

罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn
 洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn

2009年6月10日

把握券商板块的IPO重启行情

证券行业2009年6月报

金融

证券信托

中性(维持)

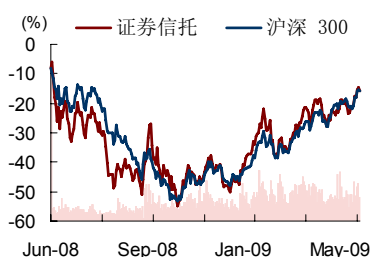
上证指数 2788

行业规模

		占比%
股票家数(只)	19	1.2
总市值(亿元)	5525	2.8
流通市值(亿元)	3516	4.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.0	41.1	-16.8
相对表现	1.2	-4.9	-0.5



相关报告

- 1、《证券行业 2009 年 1 月报-08 年交易量差强人意, 09 年难有惊喜》2009/1/13
- 2、《证券行业 2009 年 2 月报-08 年营论成败, 09 把握主题投资机会》2009/2/3
- 3、《证券行业 2009 年 3 月报-高成交量不可维持, 股价反映业绩提升》2009/3/10
- 4、《证券行业 2009 年 4 月报-一季度业绩有望重回增长轨道》2009/4/15
- 5、《证券行业 2009 年 5 月报-券商一季度业绩回顾与投资展望》2009/5/15

本次月报主要分析了在 IPO 重启和创业板推出之前券商板块存在的投资机会, 同时提醒投资者, 估值风险需要警惕。

- **日均交易量连续第四个月超过 2000 亿元。**5 月沪深两市股票、基金、权证和债券总成交额为 4.3 万亿元, 同比增加 13%, 环比下降 19%。日均交易额 2375 亿元, 同比增长 26%, 环比下降 6%。由于五一和端午节放假休市, 本月仅 18 个交易日, 较上月减少 3 天, 导致成交额环比下降幅度较大。
- **调高 09 年日均交易量至 1650 亿。**1-5 月平均日均总交易额达到 2217 亿元, 同比增长 13.4%, 估计上半年的日均成交金额将在 2100 亿左右。我们维持全年交易额前高后低的判断, 预计下半年的日均交易量在 1100 亿左右, 从而调高全年的交易量假设至 1650 亿, 此前我们的假设是 1350 亿。
- **二季度的市场行情超出了预期, 这是我们调整交易量假设的主要原因。**我们调高中信证券和海通证券的 09 年盈利预测至 1.10 元和 0.47 元, 对应当前的股价 PE 分别为 24 倍和 32 倍。我们认为当前股价已经反映了高涨的交易量, 而我们在 4 月报中曾经指出券商板块在 3 季度的投资机会将主要来自于 08 年同比基数的降低以及 IPO 和创业板对市场的刺激效应。需要指出的是, 虽然 IPO 和创业板推出利好券商股, 但对市场整体行情可能带来一定的抑制作用, 那么券商股虽然跑赢大盘的概率非常大, 但也可能受大盘的牵连, 未必非常强势。
- **IPO 重启之前的预期有望拉升券商板块。**从 A 股的历史来看, 新股发行暂停超过半年的只有两次, 分别是 05 年 6 月至 06 年 5 月和 08 年 10 月至今。从上一次 IPO 重启来看, 券商板块开始发力是在 3 月, 即 IPO 实际重启的 3 个月之前, 而券商指数跑赢上证指数的峰值出现在 6 月初, 其后两者之间的差距并未进一步拉大, 可见当 IPO 实际重启的利好兑现之后, 券商板块的上涨动力将逐步消失。
- **时刻关注估值风险。**近期券商股的强势已经有所表现, 而这种投资机会有望延续至三季度初, 存在交易性机会。但承销收入的增长并不会大幅提升券商的业绩, 一旦股价大幅上涨, 高估值的风险也会凸显, 建议投资者及时关注风险, 适时退出。

- **维持证券行业的中性评级, 维持中信证券的审慎推荐 A 的评级。**

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
中信证券	28.24	1.10	1.10	1.12	25.67	25.67	3.3	审慎推荐-A
海通证券	16.24	0.40	0.47	0.46	40.60	34.55	3.4	中性-B
国金证券	20.01	1.51	0.92	1.16	13.25	21.75	9.0	中性-B
国元证券	18.46	0.36	0.43	0.56	51.28	42.93	5.6	中性-B

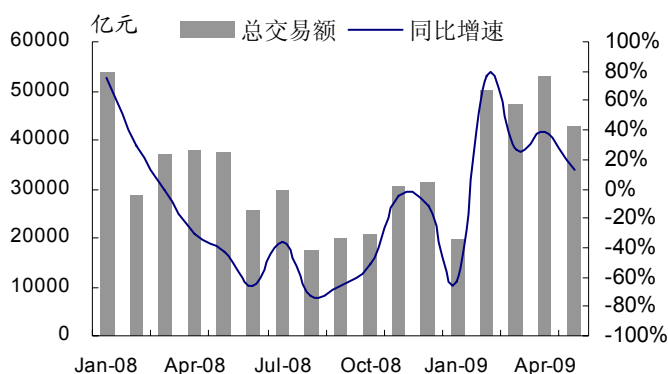
资料来源: 招商证券

一、调高全年日均成交额至 1650 亿

5 月沪深两市股票、基金、权证和债券总成交额为 4.3 万亿元，同比增加 13%，环比下降 19%。日均交易额 2375 亿元，同比增长 26%，环比下降 6%。由于五一和端午节放假休市，本月仅 18 个交易日，较上月减少 3 天，导致成交总额环比下降幅度较大。

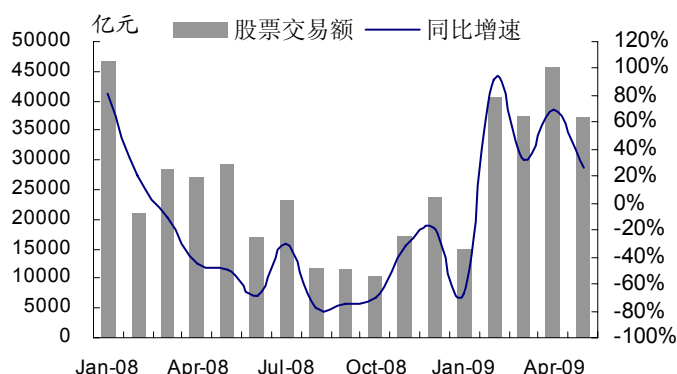
从分类构成来看，股票日均交易额 2060 亿元，同比增长 40%，占总成交金额的 87%，继续维持高位，权证日均成交额 149 亿元，同比下降 48%，基金和债券日均成交金额分别同比增长 21% 和 36%。

图 1：总交易额和同比增速



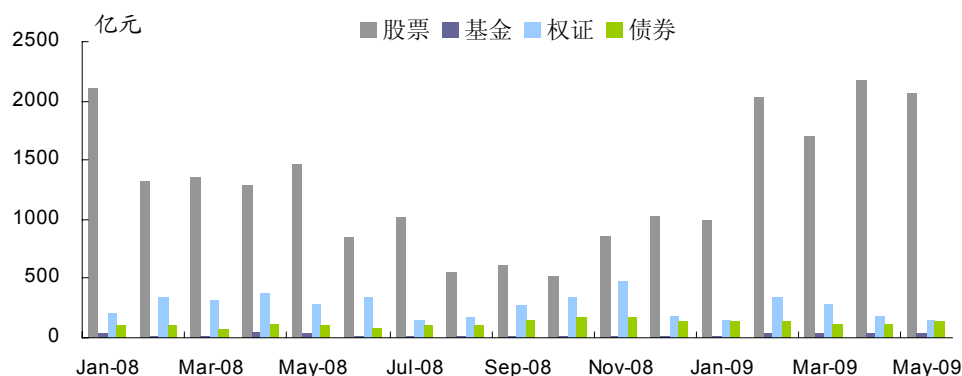
资料来源：招商证券研发中心

图 2：股票交易额和同比增速



资料来源：招商证券研发中心

图 3：股票、基金、权证和债券的日均交易额



资料来源：招商证券研发中心

1-5 月平均日均总交易额达到 2217 亿元，同比增长 13.4%，估计上半年的日均成交额将在 2100 亿左右。我们维持全年交易额前高后低的判断，预计下半年的日均交易量在 1100 亿左右，从而调高全年的交易量假设至 1650 亿，此前我们的假设是 1350 亿。

二季度的市场行情超出了预期，这是我们调整交易量假设的主要原因。一季度信贷的超额投放为市场注入了大量的流动性，四月虽然显著降低至 5918 亿，但同比来看还是处于较高水平，而之前放出的 4.58 万亿贷款基本上是全年的信贷目标的一个提前投放，很大程度上也催化了股票市场的活跃程度的提前表现。

我们调高中信证券和海通证券的 09 年盈利预测至 1.10 元和 0.47 元，对应当前的股价 PE 分别为 24 倍和 32 倍。我们认为当前股价已经反映了高涨的交易量，而我们在 4 月

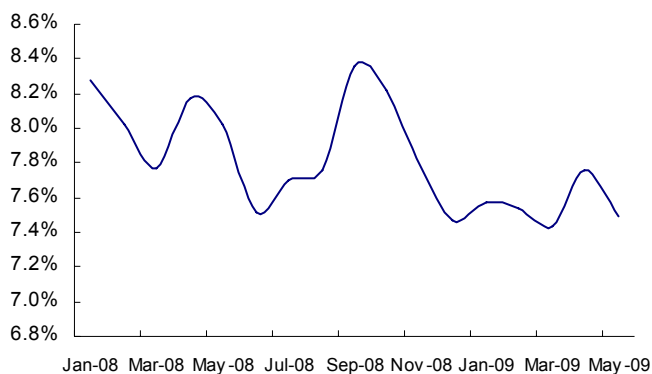
报中曾经指出券商板块在 3 季度的投资机会将主要来自于 08 年同比基数的降低以及 IPO 和创业板对市场的刺激效应。需要指出的是, 虽然 IPO 和创业板推出利好券商股, 但对市场整体行情可能带来一定的抑制作用, 那么券商股虽然跑赢大盘的概率非常大, 但也可能受大盘的牵连, 未必非常强势。

我们维持证券行业中性评级, 维持最大受益于创新业务和目前估值最低的中信证券审慎推荐 A 的评级。

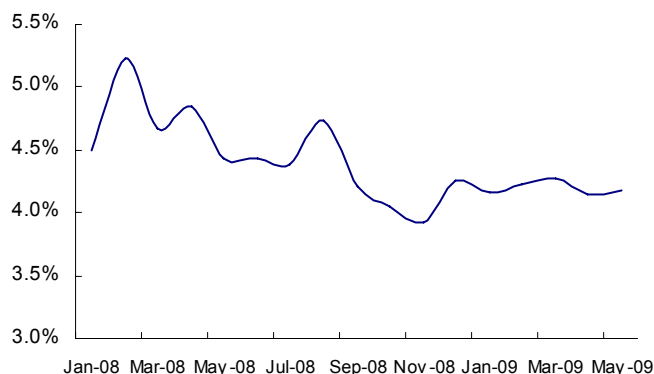
表1: 股票、基金和权证交易额明细

单位: 亿	交易日数	总成交额			日均成交额			股票交易量同比增长
		股票	基金	权证	股票(AB)	股基	股基权	
08-1	22	46530	798	4397	2115	2151	2351	82.04%
08-2	16	21112	341	5360	1319	1341	1676	20.94%
08-3	21	28533	519	6830	1359	1383	1709	-10.88%
08-4	21	26901	935	7968	1281	1326	1705	-45.24%
08-5	20	29467	578	5694	1473	1502	1787	-50.01%
08-6	20	16863	382	6754	843	862	1200	-68.82%
08-7	23	23260	437	3671	1011	1030	1190	-29.63%
08-8	21	11809	283	3454	562	576	740	-78.39%
08-9	19	11542	349	5057	607	626	892	-75.06%
08-10	20	10396	311	6616	520	535	866	-70.41%
08-11	20	17112	414	9610	856	876	1356	-32.04%
08-12	23	23588	484	4275	1026	1047	1232	-18.86%
08 年合计	246	266860	5810	69686	1085	1108	1392	-42.00%
09-1	15	14917	256	2241	994	1012	1161	-67.94%
09-2	20	40390	682	6648	2020	2054	2386	91.32%
09-3	22	37555	701	6434	1707	1739	2031	31.62%
一季度	57	92862	1639	15324	1629	1658	1927	-2.24%
09-4	21	45643	771	3942	2173	2210	2398	70.03%
09-5	18	37076	629	2684	2060	35	149	25.82%

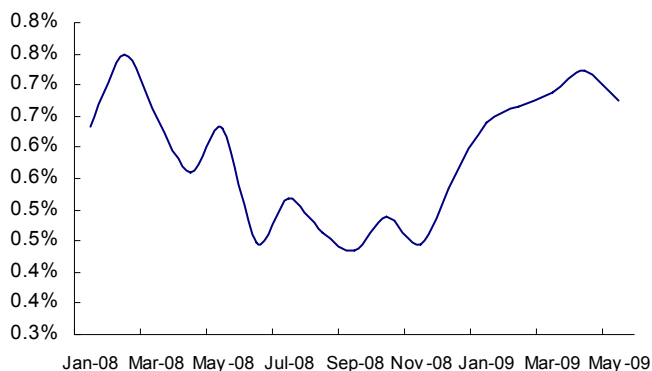
资料来源: WIND, 证交所, 招商证券研发中心

图 4: 中信系券商市场份额


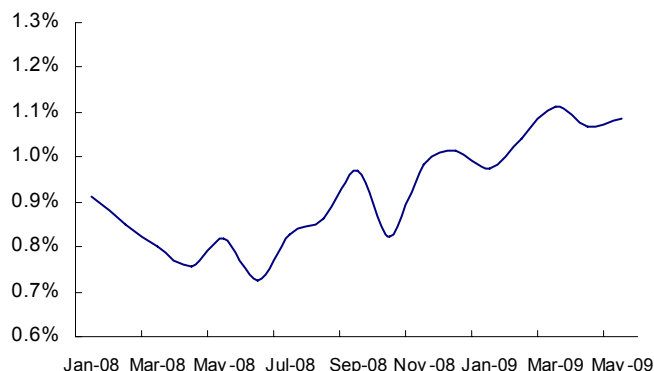
资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 海通证券市场份额


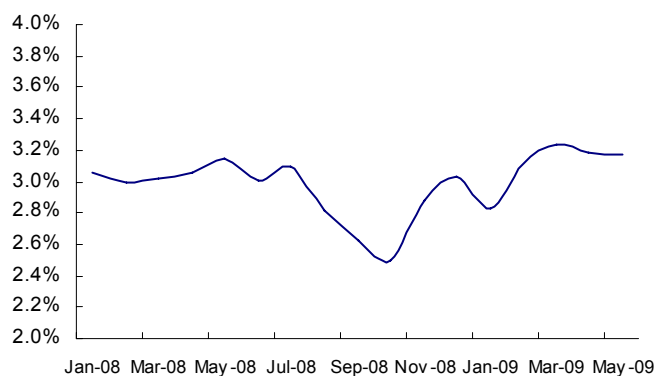
资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 国金证券市场份额


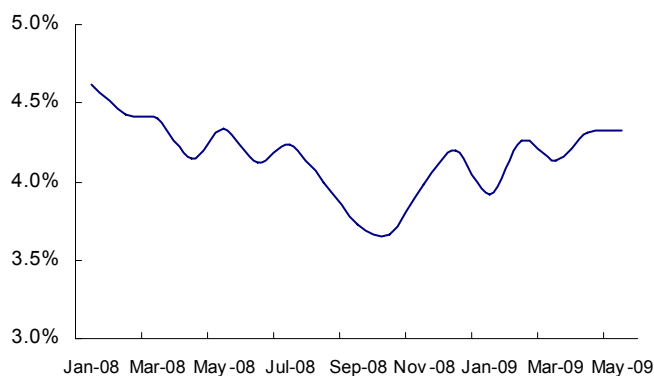
资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 国元证券市场份额


资料来源: 招商证券研发中心

图 8: 光大证券市场份额


资料来源: 招商证券研发中心

图 9: 广发系证券市场份额


资料来源: 招商证券研发中心

二、IPO 重启和创业板有望助推券商行情

1. IPO 重启和创业板推进速度超过预期

5 月 22 日证监会对《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》开始向社会公开征求意见，而当 6 月 5 日征求意见时间结束后，深交所正式发布了《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，6 月 8 日又发布了《深圳证券交易所创业板市场投资者适当性管理实施办法（征求意见稿）》，市场预期 IPO 的重启和创业板的推出均不远矣。

截至 6 月 9 日，09 年全球 IPO 融资总额为 49.7 亿美元，发行项目 125 个，其中中信证券承销了中国忠旺的香港发行，按承销金额计算，在全球排名第四。在目前的股市条件下，无论是券商、拟上市公司都具有迫切的 IPO 重启愿望，而监管层的推进速度也超出市场的预期，这也是券商板块近两周来持续走强的原因。

表 2: 全球 09 年 IPO 承销分布

承销商	排名	市场份额%	金额 (百万美元)	费率	发行数
JP 摩根	1	17.2	857.58	6.16	5
摩根士丹利	2	17	843.21	6.23	6
瑞士银行	3	9.9	490.17	--	2
中信证券	4	8.5	423.40	--	1
美国银行美林	5	7.4	370.27	5.97	4
瑞士信贷集团	6	6.1	305.48	5.80	3
花旗集团	7	4.7	232.11	5.00	2
Al Mal Capital PSC	8	3.3	163.07	--	1
汇丰银行	8	3.3	163.07	--	1
现代证券	10	1.7	85.26	3.27	4
野村控股	11	1.4	70.26	7.33	5
中国银行	12	1.3	66.77	--	1
Wells Fargo Bank NA	13	1.3	66.67	6.25	1
麦格理银行	14	1.3	66.51	--	1
William Blair & Co LLC	15	1.3	64.69	7.00	1
高盛公司	16	1.2	58.06	7.00	1
大宇证券有限公司	17	1.1	55.14	3.08	3
群益证券	18	0.8	40.96	--	5
NH Investment & Securities Co Ltd	19	0.8	40.41	4.38	1
National Commercial Bank	20	0.8	40.00	--	1
Saudi Hollandi Bank	20	0.8	40.00	--	1
教保证券	22	0.8	38.33	--	1
CAPM Investment PJSC	23	0.8	37.44	--	1
三星证券有限公司	24	0.7	36.50	5.26	5
未来资产证券有限公司	25	0.7	33.82	6.31	4
Korea Investment & Securities Co	26	0.6	28.09	3.66	5
元大证券	27	0.5	25.04	--	3
友利投资证券有限公司	28	0.5	24.45	1.91	2
Good Morning Shinhan Securities Co	29	0.4	17.60	8.67	2
Meritz Securities Co Ltd	30	0.3	16.53	3.09	1
Tong Yang Securities Inc	31	0.3	14.81	2.40	1
Kingsway Group	32	0.2	10.11	--	1
大福证券	33	0.2	9.87	--	1
瑞穗金融集团	34	0.2	8.93	8.00	2
台证证券	35	0.2	8.64	--	3
工商东亚	36	0.2	8.13	4.00	1
新鸿基国际有限公司	37	0.2	8.06	2.50	1
SBI E2-Capital Asia Securities Pte Ltd	38	0.1	6.72	3.49	1
Ciptadana Sekuritas	39	0.1	6.08	0.75	1
Indo Premier Securities	39	0.1	6.08	0.75	1

资料来源: 招商证券研发中心

2. 创业板对券商业绩影响较小

创业板推出之初, 市场规模并不会太大, 香港创业板第一年的股票市值为 54 亿, 次年 72 亿, 直到第三年才突破 100 亿。我们估计中国的创业板前三年的市值规模也就在 50-100 亿之间, 而考虑中小型公司的较高估值水平, 实际承销的发行规模较流通市值有 20%-30% 的折价, 券商的承销规模在 35-80 亿之间。

由于创业板公司规模小，不可能按大型 IPO 项目 2% 左右的费率来计算，一般来说，对于小项目，证券公司有一个收费的底线，目前对中小板的项目至少要 2000 万，我们保守估计创业板项目收费底线为 1000 万，那么按平均每个项目 1 亿的融资额计算，券商的承销收入 5-10 亿之间。按中信、海通、广发 20%、8% 和 12% 的承销市场份额计算，收入增加分别为 1-2 亿、0.4-0.6 亿和 0.6-1.2 亿之间，对净利润影响较为有限。

3. IPO 重启助推券商板块短期内超越市场

从 A 股的历史来看，新股发行暂停超过半年的只有两次，分别是 05 年 6 月至 06 年 5 月和 08 年 10 月至今。从上一次 IPO 重启来看，券商板块开始发力是在 3 月，即 IPO 实际重启的 3 个月之前，而券商指数跑赢上证指数的峰值出现在 6 月初，其后两者之间的差距并未进一步拉大，可见当 IPO 实际重启的利好兑现之后，券商板块的上涨动力将逐步消失。

图 10：06 年 IPO 重启后，券商指数大幅超越大盘



资料来源：招商证券研发中心

近期券商股的强势已经有所表现，而这种投资机会有望延续至三季度初，存在交易性机会。但承销收入的增长并不会大幅提升券商的业绩，一旦股价大幅上涨，高估值的风险也会凸显，建议投资者及时关注风险，适时退出。

表 3: 国内上市券商估值

代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
中信证券	1.10	1.10	1.12	-41%	0%	2%	25.7	25.7	25.2	3.3	2.6%	1872
海通证券	0.40	0.47	0.46	-75%	18%	-2%	40.6	34.6	35.3	3.4	8.6%	1336
宏源证券	0.30	0.53	0.41	-78%	77%	-23%	67.2	37.9	49.1	5.3	10.0%	294
太平洋	-0.43	0.23	0.34	-196%	-153%	48%	-	77.9	52.7	18.1	-18.9%	269
东北证券	0.69	0.82	0.87	-64%	19%	6%	45.9	38.6	36.4	7.4	17.9%	184
国元证券	0.36	0.43	0.56	-77%	19%	30%	51.3	42.9	33.0	5.6	11.4%	270
国金证券	1.51	0.92	1.16	14%	-39%	26%	13.3	21.8	17.3	9.0	22.3%	200
长江证券	0.42	0.43	0.45	-70%	2%	5%	43.1	42.1	40.2	6.2	12.0%	303
西南证券	0.07	0.25	0.32	-85%	257%	28%	238.4	66.8	52.2	8.8	7.9%	318
平均	0.49	0.58	0.63	-69%	22%	13%	41.0	40.2	36.1	7.3	8.2%	591.2

资料来源：招商证券研发中心

表 4: 国外上市券商估值

公司名称	价格	EPS08	EPS09	PE	PB	市值(亿)
台湾						
KGI 中信证券	14.1	0.74	1.32	19.0	1.1	357
宝来证券	15.5	-1.23	0.84	--	1.3	331
金鼎证券	9.3	-1.29	--	--	1.0	101
美国						
高盛	149.3	4.67	13.53	31.0	1.5	772
摩根斯坦利	31.0	1.54	3.00	--	1.1	419
雷曼	0.050	7.63	--	--	0.0	0.34
韩国						
三星证券	70300.0	3560.00	4734.42	19.8	1.9	46985
现代证券	14650.0	913.00	1194.67	16.1	1.0	24990
大宇证券	21200.0	887.00	1475.04	23.9	1.7	40301
教保证券	11800.0	455.00	--	25.9	0.8	4248
澳大利亚						
麦格理	37.7	3.10	3.85	12.2	1.2	124
加拿大						
DW	9.3	-1.31	0.19	--	1.4	14
英国						
IAP	444.8	0.28	0.35	16.1	2.6	29
日本						
野村证券	828.0	-364.69	32.192	--	1.4	22060
DAIWA 证券	640.0	-63.16	17.772	--	1.2	8990
SHINKO 证券	314.0	-17.42	--	--	1.0	5108

资料来源：BLOOMBERG

注：市值单位为亿当地货币，价格和 EPS 为单位当地货币

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。