

证券行业一季度业绩回顾

——环比增长，趋势乐观

产业部门/行业

投资要点:

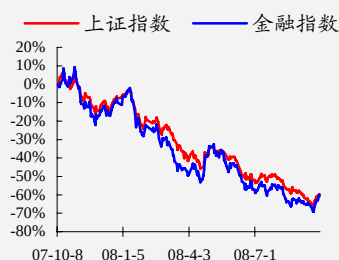
- 从交易量的环比走势来看，2008 年 11 月份以来，日均交易额环比增加，已经走出了一个波动上升的趋势，但受市场震荡的影响，交易额月度之间波动幅度比较大。
- 随着 IPO 暂停，过去不太被证券公司投行部门重视的债券承销、并购重组、财务顾问等业务现在成了新的利润增长点。统计数据显示，2009 年初至今，已有 28 只企业债上市或等待上市，募集资金 451 亿元。
- 从上市券商的 2008 年以来的持仓结构来看，大部分券商交易性资产以债券为主，而股票持仓比重较低，说明年初以来市场尽管出现了一定幅度的反弹，投资业务对各个公司利润的贡献并不大。1 季度，证券公司的股票投资应该是处于一个仓位调整的过程。
- 根据 4 倍的年换手率，和目前的 70000 亿的流通市值，我们估计 2009 年的日交易量维持在 1300 亿元左右的水平。
- 在日均交易额 700 亿元，投资收益率 5% 的保守假设下，中信证券的每股收益为 1.01 元，在日均交易额 1400 亿元，投资收益率 20% 的投资假设下，中信证券的每股收益为 1.37 元。对于目前的股价，市盈率的区间为 19—26 倍，给予谨慎推荐的评级。
- 我们在 2009 年日均股票交易额 700 亿元、自营业务收益率 12.5% 的假设条件下，长江证券 2009 年每股收益大约为 0.33 元。如果乐观估计，假设 2009 年日均股票交易额 1400 亿元、自营业务收益率 25%，其它条件不变，则长江证券的每股收益大约为 0.75 元。

同步大势

维持评级

2009 年 4 月 16 日

走势图



重要公司

评级

长江证券	谨慎推荐
中信证券	谨慎推荐

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

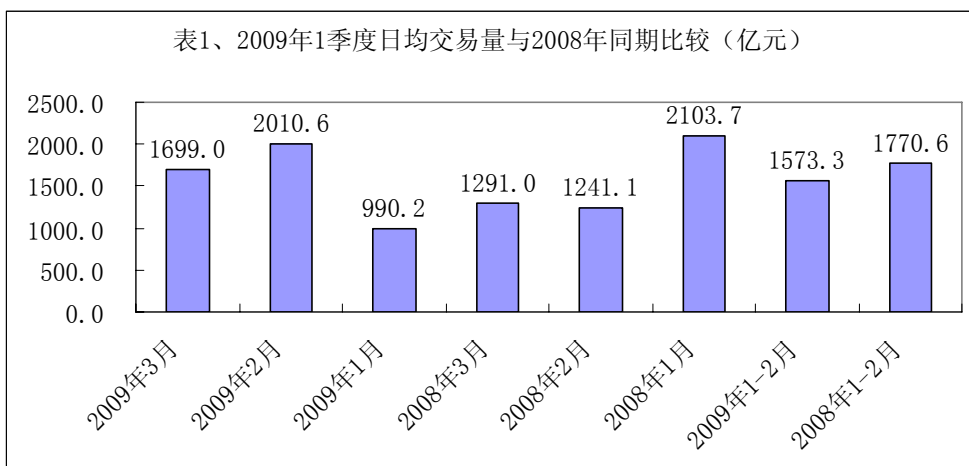
地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

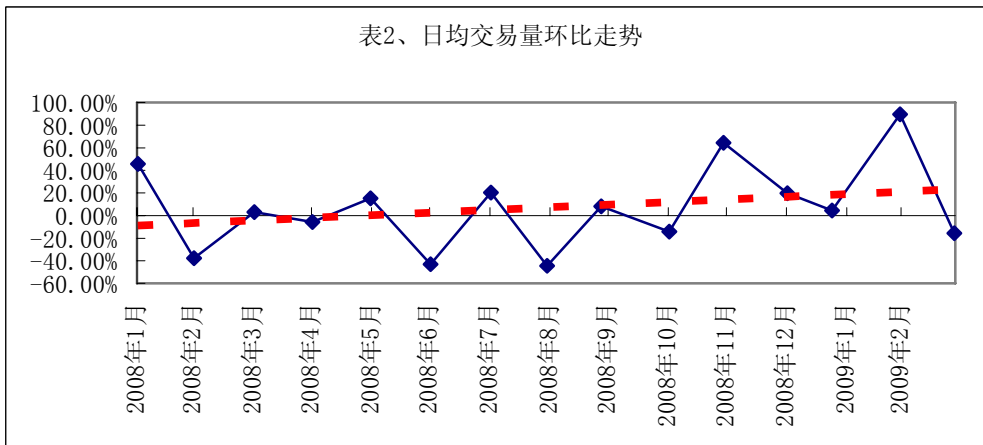
一、各项业务分析

1、经纪业务走势

2009 年 1 季度，沪深两市交易金额为 9.25 万亿，同比减少 3.39%。从交易量的环比走势来看，2008 年 11 月份以来，日均交易额环比增加，已经走出了一个波动上升的趋势，但受市场震荡的影响，交易额月度之间波动幅度比较大。



资料来源：伟海网站



资料来源：伟海网站

上市券商 2009 年 1 季度的交易量同比也出现了下降，但下降幅度不同。主要是部分券商 2009 年 1 季度的基金、权证等交易品种同比上升，改善了总体的交易状况。从环比来看，上市券商的交易量是上升的。

表 1、市场交易量环比

单位：万元

	股/基/权	环比	A 股	基金	权证
2009 年 1 季度	21753999	50.3%	18331963	310541	3056939
2008 年 4 季度	14473730	22.3%	10112584	230655	4094797
2008 年 3 季度	11832313	-37.5%	9169726	204996	2424997
2008 年 2 季度	18930916	-15.7%	14434827	360414	4075734
2008 年 1 季度	22448298		18757189	316610	3293979

资料来源：WIND

表 2、经纪业务收入环比增长

	环比				1 季度同比
	2009 年 1 季度	2008 年 4 季度	2008 年 3 季度	2008 年 2 季度	
长江证券	66.6%	13.7%	-36.1%	-15.9%	1.9%
国金证券	94.2%	22.2%	-37.3%	-36.4%	-5.4%
国元证券	70.3%	44.3%	-34.7%	-23.7%	22.5%
海通证券	54.7%	16.0%	-41.3%	-19.3%	-14.9%
宏源证券	50.5%	38.5%	-33.3%	8.8%	51.3%
西南证券	52.3%	24.4%	-25.7%	-22.9%	8.5%
中信建投	65.3%	19.6%	-40.2%	-22.6%	-8.4%
中信金通	61.6%	12.0%	-38.8%	-7.9%	2.0%
中信万通	56.4%	8.0%	-34.1%	-11.6%	-1.5%
中信证券	72.0%	6.3%	-38.9%	-22.3%	-13.3%
中信系证券	65.9%	11.4%	-38.7%	-18.5%	-7.6%

资料来源：WIND

表 3、经纪业务收入市场份额变动

	2009 年 1 季度	2008 年 4 季度	2008 年 3 季度	2008 年 2 季度	2008 年 1 季度
长江证券	1.4%	1.23%	1.3%	1.3%	1.3%
东北证券	0.7%	0.63%	0.6%	0.7%	0.7%
国金证券	0.7%	0.53%	0.5%	0.5%	0.7%
国元证券	1.1%	0.99%	0.8%	0.8%	0.9%
海通证券	4.1%	4.01%	4.2%	4.5%	4.7%
宏源证券	1.3%	1.34%	1.2%	1.1%	0.9%
西南证券	0.6%	0.56%	0.6%	0.5%	0.5%
中信建投	3.2%	2.92%	3.0%	3.1%	3.4%
中信金通	1.4%	1.30%	1.4%	1.4%	1.3%
中信万通	0.7%	0.70%	0.8%	0.8%	0.7%
中信证券	2.4%	2.14%	2.5%	2.5%	2.7%
中信系证券	6.5%	5.89%	6.5%	6.6%	6.8%

资料来源：WIND

表 4、一季度经纪业务收入

单位：百万元

百万元	1 季度股/基/权交易 额总计	2009 年 1 季度经纪业务收 入
长江证券	297,649	476.2
东北证券	156,300	250.1
国金证券	150,054	240.1
国元证券	243,559	389.7
海通证券	897,117	1256.0
宏源证券	292,446	467.9
西南证券	123,903	198.2
中信建投证券	697,686	1116.3
中信金通证券	303,396	485.4
中信万通证券	158,895	254.2
中信证券	532,694	852.3
中信系	1,413,597	2049.7

资料来源：WIND

2、承销业务

随着 IPO 暂停，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新的利润增长点。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。

从上市券商的情况看，2009 年 1 季度股票发行近于停滞，而债券发行同比增长 16%，债券承销是投资银行部门收入的主要来源。

表 5、上市券商承销业务同比

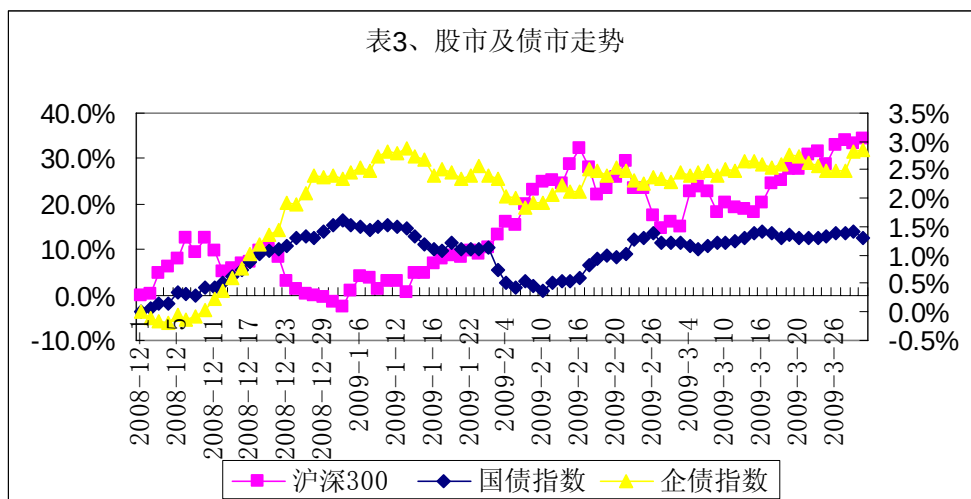
单位：万元

		总计	首发 IPO	增发	配股	可转债	债券发行
2009	国元证券	300,000	0	0	0	0	300,000
	海通证券	543,000	0	43,000	0	0	500,000
	宏源证券	150,000	0	0	0	0	150,000
	中信建投	410,000	0	0	0	0	410,000
	中信证券	2530000	0	0	0	0	2530000
2008	长江证券	247,579	0	202,664	44,915	0	0
	海通证券	50,783	0	0	50,783	0	0
	宏源证券	60,142	15,380	44,762	0	0	0
	中信建投	70,000	0	0	0	0	70,000
	中信证券	8,665,938	2224600	0	440,888	3000000	3000450

资料来源:WIND

3、投资业务

自 2009 年年初到 3 月 31 号，沪深 300 指数、国债指数和企业债指数分别上涨了 34.5%、1.3%和 2.9%，股票市场出现较大幅度的涨幅，而债券市场持续盘整。从上市券商的 2008 年以来的持仓结构来看，大部分券商交易性资产以债券为主，而股票持仓比重较低，说明年初以来市场尽管出现了一定幅度的反弹，投资业务对各个公司利润的贡献并不大。1 季度，证券公司的股票投资应该是处于一个仓位调整的过程。由于可供出售资产中各个公司股票持仓的比重较多，因此股市上涨有利于增加各个公司的资本公积影响，但具体到各个公司又存在这差异，具体来说对海通证券、长江证券和宏源证券影响较大，对中信证券和国元证券影响较小。



资料来源：天相

表 6、部分券商交易性资产持仓结构

	股票占比		债券占比	
	2007 年	2008H1	2007 年	2008H1
中信证券	38.13%	5.67%	40.87%	90.25%
海通证券	64.25%	2.96%	7.47%	91.97%
长江证券	23.59%	1%	50.02%	94%
国元证券	48.59%	20%	20.52%	80%
宏源证券	94.74%	94.58%	3.76%	5.42%

注：长江、国元持仓为 2008 年底数据

资料来源：公司公告

表 7、可供出售资产持仓

	股票占比		债券占比	
	2007 年	2008H1	2007 年	2008H1
中信证券	56.92%	17.43%	26.31%	66.87%
海通证券	96.68%	92.99%	0.00%	0.00%

长江证券	98.87%	86%	0.00%	0.00%
国元证券	47.03%	8.7%	0.00%	0.00%
宏源证券	45.25%	95.74%	0.00%	4.26%

注：长江、国元持仓为 2008 年底数据

资料来源：公司公告

4、资产管理业务

2009 年前 3 个月，券商的集合理财产品不论是从数量还是从规模上来说都比去年同期大幅度提高，在宽松货币政策背景下，2009 年降息仍是主基调，债券市场资金充裕，债券市场仍处于牛市格局，因此债券型券商集合理财产品密集发行。另外，目前券商的集合理财产品平均收益好于市场也增加了对市场资金的吸引力

目前 26 只非限定性券商集合理财产品平均收益-1.90%，损失较小，其中 10 只产品取得正收益；17 只运作满一年的非限定性券商集合理财产品全部战胜指数，平均战胜幅度达到 20%；长期(二年期)来看，在沪深 300 指数下跌 15%~20%的背景下，10 只券商集合理财产品全都保持了相对沪深 300 指数的优势，平均取得 15.61%的正收益(平均战胜同期沪深指数 33%)。

表 8、2009 年 1 季度集合理财产品

单位：元

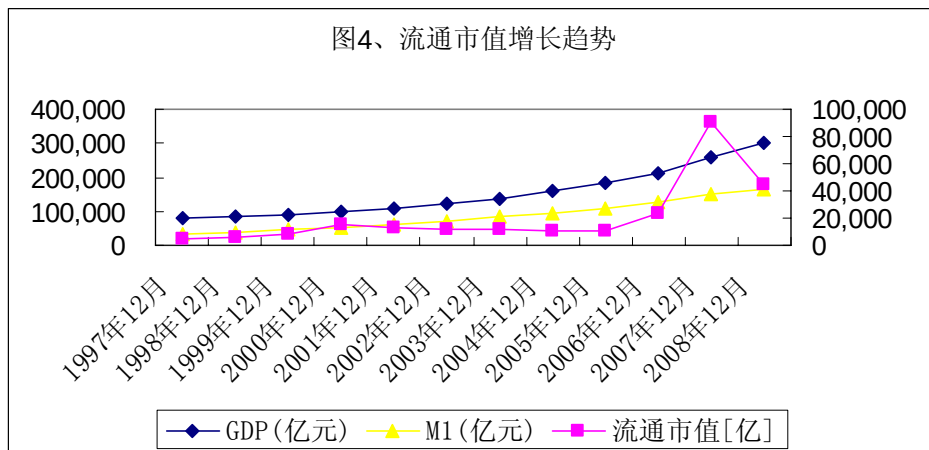
名称	投资类型	推广起始日	到期日	成立规模	目标规模 (亿元)
长江超越理财 2 号	FOF	2008-3-10	2011-4-23	1007286696	35
长江超越理财 3 号	混合型	2008-11-3	2014-1-4	269349398	30
长江增强债券	债券型	2008-11-14	2013-12-17	197476906	50
国元黄山 2 号	FOF	2008-9-22	2013-12-18	922853658	50
海通稳健增值	混合型	2006-1-16	2009-3-27	1268114746	30
海通金中金	FOF	2008-5-19	2013-6-29	904907311	40
海通季季红	债券型	2008-11-20	2014-1-18	1030236421	50
中信理财 2 号	混合型	2006-2-8	2012-3-21	1204841343	30
中信股债双赢	混合型	2007-3-29	2012-4-5	3460980875	35
中信债券优化	债券型	2008-11-20	2019-1-5	4029985141	50
中信稳健收益	债券型	2009-3-19			50
中信积极配置	混合型	2009-3-19			50
中信优选成长	股票型	2009-3-19			50

资料来源：公司公告

二、业务发展趋势

1、日均交易额估算

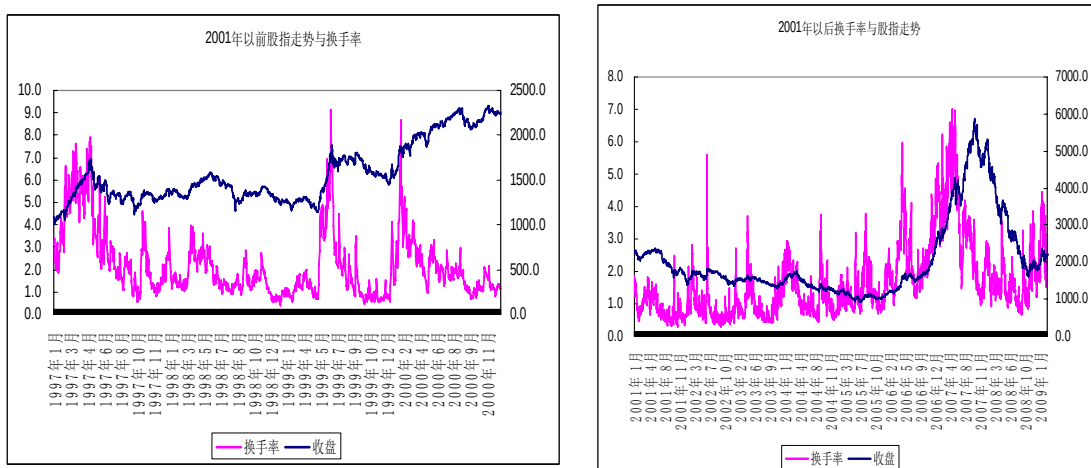
沪深两市流通市值的波动尽管受股票指数涨跌的影响比较大，但统计表明，流通市值与 GDP 和 M1 总量具有较高的相关性，随着国民经济的持续发展，沪深两市的总市值有望保持一个螺旋式的增长趋势。



资料来源：WIND

换手率与股指走势具有较高的相关性，特别是在 2001 年以后，随着机构投资者占比逐渐提高，这种相关性更加显著。随着流动性的快速释放以及宏观经济的转折向好，我们认为目前的股指应该属于一个相对较低的位置，那么近一年来的 4 倍左右的年换手率应该也属于一个比较低的换手率。

图 5、换手率与股指走势



资料来源：天相

根据 4 倍的年换手率，和目前的 70000 亿的流通市值，我们估计 2009 年的日

交易量维持在 1300 亿元左右的水平。

表 9、日均交易额估算

单位：亿元

	流通市值						
	40000	50000	60000	70000	80000	90000	100000
换手率	344.6	459	574.3	689.1	804	918.8	1033.7
	377.2	503	628.7	754.5	880.2	1005.9	1131.7
	445.5	594	742.6	891.1	1039.6	1188.1	1336.6
	519.8	693	866.3	1039.6	1212.9	1386.1	1559.4
	594.1	792	990.1	1188.1	1386.1	1584.2	1782.2
	668.3	891	1113.9	1336.6	1559.4	1782.2	2005
	745.5	994	1242.6	1491.1	1739.6	1988.1	2236.6
	816.8	1089	1361.4	1633.7	1905.9	2178.2	2450.5
	891.1	1188	1485.1	1782.2	2079.2	2376.2	2673.3
	965.3	1287	1608.9	1930.7	2252.5	2574.3	2896
	1039	1386	1732.7	2079.2	2425.7	2772.3	3118.8
	1188	1584	1980.2	2376.2	2772.3	3168.3	3564.4

2、债券发行规模扩大

为应对全球经济危机对中国经济的影响，国家主管部门内明确提出，要进一步发挥债券市场的融资功能。债券作为拉动投资、扩大内需的最直接融资方式，无疑在 2009 年度的财政政策中更值得期待。

自 2008 年开始，国家发改委放开了企业发债审批额度限制，开始实行完全条件核准制，只要符合发行规模、金额不超过净资产 40%、过去三年的平均盈利可以支付债券一年的利息、资金投向符合国家产业政策等条件，均可获准发债。比起以往的两步审批制，条件核准制显然更为市场化。企业债发行制度改革有利于企业债发行规模扩大。

2009 年财政赤字占 GDP 的比重将大幅增加至 3% 左右，这也意味着 09 年的财政赤字规模约 9000 亿元，这部分主要依靠发行国债来弥补；另外据 WIND 资讯统计，09 年国债到期规模约 7500 亿元。两者合计，预计 2009 年国债发行规模将达 16500 亿元。

2008 年企业债发行规模迅速增加，同比增长了约 64.71%；短期融资券亦保持较大的发行规模，同比增长约 3%。按 2008 年企业债增速计算，2009 年企业债和短期融资券发行规模约为 8000 亿元左右。债券发行规模扩大提高了券商的承销收益。

3、投资业务

2008 年股票市场大幅下跌和债市的走牛导致目前大部分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。

伴随着刺激经济增长的宏观经济政策的调整，我国信贷投放量持续放大，经济领域的流动性供给开始恢复增长。充足的流动性对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。预计 2009 年中国股市的表现应好于宏观经济的走势提前进入上升通道。目前不少证券公司已经增加了股票投资的仓位，为获取较高的投资收益打下了基础。

三、重点公司分析

1、中信证券（600030）

在日均交易额 700 亿元，投资收益率 5% 的保守假设下，中信证券的每股收益为 1.01 元，在日均交易额 1400 亿元，投资收益率 20% 的投资假设下，中信证券的每股收益为 1.37 元。对于目前的股价，市盈率的区间为 19—26 倍，给予谨慎推荐的评级。

表 10、每股收益敏感性分析

单位：元

	日均交易量							
		600	700	800	1000	1200	1400	1800
投资 收益 率	-5.00%	0.88	0.91	0.95	1.01	1.08	1.14	1.27
	0.00%	0.93	0.96	0.99	1.06	1.12	1.18	1.31
	5.00%	0.97	1.01	1.04	1.1	1.17	1.23	1.36
	7.50%	1	1.03	1.06	1.12	1.19	1.25	1.38
	10.00%	1.02	1.05	1.08	1.15	1.21	1.28	1.4
	12.50%	1.04	1.07	1.11	1.17	1.23	1.3	1.43
	15.00%	1.06	1.1	1.13	1.19	1.26	1.32	1.45
	17.50%	1.09	1.12	1.15	1.22	1.28	1.34	1.47
	20.00%	1.11	1.14	1.17	1.24	1.3	1.37	1.5
	22.50%	1.13	1.16	1.2	1.26	1.33	1.39	1.52
	25.00%	1.15	1.19	1.22	1.28	1.35	1.41	1.54
	27.50%	1.18	1.21	1.24	1.31	1.37	1.43	1.56
	30.00%	1.2	1.23	1.26	1.33	1.39	1.46	1.59

2、长江证券（000783）

我们在 2009 年日均股票交易额 700 亿元、自营业务收益率 12.5% 的假设条件

下，长江证券 2009 年每股收益大约为 0.33 元。如果乐观估计，假设 2009 年日均股票交易额 1400 亿元、自营业务收益率 25%，其它条件不变，则长江证券的每股收益大约为 0.75 元。对应的市盈率为 21——49 倍。

考虑到在流动性释放的前提下，整个证券市场将会有较好的表现，券商股可以获得较好的经营业绩。对于长江证券这家业务多元化初具规模，成长性较好的公司来说，我们给予谨慎推荐的投资评级。

表11、每股收益敏感性分析

每股收益（元）		日均交易量						
		600	700	800	1000	1200	1400	1800
投资收益率	-5.00%	-0.01	0.02	0.05	0.1	0.16	0.22	0.33
	0.00%	0.08	0.11	0.14	0.19	0.25	0.31	0.42
	5.00%	0.17	0.2	0.23	0.28	0.34	0.4	0.51
	7.50%	0.21	0.24	0.27	0.33	0.38	0.44	0.55
	10.00%	0.26	0.29	0.32	0.37	0.43	0.48	0.6
	12.50%	0.3	0.33	0.36	0.42	0.47	0.53	0.64
	15.00%	0.35	0.38	0.4	0.46	0.52	0.57	0.69
	17.50%	0.39	0.42	0.45	0.51	0.56	0.62	0.73
	20.00%	0.44	0.47	0.49	0.55	0.61	0.66	0.78
	22.50%	0.48	0.51	0.54	0.6	0.65	0.71	0.82
	25.00%	0.53	0.56	0.58	0.64	0.7	0.75	0.87
	27.50%	0.57	0.6	0.63	0.69	0.74	0.8	0.91
	30.00%	0.62	0.65	0.67	0.73	0.79	0.84	0.96

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209