

2009 年 05 月 04 日

市场数据

行业优化平均市盈率	14.05
市场优化平均市盈率	20.60
国金证券业指数	20866.93
沪深 300 指数	2714.30
上证指数	2559.91
深证成指	9899.67
中小板指数	4089.88


相关报告

- 1 《证券行业 09 年 4 月份月度报告》，2009.4.21
- 2 《市场交易额有望在2季度开始同比正增长》，2009.3.27
- 3 《证券行业 09 年 3 月份月度报告》，2009.3.19

金融行业研究小组
陈振志

 (8621)61038213
 chenzhzh@gjqz.com.cn

茅炜

 (8621)61038330
 maow@gjqz.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjqz.com.cn

联系人：朱莉

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

证券业行业研究简报

——上市券商 08 年&09 年 1 季度业绩总结


投资要点

- **上市券商 08 年整体业绩同比下滑 52.77%，自营业务下滑幅度最大，资产管理业务逆势增长。** 9 家上市券商在 08 年共实现净利润 130.35 亿元，同比下滑 52.77%。就具体券商而言，中信证券和海通证券的抗跌性最强。从业务分类来看，业绩下滑幅度最大的业务是自营业务，而资产管理业务则逆势增长。
- **业务的均衡发展是个别券商 08 年业绩表现出良好抗跌性的重要原因。** 在 08 年，市场指数和交易量出现大幅下滑，盈利模式高度依赖经纪业务和自营业务的国内券商经历了严峻的考验，当年的业绩均出现了不同程度的下滑。其中像中信证券和海通证券这些业务发展较为均衡的券商，由于其对经纪和自营业务依赖程度相对较小，而资产管理（含基金管理）和投行业务的占比又较高，从而使得业绩的下滑幅度低于上市券商的平均水平。
- **自营业务占比过高是个别券商 08 年业绩出现大幅下滑的重要原因。** 在 08 年，自营业务是上市券商萎缩得最为严重的业务（部分原因在于权证创设收入的萎缩），国元证券、太平洋证券及长江证券由于在 07 年过度依赖自营收入，从而使得业绩的下滑幅度在上市券商中居于前列。
- **上市券商 09 年 1 季度整体业绩同比下滑 15.94%，投行和资管业务下滑幅度最大，经纪业务下滑幅度最小。** 9 家上市券商在 09 年 1 季度共实现净利润 38.19 亿元，同比下滑 15.94%。就具体券商而言，上市券商的业绩涨跌互现，业绩涨幅最大的为西南证券、国元证券和东北证券。从业务分类来看，业绩下滑幅度最大的是投行和资产管理业务，而经纪业务的同比下滑幅度最小。
- **08 年的抗跌优势在 09 年转化为业绩弹性不足的弱势，而经纪业务也从“助跌因素”转化为“助涨因素”。** 09 年年初以来，市场有所回暖，指数和交易量环比出现明显的回升，其中市场交易量的强劲回升尤为突出。随着交易量的回升，经纪业务从 08 年的业绩“助跌因素”逐渐转化为 09 年的业绩“助涨因素”，经纪业务占比较高的券商比业务发展均衡的券商具有更高的业绩弹性。受益于较高的业绩弹性，东北证券 1 季度的业绩表现相对出众。
- **自营业务成为业绩超预期的关键因素。** 由于经纪业务主要取决于市场交易量，因此客观因素大、业绩趋同性强。而自营业务由于隐含更多的主观因素，因此业绩的趋同性较经纪业务弱，容易出现超预期。09 年初以来，在经纪业务同比负增长的情况下，个别券商（如 东北证券）通过良好的自营操作实现了业绩的超预期。我们认为，在 09 年的市场中，自营业绩在未来有望继续成为业绩惊喜的催化剂。
- **投资建议：基于广发证券良好的投资价值，我们建议配置吉林敖东和辽宁成大；在市场积极配合的情况下，我们建议配置业绩弹性大和进攻性强的东北证券和长江证券；从估值安全和估值提升的角度，我们建议配置中信证券和海通证券。**

内容目录

上市券商 08 年和 09 年 1 季度业绩总结	3
经纪业务	6
自营业务	8
投行业务	10
资产管理业务	12
上市券商的投资策略	13

图表目录

图表 1：上市券商 08 年业绩一览（同比增长情况）	4
图表 2：上市券商 09 年 1 季度业绩一览（同比增长情况）	5
图表 3：上市券商 09 年 1 季度业绩环比增长情况	6
图表 4：上市券商 08 年和 09 年 1 季度经纪业务表现	7
图表 5：上市券商 08 年和 09 年 1 季度自营业务表现	9
图表 6：上市券商 08 年和 09 年 1 季度投行业务表现	11
图表 7：上市券商 08 年和 09 年 1 季度资产管理业务表现	12
图表 8：重点上市券商的盈利预测和投资评级	13

上市券商 08 年和 09 年 1 季度业绩总结

■ 08 年业绩总结。

- ◆ **上市券商 08 年整体业绩同比下滑 52.77%，中信和海通最抗跌。**9 家上市券商在 08 年共实现净利润 130.35 亿元，同比下滑 52.77%。就个体券商而言，除了国金证券以外，其余 8 家上市券商 08 年业绩的同比降幅为-41%至-206%之间。业绩下滑幅度最小的为海通证券和中信证券，而业绩下滑幅度最大的则为太平洋证券、西南证券和国元证券。
- ◆ **自营业务下滑幅度最大，资产管理业务逆势增长。**从业务分类来看，9 家上市券商的经纪业务、自营业务、投行业务和资产管理业务在 08 年的整体业绩的同比变化幅度分别为-41.34%、-79.78%、-17.81%和 19.09%。业绩下滑幅度最大的业务是自营业务，而资产管理业务则逆势增长。
- ◆ **业务的均衡发展是个别券商 08 年业绩表现出良好抗跌性的重要原因。**在 08 年，市场指数和交易量出现大幅下滑，盈利模式高度依赖经纪业务和自营业务的国内券商经历了严峻的考验，当年的业绩均出现了不同程度的下滑。其中像中信证券和海通证券这些业务发展较为均衡的券商，由于其对经纪和自营业务依赖程度相对较小，而资产管理（含基金管理）和投行业务的占比又较高，从而使得业绩的下滑幅度低于上市券商的平均水平。
- ◆ **自营业务占比过高是个别券商 08 年业绩出现大幅下滑的重要原因。**通过上述分析我们可以发现在 08 年里，券商的自营业务是萎缩得最为严重的业务（部分原因在于权证创设收入的萎缩）。国元证券、太平洋证券及长江证券由于在 07 年过度依赖自营收入，从而使得业绩的下滑幅度在上市券商中居于前列。
- ◆ **成本费用的控制效果也是决定业绩表现的关键因素。**在业务收入萎缩的情况下，降低成本支出成为券商保业绩的一个重要工具。由于成本费用的刚性，成本费用率的上升是必然的趋势，但是部分券商通过大力控制成本费用还是可以在保业绩上获得行业比较优势。从具体券商来看，除了国金证券以外，08 年成本费用率同比上升幅度较小的是中信证券和海通证券，上升幅度较大的是西南证券、宏源证券和国元证券。

图表1：上市券商 08 年业绩一览（同比增长情况）

	经纪业务收入（亿元）				自营业务收入（亿元）				投行业务收入（亿元）				资产管理业务收入（亿元）			
	07H1	07	08	同比增速	07H1	07	08	同比增速	07H1	07	08	同比增速	07H1	07	08	同比增速
中信证券	66.36	133.78	74.57	-44.26%	20.88	109.27	31.10	-71.54%	4.73	21.94	17.83	-18.73%	7.01	21.91	29.78	35.92%
海通证券	29.19	56.12	40.23	-28.31%	10.99	35.82	10.41	-70.94%	1.55	3.69	1.68	-54.47%	2.22	7.01	5.36	-23.54%
长江证券	11.20	20.80	11.02	-47.02%	8.40	26.16	6.10	-76.68%	0.12	0.32	0.73	128.13%	0.05	0.07	0.10	42.86%
国元证券	7.53	14.76	8.99	-39.09%	9.34	23.46	0.74	-96.85%	0.04	0.44	0.25	-43.18%	0.49	0.82	0.26	-68.29%
东北证券	8.77	16.27	8.38	-48.49%	2.89	7.25	0.21	-97.10%	0.00	0.29	0.82	182.76%	0.00	0.00	0.00	0.00%
宏源证券	11.87	22.12	11.78	-46.75%	8.15	19.26	0.09	-99.53%	0.02	0.41	0.88	114.63%	0.00	0.00	0.00	0.00%
太平洋证券	2.17	4.51	3.23	-28.38%	2.16	5.54	-7.79	-240.61%	0.01	0.09	0.18	100.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
国金证券	3.89	7.82	5.35	-31.59%	3.59	6.32	7.56	19.62%	0.00	0.42	1.22	190.48%	0.00	0.00	0.00	0.00%
西南证券	na	11.16	5.00	-55.20%	na	7.68	0.25	-96.74%	na	1.60	0.41	-74.38%	0.00	0.00	0.00	0.00%
合计	140.98	287.34	168.55	-41.34%	66.40	240.76	48.67	-79.78%	6.47	29.20	24.00	-17.81%	9.77	29.81	35.50	19.09%
	净利息收入（亿元）				总营业收入（亿元）				营业支出（亿元）				净利润（亿元）			
	07H1	07	08	同比增速	07H1	07	08	同比增速	07H1	07	08	同比增速	07H1	07	08	同比增速
中信证券	3.30	9.91	17.06	72.15%	106.39	308.71	177.08	-42.64%	37.08	110.08	81.64	-25.84%	42.08	123.89	73.05	-41.04%
海通证券	1.48	4.90	10.03	104.69%	47.53	112.65	70.07	-37.80%	14.64	39.41	33.42	-15.20%	20.41	54.57	33.02	-39.49%
长江证券	0.47	1.10	1.32	20.00%	20.49	49.62	20.73	-58.22%	6.29	15.63	11.00	-29.62%	10.56	23.64	7.02	-70.30%
国元证券	0.31	0.82	1.25	52.44%	17.98	41.00	12.37	-69.83%	3.95	9.44	6.43	-31.89%	9.24	22.80	5.21	-77.15%
东北证券	0.30	0.73	0.95	30.14%	12.35	25.48	11.16	-56.20%	3.18	8.69	6.00	-30.96%	6.61	11.14	4.10	-63.20%
宏源证券	0.57	1.34	1.58	17.91%	21.01	44.35	15.98	-63.97%	5.73	12.03	8.62	-28.35%	10.27	20.38	5.42	-73.41%
太平洋证券	0.15	0.33	0.32	-3.03%	4.50	10.52	-3.87	-136.79%	0.90	3.02	2.79	-7.62%	2.55	6.09	-6.45	-205.91%
国金证券	0.16	0.39	0.65	66.67%	7.69	15.24	15.04	-1.31%	2.21	4.43	5.20	17.38%	1.84	3.75	7.56	101.60%
西南证券	na	0.89	1.09	22.47%	na	21.69	7.04	-67.54%	na	6.77	5.06	-25.26%	na	9.73	1.42	-85.41%
合计	6.74	20.41	34.25	67.81%	237.94	629.26	325.60	-48.26%	73.98	209.50	160.16	-23.55%	103.56	275.99	130.35	-52.77%
	当期收入结构						当期成本支出比例		摊薄ROE(%)			BVPS		EPS(元)		
	经纪	自营	投行	资管	利息	其它	营业费用率	平均税率	07H1	07	08	08	08	08	08	08
中信证券	42.11%	17.56%	10.07%	16.82%	9.63%	3.81%	37.60%	15.80%	24.88	24.01	13.23	8.33	1.10			
海通证券	57.41%	14.86%	2.40%	7.65%	14.31%	3.37%	42.14%	8.46%	30.55	14.90	8.61	4.66	0.40			
长江证券	53.16%	29.43%	3.52%	0.48%	6.37%	7.04%	41.68%	28.44%	26.95	40.04	15.24	2.75	0.42			
国元证券	72.68%	5.98%	2.02%	2.10%	10.11%	7.11%	44.95%	11.22%	26.53	44.11	11.03	3.23	0.36			
东北证券	75.09%	1.88%	7.35%	0.00%	8.51%	7.17%	48.30%	20.23%	45.80	52.09	18.16	3.88	0.71			
宏源证券	73.72%	0.56%	5.51%	0.00%	9.89%	10.33%	46.93%	26.26%	21.78	33.98	10.88	3.41	0.37			
太平洋证券	-83.46%	201.29%	-4.65%	0.00%	-8.27%	-4.91%	-66.93%	-3.40%	15.28	30.08	-46.76	0.92	-0.43			
国金证券	35.57%	50.27%	8.11%	0.00%	4.32%	1.73%	30.78%	24.83%	18.23	25.94	34.92	4.33	1.51			
西南证券	71.02%	3.55%	5.82%	0.00%	15.48%	4.12%	67.19%	28.14%	na	30.16	4.28	1.74	na			
合计	51.77%	14.95%	7.37%	10.90%	10.52%	4.49%										

注：中信证券和海通证券的资产管理业务收入包括基金管理收入

来源：公司数据、Wind、国金证券研究所

■ 09 年 1 季度业绩总结。

- ◆ 上市券商 09 年 1 季度整体业绩同比下滑 15.94%，西南证券、国元证券和东北证券同比涨幅最大。9 家上市券商在 09 年 1 季度共实现净利润 38.19 亿元，同比下滑 15.94%。就具体券商而言，除了国金证券以外，其余 8 家上市券商的业绩涨跌互现，涨跌幅度为-40%至 147%之间。业绩涨幅最大的为西南证券、国元证券和东北证券，业绩下滑幅度最大的是中信证券和长江证券。
- ◆ 投行和资产管理业务下滑幅度最大，经纪业务下滑幅度最小。从业务分类来看，9 家上市券商的经纪业务、自营业务、投行业务和资产管理业务在 09 年 1 季度的整体业绩的同比变化幅度分别为-14.25%、-25.21%、-71.95%、-36.74%，业绩下滑幅度最大的业务是投行和资产管理业务，而经纪业务的同比下滑幅度最小。
- ◆ 08 年的抗跌优势在 09 年转化为业绩弹性不足的弱势，而经纪业务也从“助跌因素”转化为“助涨因素”。09 年年初以来，市场有所回暖，指数和交易量环比出现明显的回升，其中市场交易量的强劲回升尤为突出。随着交易量的回升，经纪业务从 08 年的业绩“助跌因素”逐渐转化为 09 年的业绩“助涨因素”，经纪业务占比较高的券商比业务发展均衡的券商具有更高的业绩弹性。受益于较高的业绩弹性，东北证券 1 季度的业绩表现相对出众。

- ◆ **自营业务成为业绩超预期的重要因素。**由于经纪业务主要取决于市场交易量，因此客观因素大、业绩趋同性强。而自营业务由于隐含更多的主观因素，因此业绩的趋同性较经纪业务弱，容易出现超预期。09年初以来，在经纪业务同比负增长的情况下，个别券商（如东北证券）通过良好的自营操作实现了业绩的超预期。我们认为，在09年的市场中，自营业绩在未来有望继续成为业绩惊喜的催化剂。
- ◆ **成本费用控制的成效开始显现。**上市券商在08年采取的成本控制措施在09年1季度开始收效，较多券商的成本费用率同比出现不同程度的下降，其中降幅较为明显的是西南证券、国元证券和东北证券。

图表2：上市券商09年1季度业绩一览（同比增长情况）

	经纪业务收入（亿元）				自营业务收入（亿元）				投行业务收入（亿元）				资产管理业务收入（亿元）			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	74.57	25.89	20.90	-19.27%	31.10	11.67	2.66	-77.21%	17.83	6.04	1.18	-80.46%	29.78	9.47	6.13	-35.27%
海通证券	40.23	13.35	11.95	-10.49%	10.41	-0.05	1.56	-3220.00%	1.68	0.23	0.07	-69.57%	5.36	1.89	1.06	-43.92%
长江证券	11.02	3.89	3.44	-11.57%	6.10	2.30	1.23	-46.52%	0.73	0.25	0.03	-88.00%	0.10	0.00	0.12	#DIV/0!
国元证券	8.99	3.02	2.78	-7.95%	0.74	-1.24	-0.23	-81.45%	0.25	0.00	0.21	#DIV/0!	0.26	0.18	-0.01	-105.56%
东北证券	8.38	3.13	2.71	-13.42%	0.21	0.20	1.01	405.00%	0.82	0.10	0.00	-100.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
宏源证券	11.78	4.41	4.10	-7.03%	0.09	1.66	1.51	-9.04%	0.88	0.11	0.12	9.09%	0.00	0.00	0.00	0.00%
太平洋证券	3.23	1.11	1.03	-7.21%	-7.79	-3.21	0.60	-118.69%	0.18	0.16	0.03	-81.25%	0.00	0.00	0.00	0.00%
国金证券	5.35	1.79	1.65	-7.82%	7.56	4.01	0.88	-78.05%	1.22	0.00	0.02	#DIV/0!	0.00	0.00	0.00	0.00%
西南证券	5.00	1.94	1.63	-15.98%	0.25	-0.15	2.14	-1526.67%	0.41	-0.01	0.27	-2800.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
合计	168.55	58.53	50.19	-14.25%	48.67	15.19	11.36	-25.21%	24.00	6.88	1.93	-71.95%	35.50	11.54	7.30	-36.74%
	净利息收入（亿元）				总营业收入（亿元）				营业支出（亿元）				净利润（亿元）			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	17.06	4.03	3.06	-24.07%	177.08	57.93	34.59	-40.29%	81.64	22.17	11.87	-46.46%	73.05	25.22	15.04	-40.36%
海通证券	10.03	2.42	2.70	11.57%	70.07	19.13	17.77	-7.11%	33.42	6.76	5.00	-26.04%	33.02	8.98	9.96	10.91%
长江证券	1.32	0.33	0.31	-6.06%	20.73	7.07	5.33	-24.61%	11.00	2.67	2.30	-13.86%	7.02	3.40	2.27	-33.24%
国元证券	1.25	0.27	0.16	-40.74%	12.37	2.45	3.03	23.67%	6.43	1.60	1.37	-14.38%	5.21	0.98	1.30	32.65%
东北证券	0.95	0.25	0.21	-16.00%	11.16	3.82	4.06	6.28%	6.00	1.51	1.28	-15.23%	4.10	1.79	2.13	18.99%
宏源证券	1.58	0.46	0.32	-30.43%	15.98	7.07	6.20	-12.31%	8.62	1.89	2.00	5.82%	5.42	3.04	3.15	3.62%
太平洋证券	0.32	0.09	0.12	33.33%	-3.87	-1.78	1.80	-201.12%	2.79	0.76	0.67	-11.84%	-6.45	-2.50	1.12	-144.80%
国金证券	0.65	0.13	0.16	23.08%	15.04	6.00	2.77	-53.83%	5.20	1.14	1.41	23.68%	7.56	3.63	1.02	-71.90%
西南证券	1.09	0.26	0.24	-7.69%	7.04	2.06	4.38	112.62%	5.06	0.99	1.44	45.45%	1.42	0.89	2.20	147.19%
合计	34.25	8.24	7.28	-11.65%	325.60	103.75	79.93	-22.96%	160.16	39.49	27.34	-30.77%	130.35	45.43	38.19	-15.94%
	当期收入结构						当期成本支出比例		摊薄ROE(%)			BVPS		EPS(元)		
	经纪	自营	投行	资管	利息	其它	营业费用率	平均税率	08	08Q1	09Q1	09Q1	09Q1	09Q1		
中信证券	60.42%	7.69%	3.41%	17.72%	8.85%	1.91%	37.81%	24.35%	13.23	4.77	2.64	8.61	0.23			
海通证券	67.25%	8.78%	0.39%	5.97%	15.19%	2.42%	23.64%	23.93%	8.61	2.42	2.51	4.83	0.12			
长江证券	64.54%	23.08%	0.56%	2.25%	5.82%	3.75%	37.71%	25.08%	15.24	5.87	4.64	2.92	0.14			
国元证券	91.75%	-7.59%	6.93%	-0.33%	5.28%	3.96%	38.28%	20.48%	11.03	2.20	2.68	3.33	0.09			
东北证券	66.75%	24.88%	0.00%	0.00%	5.17%	3.20%	27.83%	23.10%	18.16	8.76	8.59	4.28	0.37			
宏源证券	66.13%	24.35%	1.94%	0.00%	5.16%	2.42%	27.58%	24.76%	10.88	5.12	5.69	3.79	0.22			
太平洋证券	57.22%	33.33%	1.67%	0.00%	6.67%	1.11%	33.89%	0.00%	-46.76	-14.10	7.53	0.99	0.08			
国金证券	59.57%	31.77%	0.72%	0.00%	5.78%	2.17%	46.57%	25.00%	34.92	13.53	4.60	4.44	0.20			
西南证券	37.21%	48.86%	6.16%	0.00%	5.48%	2.28%	29.00%	24.83%	4.28	na	6.07	1.90	0.12			
合计	62.79%	14.21%	2.41%	9.13%	9.11%	2.34%										

注：中信证券和海通证券的资产管理业务收入包括基金管理收入

来源：国金证券研究所

图表3：上市券商 09 年 1 季度业绩环比增长情况

	经纪业务收入（亿元）				自营业务收入（亿元）				投行业务收入（亿元）				资产管理业务收入（亿元）			
	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速
中信证券	13.13	15.28	20.90	36.78%	1.82	5.10	2.66	-47.84%	3.16	5.35	1.18	-77.94%	4.90	7.48	6.13	-18.05%
海通证券	6.23	10.03	11.95	19.14%	3.84	1.80	1.56	-13.33%	0.66	-0.07	0.07	-200.00%	1.18	0.90	1.06	17.78%
长江证券	1.94	2.17	3.44	58.53%	-0.02	1.15	1.23	6.96%	0.26	0.14	0.03	-78.57%	0.02	0.06	0.12	118.18%
国元证券	1.55	1.85	2.78	50.27%	-0.02	0.51	-0.23	-145.10%	0.00	0.01	0.21	2000.00%	0.02	0.02	-0.01	-150.00%
东北证券	1.43	1.53	2.71	77.12%	-0.65	0.50	1.01	102.00%	0.36	0.05	0.00	-100.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
宏源证券	1.90	2.29	4.10	79.04%	-0.82	0.63	1.51	139.68%	0.52	0.15	0.12	-20.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
太平洋证券	0.55	0.66	1.03	56.06%	-0.89	-1.46	0.60	-141.10%	0.00	0.01	0.03	200.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
国金证券	1.00	0.99	1.65	66.67%	2.55	0.85	0.88	3.53%	0.13	0.28	0.02	-92.86%	0.00	0.00	0.00	0.00%
西南证券	na	na	1.63	na	na	na	2.14	na	na	na	0.27	na	na	na	0.00	0.00%
	净利息收入（亿元）				总营业收入（亿元）				营业支出（亿元）				净利润（亿元）			
	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速	08Q3	08Q4	09Q1	环比增速
中信证券	4.59	4.04	3.06	-24.26%	29.88	38.07	34.59	-9.14%	13.88	24.03	11.87	-50.60%	11.29	14.07	15.04	6.89%
海通证券	2.35	2.95	2.70	-8.47%	15.36	14.27	17.77	24.53%	6.66	13.85	5.00	-63.90%	6.41	6.50	9.96	53.23%
长江证券	0.32	0.29	0.31	6.90%	2.90	4.24	5.33	25.71%	2.16	3.58	2.30	-35.75%	0.46	0.21	2.27	980.95%
国元证券	0.31	0.39	0.16	-58.97%	1.96	2.97	3.03	2.02%	1.43	1.88	1.37	-27.13%	0.39	0.72	1.30	80.56%
东北证券	0.20	0.26	0.21	-19.23%	1.46	2.56	4.06	58.59%	1.26	1.78	1.28	-28.09%	0.01	0.65	2.13	227.69%
宏源证券	0.35	0.39	0.32	-17.95%	2.62	3.65	6.20	69.86%	1.67	2.97	2.00	-32.66%	0.75	1.16	3.15	171.55%
太平洋证券	0.07	0.09	0.12	33.33%	-0.23	-0.66	1.80	-372.73%	0.65	0.71	0.67	-5.63%	-0.89	-1.09	1.12	-202.75%
国金证券	0.19	0.16	0.16	0.00%	3.97	2.36	2.77	17.37%	1.61	1.44	1.41	-2.08%	1.84	0.66	1.02	54.55%
西南证券	na	na	0.24	na	na	na	4.38	na	na	na	1.44	na	na	na	2.20	na

来源：国金证券研究所

经纪业务

- 净佣金率的下滑是经纪业务净收入下滑的主要原因。09 年 1 季度，股基权债的市场交易总额（单边）为 11.54 万亿元，同比仅下降 1.09%。其中股票基金的交易总额（单边）为 9.38 万亿元，同比仅下降 2.32%。9 家上市券商在 09 年 1 季度实现经纪业务净收入 50.45 亿元，同比下降 13.8%。净佣金率的同比下降是经纪业务收入同比下滑的主要原因。
- 9 家上市券商 1 季度的净佣金率比去年同期下降 11.68%，比 08 年全年下降 6.2%，大券商降幅小于中小券商。在 08 年，由于市场交易量持续下降，不少券商为了通过扩大市场份额来稳定代理交易量，纷纷打起了价格战，从而使行业整体的平均佣金费率出现下降的趋势。09 年以来，加上服务部的升级使得券商营业部供给有所增加，从而使得佣金率延续了下降的趋势。1 季度 9 家上市券商经纪业务的净佣金费率为 0.121%，同比去年同期的 0.137%下降了 11.68%，比 08 年全年的 0.129%下降了 6.2%。从具体券商来看，大券商比中小券商的降幅小。其中海通证券 1 季度的净佣金率同比还上升了 2.3%，与 08 年全年持平。
- 大券商市场份额有被中小券商侵蚀的迹象。在不同的佣金策略下，上市券商的市场份额出现分化。其中大券商由于佣金率的下调幅度和空间小于中小券商，其市场份额近期出现被中小券商侵蚀的迹象。

图表4：上市券商08年和09年1季度经纪业务表现

	股基权债市场交易额（亿元）				股基权债市场比例结构				股票基金日均交易额（亿元）			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
股票基金	269,096.27	95,990.76	93,759.68	-2.32%	74.20%	82.30%	81.27%	-1.25%	1,093.89	1,626.96	1,644.91	1.10%
权证	69,447.62	16,490.12	15,317.63	-7.11%	19.15%	14.14%	13.28%	-6.08%	282.31	279.49	268.73	-3.85%
债券	24,126.44	4,155.38	6,284.48	51.24%	6.65%	3.56%	5.45%	52.91%	98.07	70.43	110.25	56.54%
合计	362,670.33	116,636.26	115,361.79	-1.09%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%	1,474.27	1,976.89	2,023.89	2.38%
	市场份额				毛佣金率				手续费支出比例			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	8.12%	8.27%	7.61%	-7.98%	0.14%	na	na	#VALUE!	6.96%	na	na	#VALUE!
海通证券	4.60%	4.85%	4.29%	-11.54%	0.14%	na	na	#VALUE!	11.85%	na	na	#VALUE!
长江证券	1.46%	1.30%	1.63%	25.11%	0.12%	na	na	#VALUE!	14.90%	na	na	#VALUE!
国元证券	0.88%	0.88%	1.07%	21.45%	0.14%	na	na	#VALUE!	0.77%	na	na	#VALUE!
东北证券	0.64%	0.70%	0.69%	-2.42%	0.20%	na	na	#VALUE!	9.31%	na	na	#VALUE!
宏源证券	1.02%	0.83%	1.28%	54.52%	0.16%	na	na	#VALUE!	1.17%	na	na	#VALUE!
太平洋证券	0.22%	0.23%	0.25%	5.95%	0.20%	na	na	#VALUE!	1.22%	na	na	#VALUE!
国金证券	0.58%	0.68%	0.68%	-0.70%	0.14%	na	na	#VALUE!	9.17%	na	na	#VALUE!
西南证券	0.54%	0.49%	0.55%	12.10%	0.14%	na	na	#VALUE!	5.48%	na	na	#VALUE!
合计	18.06%	18.25%	18.05%	-1.09%	0.14%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	8.10%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	代理交易额（亿元）				手续费收入（亿元）				手续费净收入（亿元）			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	58,908.31	19,291.08	17,557.94	-8.98%	80.15	na	na	#VALUE!	74.57	25.89	20.90	-19.27%
海通证券	33,348.50	11,322.77	9,907.17	-12.50%	45.64	na	na	#VALUE!	40.23	13.35	11.95	-10.49%
长江证券	10,604.57	3,034.21	3,754.60	23.74%	12.95	na	na	#VALUE!	11.02	3.89	3.44	-11.57%
国元证券	6,395.40	2,063.91	2,479.28	20.13%	9.06	na	na	#VALUE!	8.99	3.02	2.78	-7.95%
东北证券	4,646.10	1,640.97	1,583.74	-3.49%	9.24	na	na	#VALUE!	8.38	3.13	2.71	-13.42%
宏源证券	7,428.79	1,936.24	2,959.28	52.84%	11.92	na	na	#VALUE!	11.78	4.41	4.10	-7.03%
太平洋证券	1,603.59	547.99	574.24	4.79%	3.27	na	na	#VALUE!	3.23	1.11	1.03	-7.21%
国金证券	4,188.39	1,596.05	1,567.63	-1.78%	5.89	na	na	#VALUE!	5.35	1.79	1.91	6.70%
西南证券	3,892.77	1,146.31	1,270.98	10.88%	5.29	na	na	#VALUE!	5.00	1.94	1.63	-15.98%
合计	131,016.41	42,579.53	41,654.86	-2.17%	183.41	0.00	0.00	#DIV/0!	168.55	58.53	50.45	-13.80%
	净佣金率											
	08	08Q1	09Q1	同比增速								
中信证券	0.127%	0.134%	0.119%	-11.31%								
海通证券	0.121%	0.118%	0.121%	2.30%								
长江证券	0.104%	0.128%	0.092%	-28.54%								
国元证券	0.141%	0.146%	0.112%	-23.37%								
东北证券	0.180%	0.191%	0.171%	-10.29%								
宏源证券	0.159%	0.228%	0.139%	-39.17%								
太平洋证券	0.201%	0.203%	0.179%	-11.45%								
国金证券	0.128%	0.112%	0.122%	8.64%								
西南证券	0.128%	0.169%	0.128%	-24.22%								
合计	0.129%	0.137%	0.121%	-11.89%								

来源：公司数据、Wind、国金证券研究所

自营业务

- **由于操作风格的差异，大券商和中小券商自营业绩出现分化的迹象。**9 家上市券商在 09 年 1 季度实现自营收入 11.36 亿元，同比下滑 25.21%。具体券商而言，相对于 07 年的单边上涨和 08 年的单边下跌，09 年市场的不确定性更为明显，从而使得在不同的自营策略指导下，券商的自营业绩出现了较大差别。其中中信证券和海通证券这些大券商由于延续了 08 年以来的稳健操作风格而失去了年初以来的获利机会。东北证券和长江证券等中小券商则由于相对积极的自营操作而获了不俗的自营收益，其中东北证券更是大幅超预期。
- **09 年自营业务“轻装上阵”。**从 08 年底的自营情况来看，除了长江证券和宏源证券的可供出售金融资产分别出现 2 亿元和 4 亿元的未兑现浮亏以外（其中长江证券已经通过计提了减值准备而部分释放），其余上市券商的自营并未出现较大金额的未兑现浮亏，从而没有给未来的自营操作带来业绩包袱，也就是说上市券商 09 年的自营业务处于一种“轻装上阵”的状态。
- **大券商和中小券商的自营风格存在差异。**综合参考 08 年底和 09 年 1 季度的自营情况，上市券商中股票配置比例较高的可能是东北证券和太平洋证券，自营风格也较为积极。而中信证券和海通证券的金融资产大部分还配置在固定收益类的项目上，自营风格仍较稳健。

图表5：上市券商08年和09年1季度自营业务表现

	投资收益（亿元）				公允价值变动净收益（亿元）				自营业务收入（亿元）			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	64.51	20.81	2.85	-86.30%	-33.41	-9.14	-0.19	-97.92%	31.10	11.67	2.66	-77.21%
海通证券	18.61	5.80	2.04	-64.83%	-8.20	-5.85	-0.48	-91.79%	10.41	-0.05	1.56	-3220.00%
长江证券	8.97	4.63	0.75	-83.80%	-2.87	-2.33	0.48	-120.60%	6.10	2.30	1.23	-46.52%
国元证券	9.50	5.13	-0.10	-101.95%	-8.76	-6.37	-0.13	-97.96%	0.74	-1.24	-0.23	-81.45%
东北证券	1.51	0.62	0.19	-69.35%	-1.30	-0.42	0.82	-295.24%	0.21	0.20	1.01	405.00%
宏源证券	4.43	4.59	1.17	-74.51%	-4.34	-2.93	0.34	-111.60%	0.09	1.66	1.51	-9.04%
太平洋证券	-3.99	0.15	-2.09	-1493.33%	-3.80	-3.36	2.69	-180.06%	-7.79	-3.21	0.60	-118.69%
国金证券	8.16	4.73	1.01	-78.65%	-0.60	-0.72	-0.13	-81.94%	7.56	4.01	0.88	-78.05%
西南证券	0.64	0.39	1.06	171.79%	-0.39	-0.54	1.08	-300.00%	0.25	-0.15	2.14	-1526.67%
合计	112.34	46.85	6.88	-85.31%	-63.67	-31.66	4.48	-114.15%	48.67	15.19	11.36	-25.21%
单位：亿元	交易性金融资产期末盈亏金额				可供出售金融资产期末盈亏金额				“交易性”和“可供出售”盈亏金额			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	0.50	na	na	na	-0.29	na	na	na	0.21	na	na	na
海通证券	2.59	na	na	na	0.13	na	na	na	2.72	na	na	na
长江证券	0.18	na	na	na	-2.08	na	na	na	-1.9	na	na	na
国元证券	0.18	na	na	na	0.17	na	na	na	0.35	na	na	na
东北证券	-0.52	na	na	na	0.20	na	na	na	-0.32	na	na	na
宏源证券	0.12	na	na	na	-4.00	na	na	na	-3.88	na	na	na
太平洋证券	-2.84	na	na	na	0.00	na	na	na	-2.84	na	na	na
国金证券	0.15	na	na	na	0.65	na	na	na	0.8	na	na	na
西南证券	-0.27	na	na	na	-0.04	na	na	na	-0.31	na	na	na
	交易性金融资产规模（亿元）				可供出售金融资产规模（亿元）				自营规模/净资产			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	60.05	43.22	58.93	36.35%	340.99	133.10	228.49	71.67%	72.62%	32.20%	50.37%	56.44%
海通证券	97.61	18.61	82.10	341.16%	11.26	17.11	15.14	-11.51%	28.38%	9.57%	24.46%	155.64%
长江证券	39.15	34.16	43.23	26.55%	2.16	10.42	1.38	-86.76%	89.74%	77.48%	91.13%	17.62%
国元证券	15.34	15.56	3.45	-77.83%	1.36	1.27	1.51	18.90%	35.37%	37.23%	10.19%	-72.63%
东北证券	1.15	5.17	5.43	5.03%	0.30	1.00	0.50	-50.00%	6.40%	27.31%	23.85%	-12.68%
宏源证券	20.87	5.85	20.30	247.01%	5.35	9.43	8.79	-6.79%	52.66%	26.61%	52.52%	97.37%
太平洋证券	3.82	8.91	1.76	-80.25%	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	27.68%	50.20%	11.80%	-76.49%
国金证券	14.24	0.71	5.40	660.56%	0.92	13.82	0.52	-96.24%	70.02%	54.12%	26.67%	-50.72%
西南证券	3.17	na	6.09	#VALUE!	4.74	na	2.89	#VALUE!	23.85%	na	24.77%	#VALUE!
	交易性金融资产结构				可供出售金融资产结构				其它占比			
	股票占比				债券占比				其它占比			
	08	08Q1	09Q1	增减	08	08Q1	09Q1	增减	08	08Q1	09Q1	增减
中信证券	1.55%	na	na	na	89.36%	na	na	na	9.09%	na	na	na
海通证券	0.02%	na	na	na	80.35%	na	na	na	19.63%	na	na	na
长江证券	1.00%	na	na	na	94.36%	na	na	na	4.65%	na	na	na
国元证券	0.72%	na	na	na	19.30%	na	na	na	79.99%	na	na	na
东北证券	100.00%	na	na	na	0.00%	na	na	na	0.00%	na	na	na
宏源证券	2.87%	na	na	na	79.11%	na	na	na	18.02%	na	na	na
太平洋证券	60.47%	na	na	na	13.09%	na	na	na	26.44%	na	na	na
国金证券	0.07%	na	na	na	98.24%	na	na	na	1.69%	na	na	na
西南证券	63.72%	na	na	na	11.99%	na	na	na	24.29%	na	na	na
	可供出售金融资产结构				其它占比				其它占比			
	股票占比				债券占比				其它占比			
	08	08Q1	09Q1	增减	08	08Q1	09Q1	增减	08	08Q1	09Q1	增减
中信证券	8.12%	na	na	na	89.47%	na	na	na	2.40%	na	na	na
海通证券	85.35%	na	na	na	0.00%	na	na	na	14.65%	na	na	na
长江证券	75.46%	na	na	na	0.00%	na	na	na	24.54%	na	na	na
国元证券	8.09%	na	na	na	0.00%	na	na	na	91.91%	na	na	na
东北证券	93.33%	na	na	na	0.00%	na	na	na	6.67%	na	na	na
宏源证券	92.71%	na	na	na	0.93%	na	na	na	6.36%	na	na	na
太平洋证券	0.00%	na	na	na	0.00%	na	na	na	0.00%	na	na	na
国金证券	100.00%	na	na	na	0.00%	na	na	na	0.00%	na	na	na
西南证券	36.08%	na	na	na	63.29%	na	na	na	0.63%	na	na	na

来源：公司数据、Wind、国金证券研究所

投行业务

- **上市券商 1 季度投行业绩同比降 7 成。**9 家上市券商 09 年 1 季度的投行业务收入为 1.93 亿元，同比大幅下滑 71.95%。就具体券商而言，中信证券由于去年 1 季度基数较高，无论是下滑的绝对金额和幅度在上市券商中均较为突出。
- **09 年 1 季度权益融资额同比大幅萎缩，核心债券融资额同比仅有小幅下滑。**由于 IPO 仍未开闸，市场的权益融资额仍然维持在较低的水平。09 年 1 季度权益（IPO、增发和配股）融资总额仅为 335.42 亿元，同比大幅下滑 78.6%。今年权益融资额的回升将有赖于 IPO 的重新启动。然而，在权益融资萎靡的同时，债券融资则基本维持了去年的水平，1 季度的核心债券类的融资总额为 652.3 亿元，同比仅下滑了 4.84%。受益于管理层大力发展债券市场的政策导向，今年的债券融资有望迎来一个繁荣期。债券承销业务仍然是券商今年投行业务的一个重点。
- **债券承销市场渐受重视，市场竞争日趋激烈。**随着权益承销市场的萎靡，债券承销市场的战略价值日益受到重视。在 08 年，中信证券以敏锐的市场嗅觉最先受益于债券承销的繁荣。进入 09 年，更多的券商开始逐渐把投行的业务重点转向债券承销，从而使得市场的竞争程度日趋激烈，中信证券的市场份额受到严峻的挑战，同比出现了较大幅度的滑坡。我们认为对于中信证券而言，今年的投行业务显得相对艰难，不仅大项目的权益承销优势受到遏制，而且债券承销市场又遭受同行的瓜分。展望未来，加大在中期票据和短期融资券这两个进入壁垒较高的子市场的开拓力度可能成为公司今年投行业务的突破口之一。

图表6：上市券商 08 年和 09 年 1 季度投行业务表现

权益类融资金额（亿元）					权益类融资结构				
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	
IPO	1,040.06	549.84	-	-100.00%	29.57%	35.07%	0.00%	-100.00%	
增发	2,325.06	948.96	335.42	-64.65%	66.12%	60.54%	100.00%	65.19%	
配股	151.57	68.82	-	-100.00%	4.31%	4.39%	0.00%	-100.00%	
合计	3,516.69	1,567.62	335.42	-78.60%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%	
核心债券类融资金额（亿元）					核心债券类融资结构				
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	
可转债	710.05	400.60	0.00	-100.00%	20.50%	58.44%	0.00%	-100.00%	
企业债	2,331.90	219.90	445.30	102.50%	67.34%	32.08%	68.27%	112.81%	
公司债	421.00	65.00	207.00	218.46%	12.16%	9.48%	31.73%	234.67%	
合计	3,462.95	685.50	652.30	-4.84%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%	
权益类承销市场份额					核心债券类承销市场份额				
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	
中信证券	13.33%	17.00%	0.00%	-100.00%	23.29%	22.47%	4.52%	-79.88%	
海通证券	1.13%	0.00%	1.28%	#DIV/0!	0.35%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	
长江证券	1.34%	1.58%	0.00%	-100.00%	1.30%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	
国元证券	0.14%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	0.00%	0.00%	4.22%	#DIV/0!	
东北证券	2.23%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	0.00%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	
宏源证券	0.65%	0.38%	0.00%	-100.00%	0.55%	0.00%	2.30%	#DIV/0!	
太平洋证券	0.21%	0.47%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	
国金证券	1.20%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	0.00%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	
西南证券	0.29%	0.00%	2.66%	#DIV/0!	0.84%	0.00%	0.00%	#DIV/0!	
合计	20.52%	19.44%	3.94%	-79.73%	26.33%	22.47%	11.04%	-50.86%	
权益类承销规模（亿元）					核心债券类承销规模（亿元）				
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速	
中信证券	468.77	266.55	0.00	-100.00%	806.52	154.00	29.48	-80.85%	
海通证券	39.74	0.00	4.29	#DIV/0!	12.12	0.00	0.00	#DIV/0!	
长江证券	47.12	24.76	0.00	-100.00%	45.02	0.00	0.00	#DIV/0!	
国元证券	4.92	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	0.00	27.53	#DIV/0!	
东北证券	78.42	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	
宏源证券	22.86	6.01	0.00	-100.00%	19.05	0.00	15.00	#DIV/0!	
太平洋证券	7.39	7.42	0.00	-100.00%	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	
国金证券	42.20	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	
西南证券	10.20	0.00	8.92	#DIV/0!	29.09	0.00	0.00	#DIV/0!	
合计	721.62	304.74	13.22	-95.66%	911.79	154.00	72.01	-53.24%	
承销收入（亿元）									
	08	08Q1	09Q1	同比增速					
中信证券	17.83	6.04	1.18	-80.46%					
海通证券	1.68	0.23	0.07	-69.57%					
长江证券	0.73	0.25	0.03	-88.00%					
国元证券	0.25	0.00	0.21	#DIV/0!					
东北证券	0.82	0.10	0.00	-100.00%					
宏源证券	0.88	0.11	0.12	9.09%					
太平洋证券	0.18	0.16	0.03	-81.25%					
国金证券	1.22	0.00	0.02	#DIV/0!					
西南证券	0.41	-0.01	0.27	-2800.00%					
合计	24.00	6.88	1.93	-71.95%					

来源：公司数据、Wind、国金证券研究所

资产管理业务

- 在经历了 08 年的逆势增长以后，资管业务在 09 年 1 季度同比开始出现下滑。09 年 1 季度，9 家上市券商的资产管理业务收入（含基金管理）为 7.3 亿元，同比下滑了 36.74%，在经历了 08 年的逆势增长后开始出现同比下滑。
- 基金市场存续规模同比下降 22.92%。截至 09 年 1 季度末，基金市场的存续规模为 2.04 万亿元，同比下滑 22.92%。09 年 1 季度的基金市场平均规模为 1.99 万亿元，同比大幅下滑 35.03%。
- 券商集合理财稳步发展，业绩贡献暂时有限。年初以来，券商的集合资产管理计划发行较为密集，但是相对于基金管理业务而言，规模相对较小，盈利贡献也比较有限。

图表7：上市券商 08 年和 09 年 1 季度资产管理业务表现

	当期期末集合资产管理存续规模(亿元)				当期资产管理业务收入(亿元)			
	08	08Q1	09Q1	同比增速	08	08Q1	09Q1	同比增速
中信证券	35.86	116.92	88.60	-24.22%	29.78	9.47	6.13	-35.27%
海通证券	10.86	14.97	10.51	-29.79%	5.36	1.89	1.06	-43.92%
长江证券	8.90	0.00	8.90	#DIV/0!	0.10	0.00	0.12	#DIV/0!
国元证券	17.20	13.32	11.80	-11.41%	0.26	0.18	-0.01	-105.56%
东北证券	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
宏源证券	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
太平洋证券	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
国金证券	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
西南证券	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00%
合计	72.82	145.21	119.81	-17.49%	35.50	11.54	7.30	-36.74%

注：中信证券和海通证券的资产管理业务收入包括基金管理收入

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模(亿元)				基金公司市场份额			
			08	08Q1	09Q1	增长率	08	08Q1	09Q1	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	1,980.23	2,186.15	2,027.50	-7.26%	10.21%	8.41%	10.28%	1.87%
	中信基金	100.00%	0.00	127.03	0.00	-100.00%	0.00%	0.49%	0.00%	-0.49%
海通证券	海富通基金	51.00%	384.97	405.90	356.12	-12.26%	1.98%	1.56%	1.81%	0.25%
	富国基金	27.775%	402.78	625.55	467.66	-25.24%	2.08%	2.41%	2.37%	-0.04%
长江证券	长信基金	49.00%	233.64	283.43	213.41	-24.71%	1.20%	1.09%	1.08%	-0.01%
	诺德基金	30.00%	33.68	65.97	40.25	-38.99%	0.17%	0.25%	0.20%	-0.05%
国元证券	长盛基金	41.00%	273.22	366.78	268.00	-26.93%	1.41%	1.41%	1.36%	-0.05%
东北证券	东方基金	46.00%	74.20	101.16	84.36	-16.61%	0.38%	0.39%	0.43%	0.04%
	银华基金	21.00%	524.33	637.78	504.47	-20.90%	2.70%	2.45%	2.56%	0.11%
宏源证券										
太平洋证券										
国金证券	国金通用									
西南证券	银华基金	29.00%	524.33	637.78	504.47	-20.90%	2.70%	2.45%	2.56%	0.11%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	232.98	445.46	294.16	-33.97%	1.20%	1.71%	1.49%	-0.22%
广发证券	广发基金	48.33%	669.30	1,080.65	779.74	-27.85%	3.45%	4.16%	3.95%	-0.21%
	易方达基金	25.00%	876.33	1,432.19	967.20	-32.47%	4.52%	5.51%	4.90%	-0.61%
华泰证券	融通基金	20.00%	367.32	633.51	458.54	-27.62%	1.89%	2.44%	2.32%	-0.12%
	南方基金	45.00%	1,029.36	1,472.99	1,060.42	-28.01%	5.31%	5.67%	5.38%	-0.29%
	友邦华泰基金	49.00%	127.03	242.05	149.64	-38.18%	0.65%	0.93%	0.76%	-0.17%

来源：公司数据、Wind、国金证券研究所

上市券商的投资策略

- 从业绩弹性和趋势的角度，中小券商优于大券商。在上市券商 09 年的各项业务中，受益于较多的市场获利机会和较为充裕的流动性，经纪业务的业绩趋势最为积极和明朗，因此经纪业务占比较高的中小券商比大券商具有更大的业绩弹性。与此同时，在自营业务方面，由于大券商在自有资金的安全性和收益性之间更偏重前者，而且自营业务操作没有中小券商灵活，业绩基数又比中小券商高，因此在今年震荡的市场行情中，中小券商的自营业绩比大券商更有可能出现惊喜。
- 从估值安全和估值提升的角度，大券商估值的安全系数和提升空间大于中小券商。目前中信证券和海通证券股价对应的 09 年 PE 分别为 23.92 倍和 31.14 倍，对应 09 年的 PB 分别为 2.77 倍和 2.77 倍。估值水平在上市券商中具有较大的优势和安全性。
- 投资建议：基于广发证券良好的投资价值，我们建议配置吉林敖东和辽宁成大；在市场积极配合的情况下，我们建议配置业绩弹性大和进攻性较强的东北证券和长江证券；从估值安全和估值提升的角度，我们建议配置中信证券和海通证券。

图表8：重点上市券商的盈利预测和投资评级

国内券商估值水平（09年基于日均交易额1200亿的假设）

	评级	股价		EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
				08	09E	08	09E	08	09E	08	09E	08	09E
中信证券	买入	25.36	CNY	1.10	1.06	23.05	23.92	8.33	9.15	3.04	2.77	14.58	12.68
海通证券	持有	13.39	CNY	0.40	0.43	33.48	31.14	4.66	4.84	2.87	2.77	8.82	9.13
长江证券	买入	15.85	CNY	0.42	0.51	37.74	31.08	2.75	3.19	5.76	4.97	15.24	16.06
国元证券	持有	16.40	CNY	0.36	0.42	45.56	39.05	3.23	3.53	5.08	4.65	11.04	11.83
东北证券	买入	25.80	CNY	0.71	0.97	36.34	26.60	3.88	4.69	6.65	5.50	18.16	20.65
Average						35.23	30.36			4.68	4.13	13.57	14.07

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

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

行业投资评级的说明：

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

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

优化市盈率计算的说明：

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

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

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。