278.22%	27.59%	-38.33%	15.08%
投资净收益	1,564	7,576	557	891	2,232	投资净收益	246.37%	384.25%	-92.64%	59.89%	150.52%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	31	9	-	-	-	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	15.24%	-70.69%	-100.00%		
公允价值变动净收益	176	3,351	2,295	3,789	4,232	公允价值变动净收益		1799.86%	-31.50%	65.05%	11.69%
汇兑净收益	-17	-50	-53	-56	-58	汇兑净收益	5787.51%	192.44%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	237	48	52	58	63	其他业务收入	149.25%	-79.89%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	2,606	11,008	8,037	8,004	9,274	营业支出	248.21%	322.36%	-26.99%	-0.41%	15.85%
营业税金及附加	278	1,322	909	987	1,177	营业税金及附加	616.11%	375.92%	-31.21%	8.56%	19.23%
业务及管理费	2,180	9,531	6,719	7,008	8,086	业务及管理费	271.04%	337.22%	-29.50%	4.30%	15.39%
资产减值损失	143	147	400	-	-	资产减值损失	16.72%	2.94%	172.41%	-100.00%	
其他业务成本	6	9	9	10	10	其他业务成本	123287.97%	46.52%	5.00%	5.00%	5.00%
营业利润	3,385	19,863	9,608	10,559	12,828	营业利润	699.96%	486.87%	-51.63%	9.89%	21.49%
营业外收入	26	59	62	65	69	营业外收入	499.72%	125.58%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	12	18	19	20	21	营业外支出	-75.26%	51.37%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	3,399	19,904	9,652	10,604	12,875	利润总额	795.63%	485.61%	-51.51%	9.87%	21.42%
所得税费用	813	6,358	1,834	2,227	2,961	所得税费用	1529.16%	682.44%	-71.16%	21.44%	32.98%
净利润	2,586	13,546	7,818	8,377	9,914	净利润	684.63%	423.76%	-42.29%	7.16%	18.34%
归属于母公司所有者的净利润	2,435	12,389	7,235	7,773	9,234	归属于母公司所有者的净利润	508.60%	408.84%	-41.60%	7.44%	18.79%
少数股东权益	152	1,157	583	604	680	少数股东权益	-315.30%	663.26%	-49.62%	3.65%	12.59%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	63,921	189,654	163,601	181,628	199,845	股票权证交易额市场份额	6.91%	7.73%	7.66%	7.90%	7.90%
客户存款	41,827	117,806	78,562	89,208	98,129	净利差	1.25%	1.32%	1.35%	1.00%	1.00%
自有存款	6,514	30,448	38,447	42,571	47,919	股票及股票连接主承销市场份额	18.91%	18.56%	21.61%	15.00%	15.00%
交易性金融资产	1,937	2,772	3,500	3,876	4,363	企业主体债券主承销市场份额	21.08%	21.67%	16.53%	15.00%	15.00%
可供出售金融资产	2,721	12,906	16,296	18,045	20,311	业务及管理费/营业收入	36.39%	30.87%	38.08%	37.75%	36.59%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加税率	4.87%	4.42%	5.55%	5.55%	5.55%
长期股权投资	1,186	639	639	639	639	所得税率	23.91%	31.94%	19.00%	21.00%	23.00%
固定资产	482	899	770	640	511	盈利能力 (%)					
无形资产	126	135	135	135	135	净利润率	40.64%	40.13%	41.00%	41.87%	41.78%
其他资产	9,129	24,049	25,252	26,514	27,840	净资产收益率	19.78%	24.01%	13.19%	12.79%	13.56%
总负债	50,055	135,630	105,764	117,222	127,469	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	41,827	117,806	78,562	89,208	98,129	母公司净资产	9,888	40,675			
应付债券	1,950	1,950	1,950	1,500	1,500	母公司净资产率 (%)	83.02%	87.89%			
其他负债	6,278	15,875	25,252	26,514	27,840	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	13,684	54,023	57,837	64,406	72,377	每股盈利	0.82	3.74	1.09	1.17	1.39
总股本	2,982	3,315	6,630	6,630	6,630	每股净资产	4.13	15.56	8.27	9.17	10.27
少数股东权益	1,374	2,424	3,007	3,611	4,292	市盈率	26.02	5.69	19.47	18.13	15.26
归属于母公司所有者权益	12,310	51,599	54,830	60,795	68,085	市净率	5.15	1.37	2.57	2.32	2.07
						股利支付比率	74.44%	24.49%	13.38%	25.00%	25.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	3,903	5,440			
						营业部数量 (个)	165	165			
						服务部数量 (个)	60	60			

资料来源：公司数据、中金公司研究部

海通证券(600837/14.06 元): 中性

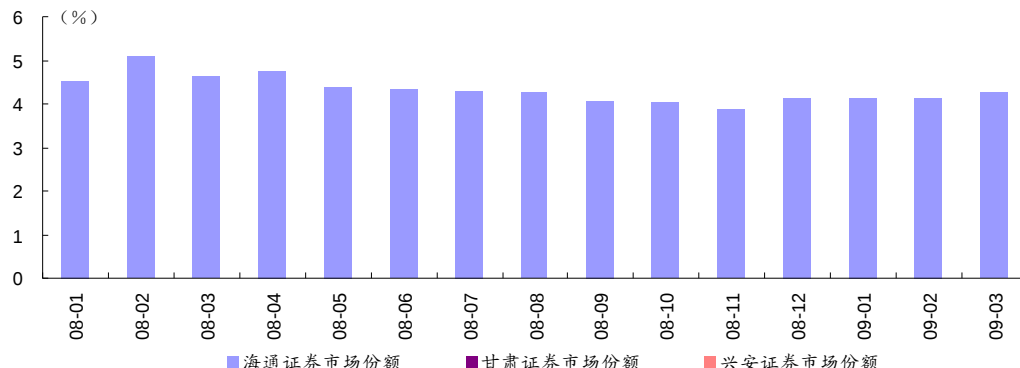
我们维持对海通证券“中性”的投资评级，主要原因如下：

- 海通证券经纪业务市场份额处于第二集团，拥有一定的规模效应；投资银行业务和资产管理业务的规模中等。
- 除了证券公司的传统业务之外，海通证券还控股海富通基金、参股富国基金；并控股了海富产业基金，这是国内证券公司设立的第一家产业基金。这些业务在一定程度上降低了海通证券收入波动性较高的风险。
- 在非公开增发了 260 亿元之后，海通证券的资本规模为第二名，有效地提升了抗风险能力。
- 根据基本假设的调整，我们将海通证券 09 和 10 年每股收益分别调整为 0.39 元和 0.47 元。

经纪业务

海通证券经纪业务 2009 年 3 月的市场份额较上月上升 0.11 个百分点，为 4.25%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 4.18%，低于我们预测的 2009 年 4.35% 的市场份额 0.17 个百分点（图 17）。

图 17: 海通证券经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

投资银行业务

在股票及股票连接承销业务领域，海通证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

在企业主体债券承销业务领域，海通证券 2009 年 3 月主承销金额为 25 亿元，市场份额为 5.56%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 0.89%。

图 18: 海通证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2008			2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	7,317	7,306	-0.1	6,601	8,196	24.2	7,629	9,641	26.4
手续费净收入	4,586	4,583	-0.1	3,360	4,480	33.3	3,529	4,609	30.6
代理买卖证券业务净收入	3,742	3,739	-0.1	2,621	3,732	42.4	2,578	3,649	41.5
证券承销业务净收入	196	196	0.0	102	110	8.3	183	192	5.0
委托管理资产业务净收入	648	648	0.0	638	638	0.0	768	768	0.0
其他	42	42	0.0	47	47	0.0	51	51	0.0
利息净收入	604	604	0.0	450	450	0.0	496	496	0.0
投资净收益	1,057	1,047	-0.9	1,434	1,661	15.9	1,883	2,365	25.6
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	65	65	0.0	55	55	0.0	66	66	0.0
公允价值变动净收益	795	787	-1.0	1,105	1,287	16.5	1,457	1,842	26.5
汇兑净收益	-15	-15	0.0	-15	-15	0.0	-16	-16	0.0
其他业务收入	290	300	3.5	266	332	24.7	280	346	23.5
营业支出	3,521	3,518	-0.1	3,263	3,868	18.5	3,658	4,410	20.6
营业税金及附加	369	368	-0.2	338	427	26.2	392	504	28.5
业务及管理费	3,149	3,146	-0.1	2,920	3,437	17.7	3,261	3,901	19.6
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0	0	0	0.0
其他业务成本	4	4	0.0	4	4	0.0	5	5	0.0
营业利润	3,795	3,788	-0.2	3,338	4,328	29.7	3,971	5,231	31.7
营业外收入	42	42	0.0	44	44	0.0	46	46	0.0
营业外支出	18	18	0.0	19	19	0.0	20	20	0.0
利润总额	3,819	3,812	-0.2	3,363	4,354	29.4	3,997	5,258	31.5
所得税费用	382	381	-0.2	841	1,088	29.4	999	1,314	31.5
净利润	3,437	3,431	-0.2	2,522	3,265	29.4	2,998	3,943	31.5
归属于母公司所有者的净利润	3,355	3,349	-0.2	2,442	3,184	30.4	2,901	3,847	32.6
少数股东权益	82	82	0.0	81	81	0.0	97	97	0.0
每股收益 (元)	0.41	0.41	-0.2	0.30	0.39	30.4	0.35	0.47	32.6
每股净资产 (元)	4.67	4.67	0.0	4.86	4.95	1.8	5.14	5.32	3.5

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 19: 盈利预测主要假设

主要假设	2008			2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务									
日均股票交易额 (亿元)	1,086	1,086	0.0	800	1,200	50.0	800	1,200	50.0
股基权证交易额市场份额	4.35%	4.35%	0.0	4.35%	4.35%	0.0	4.35%	4.35%	0.0
经纪业务手续费率	0.125%	0.125%	-0.1	0.127%	0.121%	-5.1	0.125%	0.118%	-5.7
净利差	1.30%	1.30%	0.0	1.10%	1.10%	0.0	1.10%	1.10%	0.0
自营业务									
自营业务期末规模占可用资金比例	65.00%	100.00%	53.8	65.00%	100.00%	53.8	65.00%	100.00%	53.8
自营业务收益率	7.11%	4.61%	-35.2	10.00%	7.50%	-25.0	12.50%	10.00%	-20.0
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,999	2,999	0.0	1,013	1,013	0.0	2,191	2,191	0.0
股票及股票连接主承销市场份额	1.49%	1.49%	0.0	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	5,366	5,366	0.0	8,443	11,820	40.0	10,954	14,605	33.3
企业主体债券主承销市场份额	0.11%	0.11%	0.0	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	20	20	0.0	22	22	0.0	24	24	0.0
受托资产管理费率	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
其他									
业务及管理费/营业收入	43.04%	43.05%	0.0	44.24%	41.93%	-5.2	42.75%	40.46%	-5.3
所得税率	10.00%	10.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 20: 海通证券盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	2,678	11,265	7,306	8,196	9,641	营业收入	374.37%	320.69%	-35.14%	12.18%	17.63%
手续费净收入	1,595	6,900	4,583	4,480	4,609	手续费净收入	145.27%	332.54%	-33.57%	-2.24%	2.87%
代理买卖证券业务净收入	1,193	5,792	3,739	3,732	3,649	代理买卖证券业务净收入	196.27%	385.40%	-35.43%	-0.19%	-2.24%
证券承销业务净收入	165	369	196	110	192	证券承销业务净收入	214.15%	123.70%	-46.90%	-43.62%	74.05%
委托资产管理业务净收入	204	701	648	638	768	委托资产管理业务净收入	19.15%	243.40%	-7.55%	-1.57%	20.45%
其他	33	39	42	47	51	其他	38.47%	16.45%	10.00%	10.00%	10.00%
利息净收入	83	490	604	450	496	利息净收入	278.16%	490.81%	23.36%	-25.48%	10.00%
投资净收益	851	2,501	1,047	1,661	2,365	投资净收益	-471.28%	193.98%	-58.15%	58.71%	42.35%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	14	76	65	55	66	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	21.59%	454.43%	-13.88%	-15.13%	20.00%
公允价值变动净收益	23	1,081	787	1,287	1,842	公允价值变动净收益	-471.28%	193.98%	-58.15%	58.71%	42.35%
汇兑净收益	-6	-14	-15	-15	-16	汇兑净收益	-18.54%	114.17%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	132	307	300	332	346	其他业务收入	2.00%	132.91%	-2.41%	10.83%	4.06%
营业支出	1,777	3,941	3,518	3,868	4,410	营业支出	33.88%	121.70%	-10.73%	9.95%	14.01%
营业税金及附加	130	416	368	427	504	营业税金及附加	217.36%	219.56%	-11.55%	15.88%	18.06%
业务及管理费	1,100	3,268	3,146	3,437	3,901	业务及管理费	25.51%	197.12%	-3.74%	9.26%	13.51%
资产减值损失	545	253	-	-	-	资产减值损失	32.89%	-53.54%	-100.00%	-	-
其他业务成本	3	3	4	4	5	其他业务成本	456.00%	26.38%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	900	7,324	3,788	4,328	5,231	营业利润	-217.97%	713.54%	-48.28%	14.25%	20.86%
营业外收入	193	523	42	44	46	营业外收入	607.91%	171.11%	-91.94%	5.00%	5.00%
营业外支出	393	54	18	19	20	营业外支出	143.21%	-86.36%	-65.99%	5.00%	5.00%
利润总额	700	7,794	3,812	4,354	5,258	利润总额	-178.05%	1012.79%	-51.09%	14.19%	20.77%
所得税费用	243	2,234	381	1,088	1,314	所得税费用	866.07%	819.18%	-82.93%	185.48%	20.77%
净利润	457	5,560	3,431	3,265	3,943	净利润	-149.58%	1115.66%	-38.29%	-4.84%	20.77%
归属于母公司所有者的净利润	433	5,457	3,349	3,184	3,847	归属于母公司所有者的净利润	-146.08%	1159.30%	-38.62%	-4.92%	20.79%
少数股东权益	24	103	82	81	97	少数股东权益	34.99%	329.80%	-20.64%	-1.60%	19.87%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	23,849	95,345	78,045	84,363	91,787	股票权证交易额市场份额	3.88%	4.09%	4.35%	4.35%	4.35%
客户存款	18,887	53,686	38,497	42,347	46,581	净利差	1.29%	1.34%	1.30%	1.10%	1.10%
自有存款	1,407	33,225	31,449	33,537	36,221	股票及股票连接主承销市场份额	1.50%	4.79%	1.49%	1.50%	1.50%
交易性金融资产	710	3,452	3,267	3,484	3,763	企业主体债券主承销市场份额	2.70%	0.75%	0.11%	0.50%	0.50%
可供出售金融资产	539	2,767	2,619	2,793	3,017	营业费用/营业收入	41.07%	29.01%	43.05%	41.93%	40.46%
持有至到期投资	49	-	-	-	-	营业税金及附加税率	5.05%	3.89%	5.55%	5.55%	5.55%
长期股权投资	603	321	387	442	508	所得税率	34.70%	28.66%	10.00%	25.00%	25.00%
固定资产	838	949	842	736	630	盈利能力 (%)					
无形资产	122	179	179	179	179	净利率	16.18%	48.44%	45.84%	38.85%	39.90%
其他资产	693	766	805	845	887	净资产收益率	11.80%	14.90%	8.72%	7.81%	8.78%
总负债	20,053	58,462	39,301	43,191	47,468	净资本指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	18,887	53,686	38,497	42,347	46,581	母公司净资本	2,240	34,522	-	-	-
应付债券	-	-	-	-	-	母公司净资本率 (%)	61.61%	94.60%	-	-	-
其他负债	1,166	4,775	805	845	887	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	3,795	36,884	38,743	41,171	44,318	每股盈利	0.13	1.33	0.41	0.39	0.47
总股本	3,389	4,114	8,228	8,228	8,228	每股净资产	1.08	8.90	4.67	4.95	5.32
少数股东权益	123	251	333	414	511	市盈率	92.69	8.93	29.11	30.62	25.35
归属于母公司所有者权益	3,672	36,632	38,410	40,757	43,807	市净率	10.94	1.33	2.54	2.39	2.23
						股利支付比率	0.00%	24.80%	7.54%	25.00%	25.00%
经营数据						经营数据					
						员工数量 (个)	2,711	3,786	-	-	-
						营业部数量 (个)	95	123	-	-	-
						服务部数量 (个)	24	57	-	-	-

资料来源：公司数据、中金公司研究部

长江证券(000783/15.98 元)：中性

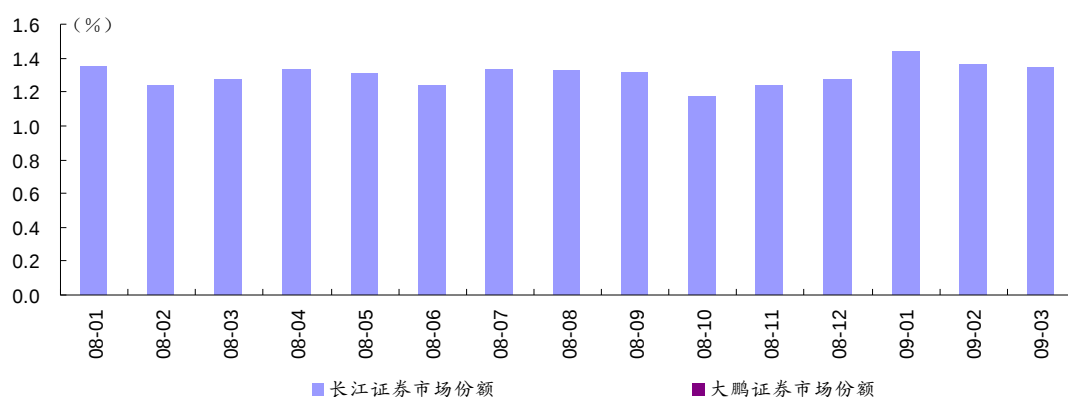
我们维持对长江证券“中性”的投资评级，主要原因如下：

- 长江证券的营业部主要集中于湖北省和广东省，经纪业务的市场份额处于第三集团；投资银行业务和资产管理业务的规模中等，这导致目前长江证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高。
- 公司虽然参股长信基金、诺德基金，但是短期内很难明显的改善公司现有盈利模式。
- 根据基本假设的调整，我们将长江证券 09 和 10 年每股收益分别调整为 0.43 元和 0.51 元。

经纪业务

长江证券经纪业务 2009 年 3 月的市场份额较上月下降了 0.02 个百分点，为 1.34%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 1.36%，低于我们预测的 2009 年 1.40% 的市场份额 0.04 个百分点（图 21）。

图 21：长江证券经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

投资银行业务

在股票及股票连接承销业务领域，长江证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

在企业主体债券承销业务领域，长江证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

图 22: 长江证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,549	1,892	22.1	1,776	2,185	23.0
手续费净收入	986	1,358	37.8	1,027	1,390	35.3
代理买卖证券业务净收入	793	1,148	44.9	768	1,112	44.9
证券承销业务净收入	137	154	12.3	197	215	9.3
委托管理资产业务净收入	16	16	0.0	19	19	0.0
其他	40	40	0.0	43	43	0.0
利息净收入	75	75	0.0	88	88	0.0
投资净收益	244	319	30.8	340	555	63.2
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	42	42	0.0	50	50	0.0
公允价值变动净收益	175	15	-91.7	251	26	-89.5
汇兑净收益	-3	-3	0.0	-4	-4	0.0
其他业务收入	73	128	76.6	74	129	75.7
营业支出	818	941	15.1	905	1,050	16.1
营业税金及附加	82	101	23.9	93	117	25.0
业务及管理费	730	834	14.3	804	927	15.2
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0
其他业务成本	6	6	0.0	7	7	0.0
营业利润	732	951	30.0	872	1,135	30.2
营业外收入	17	17	0.0	18	18	0.0
营业外支出	9	9	0.0	9	9	0.0
利润总额	740	959	29.6	880	1,144	30.0
所得税费用	185	240	29.6	220	286	30.0
净利润	555	719	29.6	660	858	30.0
归属于母公司所有者的净利润	555	719	29.6	660	858	30.0
少数股东权益	0	0	0.0	0	0	0.0
每股收益 (元)	0.33	0.43	29.6	0.39	0.51	30.0
每股净资产 (元)	3.01	3.11	3.3	3.32	3.51	5.8

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 23: 盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	800	1,200	50.0	800	1,200	50.0
股权证交易额市场份额	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0
经纪业务手续费率	0.120%	0.116%	-3.4	0.116%	0.112%	-3.4
净利差	0.90%	0.90%	0.0	0.90%	0.90%	0.0
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	75.00%	100.00%	33.3	75.00%	100.00%	33.3
自营业务收益率	10.00%	5.00%	-50.0	15.00%	10.00%	-33.3
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	1,013	1,013	0.0	2,191	2,191	0.0
股票及股票连接主承销市场份额	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	8,443	11,820	40.0	10,954	14,605	33.3
企业主体债券主承销市场份额	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	12	12	0.0	13	13	0.0
受托资产管理费率	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
其他						
业务及管理费/营业收入	47.1%	44.1%	-6.4	45.3%	42.4%	-6.4
所得税率	25.0%	25.0%	0.0	25.0%	25.0%	0.0

资料来源: 中金公司研究部

图 24：长江证券盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	1,411	4,962	2,073	1,892	2,185	营业收入	395.05%	251.67%	-58.22%	-8.74%	15.50%
手续费净收入	533	2,134	1,221	1,358	1,390	手续费净收入	320.39%	300.35%	-42.77%	11.20%	2.36%
代理买卖证券业务净收入	469	2,080	1,102	1,148	1,112	代理买卖证券业务净收入	305.68%	343.15%	-47.01%	4.17%	-3.13%
证券承销业务净收入	60	32	73	154	215	证券承销业务净收入	503.80%	-46.56%	130.02%	111.02%	39.35%
委托管理资产业务净收入	4	7	10	16	19	委托管理资产业务净收入	236.37%	76.41%	34.69%	60.60%	19.96%
其他	-	15	36	40	43	其他	-	-	140.48%	10.00%	10.00%
利息净收入	17	110	132	75	88	利息净收入	-26.39%	563.20%	20.03%	-42.85%	17.32%
投资净收益	741	2,434	897	319	555	投资净收益	563.02%	228.28%	-63.13%	-64.44%	73.84%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	41	52	42	50	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-60.75%	10509.74%	26.52%	-19.67%	20.00%
公允价值变动净收益	105	182	-287	15	26	公允价值变动净收益	-	74.04%	-257.56%	-105.05%	81.93%
汇兑净收益	-4	-4	-3	-3	-4	汇兑净收益	-40.82%	0.65%	-27.90%	5.00%	5.00%
其他业务收入	20	106	113	128	129	其他业务收入	-37.59%	443.03%	6.69%	13.10%	0.70%
营业支出	539	1,589	1,100	941	1,050	营业支出	47.31%	194.91%	-30.75%	-14.47%	11.58%
营业税金及附加	72	225	124	101	117	营业税金及附加	558.10%	214.23%	-44.67%	-18.66%	15.32%
业务及管理费	477	1,347	864	834	927	业务及管理费	61.94%	182.15%	-35.88%	-3.46%	11.14%
资产减值损失	-13	15	107	-	-	资产减值损失	-125.22%	-221.53%	597.56%	-100.00%	-
其他业务成本	3	2	6	6	7	其他业务成本	-75.24%	-15.94%	169.82%	10.00%	10.00%
营业利润	872	3,373	973	951	1,135	营业利润	-1179.40%	286.75%	-71.16%	-2.26%	19.39%
营业外收入	3	4	16	17	18	营业外收入	5.69%	40.65%	278.14%	5.00%	5.00%
营业外支出	123	34	8	9	9	营业外支出	597.49%	-72.66%	-75.19%	5.00%	5.00%
利润总额	752	3,343	981	959	1,144	利润总额	-888.84%	344.80%	-70.67%	-2.20%	19.26%
所得税费用	221	1,004	279	240	286	所得税费用	11728.42%	354.15%	-72.22%	-14.04%	19.26%
净利润	531	2,339	702	719	858	净利润	-646.11%	340.91%	-70.01%	2.51%	19.26%
归属于母公司所有者的净利润	521	2,337	702	719	858	归属于母公司所有者的净利润	-641.24%	348.36%	-69.98%	2.51%	19.26%
少数股东权益	9	2	-	-	-	少数股东权益	-1204.50%	-77.48%	-100.00%	-	-
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	10,482	25,221	18,191	18,883	20,918	股票权证交易额市场份额	1.35%	1.34%	1.27%	1.40%	1.40%
客户存款	6,738	16,078	11,134	13,472	14,819	净利率	1.03%	1.30%	1.21%	0.90%	0.90%
自有存款	1,333	4,114	2,250	1,663	1,896	股票及股票连接主承销市场份额	1.45%	0.00%	1.58%	1.50%	1.50%
交易性金融资产	1,465	2,149	3,915	2,894	3,300	企业主体债券主承销市场份额	0.63%	0.64%	0.84%	1.00%	1.00%
可供出售金融资产	398	1,857	216	160	182	营业费用/营业收入	33.83%	27.14%	41.66%	44.07%	42.40%
持有至到期投资	31	29	-	-	-	营业税金及附加税率	5.13%	4.67%	6.58%	5.70%	5.70%
长期股权投资	65	114	166	208	258	所得税率	29.41%	30.03%	28.44%	25.00%	25.00%
固定资产	259	274	292	259	225	盈利能力 (%)					
无形资产	32	28	24	24	24	净利率	36.95%	47.10%	33.84%	38.01%	39.25%
其他资产	160	578	194	204	214	净资产收益率	19.26%	39.59%	15.24%	13.81%	14.58%
总负债	7,776	19,317	13,588	13,676	15,033	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	6,738	16,078	11,134	13,472	14,819	母公司净资产	1,889	4,162	3,529	-	-
应付债券	-	-	-	-	-	母公司净资产率 (%)	76.28%	76.01%	77.09%	-	-
其他负债	1,038	3,239	2,454	204	214	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	2,706	5,904	4,603	5,207	5,885	每股盈利	0.31	1.40	0.42	0.43	0.51
总股本	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	每股净资产	1.62	3.53	2.75	3.11	3.51
少数股东权益	-	-	-	-	-	市盈率	39.36	8.78	29.24	28.53	23.92
归属于母公司所有者权益	2,706	5,904	4,603	5,207	5,885	市净率	7.58	3.48	4.46	3.94	3.49
						股利支付比率	0.00%	0.00%	35.83%	23.87%	25.00%
经营数据											
						员工数量 (个)	1,306	2468	2921	-	-
						营业部数量 (个)	56	56	56	-	-
						服务部数量 (个)	11	11	11	-	-

资料来源：公司数据、中金公司研究部

宏源证券(000562/18.13 元): 中性

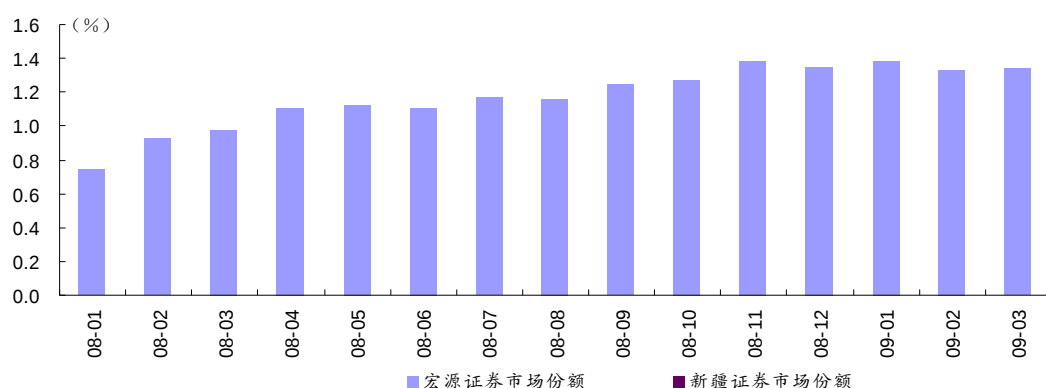
我们维持对宏源证券“中性”的投资评级，主要原因如下：

- 宏源证券的营业部主要集中于新疆维吾尔自治区，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务规模较小，而资产管理业务尚未开展，这导致目前宏源证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高。
- 中投证券能否注入宏源证券仍然存在极大的不确定性，该事件对宏源证券的盈利水平和估值水平构成重大影响。
- 根据基本假设的调整，我们将宏源证券 09 和 10 年每股收益分别调整为 0.56 元和 0.62 元。

经纪业务

宏源证券经纪业务 2009 年 3 月的市场份额较上月上升了 0.01 个百分点，为 1.34%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 1.34%，高于我们预测的 2009 年 1.29% 市场份额 0.05 个百分点(图 25)。

图 25: 宏源证券经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

投资银行业务

在股票及股票连接承销业务领域，宏源证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

在企业主体债券承销业务领域，宏源证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

图 26: 宏源证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2008			2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,360	1,368	0.6	1,689	2,233	32.2	1,964	2,446	24.6
手续费净收入	1,397	1,403	0.4	1,111	1,646	48.1	1,121	1,642	46.4
代理买卖证券业务净收入	1,283	1,288	0.4	1,021	1,547	51.5	992	1,503	51.5
证券承销业务净收入	75	75	0.0	42	50	20.3	72	81	12.7
委托管理资产业务净收入	0	0		5	5	0.0	10	10	0.0
其他	40	40	0.0	43	43	0.0	48	48	0.0
利息净收入	139	139	0.0	113	113	0.0	129	129	0.0
投资净收益	-241	-238	-1.5	351	360	2.5	576	541	-6.2
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0		0	0		0	0	
公允价值变动净收益	-16	-16	-1.5	23	24	2.5	38	35	-6.2
汇兑净收益	-7	-7	0.0	-7	-7	0.0	-7	-7	0.0
其他业务收入	88	86	-2.4	98	98	0.0	107	107	0.0
营业支出	766	769	0.4	910	1,131	24.3	1,028	1,223	19.0
营业税金及附加	68	68	0.6	87	118	34.5	102	129	26.3
业务及管理费	634	636	0.4	751	942	25.4	848	1,016	19.8
资产减值损失	0	0		0	0		0	0	
其他业务成本	64	64	0.0	71	71	0.0	78	78	0.0
营业利润	594	599	0.8	780	1,103	41.4	936	1,223	30.7
营业外收入	1	1	0.0	1	1	0.0	1	1	0.0
营业外支出	8	8	0.0	8	8	0.0	8	8	0.0
利润总额	588	592	0.8	772	1,095	41.8	928	1,216	31.0
所得税费用	147	148	0.8	193	274	41.8	232	304	31.0
净利润	441	444	0.8	579	822	41.8	696	912	31.0
归属于母公司所有者的净利润	441	444	0.8	579	822	41.8	696	912	31.0
少数股东权益	0	0		0	0		0	0	
每股收益 (元)	0.30	0.30	0.8	0.40	0.56	41.8	0.48	0.62	31.0
每股净资产 (元)	3.49	3.49	0.1	3.76	3.93	4.4	4.08	4.33	6.1

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 27: 盈利预测主要假设

主要假设	2008			2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务									
日均股票交易额 (亿元)	1,086	1,086	0.0	800	1,200	50.0	800	1,200	50.0
股基权证交易额市场份额	1.08%	1.08%	0.0	1.29%	1.29%	0.0	1.29%	1.29%	0.0
经纪业务手续费率	0.174%	0.175%	0.4	0.167%	0.169%	1.0	0.162%	0.164%	1.0
净利差	1.20%	1.20%	0.0	1.10%	1.10%	0.0	1.10%	1.10%	0.0
自营业务									
自营业务期末规模占可用资金比例	75.00%	100.00%	33.3	75.00%	100.00%	33.3	75.00%	100.00%	33.3
自营业务收益率	-10.39%	-4.39%		10.00%	7.50%	-25.0	15.00%	10.00%	-33.3
投行业务									
市场股票及股票融资额 (亿元)	2,999	2,999	0.0	1,013	1,013	0.0	2,191	2,191	0.0
股票及股票连接主承销市场份额	0.54%	0.54%	0.0	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	5,366	5,366	0.0	8,443	11,820	40.0	10,954	14,605	33.3
企业主体债券主承销市场份额	0.35%	0.35%	0.0	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0
资管业务									
受托资产管理平均规模 (亿元)	0	0		5	5	0.0	10	10	0.0
受托资产管理费率	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
其他									
业务及管理费/营业收入	46.58%	46.50%	-0.2	44.47%	42.18%	-5.1	43.18%	41.54%	-3.8
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 28: 宏源证券盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	743	4,435	1,368	2,233	2,446	营业收入	-2604.57%	496.52%	-69.16%	63.27%	9.54%
手续费净收入	324	2,289	1,403	1,646	1,642	手续费净收入	-554.98%	607.07%	-38.71%	17.31%	-0.25%
代理买卖证券业务净收入	270	2,212	1,288	1,547	1,503	代理买卖证券业务净收入	189.78%	720.61%	-41.76%	20.10%	-2.86%
证券承销业务净收入	27	41	75	50	81	证券承销业务净收入	2012.39%	52.53%	82.78%	-33.32%	61.54%
委托管理资产业务净收入	1	-	-	5	10	委托管理资产业务净收入	-100.53%	-100.00%	#DIV/0!	100.00%	
其他	26	36	40	43	48	其他		36.27%	10.00%	10.00%	
利息净收入	25	134	139	113	129	利息净收入	-705.30%	427.08%	4.07%	-19.10%	14.66%
投资净收益	224	1,532	-238	360	541	投资净收益	6725.49%	584.83%	-115.52%	-251.40%	50.20%
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-	-	-	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-100.00%				
公允价值变动净收益	119	394	-16	24	35	公允价值变动净收益		231.09%	-103.96%	-251.40%	50.20%
汇兑净收益	-3	-6	-7	-7	-7	汇兑净收益	31.14%	120.49%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	55	93	86	98	107	其他业务收入	22.77%	70.73%	-8.39%	14.69%	8.51%
营业支出	381	1,203	769	1,131	1,223	营业支出	-1144.22%	215.75%	-36.11%	47.09%	8.16%
营业税金及附加	30	213	68	118	129	营业税金及附加	265.18%	621.55%	-68.01%	72.61%	9.27%
业务及管理费	252	849	636	942	1,016	业务及管理费	34.17%	237.21%	-25.08%	48.12%	7.89%
资产减值损失	73	82	-	-	-	资产减值损失	-131.51%	12.71%	-100.00%		
其他业务成本	27	59	64	71	78	其他业务成本	27495.76%	120.65%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	362	3,232	599	1,103	1,223	营业利润	5228.76%	791.66%	-81.46%	84.03%	10.95%
营业外收入	1	1	1	1	1	营业外收入	-55.41%	-36.09%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	10	7	8	8	8	营业外支出	888.58%	-30.29%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	353	3,226	592	1,095	1,216	利润总额	4195.97%	813.15%	-81.64%	84.94%	10.99%
所得税费用	34	1,187	148	274	304	所得税费用	3404.40%	-87.53%	84.94%	10.99%	
净利润	319	2,038	444	822	912	净利润	3783.94%	538.26%	-78.21%	84.94%	10.99%
归属于母公司所有者的净利润	319	2,038	444	822	912	归属于母公司所有者的净利润	3783.94%	538.26%	-78.21%	84.94%	10.99%
少数股东权益	-	-	-	-	-	少数股东权益					
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	7,862	22,800	15,697	18,936	20,179	股权证交易额市场份额	0.73%	1.09%	1.08%	1.29%	1.29%
客户存款	3,760	14,828	9,838	12,395	13,015	净利差	1.00%	1.43%	1.20%	1.10%	1.10%
自有存款	2,909	5,518	-	-	-	股票及股票连接主承销市场份额	0.35%	0.24%	0.54%	0.50%	0.50%
交易性金融资产	237	532	1,850	2,112	2,351	企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.19%	0.35%	0.50%	0.50%
可供出售金融资产	130	789	2,746	3,135	3,490	营业费用/营业收入	33.86%	19.14%	46.50%	42.18%	41.54%
持有至到期投资	51	52	180	206	229	营业税金及附加税率	4.11%	4.95%	5.55%	5.55%	5.55%
长期股权投资	6	7	7	7	7	所得税率	9.59%	36.81%	25.00%	25.00%	25.00%
固定资产	275	314	280	247	213	盈利能力 (%)	42.95%	45.96%	32.48%	36.79%	37.28%
无形资产	29	36	36	36	36	净利润率	8.70%	33.98%	8.71%	14.31%	14.42%
其他资产	467	724	761	799	838	净资产收益率					
总负债	4,192	16,801	10,598	13,194	13,854	净资本指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	3,760	14,828	9,838	12,395	13,015	净资本	3,105	4,852			
应付债券	-	-	-	-	-	净资本率 (%)	85.13%	80.89%			
其他负债	432	1,973	761	799	838	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	3,670	5,999	5,098	5,742	6,325	每股盈利	0.22	1.39	0.30	0.56	0.62
总股本	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461	每股净资产	2.51	4.11	3.49	3.93	4.33
少数股东权益	-	-	-	-	-	市盈率	63.92	10.01	45.95	24.85	22.39
归属于母公司所有者权益	3,670	5,999	5,098	5,742	6,325	市净率	5.56	3.40	4.00	3.55	3.23
						股利支付比率	0.00%	36.60%	41.22%	40.00%	40.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	1,129	1279			
						营业部数量 (个)	50	50			
						服务部数量 (个)	17	17			

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

国元证券(000728/17.00元): 中性

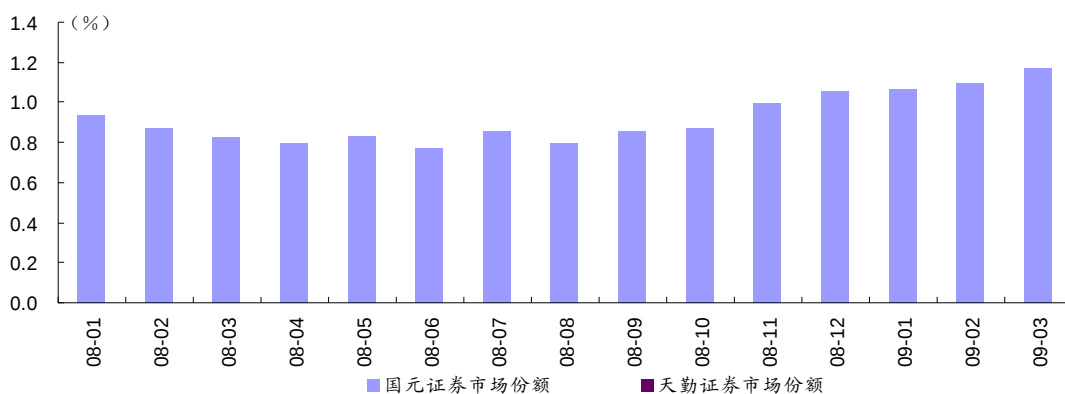
我们维持对国元证券“中性”的投资评级，主要原因如下：

- 国元证券的营业部主要集中于安徽省，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务和资产管理业务规模相对较小，这导致目前国元证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩波动性风险较高。
- 公司虽然参股长盛基金，但是短期内很难改善公司现有盈利模式。
- 根据基本假设的调整，我们将国元证券 09 和 10 年每股收益分别调整为 0.38 元和 0.46 元。

经纪业务

国元证券经纪业务 2009 年 3 月的市场份额较上月上升了 0.12 个百分点，为 1.17%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 1.12%，高于我们预测的 2009 年 1.04% 的市场份额 0.08 个百分点（图 29）。

图 29：国元证券经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

投资银行业务

在股票及股票连接承销业务领域，国元证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

在企业主体债券承销业务领域，国元证券 2009 年 3 月主承销金额为 15 亿元，市场份额为 3.34%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 0.89%。

图 30: 国元证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,294	1,491	15.2	1,444	1,728	19.7
手续费净收入	729	1,065	46.1	730	1,055	44.5
代理买卖证券业务净收入	648	981	51.3	627	948	51.3
证券承销业务净收入	21	24	16.2	38	41	9.7
委托管理资产业务净收入	45	45	0.0	49	49	0.0
其他	15	15	0.0	17	17	0.0
利息净收入	70	70	0.0	81	81	0.0
投资净收益	394	257	-34.6	517	468	-9.5
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	60	60	0.0	73	73	0.0
公允价值变动净收益	20	17	-13.3	27	35	30.6
汇兑净收益	-2	-2	0.0	-3	-3	0.0
其他业务收入	84	84	0.0	92	92	0.0
营业支出	663	747	12.5	717	831	15.9
营业税金及附加	65	76	16.9	72	88	22.0
业务及管理费	584	656	12.4	630	728	15.6
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0
其他业务成本	14	14	0.0	15	15	0.0
营业利润	631	745	18.1	727	897	23.4
营业外收入	1	1	0.0	1	1	0.0
营业外支出	7	7	0.0	7	7	0.0
利润总额	624	738	18.3	720	890	23.6
所得税费用	156	185	18.3	180	223	23.6
净利润	468	554	18.3	540	668	23.6
归属于母公司所有者的净利润	467	553	18.3	539	667	23.7
少数股东权益	1	1	0.0	1	1	0.0
每股收益 (元)	0.32	0.38	18.3	0.37	0.46	23.7
每股净资产 (元)	3.40	3.45	1.5	3.60	3.71	3.0

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图 31: 盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	800	1,200	50.0	800	1,200	50.0
股权权证交易额市场份额	1.04%	1.04%	0.0	1.04%	1.04%	0.0
经纪业务手续费率	0.132%	0.133%	0.9	0.128%	0.129%	0.8
净利率	1.30%	1.30%	0.0	1.30%	1.30%	0.0
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	75.00%	100.00%	33.3	75.00%	100.00%	33.3
自营业务收益率	10.00%	5.00%	-50.0	15.00%	10.00%	-33.3
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	1,013	1,013	0.0	2,191	2,191	0.0
股票及股票连接主承销市场份额	0.20%	0.20%	0.0	0.20%	0.20%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	8,443	11,820	40.0	10,954	14,605	33.3
企业主体债券主承销市场份额	0.20%	0.20%	0.0	0.20%	0.20%	0.0
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	11	11	0.0	12	12	0.0
受托资产管理费率	4.00%	4.00%	0.0	4.00%	4.00%	0.0
其他						
业务及管理费/营业收入	45.15%	44.02%	-2.5	43.59%	42.10%	-3.4
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源: 中金公司研究部

图 32：国元证券盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	1,185	4,100	1,237	1,491	1,728	营业收入	944.73%	245.88%	-69.83%	20.59%	15.90%
手续费净收入	341	1,612	964	1,065	1,055	手续费净收入	216.81%	373.13%	-40.21%	10.53%	-0.95%
代理买卖证券业务净收入	311	1,476	899	981	948	代理买卖证券业务净收入	199.33%	374.52%	-39.10%	9.12%	-3.38%
证券承销业务净收入	19	44	25	24	41	证券承销业务净收入	422.27%	131.87%	-43.98%	-1.52%	69.98%
委托管理资产业务净收入	11	82	26	45	49	委托管理资产业务净收入		661.05%	-67.78%	70.48%	10.00%
其他	-	11	14	15	17	其他			33.60%	10.00%	10.00%
利息净收入	9	82	125	70	81	利息净收入	2923.06%	793.20%	52.85%	-44.28%	15.84%
投资净收益	548	1,591	950	257	468	投资净收益	-4104.86%	190.32%	-40.28%	-72.92%	81.73%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	48	173	145	60	73	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	22.01%	258.03%	-16.34%	-58.21%	20.00%
公允价值变动净收益	254	755	-876	17	35	公允价值变动净收益		196.91%	-216.07%	-101.99%	100.69%
汇兑净收益	-3	-2	-2	-2	-3	汇兑净收益	21.02%	-39.59%	23.23%	5.00%	5.00%
其他业务收入	36	61	76	84	92	其他业务收入	64.71%	69.55%	24.54%	10.00%	10.00%
营业支出	393	944	643	747	831	营业支出	43.81%	140.23%	-31.91%	16.13%	11.33%
营业税金及附加	45	156	75	76	88	营业税金及附加	613.76%	245.15%	-51.82%	1.54%	15.72%
业务及管理费	339	758	556	656	728	业务及管理费	54.06%	123.82%	-26.63%	17.96%	10.85%
资产减值损失	3	21	-1	-	-	资产减值损失	-94.28%	694.29%	-106.20%	-100.00%	
其他业务成本	6	9	13	14	15	其他业务成本	1323.25%	-28.20%	98.86%	10.00%	10.00%
营业利润	792	3,155	594	745	897	营业利润	-595.49%	298.31%	-81.18%	25.42%	20.48%
营业外收入	1	120	0	1	1	营业外收入	-90.00%	16541.73%	-99.60%	5.00%	5.00%
营业外支出	8	2	7	7	7	营业外支出	170.40%	-72.01%	179.08%	5.00%	5.00%
利润总额	785	3,273	588	738	890	利润总额	-603.74%	317.26%	-82.05%	25.63%	20.61%
所得税费用	231	990	66	185	223	所得税费用	62124.78%	327.97%	-93.30%	178.49%	20.61%
净利润	553	2,284	521	554	668	净利润	-454.42%	312.78%	-77.17%	6.20%	20.61%
归属于母公司所有者的净利润	551	2,280	521	553	667	归属于母公司所有者的净利润	-453.12%	313.55%	-77.15%	6.11%	20.63%
少数股东权益	2	4	1	1	1	少数股东权益		103.13%	-87.12%	92.58%	10.00%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	8,236	18,944	11,914	13,796	14,624	股票权证交易额市场份额	0.88%	0.87%	0.87%	1.04%	1.04%
客户存款	5,088	12,000	6,452	8,130	8,536	净利率	1.05%	1.26%	1.60%	1.30%	1.30%
自有存款	1,043	2,650	2,778	2,576	2,797	股票及股票连续主承销市场份额	0.06%	0.20%	0.17%	0.20%	0.20%
交易性金融资产	1,179	3,056	1,534	1,423	1,545	企业主体债券主承销市场份额	0.63%	0.28%	0.00%	0.20%	0.20%
可供出售金融资产	140	185	136	126	137	业务及管理费/营业收入	28.59%	18.50%	45.00%	44.02%	42.10%
持有至到期投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加税率	4.00%	4.05%	7.76%	5.60%	5.60%
长期股权投资	360	486	421	481	554	所得税率	29.47%	30.23%	11.28%	25.00%	25.00%
固定资产	283	335	453	418	382	盈利能力 (%)					
无形资产	25	28	21	21	21	净利率	46.51%	55.61%	42.12%	37.06%	38.57%
其他资产	425	569	592	621	653	净资产收益率	22.05%	44.11%	10.92%	10.96%	12.27%
总负债	5,689	13,727	7,099	8,704	9,140	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	5,088	12,000	6,452	8,130	8,536	净资产	1,904.77	3,652.01	3,334.78		
应付债券	-	-	-	-	-	净资产率 (%)	76.22%	72.62%	70.93%		
其他负债	601	1,727	647	574	604	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	2,547	5,218	4,815	5,092	5,484	每股盈利	0.38	1.56	0.36	0.38	0.46
总股本	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	每股净资产	1.71	3.53	3.26	3.45	3.71
少数股东权益	48	50	46	47	48	市盈率	43.37	10.49	45.90	43.26	35.86
归属于母公司所有者权益	2,500	5,168	4,769	5,045	5,435	市净率	9.56	4.63	5.01	4.74	4.40
						股利支付比率	0.00%	0.00%	32.11%	50.60%	50.00%
经营数据						经营数据					
						员工数量 (个)		1,212	1,414		
						营业部数量 (个)	35	48	48		
						服务部数量 (个)	20	20	20		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

东北证券(000686/24.5 元): 中性

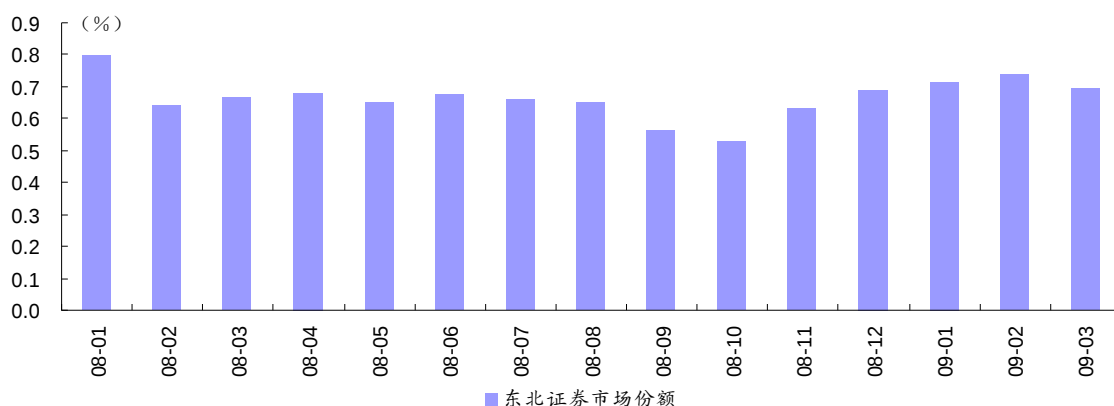
我们维持对东北证券“中性”的投资评级，主要原因如下：

- 东北证券的营业部主要集中于吉林省，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务规模较小，而资产管理业务尚未开展，这导致目前东北证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高。
- 公司虽然控股东方基金、参股银华基金，但是短期内很难明显改善公司现有盈利模式。
- 作为规范类证券公司，东北证券的创新业务前景弱于创新类证券公司。
- 根据基本假设的调整，我们将东北证券 09 和 10 年每股收益分别调整为 0.83 元和 0.87 元。

经纪业务

东北证券经纪业务 2009 年 3 月的市场份额较上月下降了 0.05 个百分点，为 0.694%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 0.72%，较我们预测的 2009 年 0.73% 的市场份额低了 0.01 个百分点（图 33）。

图 33: 东北证券经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

投资银行业务

在股票及股票连接承销业务领域，东北证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

在企业主体债券承销业务领域，东北证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

图 34: 东北证券盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,007	1,330	32.2	1,060	1,383	30.5
手续费净收入	663	962	45.2	684	970	41.8
代理买卖证券业务净收入	620	919	48.4	592	878	48.4
证券承销业务净收入	38	38	0.0	82	82	0.0
委托管理资产业务净收入	5	5	0.0	10	10	0.0
其他	0	0		0	0	
利息净收入	76	76	0.0	84	84	0.0
投资净收益	172	178	3.5	190	206	8.5
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	36	36	0.0	43	43	0.0
公允价值变动净收益	36	37	4.4	39	43	11.0
汇兑净收益	-0	-0	0.0	-0	-0	0.0
其他业务收入	61	77	27.3	64	81	25.7
营业支出	560	682	21.8	583	705	20.8
营业税金及附加	49	67	36.2	52	69	34.6
业务及管理费	511	615	20.4	532	635	19.4
资产减值损失	0	0		0	0	
其他业务成本	0	0		0	0	
营业利润	447	648	45.1	476	678	42.4
营业外收入	2	2	0.0	2	2	0.0
营业外支出	5	5	0.0	5	5	0.0
利润总额	444	645	45.4	473	675	42.6
所得税费用	111	161	45.4	118	169	42.6
净利润	333	484	45.4	355	506	42.6
归属于母公司所有者的净利润	333	484	45.4	355	506	42.6
少数股东权益	0	0	0.0	0	0	0.0
每股收益 (元)	0.57	0.83	45.4	0.61	0.87	42.6
每股净资产 (元)	4.23	4.49	6.1	4.67	5.11	9.5

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 35: 盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	800	1,200	50.0	800	1,200	50.0
股基权证交易额市场份额	0.73%	0.73%	0.0	0.73%	0.73%	0.0
经纪业务手续费率	0.180%	0.178%	-1.1	0.172%	0.170%	-1.1
净利差	1.10%	1.10%	0.0	1.10%	1.10%	0.0
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	100.00%	100.00%	0.0	100.00%	100.00%	0.0
自营业务收益率	10.00%	10.00%	0.0	10.00%	10.00%	0.0
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	1,013	1,013	0.0	2,191	2,191	0.0
股票及股票连接承销市场份额	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	8,443	11,820	40.0	10,954	14,605	33.3
企业主体债券承销市场份额	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%	
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	5	5	0.0	10	10	0.0
受托资产管理费率	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
其他						
业务及管理费/营业收入	50.74%	46.23%	-8.9	50.20%	45.95%	-8.5
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 36: 东北证券盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	448	2,548	1,116	1,330	1,383	营业收入	168.97%	468.25%	-56.20%	19.21%	3.92%
手续费净收入	344	1,664	931	962	970	手续费净收入	121.77%	383.17%	-44.02%	3.32%	0.77%
代理买卖证券业务净收入	332	1,634	850	919	878	代理买卖证券业务净收入	152.44%	391.86%	-48.24%	8.22%	-4.55%
证券承销业务净收入	12	29	82	38	82	证券承销业务净收入	-48.95%	143.75%	178.05%	-53.57%	116.24%
委托管理资产业务净收入	-	-	-	5	10	委托管理资产业务净收入	-	-	-	-	100.00%
其他	-	-	-	-	-	其他	-	-	-	-	-
利息净收入	13	73	95	76	84	利息净收入	-209.11%	449.98%	29.90%	-20.17%	9.87%
投资净收益	-104	660	27	178	206	投资净收益	2103.19%	-735.38%	-95.93%	561.67%	15.82%
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	4	137	50	36	43	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	30.06%	3137.13%	-63.24%	-28.35%	20.00%
公允价值变动净收益	149	65	-6	37	43	公允价值变动净收益	-	-56.50%	-109.49%	-705.30%	14.76%
汇兑净收益	-	-1	-0	-0	-0	汇兑净收益	-	-51.48%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	45	86	69	77	81	其他业务收入	59.25%	91.15%	-20.11%	11.66%	4.64%
营业支出	315	869	599	682	705	营业支出	39.48%	175.73%	-31.07%	13.87%	3.26%
营业税金及附加	22	125	59	67	69	营业税金及附加	104.63%	474.01%	-53.30%	15.04%	3.07%
业务及管理费	288	707	539	615	635	业务及管理费	31.29%	145.07%	-23.77%	14.13%	3.28%
资产减值损失	5	37	2	-	-	资产减值损失	-170.42%	720.83%	-95.03%	-100.00%	-
其他业务成本	0	-	-	-	-	其他业务成本	-77.26%	-100.00%	-	-	-
营业利润	133	1,679	517	648	678	营业利润	-324.34%	1161.13%	-69.21%	25.40%	4.61%
营业外收入	7	9	2	2	2	营业外收入	284.65%	23.36%	-76.48%	5.00%	5.00%
营业外支出	4	3	5	5	5	营业外支出	152.83%	-15.86%	47.59%	5.00%	5.00%
利润总额	137	1,685	514	645	675	利润总额	-331.97%	1132.42%	-69.48%	25.50%	4.61%
所得税费用	51	571	104	161	169	所得税费用	-244.76%	1010.77%	-81.75%	54.82%	4.61%
净利润	85	1,114	410	484	506	净利润	-243.43%	1205.72%	-63.19%	18.05%	4.61%
归属于母公司所有者的净利润	85	1,114	410	484	506	归属于母公司所有者的净利润	-92.83%	1206.30%	-63.19%	18.04%	4.61%
少数股东权益	0	-0	0	0	0	少数股东权益	-	-126.64%	-321.81%	170.17%	10.00%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	5,820	13,410	9,030	10,721	11,487	股票权证交易额市场份额	0.75%	0.75%	0.66%	0.73%	0.73%
客户存款	4,682	10,703	6,420	7,415	7,785	净利率	0.75%	1.01%	1.11%	1.10%	1.10%
自有存款	136	1,014	1,559	1,721	2,043	股票及股票连接主承销市场份额	0.35%	0.14%	1.08%	1.50%	1.50%
交易性金融资产	65	410	115	127	151	企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可供出售金融资产	145	216	30	33	40	业务及管理费/营业收入	64.33%	27.75%	48.29%	46.23%	45.95%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加率	5.07%	5.36%	6.03%	5.53%	5.53%
长期股权投资	84	265	244	280	323	所得税率	37.60%	33.89%	20.27%	25.00%	25.00%
固定资产	355	441	449	415	381	盈利能力 (%)					
无形资产	28	36	35	35	35	净利润率	19.01%	43.71%	36.73%	36.37%	36.61%
其他资产	709	802	662	695	730	净资产收益率	14.37%	52.09%	18.16%	18.54%	17.04%
总负债	5,225	11,268	6,768	8,106	8,512	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	4,682	10,703	6,420	7,415	7,785	净资产	279	875.40	1,298	-	-
应付债券	1	1	1	1	1	净资产率 (%)	46.45%	45.30%	57.48%	-	-
其他负债	542	564	348	691	726	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	595	2,142	2,261	2,614	2,975	每股盈利	0.15	1.92	0.71	0.83	0.87
总股本	581	581	581	581	581	每股净资产	1.02	3.68	3.88	4.49	5.11
少数股东权益	2	4	4	4	4	市盈率	170.41	13.05	35.44	30.03	28.70
归属于母公司所有者权益	593	2,138	2,258	2,610	2,971	市净率	24.49	6.80	6.44	5.57	4.89
						股利支付比率	0.00%	0.00%	0.00%	28.35%	30.00%
经营数据						经营数据					
						员工数量 (个)		1,194	1,283	-	-
						营业部数量 (个)	46	46	48	-	-
						服务部数量 (个)	19	19	19	-	-

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

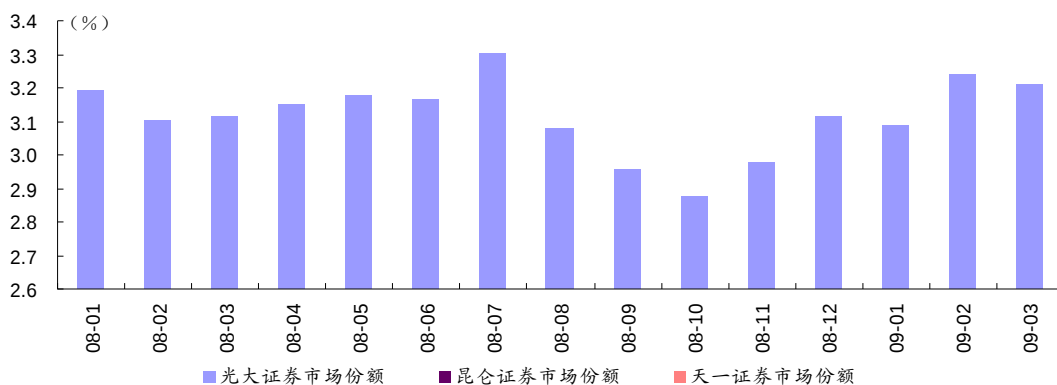
中国光大控股(0165 HK/13.58 元)：推荐

光大证券

经纪业务

光大证券经纪业务 2009 年 3 月的市场份额较上月下降了 0.03 个百分点，为 3.21%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 3.20%，高于我们预测的 2009 年 3.08% 的市场份额 0.12 个百分点（图 37）。

图 37：光大证券经纪业务市场份额



资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

投资银行业务

在股票及股票连接承销业务领域，光大证券 2009 年 3 月没有主承销项目。

在企业主体债券承销业务领域，光大证券 2009 年 3 月主承销金额为 15 亿元，市场份额为 3.34%，2009 年 1~3 月累计市场份额为 0.53%。

证券行业月度新闻

证券行业月度新闻（08.3.09-09.04.10）

央行主推债市扩容 企业融资添五渠道 经济观察报 20090314

在近期召开的中国银行间市场交易商协会（下简称交易商协会）主承销工作会议上，央行明确提出 2009 年将扩大债券发行规模，创新债务融资工具。据了解，正在积极推进的创新产品包括并购债券、私募可转债、中小企业集合债、美元债等 5 类产品。

分析人士表示，这 5 类产品的逐渐放行将为企业融资提供更多选择，而从技术上说，美元债最具有现实操作可能。“目前 5 类产品都已经进入方案研究阶段，分别由数家券商牵头做，力争在上半年之前形成可行性方案并上报交易商协会，逐步开展试点”。知情人士透露。上述人士透露，“在年内推出上述产品中的 2-3 种，其市场规模能够达到 8000 亿到 1 万亿左右”。据了解，上述产品的设计、发行、管理由交易商协会主导。该人士表示，上述产品在发行门槛上将具有突破性进展。

拓宽渠道

据本报了解，从去年 9 月份开始，交易商协会就开始酝酿新产品的创新。协会内部人士告诉记者：从宏观的角度看，这是投资拉动需要资金配合，创新将为企业进一步拓宽债务融资渠道。

记者了解到，4 万亿投资计划中，中央政府承担 1.18 万亿，其余近 3 万亿的投资还要从其它的渠道筹措。“除中央替地方财政代发 2000 亿国债和政策性贷款之外，由交易商协会主导的中期票据、短期融资券，发改委批准的企业债已经成为企业融资的新渠道”。上述协会人士告诉记者。

去年底，国务院办公厅下发《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（下称“国办三十条”），其中第十三条提出，“扩大债券发行规模，积极发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等债务融资工具”。

协会人士表示，自此创新工作就正式推开。交易商协会专门召开会议，就如何落实国办三十条等指示进行研究，并对 2009 年的各项工作作出具体安排。

“实际上，不仅仅是宏观的需求，简单的信用类债券产品已经不足以满足现实经济的需求，债券市场需要进一步向纵深发展。”德国罗德律师事务所不具名律师介绍。早在去年 10 月，央行宣布恢复曾一度中断的中期票据，并在随后展开了中小企业短期融资券的试点。据了解，去年底在深圳召开的交易商协会会议上曾提出一个努力目标，2009 年要将短融和中票的余额（未到期部分）做到 1 万亿元。

突破

分析人士表示，从技术上说，美元债最具有现实操作可能，资产支持票据和中小企业集合债市场认可度还有待检验，并购债券要突破的法律问题和技术问题比较多。上述人士告诉记者，目前的并购融资主要是并购贷款，并购债券如果能够出台将为杠杆收购提供可能，交易商协会秘书长时文朝在此前接受媒体采访时也表示：并购贷款等政策发布后，协会也正在组织市场成员，探索利用直接债务融资工具，加大力度支持并购重组活动。“这同时也是当前大环境决定的。”兴业银行投行部人士告诉记者。他表示：目前央企正在大整合，明后年将是整合和并购年，大量企业有这样的融资需求，同时目前国内企业海外收购，也有大量的融资需求潜力。

据了解，一些中型银行正在推进私募性质的债券品种的试点。“私募类的债券因其非标准化等特性则还不太成熟。创新难度大”。上述兴业银行人士表示。

矛盾

本报记者了解，上述创新产品如顺利推出，其注册、审批都将由央行直属的交易商协会负责。“其与短期融资券一样，仅需央行的审批，而不需要通过其他部门。但能否顺利推出，也不是央行一家就说了算，仍需要同监管部门沟通和协商”。

他表示，其中部分创新产品在数年前就已经推出过方案，但最终因为市场不成熟以及内外部压力最终流产。“或许会和中期票据的推出一样充满曲折。”

去年之前，各种债券的发行与监管处于彼此相对独立的状态。央行负责管理发行一年期以下的短期融资券。一年期以上的债券发行，其中企业债的发行由发改委管理，而上市公司发行的公司债则分属证监会监管。

但中期票据道重启打破了这样一种平衡，以至于发改委有官员曾在公开场合表示，中期票据的推出打破了债券市场制度的统一性，从制度建设的角度来说不合适。

记者从参与协会创新人士处了解到，国内主力券商和银行对于创新产品的推出普遍持支持态度。浦发银行人士告诉记者，债券市场的国内整体监管一直比较保守，投资者本身的风险和定价能力也发展缓慢，中介机构的竞争也高度同质。以产品这个点来推动整个市场面的深化发展是一个新思路。

证券经纪人管理新规出台 中国证券报 20090317

证监会16日公布《证券经纪人管理暂行规定》，解决了证券经纪人法律地位、资格条件、行为规范、权益保护等问题。该规定于4月13日起施行。

证监会去年9月曾就该规定草案征求意见，相较征求意见稿，暂行规定对证券经纪人的概念进行了更清晰界定：“证券经纪人，是指接受证券公司的委托，代理其从事客户招揽和客户服务等活动的证券公司以外的自然人。”并规定，证券公司委托公司以外的人员的，应按照《证券公司监督管理条例》规定的证券经纪人形式进行。这意味着以居间人等形式进行客户招揽和服务将被禁止。

暂行规定还细化了证券经纪人的执业行为规范，要求证券经纪人只能接受一家证券公司的委托。同时要求证券公司与证券经纪人签订的委托合同需载明证券经纪人服务的证券营业部和证券经纪人的执业地域范围，其执业地域范围，应当与其服务的证券公司的管理能力及证券营业部的客户管理水平和客户服务的合理区域相适应。暂行规定还对证券经纪人可从事和禁止从事的行为进行了详细列举。

暂行规定提高了证券经纪人执业的资格条件。暂行规定要求，证券经纪人应当通过证券从业人员资格考试，并具备规定的证券从业人员执业条件；应专门代理证券公司从事客户招揽和客户服务等活动；证券公司应当对证券经纪人进行不少于60个小时的执业前培训，并对证券经纪人执业前培训的效果进行测试。具备上述资格的证券经纪人还应在中国证券业协会进行执业注册登记获得证券经纪人证书后方可开展业务。

暂行规定还强化了对证券经纪人合法权益的保护，明确要求证券公司与证券经纪人签订委托代理合同，应当遵守平等、自愿、诚实信用的原则，并把证券经纪人的报酬和支付方式明确在合同内。

此外，暂行规定增加了证券公司的管理责任，将证券经纪人被投诉情况以及证券公司对客户投诉、纠纷和不稳定事件的防范和处理效果，作为衡量证券公司内部管理能力和客户服务水平的重要指标，纳入其分类评价范围。

证券公司的员工从事证券经纪业务营销活动，将参照该规定执行。

券商投行业务转攻债券承销与并购 中国证券报 20090319

股市的持续调整让券商投行部门颇感压力：一方面，IPO 重启之门仍未打开；另一方面，保荐人等金领员工的薪酬还要按时支付。如何寻找新的利润增长点成为当务之急。

“现在一听说有企业要发债，就会有三四家券商投行部的人来争做承销商，这种现象在过去是很罕见的。”券商业内人士介绍，随着 IPO 暂停近半年，过去不太被证券公司投行部门重视的债券承销、并购重组、财务顾问等业务现在成了香饽饽。

债券承销成新增长点

在券商投行部门为 IPO 暂停发愁的时候，债券市场的走牛给他们带来了新的发展机遇。WIND 统计数据显示，2008 年全年共发行 94 只企业债，发行总额为 2676.8 亿元，较 2007 年的 1752.4 亿元增长 52.75%；2009 年初至今，已有 28 只企业债上市或等待上市，募集资金 451 亿元。

“面对 IPO 迟迟未能重启的现状，券商纷纷把投行的业务线延长，寻找新的利润增长点，因此，未来对债券承销这块业务的争夺也会更加激烈。”财富证券总裁周晖介绍。他还认为，在投行中建立负责债券融资的专门性核心团队将成为未来发展趋势。

目前，不仅是中小券商在争夺债券承销业务，连以 IPO 为主攻重点的大型券商也在试图进军该领域。中国证券报记者在某国内大型券商的 2008 年经营工作报告上看到，“引进人才、扩充团队，力争在企业债券和地方政府债券的承销发行上有所作为”已经成为其 2009 年的重点工作之一。

竞争的加剧使得债券发行承销费率出现了下调。据业内人士介绍，过去债券融资的承销费是发行金额的 3%，现在则最低可降到 1%。

看好熊市并购业务

在积极拓展债券承销业务的同时，部分券商投行部门也将关注重点投向并购重组业务。联合证券购并私募融资总部副总经理陈志杰介绍，人员仅占投行部 10% 的并购业务带来的收入，已占到整个投行部收入的 30% 左右，在 2008 年共承接了华孚色纺等 12 个并购项目。“如果 IPO 继续停滞的话，并购业务的占比将进一步扩大。”

联合证券投资银行总部总监刘晓丹认为，熊市背景下，有产业价值公司的危机重组将给优势企业提供产业布局机会；资本市场价值回归以及发行受阻，也导致整体上市和借壳上市仍将是市场的主题。

陈志杰认为，熊市中并购机会较多，加上银行并购贷款对并购业务的支持力度很大，这些因素都决定了投行部门今年在并购业务上会大有作为。但他同时也指出，开展并购业务需要券商部门至少两到三年的相关准备，贸然新开此业务的话，在短期内未必能有所收获。

业内人士表示，尽管债券承销和并购等业务给券商投行部门带来新的利润增长点，但这些同 IPO 相比还是有很大差距。某券商人士透露，尽管业内还没有公开的降薪或者裁员现象出现，但是如果 IPO 长期停滞的话，投行部门的压力将会越来越大。

证监会发布新规规范保荐制度 证监会网站 20090327

证监会今日公布《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》规范保荐制度，自 2009 年 4 月 1 日起施行。以下为全文：

证券发行上市保荐业务工作底稿指引

第一条 为了规范和指导保荐机构编制、管理证券发行上市保荐业务工作底稿（以下简称工作底稿），根据有关法律、法规以及中国证券监督管理委员会有关保荐业务管理的规定，制定本指

引。

第二条 保荐机构应当按照本指引的要求编制工作底稿。

本指引所称工作底稿,是指保荐机构及其保荐代表人在从事保荐业务全部过程中获取和编写的、与保荐业务相关的各种重要资料和工作记录的总称。

第三条 工作底稿应当真实、准确、完整地反映保荐机构尽职推荐发行人证券发行上市、持续督导发行人履行相关义务所开展的主要工作,并应当成为保荐机构出具发行保荐书、发行保荐工作报告、上市保荐书、发表专项保荐意见以及验证招股说明书的基础。

工作底稿是评价保荐机构及其保荐代表人从事保荐业务是否诚实守信、勤勉尽责的重要依据。

第四条 本指引的规定,仅是对保荐机构从事证券发行上市保荐业务时编制工作底稿的一般要求。

无论本指引是否有明确规定,凡对保荐机构及其保荐代表人履行保荐职责有重大影响的文件资料及信息,均应当作为工作底稿予以留存。

第五条 本指引主要针对首次公开发行股票的企业企业的保荐工作基本特征制定。保荐机构应当在参照本指引的基础上,根据发行人的行业、业务、融资类型不同,在不影响保荐业务质量的前提下调整、补充、完善工作底稿。

第六条 工作底稿至少应当包括以下内容:

(一) 保荐机构根据有关规定对项目进行立项、内核以及其他相关内部管理工作所形成的文件资料;

(二) 保荐机构在尽职调查过程中获取和形成的文件资料;

(三) 保荐机构对发行人相关人员进行辅导所形成的文件资料;

(四) 保荐机构在协调发行人和证券服务机构时,以定期会议、专题会议以及重大事项临时会议的形式,为发行人分析和解决证券发行上市过程中的主要问题形成的会议资料、会议纪要;

(五) 保荐机构、为证券发行上市制作、出具有关文件的律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等证券服务机构及其签字人员,对发行人与发行上市相关的重大或专题事项出具的备忘录及专项意见等;

(六) 保荐机构根据实际情况,对发行人及其子公司、发行人的控股股东或实际控制人及其子公司等的董事、监事、高级管理人员以及其他人员进行访谈的访谈记录;

(七) 保荐机构根据实际情况,对发行人的客户、供应商、开户银行,工商、税务、土地、环保、海关等部门、行业主管部门或行业协会以及其他相关机构或部门的相关人员等进行访谈的访谈记录;

(八) 发行申请文件、反馈意见的回复、询价与配售文件以及上市申请和登记的文件;

(九) 在持续督导过程中获取的文件资料、出具的保荐意见书及保荐总结报告等相关文件;

(十) 保荐代表人为其保荐项目建立的尽职调查工作日志;

(十一) 其他对保荐机构及其保荐代表人履行保荐职责有重大影响的文件资料及信息。

第七条 发行人子公司对发行人业务经营或财务状况有重大影响的,保荐机构可参照本指引根

据重要性和合理性原则对该子公司单独编制工作底稿。

第八条 工作底稿可以纸质文档、电子文档或者其它介质形式的文档留存,其中重要的工作底稿应当采用纸质文档的形式。以纸质以外的其它介质形式存在的工作底稿,应当以可独立保存的形式留存。

第九条 保荐机构应当按照本指引的要求,对工作底稿建立统一目录,该目录应当便于查阅与核对。对于本指引中确实不适用的部分,应当在工作底稿目录中注明“不适用”。

第十条 工作底稿应当内容完整、格式规范、标识统一、记录清晰。工作底稿各章节之间应当有明显的分隔标识,不同章节中存在重复的文件资料,可以采用相互引征的方法。

第十一条 保荐机构应当对招股说明书进行验证,并按照本指引的要求在验证文件与工作底稿之间建立起索引关系。

第十二条 保荐机构应当建立工作底稿管理制度,明确工作底稿收集整理的人员、归档保管流程、借阅程序与检查办法等。工作底稿应当至少保存十年。

第十三条 在项目每一阶段工作完成后,保荐机构应当及时整理工作底稿并归档,并于项目结束时对工作底稿进行统一存放和管理。

第十四条 保荐机构及相关人员对工作底稿中的未公开披露的信息负有保密责任。

第十五条 本指引自 2009 年 4 月 1 日起施行。

券商有望二度试点企业资产证券化 第一财经日报 20090327

券商一度停滞试点的企业资产证券化业务,有望梅开二度。《第一财经日报》日前获悉,证监会拟发布相关文件,券商可先行开发试点产品。

上述文件名为《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》(下称《通知》)。据悉,证监会机构部周一召集深圳证券交易所和多家券商的代表,研讨关于企业资产证券化的一系列问题。证监会相关人士在研讨会上表示,近期会将《通知》最后一稿征求意见稿发给各券商,以征求修订意见。

一位参会人士对本报表示,会议向业界传达出两条重要信息。

其一,证监会审慎推进资产证券化业务。上述证监会人士称,证监会拟发布《通知》,《通知》发布前券商可着手组织开发试点产品,以便《通知》发布时产品在符合规定的前提下即可获批并发行。

其二,证监会拟不再对具体产品作逐单详细审查,只明确规定,券商自行做好风险控制。

券商开展企业资产证券化业务,以中金 2005 年 9 月推出的“联通收益计划”为首例,随后多家券商跟进,如中银万国证券与东方证券合作推出的“远东首期租赁资产支持收益计划”、中信证券发行的“江苏吴中集团 BT 项目回收款资产支持受益凭证”等。

2006 年,证监会曾下发有关通知,对券商开展企业资产证券化业务的实施及监管细则作出规定,当时的原则是“先试点、后推开”,允许通过评审、成为可从事相关创新活动试点的券商试行业务,待积累一定经验后逐步推开。

上述证监会人士在研讨会上介绍,金融危机爆发,境外经济金融形势急转直下,作为危机爆发重要导火索的金融衍生品一时间备受质疑。证监会曾就资产证券化发展现状及所批 9 个产品运作情况等向有关方面递交报告,并获指示要推出相关业务指引。

这位人士表示，将有少量券商参与本次企业资产证券化试点，候选券商可能为已发行相关产品的8家券商的较佳者。“目前券商中有52家具有资产管理业务资格，但是不可能全都做，这需要一个逐步放开的过程。”

有参会券商提出，资产证券化产品主要面临的问题包括流动性差、产品数量少、投资主体少、不能回购、不能进入银行间市场交易等。资产证券化产品流动性不佳的解决方案，尤为众多券商所关注。

“流动性差带来极高的流动性溢价。在可以发行债券或中期票据的情况下，发行人不会选择资产证券化；为避免兑付风险，券商不会找连债券都无资质发行的发行人。”有券商认为，很多企业的债券发行额已达净资产40%，不能继续发行债券，但可以进行资产证券化来融资。

有参会人士建议，为解决流动性差的问题，可以考虑推出券商“做市商”制，此举还能促使券商加强风险控制。

不仅证监会，中国银行间市场交易商协会也正在研究企业资产证券化问题。不同的是，前者研究的产品发行场所为交易所，而后者为银行间市场。

参加研讨会的券商代表为来自中金公司、中信证券、广发证券、招商证券、国泰君安证券、东方证券、东海证券、华泰证券、华欧证券、中投证券、申银万国证券、平安证券和中银国际等券商的业务一线负责人。

中小券商并购潮暗流涌动 上海证券报 20090327

今年的证券行情难现前年牛市境况，但一些券商并未就此打算收敛扩张的步伐。为实现做大做强的目标，部分中小券商已开始筹备并购计划，一波市场自发的中小券商并购潮正在暗中酝酿。

为大多数券商贡献超过五成业绩的经纪业务，一直是国内券商极为重视的业务，除了营销能力、地域优势外，营业网点的规模决定了多数券商经纪业务的实力水平。而根据《关于进一步规范证券营业网点的规定》，可以进行营业部新设的券商必须同时满足多个条件，对在全国范围内新设营业部的券商要求更高。除了净资产达标、分类评级在B类以上的基本要求外，仅有在上一年度经纪业务净收入位居业内前20、且部均净收入不低于业内平均水平的券商，才具有全国设点的资格。

中金公司、国信证券等券商新设网点陆续获批，更让业务实力不及大型券商的中小券商只能“望洋兴叹”。不过，在经过上一轮牛市的丰富积累后，积极寻找新发展路径的中小券商也开始酝酿战略性的转变，开始打算通过购并另一家券商，直接实现资本的增长和营业网点扩张。而不少中小券商为了实现综合业务发展，也有“增资”的需要，具备了成为被并购方的可能。

国元证券日前公布了拟募集不超过100亿元的公开增发方案，募集资金的一大用途便是优化经纪业务网络布局，“同时择机收购证券类相关资产”。据一家驻地在西部的券商人士透露，近几年公司业务的发展，已明显受到营业网点较少的限制。公司今年已经准备了收购计划，如果找到合适的被收购对象，公司营业网点少的瓶颈也就此破解。他表示，公司为了做大做强，最快的路径就是并购另一家券商；公司承诺近三年不进行分红，也主要是为了实现这一战略转型。

值得注意的是，“一参一控”概念也给有意参与并购的中小券商带来了新的启发。某创新型券商的证券行业分析师指出，一些必须解决股东“一参多控”等相关问题的券商，尤其存在并购重组的可能性，而且管理层也各自对这些券商完成规范设下了最后期限。比如，“明天系”的整合就一直在加速行进。去年底，恒泰证券进行了股份制改制和增资扩股，率先脱离了“明天系”，同时新时代证券吸收合并上海远东证券正式获批。而据有关统计，具有“一参一控”规范要求的券商有至少近20家。

如果这次中小券商自发的市场化并购能得以实现，这将是券商发展史上的第四轮并购重组。市场人士指出，早在上世纪90年代，申银和万国合并为申银万国，国泰和君安合并为国泰君安。

2000 年开始，券商大规模增资扩股，将注册地迁移至沪、穗、京等一线城市，第二轮并购酝酿了此后的全国性大券商。股改全面启动时，中信证券收购华夏证券、金通证券等大幅扩张，成为第三轮并购时期的代表，中小券商被优质大券商收购成为特色。

不过，并购重组的阻力也不可小视。分析人士指出，首先是成本的考虑。经过了 2007 年的大牛市，即便是 2008 年一整年的调整，要形成新一轮并购潮，目前多数券商的估值相对还比较高，“最合适的买点”还需要等待。

还有一个较大的阻力就是来自地方政府。这位分析人士指出，国内中小券商基本都是区域型的。跨省份进行券商并购，涉及到双方地方政府的博弈；同一省份的券商是否能实现并购重组，也还需看地方政府的发展思路而定。

外企发行债务融资工具将破题 上海证券报 20090327

在国内市场通过发行债券融资将不再是中资机构的专利，外资企业的首单债务融资工具近期有望推出。据了解，有发债需求的外资企业已经和相关的承销商、评级公司等进行了接触，前期准备工作正在进行当中。这意味着，债券市场的参与主体将再度扩容，这对于金融市场广度深度的提升和开放程度的扩大都有着积极意义。

据悉，一家外资企业的中国总部公司在准备发债事宜，其财务总监证实了这一消息，他表示，公司计划发行的具体品种为中期票据，计划注册规模为 60 亿元，分批发行。而且他们已经选定了承销商和评级机构，现在正在进行前期的评估工作。

由于目前并没有直接针对外资企业发行债务融资工具的相关管理办法，在监管上对此如何进行界定，业界有不同看法。

一家商业银行负责承销业务的负责人表示，按照央行在去年 4 月份发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，办法所指的非金融企业债务融资工具，是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。

“不管企业是何种性质，只要具有法人资格，就应该可以发行，”他说，因为管理办法并没有明文限制外资企业发行债券。

而有评级公司的评级总监认为，虽然现有的规章、文件并未禁止外资企业在中国债券市场发行债券，但是也未见有鼓励的说法，他认为，如果政策上没有明确的界定，就难以破冰。

申银万国证券分析师张睿表示，外资企业如果发行债务融资工具，信息披露的问题值得注意。发行人是否是上市企业，能否保证充分准确披露相关的财务数据等，其筹资的用途为何，这些信息都可能影响到市场的投资决策。

事实上，境外机构发行人民币债券曾有先例，国际金融公司和亚洲开发银行都曾在我国银行间债市发行债券，被称为“熊猫债券”。但是由外资的非金融机构在境内市场发行债务融资工具，目前还无先例。

除非金融类企业外，一些外资的金融机构也在积极争取到中国发行金融债券的机会，如果这两类产品成功推出，将意味着债券市场的参与者得到增加，对我国金融市场和上海国际金融中心的建设有重要促进作用。

保荐制新增两要求 过会未发行项目需补工作报告及底稿 21 世纪经济报道 20090330

3 月 27 日，中国证监会发布两项规则，要求在保荐书外增加保荐工作报告，详细说明保荐书中的结论性意见的事实、依据和逻辑推理的过程，交证监会作为审核必备材料；同时对保荐工作底稿提出更严格的新要求，保荐机构留存作为备查材料。

“这是完善保荐制的具体规定，为了保证保荐工作的质量、规范业务，也为今后保荐业务的监

督和检查提供基础。”中国证监会有关部门负责人说。

两规则将于4月1日起实施，此日期之后申报的IPO材料中，必须有保荐工作报告。

值得注意的是，证监会有关部门负责人明确表示，过会未发行的项目属于“在审项目”，按目前的安排，所有在审项目均须补报保荐工作报告。也就是说，在IPO尚未开闸的情况下，所有过会项目均须重新审核此材料。

新增保荐工作报告

在名为《发行证券公司信息披露的编报规则第27号——发行保荐书和发行保荐工作报告》的文件中，明确要求发行人所聘请的保荐机构应当出具发行保荐书和发行保荐工作报告。

实际上，在过去的保荐制中，也有要求保荐机构出具发行保荐书，但证监会的调研结果显示，过去发行保荐书只有结论性的意见，通常包括几个部分，如发行人的介绍，保荐代表人、项目代表人、保荐机构和发行机构是否有关联关系，内核情况，按照保荐办法要做相关的承诺以及对发行人重大风险和问题做揭示等等。

“在实践中，有的发行保荐书慢慢变成一个简单发行条件的罗列，内容比较空，缺乏对问题的深入分析，也未提示问题解决的过程，没有得出结论性意见的事实、依据和逻辑推理的过程，由此带来的问题是发行保荐书往往流于形式，未能充分发挥其应有的作用。”前述相关负责人说。

因此在此次改革中，要求保荐机构不仅要提供编制发行保荐书还要提交工作报告。

其中发行保荐书仍然是发行人是否符合发行条件的结论性意见，而工作报告则需要保荐机构全面说明尽职推荐发行人的主要工作过程，包括项目运作流程、项目存在的问题及其解决情况。

前述负责人介绍，工作报告的内容偏重两方面，一是保荐机构对发行人立项、尽职调查、内核的过程要记录下来；二是在此过程中，发现发行人有哪些风险和问题、有哪些发行上的障碍，这些风险问题最后怎么落实、如何解决的，要讲得很清楚，“使发行保荐书有事实和法律做支撑，同时可以看出保荐机构是不是勤勉尽责。”

“发行保荐工作报告侧重于过程，发行保荐书侧重于结果，二者共同反映保荐机构及其保荐代表人尽职推荐发行人证券发行的全过程。”前述负责人说。

当然，作为法定信息披露的内容，保荐书仍然是需要披露的，但工作报告则只需提交证监会作为必审材料的一部分，而不做信息披露。

严格工作底稿

保荐中的工作底稿制度此前已有规定，此次新颁布的《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》（以下简称“指引”）加强了对保荐工作底稿的规范，以促使保荐机构确实可以发挥把关的作用。

业内人士透露，保荐机构都会按照要求制作工作底稿，但相当数量的工作底稿制作简单流于形式，基本上是从发行人处获取的材料汇编与罗列，相关内容之间缺乏逻辑关系，看起来工作底稿和发行保荐书以及整个申请文件之间的逻辑关系，也无从判断其勤勉尽责的情况。

“这一次我们出台工作底稿的指引，希望保荐机构把尽职调查的情况、整个内控程序的情况、走访相关机构的情况，还有对招股说明书的验证等内容都记入工作底稿，跟信息披露的文件有内在的逻辑关系。”前述负责人说。

《指引》列明工作底稿至少应包括11项内容，如保荐机构对项目进行立项、内核以及其他相关内部管理工作中形成的文件资料；在尽职调查过程中获取和对发行人相关人员进行辅导所形成的文件资料等。

同时，在协调发行人和证券服务机构时，以定期会议、专题会议以及重大事项临时会议的形式，为发行人分析和解决证券发行上市过程中的主要问题形成的会议资料、会议纪要等也需纳入工作底稿。

此外，保荐机构对涉及发行的各类人士进行访谈的访谈记录等也是工作底稿中必须列明的内容。

当然，工作底稿由保荐机构留存以备查，同时也作为其勤勉尽责的证据，在日后出现问题时可作为免责依据。

按照证监会的安排，两规则自4月1日起实施，对于新审的项目，保荐机构要同时报送发行保荐书、发行保荐工作报告并相应编制工作底稿；而对于在审项目，保荐机构要根据新规则出具发行保荐书、发行保荐工作报告并相应补充编制工作底稿。

“已过会未发行的项目也属于在审项目，也要按照新要求补充工作报告，并编制工作底稿。”前述证监会负责人说。

创业板管理暂行办法5月1日起实施 中国证券报 20090331

中国证监会31日发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，明确创业板的上市发行门槛不变，仍采用两套上市财务标准。证监会新闻发言人表示，证监会和交易所还将陆续颁布与《暂行办法》相配套的规则、指引，组建创业板发行审核委员会，适时发布上市规则、交易特别规定等其他相关规则，开展培训和投资者教育。待上述工作基本完成后，再受理企业的首发申请材料。

《暂行办法》将自5月1日起实施。修改后的《暂行办法》共六章58条，其中增加了2条，修改了5条，并做了若干文字调整。但最核心的上市发行门槛并未变化，即采用两套上市财务标准。据《暂行办法》第十条规定，发行人的财务状况第一套标准为：最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元，且持续增长。第二套标准为：最近一年盈利，且净利润不少于五百万元，最近一年营业收入不少于五千万元，最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。上述两套标准还须满足四个条件：净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据，发行前净资产不少于两千万，最近一期末不存在未弥补亏损，发行后股本总额不少于三千万。

对比征求意见稿，《暂行办法》主要的四项修改包括明确发审权属于证监会，创业板市场应当建立与投资者风险承受能力相适应的投资者准入制度，向投资者充分提示投资风险，并从严要求对发行人控股股东、实际控制人的监管要求，如发行人的控股股东、实际控制人应当对招股说明书出具确认意见，并签名、盖章。此外增加对创业板公司退市约束的原则性规定。

证监会新闻发言人介绍说，围绕《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，创业板在发行监管方面将适时颁布配套规则，主要包括《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则——首次公开发行股票并在创业板上市申请文件》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则——创业板公司招股说明书》、修改《证券发行上市保荐业务管理办法》、修改《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》，对创业板发审委的组建、委员构成等作出规定。此外，深圳证券交易所还将颁布《创业板股票上市规则》、《创业板股票交易特别规定》等相关业务规则。

证监会：创业板定位于成长阶段中接近成熟期企业 上海证券报 20090402

针对市场担忧的创业板风险问题，中国证监会市场部副主任欧阳泽华昨日在接受采访时表示，“风险并不可怕，可怕的是没有预防的机制，没有及时的应对。”对于创业板市场，将多管齐下地防范，多角度、多维度地应对其可能存在的风险。

具体来说，欧阳泽华介绍，首先，要把好企业的准入关，这是最大的关键，也是主要的风险源

头；其次，要提高对保荐机构的要求，加强对企业的辅导和培训，进一步明确企业在上市前、后两个环节上对保荐机构的职责要求；第三，通过相关交易制度的安排，防范上市首日暴炒；最后，是加强对市场的稽查、核查。

谈到创业板可能存在的风险，欧阳泽华坦言，“任何市场只要推出，必定会有风险。”对中国创业板市场来讲，风险主要存在于四个方面：一是创业企业自身存在的风险；二是信息不对称的风险；三是中介机构可能面临的不规范运作的风险；四是创业板企业股本规模比较小，股价比较容易引起大幅波动。

当被问到从《创业板发行上市管理暂行办法》发布，到创业板真正推出开始挂牌交易是否有具体的时间表时，欧阳泽华表示，创业板具体到什么时候推出，完全取决于企业和保荐机构的准备情况。

欧阳泽华介绍，除了目前已经推出的办法以外，接下来还要推出一系列制度安排。一是“发审委管理办法”的相关规定；二是修改现有的“证券保荐业务管理办法”；三是交易所推出“上市规则”；四是“创业板股票交易的退市规定”以及适应投资者风险承受能力的准入安排。

“配套的规则逐步推出后，接下来将系统地组织对中介机构、会计师、保荐机构、律师、评估师的培训。在企业递交材料后，还要有几个月的审核时间。”欧阳泽华说，具体到何时点推出，完全取决于企业和保荐机构的准备情况。

在谈到创业板市场在整个资本市场中的定位时，欧阳泽华指出，建立我国多层次资本市场体系的规划大体分为三个层次。“如果把这个体系比喻成一个金字塔的话，塔尖就是现在的主板市场，塔腰上则是要建立的创业板市场，塔基上应该是统一监管下的场外市场。而创业板市场在整个资本市场中是一个承上启下的角色。”

欧阳泽华透露，在建立多层次资本市场体系方案的研究当中，也借鉴了一些国外市场的经验。从国外经验来看，影响多层次资本市场体系建设的因素是多方面的，但其中有两个因素是比较基本的，即企业融资需求的多元化和投资者对于投资需求的多元化。这两个因素直接决定了建立多层次资本市场体系的广度和深度。

至于什么样的企业才符合到创业板上市的条件，欧阳泽华指出，这在已经发布的办法中有明确的交待。如果从企业的生命周期角度来回答这个问题的话，中小板市场主要是服务于达到成熟阶段的中小企业，而创业板市场则主要定位于成长阶段中接近成熟期这一区间内的企业。相比成熟企业，这些企业在稳定性、规模等方面都较差。因此在制定上市的财务指标时，也充分考虑到了这些企业自身的特性，而不是简单对现有主板市场标准的简单借鉴。

中期票据发行“井喷”3月份股债融资总额创15个月新高 上海证券报 20090403

3月份由于中期票据的大量发行，债券融资环比出现成倍增长，市场股债融资总额因此较前月大幅上升并创出15个月来的新高。不过在IPO迟迟未能重启的情况下，股权融资金额近来呈现逐月萎缩的态势，债券融资主导目前直接融资的局面仍在延续。

从季度数据看，今年1季度市场股债融资总额接近3500亿元，尽管较去年四季度有明显下降，但相比去年同期仍有超过一成的增幅，这主要得益于去年下半年中期票据的恢复发行。

聚源数据显示，3月份市场债券融资总额达到1635亿元，较2月份的866亿元几乎翻了一倍。其中增量部分主要由中期票据贡献。数据显示，3月份中期票据融资额突破千亿，达到1065亿元，为2月份的7.7倍，也是去年10月份中期票据恢复发行以来的最高值。值得一提的是，从恢复发行到上月出现“井喷”，中期票据在融资额逐月攀升的同时，其在债券融资总额中的占比也逐渐扩大，今年3月份这一比例达到65.1%，中期票据也成为目前市场上债券融资的主流品种。另外，与2月相比，3月份短期融资券的融资额也有小幅上升，而企业债与公司债的融资额均出现不同程度的下降。

数据还显示，相比去年同期，3月份债券融资额增幅超过150%，而且除了短融券部分同比下降外，其他各个券种的融资额均超过了去年。

随着IPO发行继续被束之高阁，市场股权融资也愈发清淡。数据显示，3月份市场股权融资金额仅为31.77亿元，较前月减少近20亿元，并且仍然全部由增发融资贡献。这样，进入2009年以来，市场股权融资额已经连续三个月停留在100亿元以下，这在2006年6月以来还是首次出现。此外，与去年同期相比，3月份市场股权融资额更是不足当时的四分之一。

不过，由于债券市场的异常火爆，3月份的股债融资总额环比、同比均大幅上升，并且创出15个月来的新高。

市场融资环境“股债两重天”的现象在季度数据上也体现的较为明显。数据显示，今年1季度的股权融资额仅为124.05亿元，较去年4季度下降了近80%，与去年同期相比，降幅更是达到90.8%；与此同时，1季度的债券融资达到3365亿元，虽然环比略有下降，但同比呈现87%的强劲增长。

从总体上看，1季度的股债融资总额为3489.05亿元，较去年4季度减少约570亿元，降幅14.2%；不过得益于中期票据的恢复发行，今年1季度市场融资总额较去年同期还是有超过一成的增幅。

证监会加强上市券商监管 财经网 20090404

4月3日，中国证监会发布规定，鉴于上市证券公司具有证券公司与上市公司的双重属性，要在其自营投资、创新业务、IPO、重大资产重组等方面加强监管。该规定自公布之日起施行。

公告称，根据上海、深圳证券交易所相关规定，对于上市证券公司重大对外投资包括证券自营超过一定额度，可能需要及时披露和提交股东大会决议的情况，上市证券公司可以每年由股东大会审议并披露自营投资的总金额；实施自营投资过程中如果发生情况变化，可以在符合章程规定的情况下由股东大会授权董事会表决并予公告。

证监会同时要求，证券公司开展新业务和经营创新业务应当经过其批准，上市证券公司在公告董事会、股东大会对拟开展新业务或者经营创新业务的决议时，应当同时向投资者进行风险提示。

根据公告，证券公司首次公开发行并上市（IPO）和上市后发行新股、可转换公司债券等再融资行为，应符合《证券法》《证券公司监督管理条例》等法律法规。

上市证券公司IPO、再融资以及进行重大资产重组时，若涉及变更持有证券公司5%以上股权的股东、实际控制人的，还应当同时报送相关股东资格的审核材料。

年报披露方面，证监会要求上市证券公司根据相关规定，在规定期限之内先按上市公司要求披露上市公司年报，然后再向监管机构报送证券公司监管年报，并按要求将其中的审计报告、经审计的会计报表及附注在中国证券业协会网站和公司网站进行信息公示。

如果向社会公开披露的年报和向监管部门报送的年报存在重大数据差异，上市证券公司应当及时以临时报告方式披露并充分说明产生差异的原因。

证监会划定“高压线”：机构、个人不得“私自”持上市券商5%以上股权 21世纪经济报道 20090406

今后，未经批准，持有上市证券公司的股权超过5%的，将责令限期改正。这是4月3日中国证监会发布的《关于加强上市证券公司监管的规定》（以下简称“《规定》”）中的要求。

中国证监会有关部门负责人介绍，上市证券公司具有证券公司与上市公司的双重属性，因此在适用二者的监管法规之间需要协调与衔接，《规定》正是对相关适用法规的明确。

值得注意的是，规定对上市证券公司的监管提出了“从严”的原则，即上市券商既要符合机构监管法规的规定，又要符合发行、上市监管法规的规定，相关规定和监管要求有差别的，从严执行。同时还提出了“从一般”原则，即不应证券公司是特殊行业就有所例外或有所豁免。

5%红线

《规定》在行政许可方面主要提出了两个情况。一是上市证券公司一个行为涉及多项行政许可的，应当同时报送相关审核材料，符合行政许可条件。

前述有关部门负责人表示，一项申请牵涉多个审批的，不需要多个批文，而是在证监会内部的审批事项流程上做了协调，最终由一个部门统一批复。

他举例说，如增发、IPO 涉及发行部的，机构部与发行部之间根据内部的分工与协调，证券公司在提出 IPO 和再融资之前，要报送关于变更注册资本的申报材料到机构部，机构部对于变更注册资本行政许可出具监管意见，以此作为公司申报 IPO 融资、再融资的申请文件的前置文件，最后由发行部一并批复 IPO 申请即可。

值得注意的是，《规定》对牵涉股权变更的情形进行了严格规定。要求上市证券公司在章程中载明，任何单位或者个人未经国务院证券监督管理部门批准，持有或者实际控制证券公司 5% 以上股权的，应当限期改正；改正前，相应股权不具有表决权。

“这主要是考虑将《证券法》和《证券公司监督管理条例》的规定落实到公司章程并转化为股东之间的约定，保证证券公司所有股东都明确并遵守我国法律、法规有关股权审批的要求。”前述负责人说。

实际上，一般上市公司不存在这个问题，尤其是通过二级市场增持超 5%，只需履行信息披露公告即可。而对上市证券公司，要求凡是涉及持有 5% 以上的股东或实际控制人必须经监管部门的批准，上述的行为涉及到 5% 以上股权变更同时还要报送股东资格的审核材料进行审核。

也就是说，今后不管是否恶意，也不管是通过二级市场买入还是其他途径，未经批准，均不允许持有上市证券公司股权超 5%。

前述负责人对本报记者表示，交易所的监控系统也会对上市证券公司的股东持股情况设置监控数值，一有超过 5% 上线，即应由证券公司通知相关持有人予以改正。

创新业务应提示风险

《规定》对上市证券公司的信息披露补充明确了两种情况。

一是在上市公司监管规定基础上增加了对上市证券公司监管规定要求，如对证券公司风险控制指标的披露，达标的情况下上市证券公司要在年报、半年报里予以披露，当不达标的时候要随时以临时报告的方式予以公告。

关于开展创新业务，比如要开展直投、QDII 等业务，证券公司可能在股东大会、董事会作出决定时就在媒体进行披露，但实际上这些创新业务必须要经过证监会批准才能开展，也就存在不批准的可能，所以，《规定》要求公司在公告决议的时候，要充分提示风险，注明存在不予批准的风险。

二是对证券公司监管规定的适用要求进行了明确和衔接。如对证券公司发生财务状况恶化、拟更换董事长、总经理、监事长和风险控制指标出现特定变化时，非上市证券公司要书面通知全体股东，上市证券公司可以通过发布公告来履行该要求。

此外，《规定》还在法人治理方面有所明确。如证券公司的治理准则和上市公司的治理准则有一些细微的区别，由于制订规则的历史背景、出台的时间不一样，在某些方面存在差异，比如股东的提案权，在什么情况下采取累计投票制，哪些情形不能当选公司的独立董事等。

“这里明确一个原则，在公司治理方面，上市证券公司应当以高标准、按孰严原则执行，哪个严的就按哪个办，这就是从严的原则。”前述负责人说。

证监会高层人事调整 第一财经日报 20090410

发布消息显示，证监会新一轮的人事调整已经尘埃落定：年届退休之龄的范福春不再担任证监会党委副书记、副主席，证监会副主席桂敏杰接任党委副书记，证监会原主席助理刘新华接任副主席，人事教育部主任、党委组织部部长吴利军接任证监会主席助理并任证监会党委委员。

在证监会此次人事调整后，原来由范福春主管的稽查业务由桂敏杰分管，后者同时还分管信息中心；桂敏杰原来分管的基金业务由副主席姚刚接手，同时姚刚还将分管市场部和国际业务；主席助理朱从玖分管发行部和非公部；纪委书记李小雪分管的人事，将交由升任主席助理的吴利军直接负责，李小雪仍将管理协调部和会计部，同时还增加分管研发中心；副主席刘新华分管办公厅以及行政；副主席庄心一主管机构部和上市部；主席助理姜洋分管期货部。

范福春素来主管上市、稽查工作。1993年范福春任证监会上市公司部主任；1997年任证监会副主席、党组成员；2000年7月任证监会副主席、党委委员，2002年7月兼任纪委书记；2003年11月任证监会副主席、党委副书记。

接替范福春任党委副书记的桂敏杰历任证监会办公室主任、法律部主任，深圳证券交易所总经理，证监会副秘书长、党委委员、主席助理，自2004年7月任证监会副主席。桂敏杰主管基金工作，而股改之后的三年多，基金已经成长为证券市场最大的机构投资者。

接替范福春上任副主席的刘新华则历任深圳证券管理办公室主任、党组书记，深圳证券交易所理事，证监会办公厅主任、证监会主席助理、党委委员。

接替刘新华上任主席助理的吴利军历任证监会信息中心负责人、培训中心副主任、人事教育部副主任、党委组织部副部长、人事教育部主任、党委组织部部长。

上述证监会主要领导调整及分工的明确，将有助于进一步推进目前正在进行的包括创业板、新股发行改革等任务。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。