

证券行业分析师：杨艳艳

电话：(86571)87782607

电邮：yangyanyan1@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

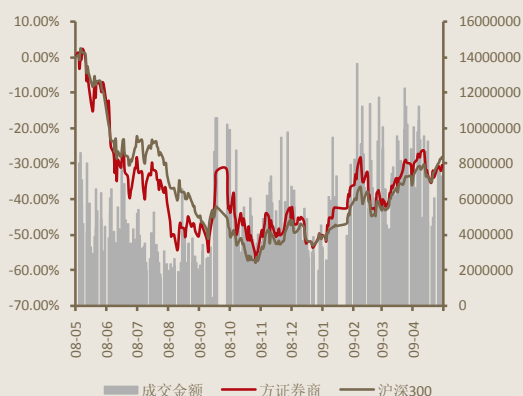
电话：(86571) 87782600

邮件：wujialei@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	9
总股本（亿股）	239.47
流通股（亿股）	128.10
净利润（亿元）	38.21
行业平均 PE	34.20
平均股价（元）	20.55

证券行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资要点

※交易量再创新高

股市持续回暖，4月日均股票交易额为2178亿元，再创2008年以来新高。我们假设2009年日均股票交易额提高为1300亿元。一季度佣金率水平同比出现了较大幅度的下滑，在经过一季度的大幅下滑后，可能温和下滑，但大幅下滑风险不大。

※自营业务主导业绩

作为证券市场景气回升最直接的受益者，2009年以来证券行业主要业务驱动指标取得超预期的提升，一季度行业业绩超越市场预期。我们认为，在股指保持上行趋势、流动性充裕的环境下，自营业务将成为证券公司2009年业绩的主导因素，证券公司业绩的差异将主要来自于自营业务是否能够取得超预期的收益。

※创业板提速在即

创业板7月份左右有望正式启动，中国建立多层次资本市场的战略目标将迎来实质性的进展。我们认为按对券商业绩的提升程度来排序，依次是直投业务、投行业务和经纪业务，不过在创业板推出初期，市场容量不会太大，实际反映到业绩里的收益有限。

※行业整体评级维持“增持”

创业板、融资融券、股指期货等创新业务的推出以及对宏观经济转暖提振资本市场的预期。证券行业的高贝塔值使得对证券公司的投资具备类似于放大投资杠杆的效果。可采用两种投资策略：1) 投资龙头，分享成长。2) 把握业绩弹性。

※上市公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价	EPS			PE		评级
		08A	09E	10E	09E	10E	
中信证券	25.57	1.10	0.94	1.12	27.20	22.83	增持
海通证券	13.05	0.40	0.40	0.47	32.63	27.77	增持
国金证券	38.45	1.51	0.90	1.09	42.72	35.28	中性
长江证券	15.91	0.42	0.43	0.51	37.00	31.20	中性
宏源证券	19.30	0.37	0.48	0.55	40.21	35.09	中性
东北证券	26.30	0.71	0.91	0.96	28.90	27.40	增持
国元证券	17.00	0.36	0.34	0.41	50.00	41.46	中性
西南证券	14.38	0.05	0.25	0.30	57.52	47.93	中性

数据来源：方正证券研究中心 股价截止为5月10日

1、上市证券公司业绩

证券公司 2008 年业绩已经披露完毕，上市证券公司 2009 年一季度业绩也已披露。

图表 1 上市证券公司业绩情况

公司名称	2008年EPS	与预期相比	2009年1QEPS	与预期相比
宏源证券	0.37	符合预期	0.22	高于预期
东北证券	0.71	符合预期	0.37	高于预期
国元证券	0.36	符合预期	0.09	低于预期
长江证券	0.42	符合预期	0.14	符合预期
中信证券	1.10	符合预期	0.23	低于预期
国金证券	1.51	符合预期	0.20	低于预期
西南证券	0.05	符合预期	0.12	高于预期
海通证券	0.40	符合预期	0.12	高于预期

资料来源：公司定期报告 方正证券研究中心

2、交易额再创新高

2009 年 4 月证券行业主要指标持续上扬。4 月上证指数从 2373.21 点上涨至 2477.57 点，月度涨幅为 4.4%。由于股市持续回暖，4 月日均股票交易额为 2178 亿元，再创 2008 年以来新高。新增开户数保持在 170.41 万户的高位。尽管主要指标均持续上扬，但是由于前期证券公司股价已经隐含较高的日均股票交易额，证券公司股价基本呈现振荡的趋势。

2009 年 4 月，股基权交易额再创 2008 年以来新高，为 5.05 万亿元，同比增长 40.91%，环比增长 12.89%。

股票交易额达 4.57 万亿元，同比增长 70.03%，环比增长 21.8%；日均股票交易额达 2178.10 亿元，比上月增长 471 亿元，同比增长 67.96%，环比增长 27.46%。同时，本月市价总值换手率达 27.02%。

基金交易额为 770.23 亿元，同比下降 17.6%，环比增长 9.9%；基金交易额占股票交易额的比例为 1.69%，比上月小幅下降了 0.18%。

权证交易额为 3492.38 亿元，同比下降 50.52%，环比下降 38.73%；权证交易额占股票交易额的比例为 8.62%，比上月下降了 8.51 个百分点。

新增开户数为 170.41 万户，同比上升 29.4%，环比上升 18.53%；累计帐户数为 15713.43 万户，同比上升 8.77%，环比上升 1.1%。

在投资者对股票市场后市存在较大分歧之时，会选择缩短持股时间，导致换手率上升。4 月日均股票交易额的再次放大充分体现了目前投资者对后市存在较大分歧，选择缩短持股周期的交易行为。我们假设 2009 年日均股票交易额提高为 1300 亿元。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 1300 亿元假设下的估值。如果三季度创业板能如期推出，对市场将产生较大的刺激作用，相对于 2008 年三季度日均 500-600 亿元的交易额会有明显的增长，因而我们认为券商板块将因为业绩增厚而具有投资机会。

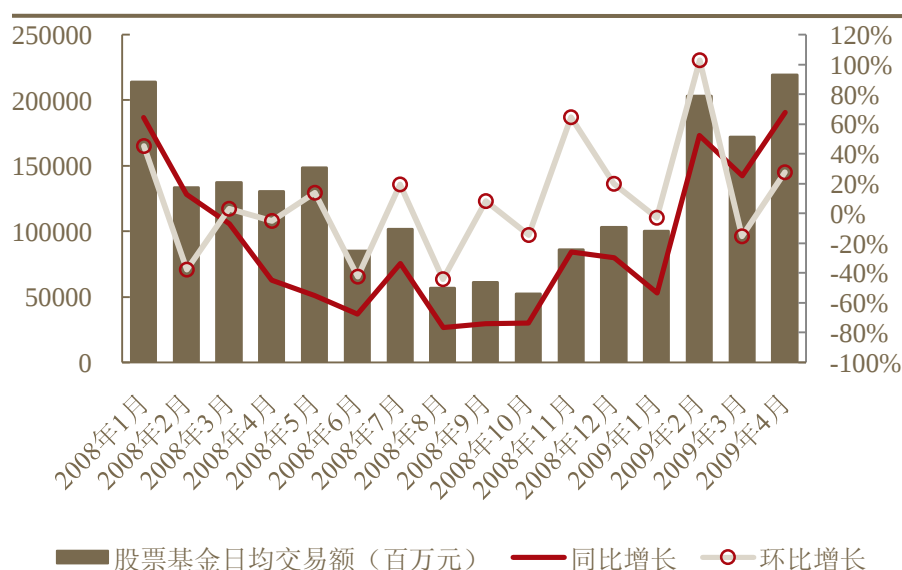
经纪业务手续费率可能温和下滑，但大幅下滑风险不大。2009 年一季度佣金率水平同比出现了较大幅度的下滑，在经过一季度的大幅下滑后，有望进入温和下行阶段。一季度平均净佣金率为 1.38%，较 2008 年平均水平骤降 14.5%，一季度激烈的佣金竞争，主要是中小券商主动性降佣金提升市场份额所致。基于去年底对 2009 年经营环境较谨慎的预期，中小券商在压力下率先“让利”降佣，采取了低价竞争拓展市场份额的做法。由于 09 年第 1 季度经纪业务远远高于预期，“低佣”环境下券商的盈利空间已经不大，证券公司降佣的动力有所减弱，采取的低价竞争策略可能面临一定调整。

图表 2 股票基金交易额统计

单位：亿元	交易天数 (天)	总成交额（亿元）		日均成交额（亿元）			日均股票交易 额同比增长
		股票	基金	股票	基金	股基	
2008-01	22	46530.45	647.90	2115.02	29.450	47178.35	64.32%
2008-02	16	21111.68	254.71	1319.48	15.919	21366.39	12.75%
2008-03	21	28532.42	344.83	1358.69	16.420	28877.25	-6.76%
2008-04	21	26901.40	543.33	1281.02	25.873	27444.74	-44.87%
2008-05	20	29466.87	284.24	1473.34	14.212	29751.11	-55.14%
2008-06	20	16862.64	172.84	843.13	8.642	17035.49	-67.65%
2008-07	23	23260.27	169.22	1011.32	7.357	23429.49	-33.45%
2008-08	21	11808.82	99.31	562.32	4.729	11908.13	-76.50%
2008-09	19	11541.69	123.19	607.46	6.484	11664.88	-73.81%
2008-10	20	10395.98	93.59	519.80	4.679	10489.57	-73.58%
2008-11	20	17112.30	148.30	855.61	7.415	17260.60	-25.91%
2008-12	23	23588.14	210.53	1025.57	9.153	23798.67	-29.84%
08年合计	246	267112.67	3091.98	1085.82	12.57	1098.39	-42.00%
2009-01	15	14916.77	121.63	994.45	8.108	15038.40	-53.25%
2009-02	20	40390.01	318.73	2019.50	15.937	40708.74	52.42%
2009-03	22	37554.76	332.09	1707.03	15.095	37886.85	25.24%
2009-04	21	45740.10	356.78	2178.10	16.990	46096.89	67.96%

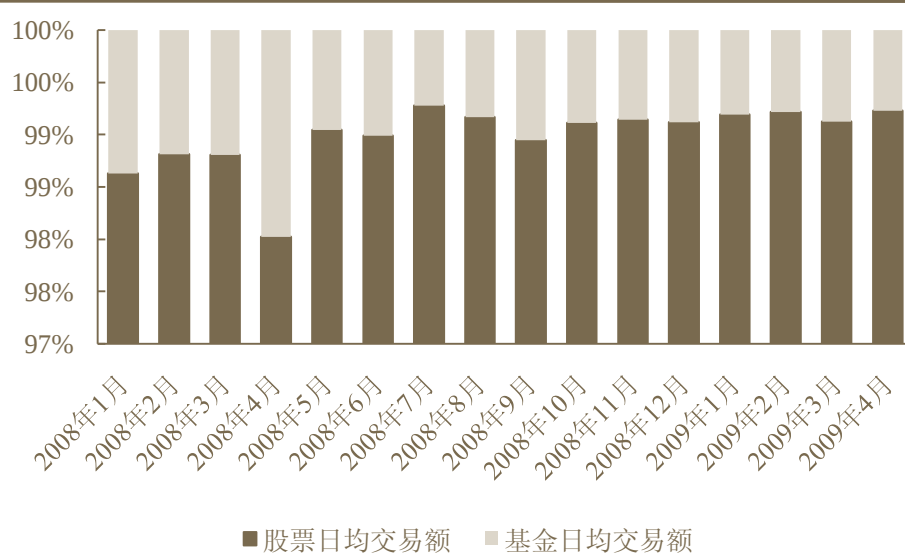
资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 3 股票基金日均交易额



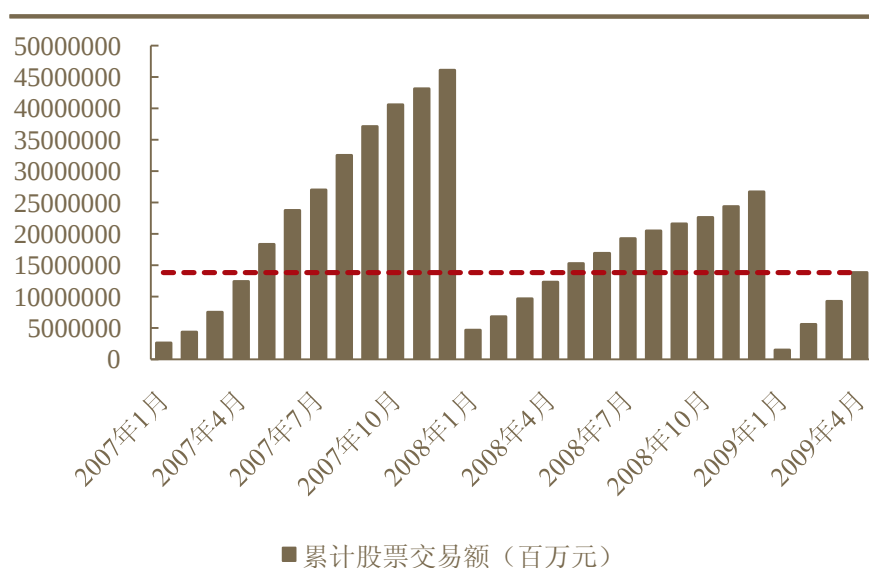
资料来源: CEIC 方正证券研究中心

图表 4 股票基金交易结构



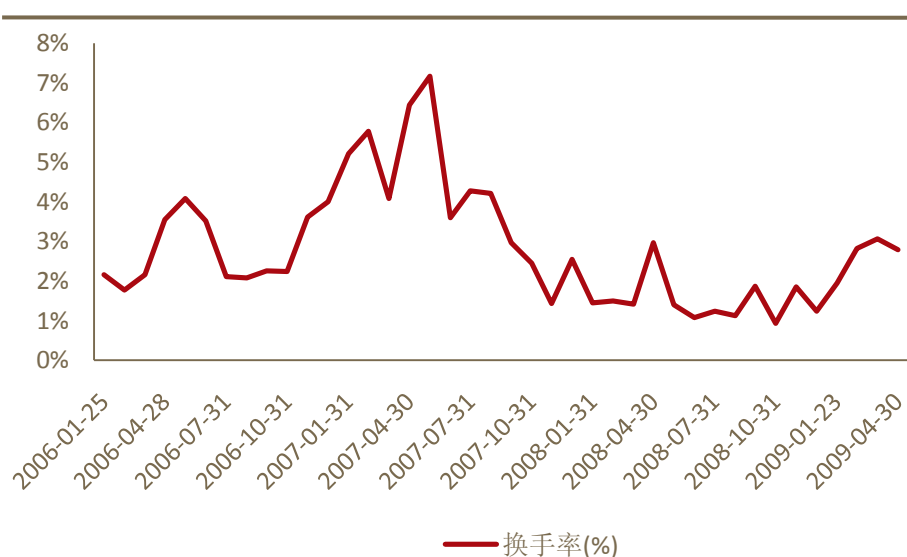
资料来源: CEIC 方正证券研究中心

图表 5 累计股票交易额



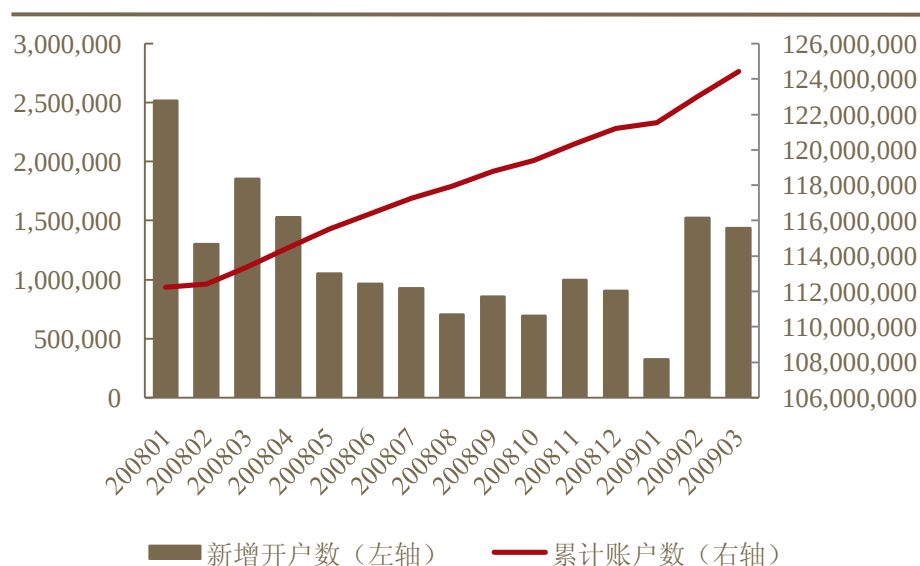
资料来源: CEIC 方正证券研究中心

图表 6 换手率上升



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 7 投资者开户数居高位

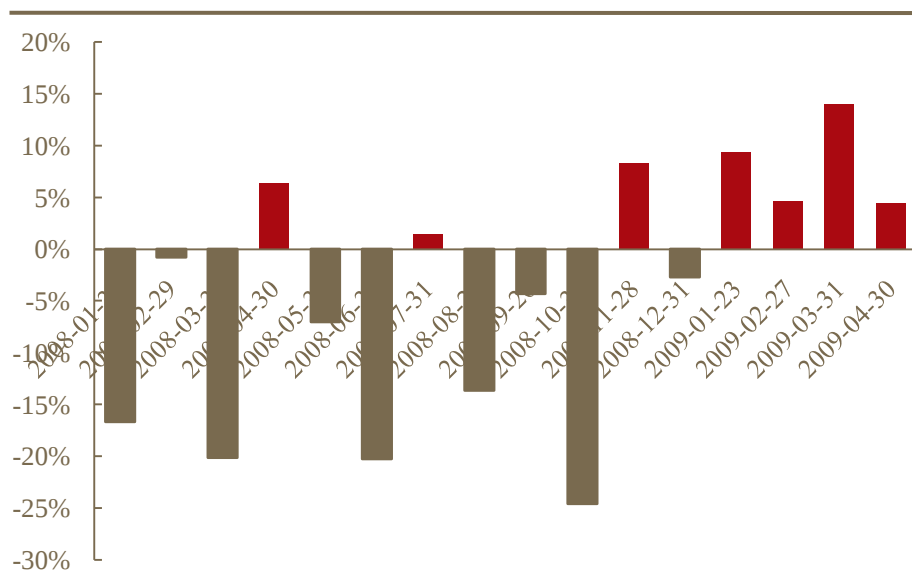


资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

2、自营业务主导全年业绩

2009 年 4 月股票市场上涨了 4.4%，2009 年以来累计涨幅为 36.07%，这客观上为证券公司自营业务中的股票投资获得较好收益提供了充分条件。但是由于各家上市证券公司的股票投资规模、投资策略和投资时点的把握不尽相同，对自营业务的影响也并不一致。

图表 8 股票市场涨跌幅



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

自营业务将成为证券公司 2009 年业绩的主导因素。2009 年证券公司业绩的差异将主要来自于自营业务是否能够取得超预期的收益。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。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。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。

3、债券发行重拾升势

2009 年 4 月 A 股市场仍然没有 IPO 融资项目和配股项目，从监管层的态度来看，市场 IPO 重启将在新股发行制度改革推出之后，短期市场仍没有重新启动迹象。

4 月 IPO 仍处于暂停状态。完成 6 单定向增发项目，定向增发募集资金合计 66.4 亿元，同比增长 2.6 倍，平均发行费率为 2.06%。

图表 9 2009 年 4 月券商承销统计

名称	募集资金合计(亿元)	发行费用(百万元)	主承销商	增发公告日
锦州港	19.11	29.68	国泰君安	20090401
银泰股份	7.89	18.5	国海证券	20090411
云南城投	20.00	25.1	西南证券	20090414
新疆城建	4.27	15.58	金元证券	20090421
TCL集团	9.05	28.61	中信证券	20090424
青岛软控	6.08	19.21	西南证券	20090504
合计	66.4	136.68		

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

企业债发行火热。4 月共发行企业债 35 家，募集资金 563 亿元，发行额同比增长 3.44 倍，环比增长 37.3%。；发行中期票据 26 家，募集资金 1125 亿元，其中中信证券参与 3 家，发行金额 14.5 亿元。目前可以承销中期票据的只有中信证券和中金公司，两者合计占据了 2009 年前三月券商总承销金额的 48%。

图表 10 1-4 月企业债承销排名

排名	承销商	发行家数	承销额（亿元）	份额
1	中信证券	8.5	239.8	18.31%
2	华林证券	8.5	156	11.91%
3	中投证券	7	96	7.33%
4	国泰君安	5.5	74	5.65%
5	银河证券	5	68	5.19%
6	国信证券	3	42	3.21%
7	德邦证券	1.5	41.5	3.17%
8	安信证券	2	40	3.05%
9	中金公司	2.5	40	3.05%
10	平安证券	4	40	3.05%
11	瑞银证券	2	39	2.98%
12	国开行	2	38	2.90%
13	瑞信方正	3	31	2.37%
14	华泰证券	4	30.3	2.31%
15	财富证券	1	30	2.29%
16	西部证券	2	30	2.29%
17	中银国际	1.5	30	2.29%
18	恒泰证券	2	26	1.99%
19	国元证券	2.5	25	1.91%
20	南京证券	1	24	1.83%
24	宏源证券	1	15	1.15%
26	长江证券	1	10	0.76%

资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

3、券商理财产品持续发行

2009 年 4 月有 3 只新的集合理财产品成立，分别为银河金星 1 号、创业 1 号安心回报和东方红 4 号，成立规模分别为 16.4 亿元、10.1 亿元和 6.3 亿，合计募集资金 32.84 亿元，管理人分别为银河证券、第一创业证券和东方证券，还有华泰证券及安信证券两支产品进入推广期。2009 年 1-4 月合计募集资金 153.79 亿元。

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。随着股票市场的逐步回暖，权益型产品的吸引力已经开始显现，目前券商资产管理部门已开始积极准备权益类集合理财产品的发行，预计权益类集合理财产品将成为券商做大资产管理规模的主要推动力。另外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。随着股票市场的大幅反弹，投

投资者购买理财产品的热情将继续恢复，2009 年资产管理业务规模有望出现回升。

图表 11 2009 年 4 月进入推广期的券商集合理财产品

名称	管理人	投资类型	推广起始日	存续期 (年)	管理费率 (%)
大通星海 1 号	大通证券	混合型	20090508	5	1
安信理财 1 号	安信证券	债券型	20090407	8	0.7
紫金优债精选	华泰证券	债券型	20090401	8	0.8

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 12 2009 年 4 月券商集合理财产品成立发行情况

名称	管理人	投资类型	成立日期	到期日	存续期 (年)	管理费率 (%)	募集规模 (亿元)
中信稳健收益	中信证券	债券型	20090508	20170507	8	1	23.2778
中信优选成长	中信证券	股票型	20090508	20170507	8	1.5	4.3102
中信积极配置	中信证券	混合型	20090508	20170507	8	1.5	9.4261
东方红 4 号	东方证券	混合型	20090421	20160420	7	0	6.2984
创业 1 号安心回报	第一创业证券	债券型	20090417	20120416	3	0.7	10.1190
银河金星 1 号	中国银河证券	股票型	20090209	20090408	5	0.8	16.4195

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 13 2009 年一季度末集合理财规模

排名	券商	集合理财规模(亿元)	市场份额
1	中信证券	88.60	17.32%
2	国泰君安	67.61	13.22%
3	光大证券	63.75	12.46%
4	招商证券	53.41	10.44%
5	华泰证券	52.51	10.27%
6	国信证券	33.88	6.62%
7	广发证券	31.22	6.10%
8	东方证券	29.73	5.81%
9	中金公司	19.91	3.89%
10	兴业证券	18.78	3.66%
11	国元证券	11.83	2.31%
12	海通证券	10.79	2.11%
13	长江证券	10.59	2.07%
14	申银万国	8.54	1.67%
15	南京证券	6.58	1.29%
16	东海证券	6.56	1.28%
17	国都证券	4.47	0.87%
18	中投证券	4.47	0.87%

19	平安证券	3.94	0.77%
20	中银国际	2.66	0.52%

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

4、创业板提速在即

证监会 3 月 31 日发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，将从 2009 年 5 月 1 日起执行，深交所于 2009 年 5 月 8 日发布《创业板股票上市规则（征求意见稿）》。7 月份左右有望正式启动，中国建立多层次资本市场的战略目标将迎来实质性的进展。

创业板的建立对于扩展中小企业融资途径、完善风险投资退出机制、促进市场制度建设等具有重要意义。而对于证券公司来说，创业板的建立将对经纪、承销和直投业务带来直接的利好：1.直投项目的最主要退出机制成形，较早获得直投业务资格的券商在直投领域将进入收获期；2.中小企业上市渠道的建立带来券商承销业务的市场蛋糕的做大；3.创业板的推出意味着 IPO 破冰，市场交易量的上升提升经纪业务收入；我们认为按对券商业绩的提升程度来排序，依次是直投业务、投行业务和经纪业务，不过在创业板推出初期，市场容量不会太大，实际反映到业绩里的收益有限。未来 5 年内创业板市场带来的经纪业务和投资银行业务增量收入贡献将在 8%以内，尽管对证券公司业绩提升有巨大影响的直接投资业务带有较大不确定性，但较早获得相关业务资格的证券公司将拥有先发优势。其中，中信证券、海通证券和广发证券（辽宁成大、吉林敖东）已有直接投资公司。

图表 14 已经获得直投业务资格的公司

公司名称	获批时间	子公司名称	业务资金额度 (亿元)	2008年净资本 (亿元)	占净资本比例 (%)
中信证券	2007.09	金石投资有限公司	30	387.79	7.74%
中金公司	2007.09	中金佳成投资有限公司	6	59.55	10.08%
广发证券	2008.01	广发信德投资管理有限公司	5	78.15	6.40%
国信证券	2008.06	国信弘盛投资有限公司	10	73.10	13.68%
华泰证券	2008.07	华泰紫金投资有限责任公司	2	53.90	3.71%
海通证券	2008.07	不详	10	37.70	26.53%
国泰君安	2008.08	不详	5	125.24	3.99%
光大证券	2008.08	光大资本投资有限公司	不详	82.13	--
中银国际	2008.09	中银国际投资有限责任公司	3	27.74	10.81%
平安证券	2008.09	平安财智投资管理有限公司	3	29.42	10.20%
申银万国	2008.11	国荣投资有限公司	5	84.80	5.90%

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

5、投资策略

我们认为，证券行业的投资逻辑在于：由于证券公司盈利高度依赖于证券市场波动，业绩波动周期也往往与估值水平的波动周期相互重合，高贝塔值使得对证券公司的投资具备类似于放大投资杠杆的效果。投资者在市场波动周期中的上升阶段加大对证券行业配置，将有望获得业绩与估值水平双重提升带来的超额回报。而基于目前市场状况，尽管主要指标均持续上扬，但是在今年指数上涨的过程中，证券公司股价基本呈现振荡的趋势，高贝塔特征并未显现。

我们认为证券行业投资机会的把握可基于投资者的风险偏好及预期而采取以下两种思路：

策略一：投资龙头，分享成长。我们认为看好资本市场及证券行业长期发展空间的投资者可以通过投资于龙头券商分享其广阔的成长空间。综合治理后的证券业竞争格局正逐渐由分散走向集中，净资本监管体系及分类监管等政策的实施也表明了管理层扶优限劣的监管思路，龙头公司将能够在未来发展中获得更多政策支持。而创新业务的开展将进一步加剧行业分化进程，由于创新业务只能经过资格审批和方案审批才能合法推进，大多数的利润空间只能由资金实力雄厚、风险管理能力强的优质券商独断享有，我们认为未来创新业务的利润将进一步向具有融资渠道、创新能力和良好风险管理能力的券商集中。因此龙头券商将更有可能把握资本市场改革发展过程中不断涌现的业务机会，获取更为广阔的成长空间。上市券商中，中信证券与海通证券在资金实力与获取新业务资格方面较中小券商均存在优势。中信证券经纪业务规模具备一定的规模效应，业务结构更为全面，各项业务领先优势也更为明显，从行业规模扩张和结构优化中长期受益的领先券商。海通证券受益于上海国际金融中心的建设，也具备交易性机会。

策略二：把握业绩弹性。选择业绩对市场成交金额及指数涨幅更为敏感的证券公司作为投资标的。我们认为经纪业务占营业收入比重较大、交易性金融资产占比高、权益类投资比重大以及受浮盈等一次性因素影响小的证券公司将具备更高的业绩弹性。从收入结构来看，经纪业务占营业收入比重较高的公司分别为东北证券、宏源证券及国元证券，均达到 75%以上，东北证券的佣金率一直维持在较高水平。如果创业板能如期推出，对市场将产生较大的刺激作用，相对于 2008 年三季度日均 500-600 亿元的交易额会有明显的增长，上述三家券商 EPS 提升幅度最大，其业绩对日均交易量具备较高弹性。

从估值角度来看，国际主要投行的 PE 大致在 12-15 倍，PB 则为 2 倍左右，我国券商估值明显高于国际水平，同时也高于国内其他金融行业估值，这在一定程度上也反映了市场对融资融券、股指期货、创业板等创新业务的预期以及对宏观经济转暖提振资本市场的预期，给予证券行业增持的投资评级。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”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“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

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使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410005）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）
电话：	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真：	(86731)5832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com