

邓淑斌

021-50588666-8021

dengsb@ccnew.com

2009年5月25日

## 实力和弹性，孰轻孰重

### ——证券行业 2009 年下半年投资策略

## 行业分析

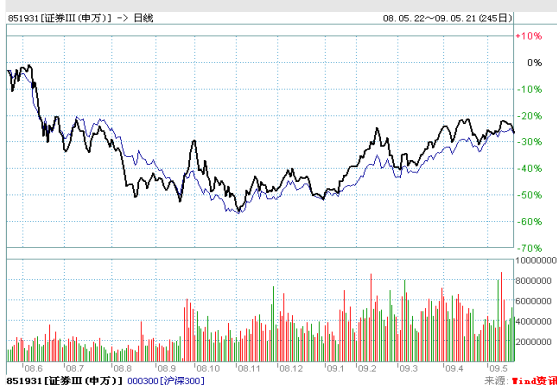
## 强于大市（调高）

### 盈利预测和投资评级

| 股票简称 | 09Q1EPS | 09EPS | 09PE  | 评级 |
|------|---------|-------|-------|----|
| 中信证券 | 1.10    | 1.10  | 22.55 | 增持 |
| 海通证券 | 0.40    | 0.40  | 35.83 | 增持 |
| 长江证券 | 0.42    | 0.44  | 37.59 | 观望 |
| 国元证券 | 0.36    | 0.35  | 49.09 | 观望 |
| 国金证券 | 1.51    | 0.80  | 46.91 | 观望 |
| 宏源证券 | 0.37    | 0.55  | 35.09 | 观望 |
| 东北证券 | 0.71    | 0.90  | 30.13 | 增持 |

注：股价为 09 年 5 月 25 日收盘价

### 证券业近一年相对沪深 300 指数表现



### 相关研究

《证券行业月度报告》(2009 年 1-4 月)

联系人：马敬琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

### 关键要素：

纵向比较，券商板块当前的估值水平基本适中；全年较为确定的业绩增长，对投资券商板块提供一定的安全边际；结合该板块上半年表现较弱但在下半年存在潜在催化剂的这一特征，我们给予证券行业“强于大市”的投资评级。

### 投资要点：

● **量变中不乏质变的行业现状。**“市场行情决定经纪、自营收益，政策决定承销发展机遇”的行业生存潜规则依旧，证券业的“完美蜕变”尚需时日；“自营业务的规模控制，创新业务的加速发展，成本管理能力的重视和提高”，当属量变中蕴含的质变，反映了新生后的证券业及证券公司正在不断反思中突围单一盈利模式。

● **最坏时刻已过的 A 股市场将回归盈利。**经济回暖趋势中，A 股市场的最坏时刻可谓是渐行渐远，短期内上证综指在 2600 点上方面临较大的下调压力，下半年“宽幅振荡”的运行格局中或将呈现急跌慢涨、热点不断切换中回归盈利的特征。

● **盈利预测。**交易额仍将是决定证券业业绩走向的关键，经纪业务的佣金费率仍存在进一步下滑的动力，全年降幅将在 20—25% 左右；得益于超预期的交易状况，预计 2009 年全行业实现净利润较之 2008 年的 482 亿元将有 10%-15% 左右的增加。

● **投资评级和策略。**券商板块当前的估值水平基本适中；全年较为确定的业绩增长，对投资券商板块提供一定的安全边际，下半年创业板推出将直接利好券商，我们给予证券行业“强于大市”的投资评级；提出兼顾长期和短期的投资策略：长期比综合实力、短期比业绩弹性；重点关注中信证券、海通证券、东北证券。

● **行业风险。**下半年的市场将以经济复苏为主线，如果宏观经济的复苏低于预期甚至再度恶化，则市场面临较大的下跌风险，这将对证券业及证券公司的经营状况带来较大冲击。

## 正文目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 正文目录 .....                               | 2  |
| 1. 回顾：证券业重获新生后的首个冬季 .....                | 3  |
| 1.1 抗风险能力和成本管理能力有所提升 .....               | 3  |
| 1.2 经纪业务：市场成交放大促使价值量回升，降佣潮中大券商受伤颇深 ..... | 4  |
| 1.3 承销业务：IPO暂停的背景下，业务难言起色 .....          | 6  |
| 1.4 自营业务：最坏时刻已过，规模变化显现券商不同投资风格 .....     | 7  |
| 1.5 集合理财业务：发展速度加快，规范类券商开始涉足 .....        | 8  |
| 1.6 本部分小结 .....                          | 9  |
| 2. 展望：冬去春来否 .....                        | 9  |
| 2.1 A股市场：调整中重心上移、交易活跃，最坏时刻渐行渐远 .....     | 10 |
| 2.2 业内重要事件的进程及影响 .....                   | 12 |
| 2.3 本部分小结 .....                          | 12 |
| 3. 策略：长期比实力，短期比业绩弹性 .....                | 13 |
| 3.1 证券行业评级：强于大市 .....                    | 13 |
| 3.2 投资建议 .....                           | 15 |
| 4. 重点公司限售股解禁情况 .....                     | 16 |
| 5. 行业风险提示 .....                          | 16 |

## 1. 回顾：证券业重获新生后的首个冬季

忽视历史的行业，随时会迷失方向，丢掉自己的历史方位。回首中国证券业 22 年来的发展历程，发端于 2002 年 8 月、全面铺开于 2004 年、完美收官于 2007 年的行业综合治理整顿，无疑是一段值得浓墨重彩描绘的历史。期间，多家证券公司由于资不抵债而遭遇财务危机，由此也引发了全行业陷入到“资产负债表型”的衰退阶段。所幸，在多方努力下证券业重获新生，这一轮行业治理结束的 2007 年，全行业资产规模已是 2003 年的 3.5 倍。

然而，在美国次债危机集中爆发、华尔街大投行频频告危的冲击下，正处于调整周期的 A 股市场即以上证指数首月下跌 16.69% 的姿态拉开了 2008 年的序幕，“祸不单行”的是国内南方雪灾、汶川大地震相继发生，A 股市场继续一路狂跌，身处其中的证券业不免受到首当其冲的打击，上半年全行业盈利降幅超过 50%，新生后的证券业面临严峻考验。面对 A 股市场跌不见底的态势，在 2008 年下半年以来，“证券业冬天已经来临”、“证券公司如何过冬”等话题成为了证券业界的最大焦点。

正如海水的潮起潮落，2009 年伊始，A 股市场以首个交易日开门红迎接牛年的到来，随后展开了一轮力度不小甚至可以说是超出市场预期的反弹行情，证券业及证券公司自然是市场回暖的赢家之一，上市证券公司 2009 年 1 季报所反映的盈利回升即是佐证（参见图 1）。量变固然是我们期待的，但我们更关心的是，踏上新征程后的证券业及证券公司，“量变”中伴随何种“质变”，在这个冬季能否走的更稳、更快？这正是本部分的分析重点。

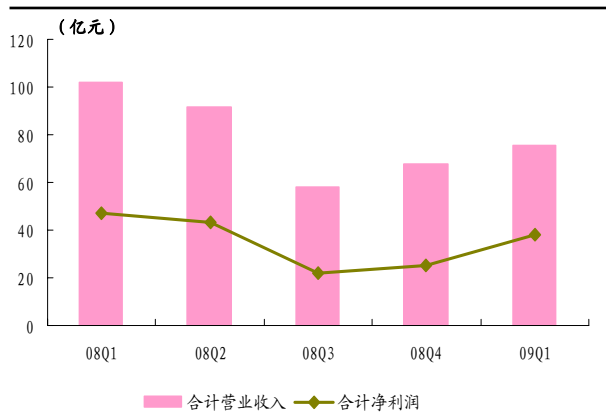
### 1.1 抗风险能力和成本管理能力的提升

2008 年 A 股市场的单边大幅下跌，直接导致了证券公司的业绩随之快速下滑，但是，相比 2002-2005 年的“熊市”而言，证券公司的抗风险能力明显提升。2008 年，全行业 106 家证券公司中累计实现净利润 482 亿元，较之 2007 年同期减少 63.11%，但全行业净资本降幅仅为 3.02%，净资产较之 2007 年还有 4.10% 的小幅增长；此外，盈利证券公司数量达 95 家，全行业盈利覆盖面为 89.60%。反观上一轮熊市，2004 年、2005 年上证综指分别下跌 15.4%、8.33%，但全行业出现亏损，亏损金额分别达 16 亿元、110 亿元。（参见图 2）

成本管理能力的提升是任何一个企业在发展壮大过程中的一个永恒话题。考虑到证券公司自营投资业务具有收益波动大、难以真实体现证券公司成本管理能力的特殊性，我们借鉴中国证监会日前公布的《证券公司分类监管暂行规定（征求意见稿）》，以（营业收入-投资收益-公允价值变动收益）/ 营业支出这一指标来衡量证券公司的成本管理能力的提升。表 1 数据显示，2008 年 A 股市场的剧烈振荡和大幅下跌，使得证券公司营业收入大幅减少的同时、固定支出无法控制，从而导致证券公司的成本管理能力的提升。表 1 数据显示，2008 年 A 股市场的剧烈振荡和大幅下跌，使得证券公司营业收入大幅减少的同时、固定支出无法控制，从而导致证券公司的成本管理能力的提升。其中：行业整体的降幅为 15%，8 家上市证券公司（未考虑西南证券）的整体降幅为 5.95%。但若与 2006 年及以前相比较，则证券公司的成本管理能力的提升。而 8 家上市证

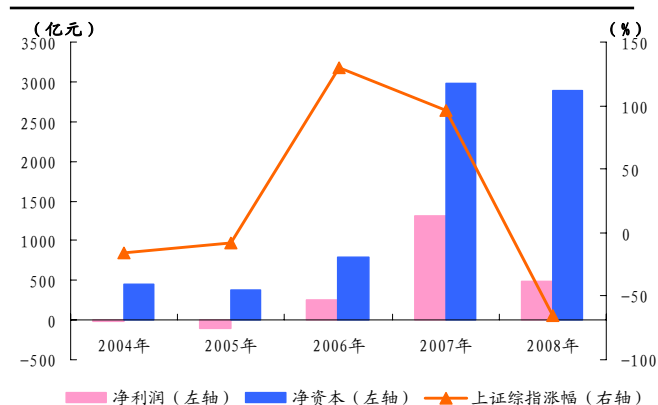
券公司披露的 2009 年 1 季度报表显示, 2009 年以来, 证券公司进一步加大了成本管理的力度, 2009 年 1 季度的成本管理较之去年年底和去年同期均有明显提升。

图 1 8 家上市证券公司的季度合计盈利概况



资料来源: 中原证券研究所, Wind 资讯

图 2 证券业净利润和净资本



资料来源: 中原证券研究所, 中国证券业协会

表 1: 证券公司成本管理能力 (整体法计算)

|      | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2008Q1 | 2009 Q1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 全行业  | 0.73   | 1.38   | 2.06   | 1.75   | --     | --      |
| 上市公司 | --     | 1.29   | 1.85   | 1.74   | 2.24   | 2.56    |

注 1: 成本管理能力 = (营业收入 - 投资收益 - 公允价值变动收益) / 营业支出

注 2: 考虑到数据的可比性, 上市证券公司中未考虑到西南证券

资料来源: 中国证券业协会, 上市公司定期财务报表

## 1.2 经纪业务: 市场成交放大促使价值量回升, 降佣潮中大券商受伤颇深

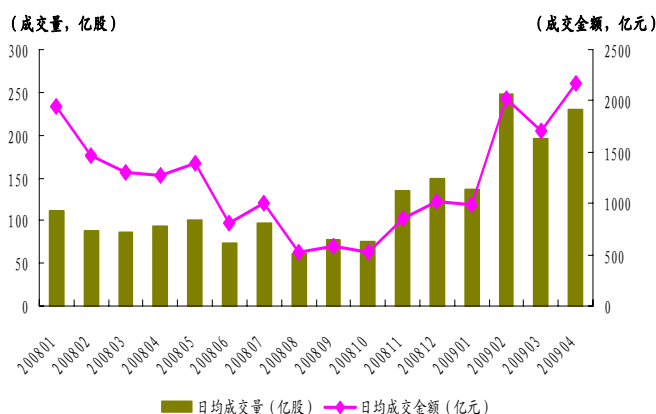
超预期的市场成交促使经纪业务价值量开始回升。在去年年底的《证券行业 2009 年投资策略》中, 我们曾预计, 2009 年的证券经纪业务将呈现日均成交金额小幅下降、市场集中度上升、佣金费率趋于下降且全年降幅约为 10% 的特征。但是, 2009 年以来在政策的大力呵护下, A 股市场掀起了一轮超出市场预期的反弹, 截至 2009 年 5 月 15 日, 上证综指连续四月收于阳线后在本年度的涨幅累计达 39%。伴随指数的上涨, 市场信心和交易热情也得以激发, 2009 年 1-4 月份, 沪深两市股票成交金额合计 13.82 万亿元, 较之上年同期增加 15.02%; 1-4 月份共计 78 个交易日, 日均成交金额达 1772.23 亿元, 较之去年同期的 1502.32 亿元增加 17.97%, 也远高于 2008 年全年日均 1057.82 亿元的成交金额。市场成交金额放大的直接效应就是经纪业务价值量的回升 (经纪业务价值量 = A 股交易金额 \* 权数 + B 股交易金额 \* 权数 + 基金交易金额 \* 权数 + 债券交易金额 \* 权数 + 国债回购交易金额 \* 权数, 公式中的权数根据各交易品种的平均佣金确定)。

平均佣金费率大幅下降, 大券商尤为突出。日前上市券商所披露的季

报数据显示,较之 2008 年年底,2009 年 1 季度 9 家公司的经纪业务佣金费率均呈普遍下滑趋势,平均降幅已超过 10%,下滑速度和程度显然超出我们此前预期。并且,佣金费率相对较低的中信证券、海通证券等大券商的佣金率降幅明显高于东北证券、西南证券等相对佣金率较高的中小券商。

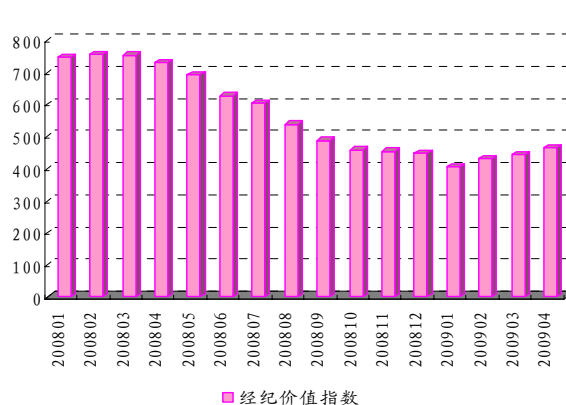
**市场集中度略降,大券商市场份额初现流失。**近几年来,经纪业务市场基本维持集中度逐年上升、不足三成券商占据七成以上市场份额的竞争格局。而在 2009 年前 4 个月,市场集中度逐年上升的这一趋势暂时发生逆转,经纪业务价值量排名前 10 家券商的合计份额分别由 2008 年底的 44.15% 降至 41.81%,与此同时,排名第 11-第 20 位、第 21-第 30 位券商的合计市场份额却呈现相反的上升趋势,但总体而言,排名前 20 家、前 30 家的合计市场份额是呈下滑态势。这就反映了,经纪业务的市场份额正在由国泰君安、海通证券等连续数年排名前 10 家的券商中向其他中小券商转移。

图 3 沪深两市月度股票成交概况



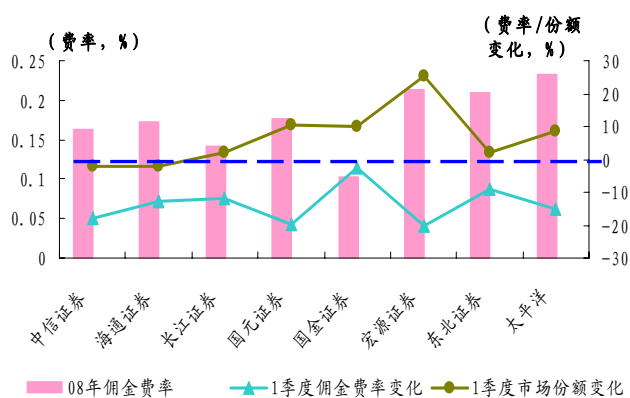
资料来源: 中原证券研究所, Wind 资讯

图 4 经纪业务价值量月度指数



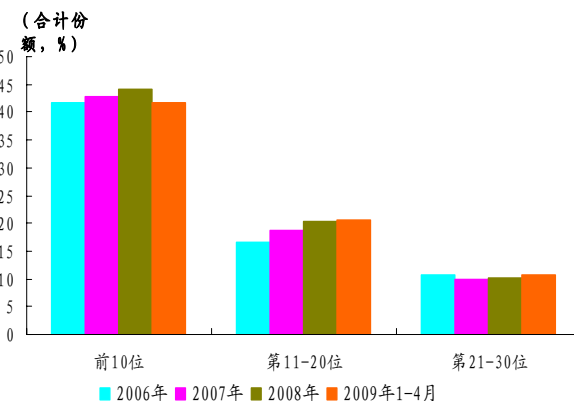
资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网

图 5 上市证券公司佣金费率及市场份额变化



资料来源: 中原证券研究所, Wind 资讯

图 6 经纪业务市场集中度



资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网



表 2：经纪业务市场份额前 10 位概况（依据价值量排名）

| 2006年 |      |        | 2007年 |        | 2008年 |        | 2009年1-4 |        |
|-------|------|--------|-------|--------|-------|--------|----------|--------|
| 排名    | 公司   | 份额 (%) | 公司    | 份额 (%) | 公司    | 份额 (%) | 公司       | 份额 (%) |
| 1     | 国泰君安 | 6.50   | 银河证券  | 6.33   | 国泰君安  | 6.87   | 国泰君安     | 5.86   |
| 2     | 银河证券 | 6.47   | 国泰君安  | 6.06   | 银河证券  | 6.10   | 银河证券     | 5.80   |
| 3     | 申银万国 | 4.56   | 国信证券  | 4.43   | 华泰证券  | 4.49   | 国信证券     | 4.35   |
| 4     | 国信证券 | 4.29   | 申银万国  | 4.41   | 海通证券  | 4.43   | 海通证券     | 4.12   |
| 5     | 海通证券 | 3.93   | 海通证券  | 4.11   | 国信证券  | 4.31   | 招商证券     | 4.00   |
| 6     | 广发证券 | 3.91   | 广发证券  | 4.05   | 招商证券  | 3.81   | 华泰证券     | 3.94   |
| 7     | 招商证券 | 3.46   | 招商证券  | 3.61   | 广发证券  | 3.75   | 广发证券     | 3.72   |
| 8     | 中信建投 | 3.11   | 华泰证券  | 3.39   | 申银万国  | 3.73   | 申银万国     | 3.59   |
| 9     | 华泰证券 | 2.82   | 光大证券  | 3.20   | 建银投资  | 3.52   | 中信建投     | 3.25   |
| 10    | 光大证券 | 2.69   | 中信建投  | 3.19   | 中信建投  | 3.15   | 光大证券     | 3.17   |

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

### 1.3 承销业务：IPO 暂停的背景下，业务难言起色

股弱债强的证券发行市场，难以提升投行业务价值量。截至 2009 年 5 月中旬，自去年 9 月份以来暂停的新股发行仍然迟迟未能启动。1-4 月份，仅有 29 家上市公司完成定向增发（含整体上市、资产重组），累计募集资金 593.11 亿元，占 2008 年同期股票融资金额的 31.64%。1-4 月份，企业债发行规模合计 1049.45 亿元，较之去年同期增加 268%；如考虑金融债、短期融资券、中期票据的发行，则 1-4 月份的债权类融资规模合计 7437.65 亿元，较 2008 年同期增加 122%。由于证券公司在债券承销业务市场还面临商业银行等其它金融机构强有力的竞争，其从债券发行中所获得的承销收益也极其有限，因此，2009 年以来，证券承销业务的价值量（=承销金额\*承销费用率）均处于较低水平。

表 3 2009 年 1-4 月权益类证券融资统计（单位：亿元）

|             | IPO     | 增发      | 配股     | 合计      |
|-------------|---------|---------|--------|---------|
| 2009. 1-4 月 | 0       | 593.33  | 0      | 593.33  |
| 2008. 1-4 月 | 765.59  | 1041.27 | 68.33  | 1875.19 |
| 2008 年      | 1034.35 | 2327.74 | 139.50 | 3501.59 |

注：表中数据包含上市公司进行资产重组所涉及的增发项目

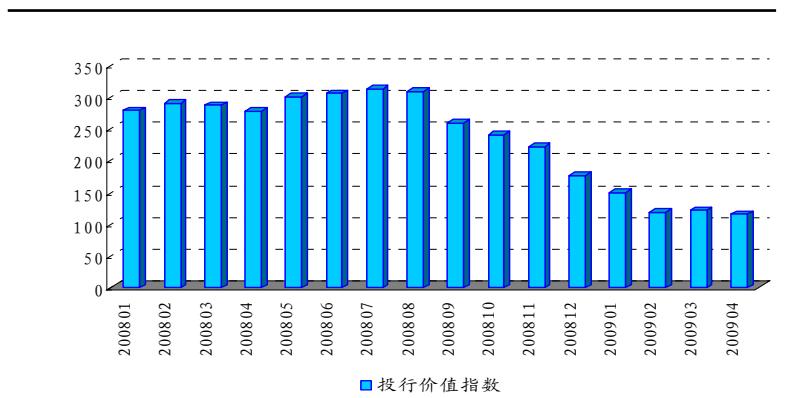
表 4 2009 年 1-4 月债权类融资统计（单位：亿元）

| 时间        | 企业债     | 公司债 | 金融债    | 可转债    | 短期融<br>资券 | 资产支<br>持证券 | 中 期<br>票 据 | 合 计      |
|-----------|---------|-----|--------|--------|-----------|------------|------------|----------|
| 2009. 1-4 | 1049.45 | 0   | 2478.2 | 0      | 1114      | 0          | 2796       | 7437.65  |
| 2008. 1-4 | 284.90  | 76  | 3441.6 | 451.6  | 1275.2    | 165.36     | 392        | 6086.66  |
| 2008 年    | 2366.9  | 288 | 11797  | 710.05 | 4344      | 302.01     | 1737       | 21545.26 |

注：表中数据包含由券商、银行共同承销的债权融资项目，其中可转债包括普通可转债和可分离转债；

资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 7 承销业务月度价值量



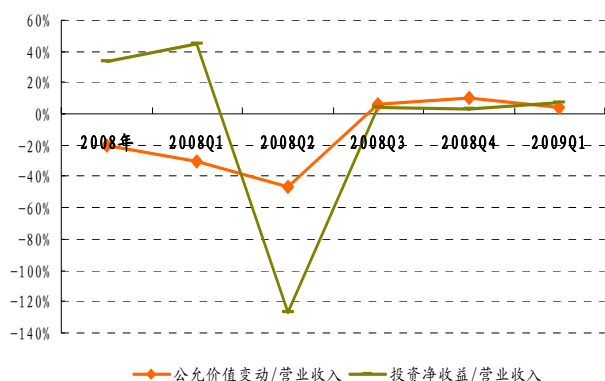
资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

#### 1.4 自营业务：最坏时刻已过，规模变化显现券商不同投资风格

**投资收益最差时段在 2008 年第 2 季度。**根据对 8 家上市证券公司进行整体法计算的相关数据显示，最近 5 个季度以来，在 2008 年第二季度，反映证券自营业务收益情况的公允价值变动损益和投资净收益（剔除对联营企业和合营企业的投资收益）都出现了较大亏损，亏损金额分别达 42 亿元、116 亿元，在同期营业收入中的占比分别为-46%、-126%。此后，随着证券公司的主动调仓以及市场的逐渐回暖，整体法计算的公允价值变动损益和投资净收益均实现扭亏。尽管各家公司在各季度的自营收益各有差异，但就 2009 年 1 季度情况来看，除国元证券以外，其余 7 家上市公司的自营业务均实现正收益，在营业收入中的占比在 8%-33%之间。

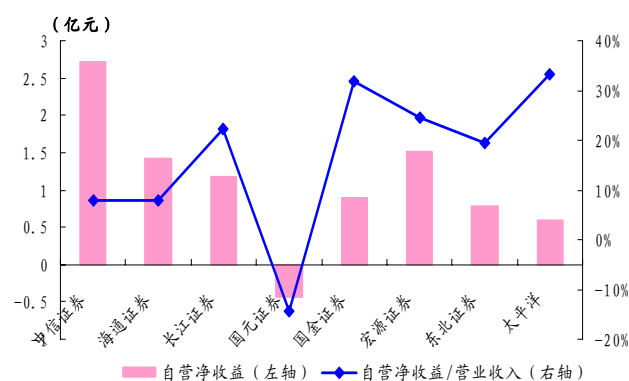
**规模变化中透露两大投资风格。**与 2008 年底相比较，8 家上市公司自营业务所涉及的金融资产规模（交易性金融资产+可供出售金融资产）均有不同程度变化。其中：长江证券、宏源证券、东北证券三家公司的金融资产规模明显增加，而中信证券等其余 4 家公司的金融资产规模均有较大幅度的减少。这从一个侧面反映了各家公司对 2009 年以来的市场反弹存在不同认识，对市场运行趋势趋于谨慎和保守的公司选择了在反弹中压缩自营规模的投资策略，而对市场运行趋势偏乐观和积极的公司则选择了在反弹中抓住机会建仓以期待获得更好的投资收益。此外，各家公司金融资产规模在其净资产中的比例也有较大差异，长江证券、宏源证券、中信证券三家公司的金融资产占比明显高于其他券商，其中，前两家公司的金融资产主要分布在交易性金融资产。

图 8 上市券商自营业务季度收益（整体法计算）



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 9 09 年 1 季度上市券商自营业务收益



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

表 5: 上市证券公司金融资产规模比较

|      | 金融资产（交易性+可供出售，亿元） |             | 金融资产/净资产（%） |             | 交易性金融资产/金融资产（%） |             |
|------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|
|      | 2008 年            | 2009 年 1 季度 | 2008 年      | 2009 年 1 季度 | 2008 年          | 2009 年 1 季度 |
| 中信证券 | 401.04            | 287.43      | 69.71       | 48.25       | 14.97           | 20.50       |
| 海通证券 | 108.86            | 97.24       | 28.18       | 24.28       | 89.67           | 84.43       |
| 长江证券 | 41.31             | 44.61       | 89.74       | 91.13       | 94.77           | 96.91       |
| 国元证券 | 16.71             | 4.96        | 35.04       | 10.09       | 91.80           | 69.56       |
| 国金证券 | 15.16             | 5.93        | 69.89       | 26.67       | 93.93           | 91.06       |
| 宏源证券 | 26.22             | 29.09       | 52.67       | 52.51       | 79.60           | 69.78       |
| 东北证券 | 1.45              | 5.93        | 6.41        | 23.82       | 79.31           | 91.57       |
| 太平洋  | 3.82              | 1.76        | 27.68       | 11.79       | 100.00          | 100.00      |

资料来源：各公司定期财务报表

### 1.5 集合理财业务：发展速度加快，规范类券商开始涉足

**产品推出节奏明显加快。**截至 5 月 24 日，2009 年以来共有 15 家券商的 19 只集合理财产品成立，受托管理资金合计 232.45 亿元。而 2008 年全年也仅有中金公司、华泰证券等 13 家券商发行成立了 16 只集合理财产品，受托管理资产 163.53 亿元。

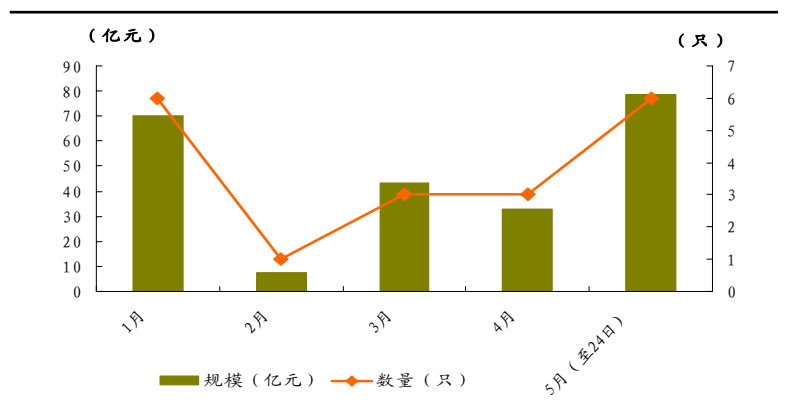
**伞型理财产品正式运作。**2009 年 3 月，华泰紫金鼎锦上添花（混合型）的正式成立意味着国内首只券商伞型理财产品正式进入全面运作。随后，由中信证券管理的规模达 37 亿元的“聚宝盆”伞型集合资产管理计划也于 5 月 12 日成立。

**规范类券商首只理财产品面世。**作为创新业务，集合理财业务主要限于在部分创新类券商中试点展开，截至 2008 年底，先后有 19 家券商发行集合理财产品。2009 年以来，随着银河证券、中银国际、安信证券、第一创业、兴业证券、大通证券等 6 家公司集合理财产品的获批发行，可开展



这一创新业务的券商数量升至 25 家。值得关注的是，5 月 8 日规范类券商大通证券的第一只集合理财计划“大通星海一号”开始推广，这意味着集合理财业务有望在更多券商中推开。

图 10 09 年集合理财产品发行概况



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

## 1.6 本部分小结

“市场行情决定经纪、自营收益，政策决定承销发展机遇”的行业生存潜规则依旧，证券业的“蜕变”尚需时日；

“自营业务的规模控制，创新业务的加速发展，成本管理能力的重视和提高”，当属量变中蕴含的质变，反映了新生后的证券业及证券公司正在不断反思中突围单一盈利模式，这一努力的成效也正在显现。

## 2. 展望：冬去春来否

如果将分析视野定位于下半年，我们认为：（1）集合理财业务基本步入稳步推进阶段，部分优质中小券商有望涉足这一领域，但这一业务要真正成为整个行业或是个别券商的主要收入来源，还需要数年或是数十年时间的培育；（2）作为国内资本市场的新事物，创业板的挂牌上市当属下半年最值得期待的大事件，从理论上讲，创业板将为无力承担大项目的多数中小券商投行带来发展机遇，也将为一年前推出的券商直投业务开辟了一条变现退出通道，但这些利好效应体现在长期，而非短期尤其是下半年能显现的；（3）对于市场一直关注的 IPO 启动，无论是实施时间还是具体操作，在下半年仍有诸多不确定，这将使得原本在总收入占比中份额较少的承销业务难以有较好表现。

综上所述，在现有业务体系下，经纪业务收入和自营投资收益仍将是 2009 年证券公司收入的最主要来源。众所周知，前者主要取决于 A 股市场的走势及市场成交额多少，后者取决于 A 股市场的走势和券商的投资操作水平。因此，下半年 A 股市场的运行格局仍然是证券公司整体经营状况的最大影响因素，而监管政策及相关的制度建设等其他因素更大程度上是影响业内的竞争格局。短期而言，证券业春天的来临更大程度上依赖 A 股

市场的“走牛”。

## 2.1 A股市场：调整中重心上移、交易活跃，最坏时刻渐行渐远

**1. 策略回顾及反思。**去年 11 月份，我们的策略小组曾在《2009 年：最坏的时刻，最好的时机——09 年 A 股市场投资策略》报告中指出：全球经济正在面临衰退的风险，国内经济向下调整已成定局，09 年预计是最坏的一年；在此背景下，2009 年是 A 股市场在经济下滑、供求担忧和政策刺激下的博弈年，市场低点可能出现在上半年，上证综指全年运行区间在 1300-2900 点。而进入 2009 年以来，A 股市场一路上扬、显得异常强劲，截至 5 月 15 日，上证综指在本年度的涨幅累计达 39%，较之 2008 年 10 月份的最低点（1680 点）则反弹幅度高达 57%。

我们认为，从 1664 点至今，上证指数在最近半年时间完成了 1000 点左右的反弹，除了其技术面上存在修复需求以外，其中充裕的流动性、连续的政策刺激和对于宏观经济复苏的预期，共同形成的合力在这轮反弹中扮演了极其重要的角色。股市作为经济运行的晴雨表，宏观经济和市场资金供求将是决定其运行的两大核心因素。

**2. 经济：回暖在于政策，复苏尚需时间。**在“出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实”的政策导向下，国内宏观经济的下滑势头在一系列“保增长”政策的刺激下逐渐放缓，回暖迹象逐步显现。但仅从前 4 月喜忧参半的经济运行数据中，目前仍不能确定这些积极信号是否意味着中国经济已经见底，抑或是经济下滑过程中的短暂反弹？考虑到“保增长”政策的时滞期和经济结构调整的必然性及期间的阵痛，我们预计，宏观经济逐渐回暖的趋势有望在二、三季度延续，而在四季度及以后的发展趋势还需视由投资和消费拉动的最终需求端情况来判断，但经济要真正步入复苏之路，更需要时间来孕育经济增长点。

**3. 资金供求：寻求均衡过程中供给相对宽裕。**在宏观经济没有走出低谷之前，货币政策宽松、财政政策积极的主基调仍将贯穿全年，市场资金供给相对充裕的境况在下半年也不会逆转；较之上半年，除了新发基金和增发配股以外，新增市场资金需求将主要体现在创业板推出和主板市场 IPO 重启对资金的分流，而这一规模较为有限。

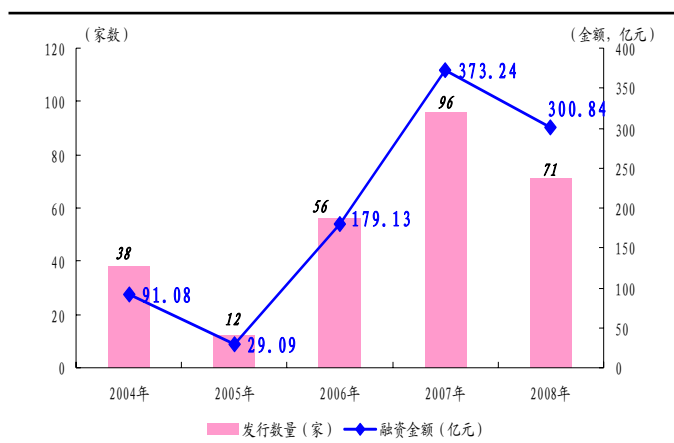
截至 5 月 15 日，《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》等创业板主要配套制度文件已基本完备，市场普遍预期，9 月份前后创业板有望挂牌上市。参考 2004 年 6 月中小板推出后的融资情况，我们预计，创业板推出之初的总体融资规模将会受到人为控制，如果在 9 月份推出，则到今年年底的融资规模估计在 60—80 亿元左右；其次，截至目前有 33 家 2008 年过会但至今尚未发行的公司，其中的 29 家中小企业有多数可能通过创业板实现挂牌上市。

**4. 市场走势：单边走高转为宽幅震荡，区间上下限存在上移空间。**综上所述，基于对“保增长”政策的认识和对相对宽裕流动性的判断，再加之 M1 变化与上证综指走势高度相关性的历史经验。我们认为，现阶段乃至未来几个月之内，市场将继续沿着经济复苏预期的主线演进，前期单边走

高的格局不可维持，短期面临较大的调整压力，总体将呈现“宽幅震荡、振荡区间的上下限存在上移空间”。根据我们策略小组的判断，下半年上证综指可能在 2000-3200 点区间运行，这一区间的上下限较之我们去年年底的预测均有所抬高。

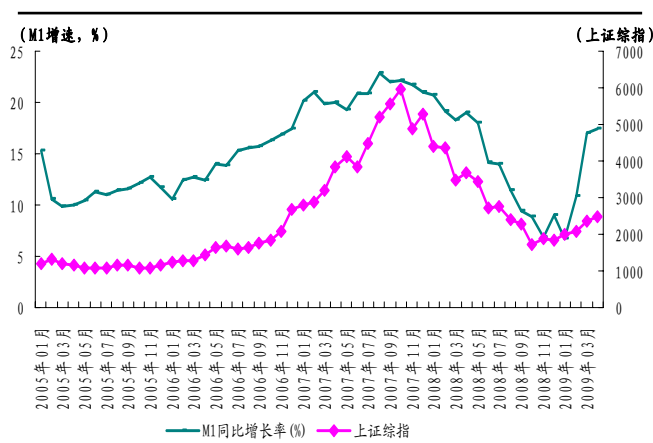
**5. 市场交易：新增开户数和交易换手率持续回升。**进入 2009 年，反映市场信心的新增开户数和反映市场交易活跃度的换手率均呈现回升态势，今年前三月的 A 股个人新增开户数分别为 32 万户、152 万户、143 万户，新增机构（剔除一般机构）开户数分别为 35 户、51 户、68 户；反映交易特征的两大核心指标——月度换手率和流动性在 2009 以来的基本运行在 2008 年所处底部区间的上方，并逐月攀升。我们预计，在下半年 A 股市场宽幅振荡、中枢抬高的运行格局中，市场信心和市场交易的活跃度尽管会有起伏和回调，但总体而言将维持在一个高于 2008 年全年的平均水平。

图 11 中小板新股发行融资情况统计



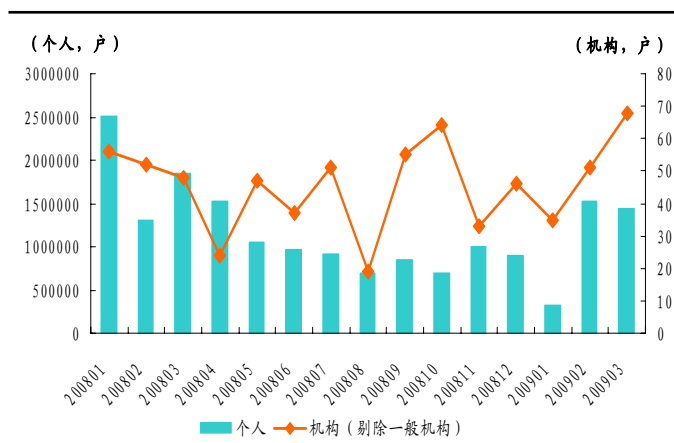
资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 12 M1 增速与上证综指走势对比



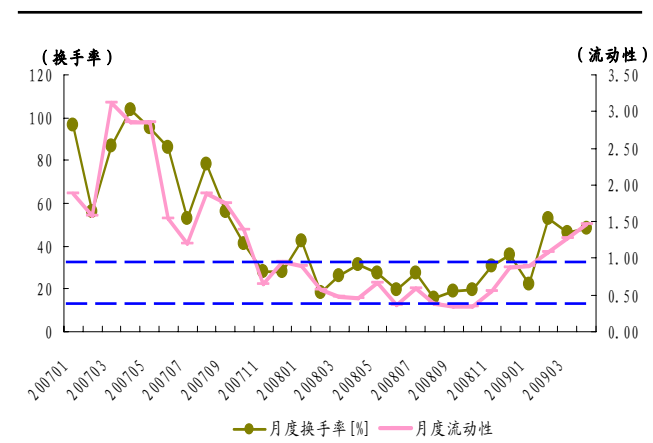
资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 13 沪深两市 A 股月度新增开户数



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 14 沪深 300 指数月度交易特征



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

## 2.2 业内重要事件的进程及影响

**1. 规范营业网点新规的加速进行。**根据监管层去年 6 月出台的规范营业网点新规，在 2010 年 8 月底前完成网点布局、实现资源配置的最优化，正成为多家证券公司经纪业务部的首要任务。从今年 3 月份以来媒体的相关报道中可以发现，近期证券公司服务部升级步伐加快的同时，部分证券公司新设营业部的工作也有所突破。据不完全统计，自 3 月中旬中金公司和国信证券首先获批在全国范围内新设营业部以来，5 月份先后有光大证券获批在泉州、南昌、南通三地新设 3 家营业部，申银万国获批在石家庄、郑州、贵阳、呼和浩特新设 4 家营业部。即使不考虑部分券商在省内或全国新设的营业网点，目前全国券商证券营业部的存量约为 3000 家，有希望升级为营业部的证券服务部将超过 1000 家。

**2. 证券经纪人制度正式实施。**4 月 13 日，《证券经纪人管理暂行规定》正式施行，证券经纪人取得证券经纪人证书方可执业，在当月的 24 日，联合证券首家获得实施证券经纪人制度的资格。截至目前，多家证券公司也在加快进度上报申报材料。在当前经纪业务尚处于通道服务向产品服务过度阶段，证券营业部也正在向产品中心、营销中心转型的大背景下，大力发展证券经纪人队伍已成为各家公司的共识，分歧主要在于是采用“员工制”还是“经纪人制”来加强对证券经纪人的管理。

短期来看，上述两制度所涉及的营业网点增加和经纪人营销加强，对经纪业务的直接影响就是加剧竞争，佣金战还将延续，毕竟无论是吸引竞争对手的存量客户还是挖掘潜在的增量客户，低价格战术当是最有效的手段。我们预计，经纪业务的佣金费率仍存在进一步下滑的动力，全年降幅将在 20—25% 左右。

**3. 新股发行重启和创业板正式挂牌上市。**将在下半年实现的这两大事件，意味着证券公司的承销业务面临转机，但与此同时，所配套的相关发行制度也加大了证券公司作为保荐人的责任和义务，承销业务“强者恒强”的竞争格局将更加显现。仅就发行价格和配售制度的市场化来看，这必然将使具有定价权的证券公司更易获得更多的承销业务，而定价权的获得取决于证券公司的研究实力和配售能力，这实质上是鼓励优势资源和承销业务向大券商集中。届时，中小券商将更难以在这一业务领域获得一席之地。

## 2.3 本部分小结

经济回暖趋势中，A 股市场的最坏时刻可谓是渐行渐远。但在宏观经济复苏尚不明朗之前，A 股市场上半年来的单边上涨仍只能定性为熊市中的反弹，短期内上证综指在 2600 点上方股指面临较大的下调压力，下半年“宽幅振荡”的运行格局中或将呈现急跌慢涨、热点不断切换中回归盈利的特征。

下半年，交易额仍将是决定证券业业绩走向的关键。其中，经纪业务将直接受益于市场成交金额的率创新高或是维持在相对较高的水平，预计下半年的日均股票成交金额有望维持在 1300 亿元—1500 亿元左右；自营投资业务则将摆脱 2008 年单边下跌市中无所作为的局面，通过积极主动

的仓位管理和品种配置，有望实现一定的投资收益。

下半年，经纪业务的佣金费率仍存在进一步下滑的动力，全年降幅将在 20—25%左右；承销业务受益于新股发行启动的同时，还将依照改革后的新股发行制度行事，届时，证券公司的保荐责任和义务明显加大，中小券商不得不面对优势资源和承销业务向大券商集中的严峻考验。

### 3. 策略：长期比实力，短期比业绩弹性

#### 3.1 证券行业评级：强于大市

##### 3.1.1. 盈利预测：2009 年全行业实现净利润增幅有望达 10%-15%

上述分析表明，证券业的盈利水平与 A 股市场的运行高度相关，其中，市场成交金额以及经纪业务收入在营业收入中的比重是影响其盈利水平的关键因素。为此，我们假设：

（1）经纪业务收入占比为 65%、自营业务收入（投资净收益+公允价值变动净收益）占比为 20%。

经验表明，就行业整体来看，经纪业务收入在营业收入中的比重基本维持在 55%—65%之间，牛市中由于自营投资收益的获得而使得经纪业务的收入比重降低至 55%左右，熊市中由于自营投资收益的下降甚至是亏损而使得经纪业务收入比重将提高至 65%左右。2006 年-2008 年经纪业务收入占比分别为 55%、56%、66%，自营业务收入占比分别为 24%、32%、5%；2009 年 1 季度 9 家上市公司的经纪业务收入和自营业务收入占比分别为 63%、13%。

（2）行业整体的成本管理能力略有提升，整体法计算的成本管理能力（营业收入-投资收益-公允价值变动/营业支出）这一指标由 2008 年底的 1.75 增加至 1.8。

（3）整体法计算的经纪业务佣金费率（根据股基权计算）较之 2008 年底下降 20%，为 0.114%；全年交易日以 240 天计算。

（4）所得税率按 25%计算。

依据上述假设，我们就全年日均成交金额分别为 1300 亿元、1500 亿元、1800 亿元时（1-4 月份日均股基权成交金额为 2041 亿元，其中日均股票基金成交金额为 1794 亿元），证券行业的盈利情况做出如表 6 中的预测。根据表 6 分析，我们预计，2009 年全行业实现净利润较之 2008 年 482 亿元的净利润将有 10%-15%左右的增加。



表 6：2009 年证券业盈利预测分析

|              |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|
| 日均股基成交金额（亿元） | 1300    | 1500    | 1800    |
| 经纪业务收入（亿元）   | 711.36  | 820.80  | 984.96  |
| 营业收入（亿元）     | 1094.40 | 1262.77 | 1515.32 |
| 营业支出（亿元）     | 486.40  | 561.23  | 673.48  |
| 利润总额（亿元）     | 608.00  | 701.54  | 841.85  |
| 净利润（亿元）      | 456.00  | 526.15  | 631.38  |
| 同比增幅（%）      | -5.39   | 9.16    | 30.99   |

### 3.1.2. 券商板块上半年走势：弱于大市

数据分析显示，2007 年以来，较之大市，券商板块的整体表现出强于大市——同步大市——弱于大市的发展趋势，具体表现在：2007 年的涨幅高出大盘近 50%；2008 年的跌幅基本与大盘跌幅相当；2009 年以来至 5 月 13 日的涨幅则不及大市，较之全部 A 股涨幅的差距为 14%、较之沪深 300 涨幅的差距为 7%。

从换手率来看，2009 年以来券商板块的换手率尽管仍高于整个市场的换手率，但较之 2008 年，其换手率呈下降趋势，这与整个市场在 2009 年换手率增加的趋势正好相反。

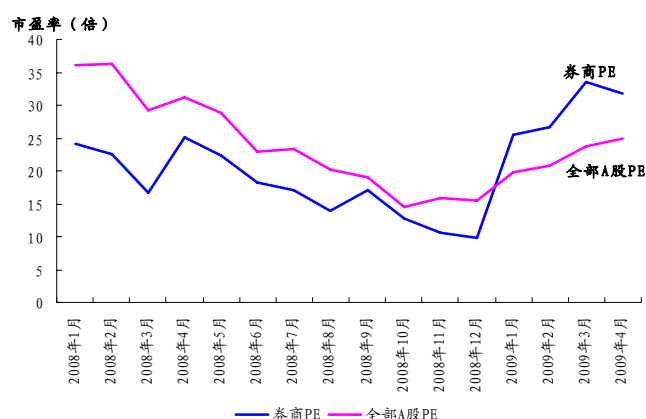
从估值角度来看，截至 5 月 25 日，券商板块的静态市盈率明显高过整个市场的静态市盈率；但若从券商 BETA 值和市净率的历史表现来看，当前券商板块的估值水平基本适中，与 2006 年相当。

表 7：券商板块的交易特征

|        | 涨跌幅（成分股流通市值加权平均，%）  |        |        | 日均换手率（算术平均，%）       |        |        |
|--------|---------------------|--------|--------|---------------------|--------|--------|
|        | 2009 年 1 月-5 月 25 日 | 2008 年 | 2007 年 | 2009 年 1 月-5 月 25 日 | 2008 年 | 2007 年 |
| 全部 A 股 | 56.53               | -62.69 | 174.31 | 4.67                | 2.75   | 5.1    |
| 沪深 300 | 51.89               | -64.05 | 173.91 | 3.22                | 1.92   | 3.96   |
| 券商板块   | 49.75               | -61.62 | 258.67 | 4.81                | 5.44   | 7.33   |

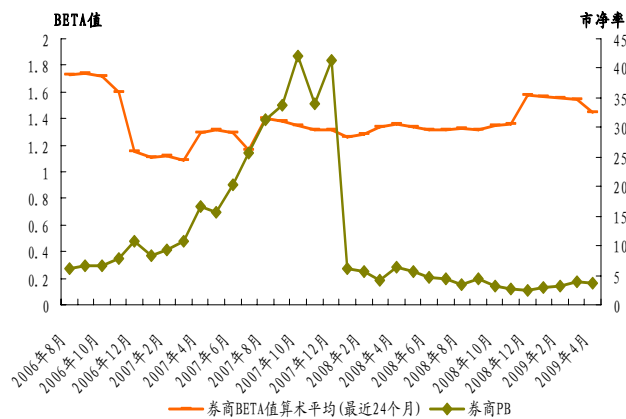
资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 15 券商板块 PE 和 A 股 PE 对比



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

图 16 券商板块 BETA 值和市净率



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯



### 3.1.3. 下半年的潜在催化剂：创业板推出、IPO 重启

IPO 重启和创业板推出虽然可能对短期市场上行带来一定冲击，但对券商的经营发展却是长期的实质性利好。

纵向比较，券商板块当前的估值水平基本适中；全年较为确定的业绩增长，对投资券商板块提供一定的安全边际；结合该板块上半年表现较弱但在下半年存在潜在催化剂的这一特征，我们给予证券行业“强于大市”的投资评级。

### 3.2 投资建议

长期来看，业务体系完善尤其是创新业务起步快、收入结构相对均衡、资本实力相对雄厚的证券公司，所面临的发展机遇和将显现的成长性更大；但短期而言，尤其是在 2009 年证券承销业务、资产管理和直投业务等创新业务在券商营业收入中贡献较小的境况下，经纪业务的重要地位更加凸现。为此，在衡量证券公司投资价值时，兼顾长期和短期，我们提出了“长期比综合实力、短期比业绩弹性”的证券业投资策略。建议重点关注两类公司：

一类是在创新业务领域有所作为，在经纪业务领域优势明显、占据市场份额绝对领先的龙头券商，典型代表：中信证券、海通证券；

另一类是稳步发展中有望渐次突破创新业务，经纪业务收入占比较高、且有能力维持甚至提升现有市场份额的券商，这一收入结构特征，将使得这类券商在 2009 年的业绩弹性（单位经纪业务收入变动所带来的营业收入变动）明显高于其他券商，典型代表：东北证券。

基于上述分析，我们重点推荐属于第一类公司的中信证券、海通证券，以及属于第二类公司的东北证券。

考虑佣金率下滑因素，假设各家公司经纪业务市场份额、成本管理能力与 2008 年相当，根据各自的收入结构特征，我们对重点公司在不同日均股基权成交金额的条件下，所做出的盈利预测如下表：

表 8：日均股基权成交金额对重点上市券商每股收益的影响分析

| 日均成交金额 | 1300 亿元 | 1500 亿元 | 1800 亿元 |
|--------|---------|---------|---------|
| 中信证券   | 0.86    | 0.99    | 1.19    |
| 海通证券   | 0.32    | 0.37    | 0.45    |
| 长江证券   | 0.35    | 0.40    | 0.49    |
| 国元证券   | 0.28    | 0.33    | 0.39    |
| 国金证券   | 0.63    | 0.73    | 0.88    |
| 宏源证券   | 0.46    | 0.53    | 0.63    |
| 东北证券   | 0.73    | 0.84    | 1.01    |

注：不考虑股本摊薄的影响

表 9：重点公司估值表分析

|      | 每股收益 |      | 每股净资产 | 收盘价   | 市盈率   |       | 市净率  | 投资评级 |
|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|      | 08A  | 09E  | 1Q09  |       | 08A   | 09E   | 1Q09 |      |
| 中信证券 | 1.10 | 1.10 | 8.61  | 24.80 | 22.55 | 22.55 | 2.88 | 增持   |
| 海通证券 | 0.40 | 0.40 | 4.83  | 14.33 | 35.83 | 35.83 | 2.97 | 增持   |
| 长江证券 | 0.42 | 0.44 | 2.92  | 16.54 | 39.38 | 37.59 | 5.66 | 观望   |
| 国元证券 | 0.36 | 0.35 | 3.33  | 17.18 | 47.72 | 49.09 | 5.16 | 观望   |
| 国金证券 | 1.51 | 0.80 | 4.44  | 37.53 | 24.85 | 46.91 | 8.45 | 观望   |
| 宏源证券 | 0.37 | 0.55 | 3.79  | 19.30 | 52.16 | 35.09 | 5.09 | 观望   |
| 东北证券 | 0.71 | 0.90 | 4.28  | 27.12 | 38.20 | 30.13 | 6.34 | 增持   |

注：股价为09年5月25日收盘价

#### 4. 重点公司限售股解禁情况

表10：券商股限售股解禁时间表及解禁比例

单位：百万股，%

| 股票名称 | 解禁时间       | 解禁股数    | 解禁股类型       | 占流通股本比例 | 占总股本比例 |
|------|------------|---------|-------------|---------|--------|
| 中信证券 | 2011-9-6   | 44.33   | 股改限售        | 0.67    | 0.67   |
| 海通证券 | 2010-11-8  | 3461.96 | 股改限售、定向增发配售 | 92.26   | 42.08  |
|      | 2010-6-29  | 763.44  | 定向增发配售      | 20.34   | 9.28   |
|      | 2009-6-29  | 249.85  | 定向增发配售      | 6.66    | 3.04   |
| 长江证券 | 2010-12-27 | 818.85  | 股改限售、定向增发配售 | 95.67   | 48.89  |
| 国元证券 | 2010-11-1  | 1178.99 | 股改限售、定向增发配售 | 413.52  | 80.53  |
| 国金证券 | 2011-2-1   | 159.69  | 定向增发配售      | 119.32  | 31.93  |
|      | 2010-3-29  | 206.60  | 股改限售、定向增发配售 | 154.38  | 41.31  |
| 宏源证券 | 2009-6-22  | 925.49  | 股改限售、定向增发配售 | 172.77  | 63.34  |
| 东北证券 | 2010-8-27  | 404.56  | 股改限售        | 229.03  | 69.61  |
| 太平洋  | 2010-12-29 | 1237.41 | 首发限售        | 477.22  | 82.31  |
| 西南证券 | 2012-2-17  | 1659.00 | 定向增发配售      | 689.94  | 87.14  |
|      | 2010-1-22  | 4.40    | 股改限售        | 1.83    | 0.23   |

资料来源：Wind资讯

#### 5. 行业风险提示

下半年的市场将以经济复苏为主线，如果宏观经济的复苏低于预期甚至再度恶化，则市场面临较大的下跌风险，这将对证券业及证券公司的经营状况带来较大冲击。

## 中信证券 (600030): 高瞻远瞩、领跑行业

增持 (维持)

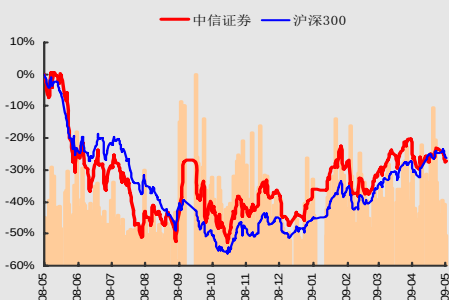
### 市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 24.80       |
| 一年内最高/最低 (元) | 16.06/40.82 |
| 沪深300 指数     | 2622.93     |
| 市净率 (倍)      | 2.88        |
| 流通市值 (亿元)    | 1629.36     |

### 基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

|              |               |
|--------------|---------------|
| 每股净资产 (元)    | 8.61          |
| 每股经营现金流 (元)  | 1.21          |
| 净资产收益率 (%)   | 2.69          |
| 资产负债率 (%)    | 58.58         |
| 总股本/流通股 (万股) | 663046/657046 |
| B 股/H 股 (万股) | /             |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 关键要素:

传统业务领域的竞争优势明显, 创新业务成为利润增长点指日可待, 08 年初提出“布局买方业务”战略的加紧实施, 显示了公司的前瞻性, 也为公司领跑行业夯实基础。

### 投资要点:

- 导致 1 季度业绩低于预期的因素有望改观。08 年实现每股收益 1.10 元, 高于预期。09 年一季度净利润同比下降 40%、环比增长 7%, 每股收益为 0.23 元, 这一业绩低于预期, 其中的主要原因在于: 较为保守的资产配置使得自营投资收益不尽人意; 在佣金战中遭受份额和费率双双下滑的压力; IPO 暂停使得公司的承销优势未能发挥。2 季度公司经纪业务市场份额基本恢复, 佣金费率的下滑放缓; 下半年创业板推出和 IPO 重启, 将重现公司的承销优势。
- 传统业务领域优势不减。公司在经纪业务、承销业务领域的市场份额排名仍居首位, 与其后券商的差距也较为明显。
- 创新业务的收获期正在到来。公司资产管理业务在营业收入中的占比逐年增至 2008 年的 18%, 直投业务子公司已在 08 年实现净利润 1.1 亿元, 创业板推出为直投业务创造更大发展空间, 将使得公司从中受益匪浅。
- 维持“增持”评级。预计 2009 年每股收益 1.10 元, 对应市盈率为 23 倍, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: A 股市场的大幅下跌; 第二大股东中国人寿及其它中小股东减持的压力。

|           | 2007   | 2008   | 2009E  |
|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 308.71 | 177.08 | 164.21 |
| 增长比率 (%)  | 415    | -42.62 | -7.27  |
| 净利润 (亿元)  | 123.88 | 73.05  | 72.93  |
| 增长比率 (%)  | 409    | -41.03 | -0.17  |
| 每股收益 (元)  | 4.01   | 1.10   | 1.10   |
| 市盈率 (倍)   | 6.18   | 22.55  | 22.55  |

## 海通证券 (600837): 以创新为契机, 加速发展

增持 (维持)

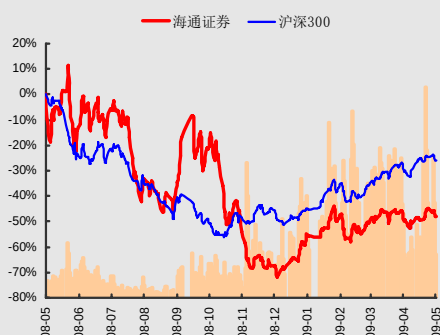
### 市场数据 (2009 年 05 月 25 日)

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 14.33      |
| 一年内最高/最低 (元) | 15.20/7.70 |
| 沪深 300 指数    | 2622.93    |
| 市净率 (倍)      | 2.97       |
| 流通市值 (亿元)    | 537.80     |

### 基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

|              |               |
|--------------|---------------|
| 每股净资产 (元)    | 4.83          |
| 每股经营现金流 (元)  | 1.49          |
| 净资产收益率 (%)   | 2.51          |
| 资产负债率 (%)    | 53.50         |
| 总股本/流通股 (万股) | 822782/375257 |
| B 股/H 股 (万股) | /             |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

20090434 季度预期兑现 发展空间和潜力值得期待——海通证券 (600837) 年报及季报点评... 09 年 4 月 19 日

20090420 涉足信托 金融业多元化经营再迈一步——海通证券 (600837) 重大事件点评... 09 年 4 月 20 日

### 关键要素:

业绩符合预期, 加速推进的创新业务在拓宽了公司业务范围的同时, 还将提振原有业务。此外, 在上海国资重组和上海国际金融中心建设加快的进程中, 公司将获得更为有利的发展机会。

### 投资要点:

- **业绩符合预期。**08 年, 公司实现每股收益 0.40 元, 实现净利润比 2007 年减少 39.49%, 这一降幅远低于行业平均水平; 09 年 1 季度公司实现每股收益 0.12 元, 符合预期。
- **创新业务加速推进。**除了持续发行集合理财产品以外, 公司还早早通过旗下海富产业投资基金间接涉足直投业务, 创业板的推出将为公司这一业务带来巨大的获利空间。继 08 年成立专业直投子公司后, 09 年公司再次爆出拟收购百瑞信托的计划, 这一归属创新的举措在拓宽了公司业务范围的同时, 还将提振原有业务。
- **上海国际金融中心建设有望获得更大发展机会。**作为国内老牌大券商, 公司除了营业网点分布广泛且数量众多、资本实力相对雄厚以外, 还存在经营稳健、自有资金较为充足、有可能受益于上海国资重组和上海国际金融中心建设加快的投资亮点。
- **维持“增持”评级。**预计 2009 年每股收益 0.40 元, 对应市盈率为 36 倍, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** A 股市场的大幅下跌; 收购百瑞信托存在较大不确定性; 大小非实际减持的压力。

|           | 2007   | 2008   | 2009E |
|-----------|--------|--------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 112.65 | 70.07  | 75.83 |
| 增长比率 (%)  | 321    | -37.80 | 8.22  |
| 净利润 (亿元)  | 54.57  | 33.02  | 32.91 |
| 增长比率 (%)  | 620    | -39.49 | -3.33 |
| 每股收益 (元)  | 1.58   | 0.40   | 0.40  |
| 市盈率 (倍)   | 9.07   | 35.83  | 35.83 |

## 东北证券（000686）：蓄势待发中，业绩弹性凸现

增持（维持）

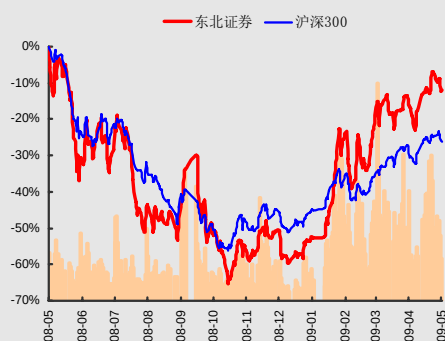
### 市场数据（2009年05月25日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 27.12       |
| 一年内最高/最低（元） | 36.25/10.30 |
| 沪深300指数     | 2622.93     |
| 市净率（倍）      | 6.34        |
| 流通市值（亿元）    | 48.00       |

### 基础数据（2009年03月31日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 每股净资产（元）    | 4.28        |
| 每股经营现金流（元）  | 2.44        |
| 净资产收益率（%）   | 8.59        |
| 资产负债率（%）    | 77.28       |
| 总股本/流通股（万股） | 58119/17664 |
| B股/H股（万股）   | /           |

### 个股相对沪深300指数走势



### 相关研究

20090448 良好业绩 源于费用控制和自营收益——东北证券（000686）一季报点评……09年4月22日

### 关键要素：

典型的区域性中等规模券商，在近年来的稳步发展中蓄势待发；经纪业务相对较高的佣金费率及这一收入在营业收入中的高占比，使得公司具有较为突出的业绩弹性，09年的业绩增幅较为明显。

### 投资要点：

- **稳健发展中，蓄势待发。**作为典型的区域性中等规模券商，公司在近年来的发展中，稳步发展且不乏经营亮点，比如托管天勤证券、借壳上市成为业内少有的几家上市公司，公司集合理财业务也在近期突破。公司09年1季度实现每股收益0.37元，超出市场预期。
- **经纪业务收入比重高，业绩弹性大。**公司经纪业务收入比重一向高于行业平均水平，较之其他上市券商，公司将从市场成交金额放大所导致的业绩弹性中获得最明显收益。此外，公司经纪业务佣金费率远高于行业平均水平，具有较大的降佣空间，以实现经纪业务市场份额的巩固和提升，为经纪业务收入的增长创造有利条件。
- **维持“增持”评级。**预计2009年每股收益0.90元，对应市盈率为30倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**A股市场的大幅下跌；业务单一化风险；存在再融资导致股本扩张，进而摊薄每股收益的风险。

|          | 2007  | 2008   | 2009E |
|----------|-------|--------|-------|
| 营业收入（亿元） | 25.48 | 11.16  | 12.44 |
| 增长比率（%）  | 468   | -56.20 | 11.47 |
| 净利润（亿元）  | 11.14 | 4.10   | 5.23  |
| 增长比率（%）  | 1206  | -63.09 | 27.56 |
| 每股收益（元）  | 2.36  | 0.71   | 0.90  |
| 市盈率（倍）   | 11.49 | 38.20  | 30.13 |



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。本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。本报告的版权仅为本公司所有，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。