

证券行业

2009 年 6 月 8 日

2009 年 6 月报:

中报超预期和政策利好构成近期投资两条主线

投资要点:

- 2009 年 5 月市场股票基金交易额为 37705 亿元, 同比增加了 25.50%, 环比下降了 18.93%; 本月共 18 个交易日, 日均股票基金交易额为 2095 亿元, 同比增加了 39.44%, 环比下降了 5.42%, 日均股基交易额水平维持高位。
- 2009 年 5 月 A 股市场仍然没有 IPO 融资项目和配股项目, 但市场 IPO 重启开闸在即, 加上三季度末或四季度初创业板正式退出, 下半年券商股票承销业务有望结束今年上半年收入惨淡局面。
- 2009 年 5 月, 券商集合理财产品发行大幅增长, 本月有 6 只产品成立, 总规模为 78.65 亿元, 单只平均规模为 13.11 亿元, 总规模和单只产品平均规模均较上月水平大幅提升; 集合理财产品推出有所加快, 年内集合理财产品数量和规模还有较大提升空间。
- 根据市场成交近况, 我们继续调高日均股基成交额预测, 假设 2009 年和 2010 年, 市场日均股基成交额分别为 1525 亿元和 1683 亿元。可以得出, 未来两年行业经纪业务佣金收入分别为 1132 亿元和 1199 亿元, 同比增幅分别为 26%和 6%。
- 2009 年上半年即将结束, 前 5 个月市场股基日均成交额达到了 1862 亿元, 对于以经纪业务为主要业务收入来源和 2008 年自营微利或出现损失的部分地方性中小券商, 中报超预期的幅度可能较大, 相关个股如东北证券和宏源证券; IPO 重新开闸时间的明朗和创业板推出准备工作的逐步完善, 相关的政策利好给投行业务优势明显券商带来一定的交易性机会, 相关个股如中信证券。

研究员: 詹炜

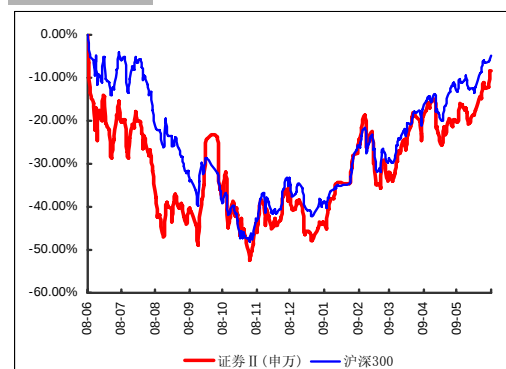
电 话: 025-84457777-400

E-mail: Jerry-zhanwei@hotmail.com

Http://www.htsc.com.cn

地 址: 南京市中山东路 90 号

市场走势



行业评级

推荐 (上调)

相关研究

《5 月报: 经纪业务显著受益股成为短期行业选股主线》

09/05/08

《4 月报: 成交活跃与一季报行情引领行业升势》

09/04/12

《3 月报: 市场成交剧增伴随震荡加剧, 行业风险不断累积》

09/03/11

重点公司

名称	收盘价	评级	08 EPS	09 EPS	10 EPS	08 P/E	09 P/E	10 P/E	08 P/B	目标价
中信证券	28.20	推荐 (上调)	1.10	1.08	1.17	25.64	26.17	24.07	3.39	29.09
海通证券	16.38	观望 (维持)	0.39	0.46	0.49	42.15	35.67	33.49	3.52	16.07
国金证券	19.69	观望 (维持)	1.32	0.51	0.60	14.89	32.67	16.34	4.55	21.09
长江证券	17.86	观望 (维持)	0.42	0.56	0.68	42.52	31.83	26.31	6.49	16.83
宏源证券	20.02	推荐 (维持)	0.30	0.81	0.90	66.96	24.81	22.20	5.88	24.21
东北证券	30.09	推荐 (维持)	0.71	1.04	1.07	42.38	29.04	28.19	7.76	36.27

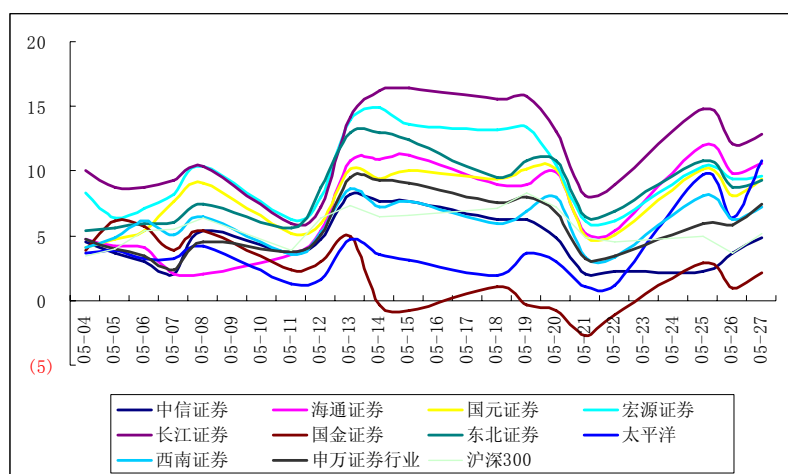
一、5月行业最新数据及其点评	3
1. 5月及中长期行业指数及成份股走势比较	3
2. 经纪业务：股基日均交易额水平维持高位	4
3. 承销业务：静待 IPO 重新开闸和创业板推出	5
4. 资产管理业务：年内数量和规模还有较大提升空间	6
二、2009-2010 年行业主要业务收入预测.....	7
三、行业及个股投资策略：三条个股投资主线	9
图表 1 2009 年 5 月上市券商、券商行业和市场指数走势比较	3
图表 2 上市券商、行业指数与沪深 300 指数期间收益比较	3
图表 3 2009 年 5 月股基日均交易额维持高位	4
图表 4 综合性大券商仍占据经纪业务主体地位	5
图表 5 2009 年 5 月 A 股市场股票融资额及费用仍维持低位	5
图表 6 5 月券商股票承销业务表现一览（只考虑现金认购项目）	6
图表 7 中期票据发行大幅萎缩拖累企业相关债券发行规模	6
图表 8 2009 年 5 月券商集合理财产品发行数量和规模	7
图表 9 集合理财产品总净值规模前 10 大券商	7
图表 10 2009-2010 年行业盈利估值假设基础	8
图表 11 2009-2010 年证券行业经纪业务收入预测	8
图表 12 敏感性分析显示 2009 年经纪业务收入波动幅度较小	8
图表 13 2009-2010 年证券行业承销业务收入预测	9
图表 14 2008 年上市券商业务结构和年末自营权益类资产配置比较	10
图表 15 2009-2010 年证券行业重点上市公司估值水平比较	11

一、5月行业最新数据及其点评

1. 5月及中长期行业指数及成份股走势比较

2009年5月，沪深300指数和申万证券行业指数（简称“行业指数”）分别上涨了5.22%和上涨了7.41%。行业指数成份股中，涨幅最大的为长江证券，本月上漲了12.84%，其次为太平洋（证券），月度涨幅为10.84%，仅次于前两者的为海通证券，月度涨幅为10.63%。行业涨幅最小的为国金证券和中信证券，本月分别上涨了2.11%和4.87%。

图表1 2009年5月上市券商、券商行业和市场指数走势比较



资料来源：WIND

本月，行业指数相对于沪深300指数的超额收益为2.19%，行业指数涨幅超过沪深300指数涨幅水平，行业股票及行业指数本月日收益率标准差显著高于沪深300指数相应水平，证券行业高Beta值特性得到体现。本月行业利好消息不断，IPO重启、创业板等，对行业指数上涨起了一定推动作用。

图表2 上市券商、行业指数与沪深300指数期间收益比较

券商名称	本月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	1年涨跌幅	本月标准差
中信证券	4.87	19.00	30.01	(25.73)	1.99
海通证券	10.63	25.89	67.65	(42.41)	3.44
国元证券	9.41	27.54	55.06	(27.70)	2.32
宏源证券	9.61	37.42	45.56	(21.16)	2.95
长江证券	12.84	38.03	50.56	(32.61)	3.38
国金证券	2.11	33.12	63.92	(26.38)	2.66
东北证券	9.28	47.49	111.22	(6.67)	2.64
太平洋	10.84	29.59	16.11	(35.35)	2.69
西南证券	7.19	50.57	91.91	14.48	1.70

申万证券行业	7.41	26.78	48.19	(22.05)	2.28
沪深 300	5.22	28.93	50.81	(23.58)	1.41

资料来源：WIND，华泰证券研究所

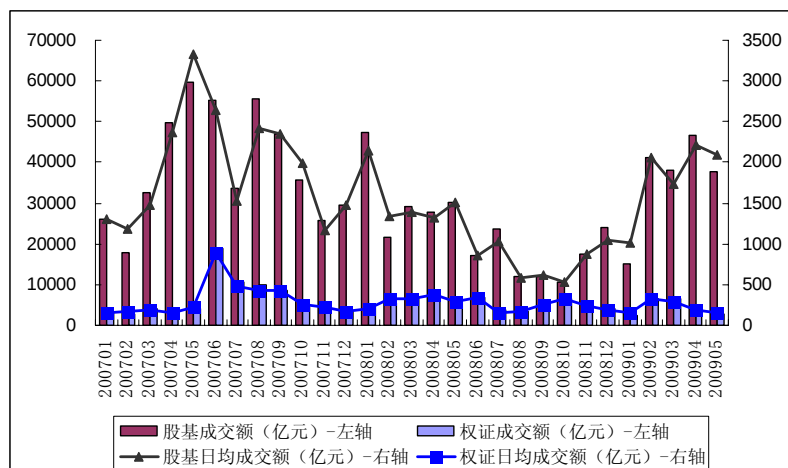
2. 经纪业务：股基日均交易额水平维持高位

2009 年 5 月市场股票基金交易额创年内新高，全月股票、基金、权证交易额为 40389 亿元，其中：

股票基金交易额为 37705 亿元，同比增加了 25.50%，环比下降了 18.93%；本月共 18 个交易日，日均股票基金交易额为 2095 亿元，同比增加了 39.44%，环比下降了 5.42%。

权证交易额为 2684 亿元，同比下降了 52.76%，环比下降了 31.92%；日均权证交易额为 149 亿元，同比下降了 47.51%，环比下降了 20.58%。两市权证数量减少，加上杠杆水平（权证最大涨跌幅/正股最大涨跌幅）较低等制约作用，权证交易额水平本月继续大幅下滑。

图表 3 2009 年 5 月股基日均交易额维持高位



资料来源：WIND

综合性大券商仍稳居经纪业务主体地位：中信系（包括中信证券、中信建投、中信金通和中信万通）、华泰系（包括华泰证券、联合证券和信泰证券）和银河证券占据股票交易市场份额的前三名，而中信系、华泰系和国泰君安占据经纪业务交易市场份额（含股票、基金、权证和债券现券交易额）的前三名。本月经纪业务交易和股票交易排名前 5 位券商总的市场份额触底回升，占比分别为 29.95%和 29.23%，前 5% 的综合类大券商仍然占据着经纪业务的主体地位。

上市券商中，宏源证券和太平洋（证券）近三个月股票交易市场份额继续保持上升态势，并较 08 年水平有显著提升；而拟上市券商中，招商证券近三个月以来股票交易市场份额也保持较强上升态势。

图表 4 综合性大券商仍占据经纪业务主体地位

	经纪业务市场份额				股票交易市场份额			
	5 月	4 月	3 月	08 年	5 月	4 月	3 月	08 年
中信系	8.165	7.856	7.510	8.127	8.452	8.320	8.251	8.494
华泰系	5.894	5.992	6.525	7.106	5.660	5.685	5.910	6.090
银河证券	5.594	5.674	5.731	6.305	5.554	5.603	5.678	5.816
国泰君安	5.884	5.912	6.516	7.183	4.915	4.908	5.091	5.191
国信证券	4.415	4.418	4.189	4.217	4.649	4.650	4.480	4.601
前 5 券商合计	29.95	29.85	30.47	32.94	29.23	29.17	29.41	30.19
海通证券	4.235	4.201	4.312	4.598	4.154	4.197	4.254	4.333
长江证券	1.653	1.737	1.647	1.462	1.451	1.484	1.451	1.449
宏源证券	1.325	1.320	1.301	1.024	1.336	1.325	1.310	1.036
国元证券	1.099	1.079	1.122	0.882	1.118	1.092	1.102	0.952
国金证券	0.684	0.731	0.694	0.578	0.744	0.800	0.793	0.706
东北证券	0.717	0.726	0.666	0.641	0.777	0.782	0.745	0.752
西南证券	0.570	0.563	0.550	0.537	0.598	0.599	0.587	0.556
太平洋	0.280	0.265	0.254	0.221	0.307	0.290	0.289	0.258
光大证券	3.221	3.230	3.263	3.047	3.053	3.084	3.185	3.343
招商证券	3.966	3.935	3.941	3.983	3.971	3.915	3.893	3.846
广发证券	4.381	4.370	4.176	4.322	4.645	4.624	4.575	4.829

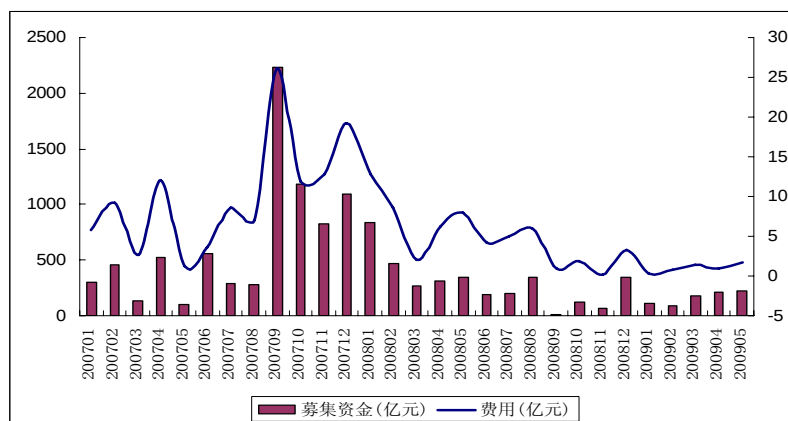
资料来源：WIND

注：前 5 券商排名以股票交易市场份额为准，广发证券含广发华福证券市场份额数据

3. 承销业务：静待 IPO 重新开闸和创业板推出

2009 年 5 月 A 股市场仍然没有 IPO 融资项目和配股项目，但市场 IPO 重启开闸在即，加上三季度末或四季度初创业板正式退出，下半年券商股票承销业务有望结束今年上半年收入惨淡局面。

图表 5 2009 年 5 月 A 股市场股票融资额及费用仍维持低位



资料来源：WIND

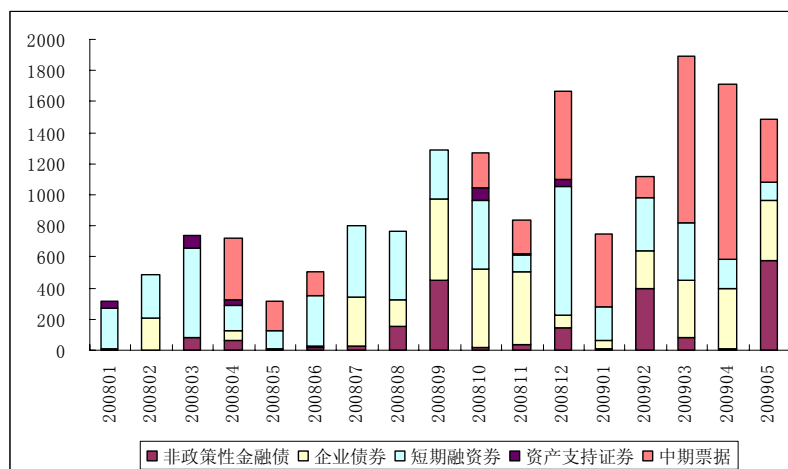
本月共完成 12 个增发项目，募集资金 228.76 亿元，扣除发行费用后实际募集资金 227.02 亿元，股票融资总额同比下滑了 31.13%，环比上升了 21.39%。12 个增发项目中，现金认购项目为 7 个，募集资金总额为 39.03 亿元，发行费用 1.21 亿元，券商股票承销业务收入仍维持低位，但承销费率水平较上月的 1.94% 上升至本月的 3.09%。

图表 6 5 月券商股票承销业务表现一览（只考虑现金认购项目）

公告日期	股票名称	募集资金总额（亿元）	费用（亿元）	费率	主承销商
2009-5-4	青岛软控	6.08	0.19	3.16%	西南证券
2009-5-9	丹化科技	11.00	0.19	1.71%	安信证券
2009-5-18	西部材料	5.05	0.20	3.92%	西南证券
2009-5-22	瑞泰科技	2.55	0.14	5.53%	安信证券
2009-5-23	龙净环保	6.34	0.17	2.72%	国金证券
2009-5-25	东方锆业	3.06	0.16	5.23%	广发证券
2009-5-26	同济科技	4.95	0.15	3.09%	长江证券
合计	7 家	39.03	1.21	3.09%	

资料来源：WIND

图表 7 中期票据发行大幅萎缩拖累企业相关债券发行规模



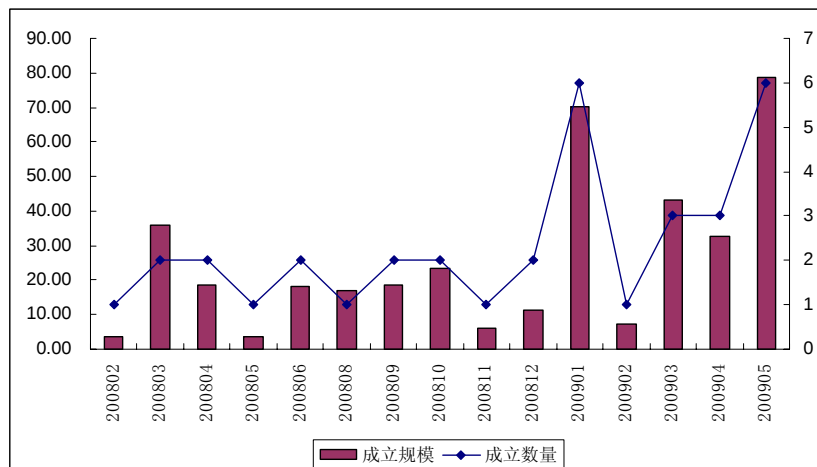
资料来源：中国债券信息网

本月债券发行额规模有所下调，市场债券发行额为 6122 亿元，环比下降了 29%。其中，企业相关债券（统计口径为非政策性金融债、企业债券、短期融资券、资产支持证券和中期票据之和）发行额为 1483 亿元，环比减少了 13%，而同比升幅达到了 377%，且较 2008 年月度平均 809 亿元的发行额上升了 83%，中期票据发行规模大幅下滑是企业相关债券发行规模下滑的主要原因。

4. 资产管理业务：年内数量和规模还有较大提升空间

2009年5月，券商集合理财产品发行大幅增长，本月有6只产品成立，分别为中信证券的伞形产品（含中信优选成长、中信积极配置、中信稳健收益，分别为股票型、混合型和债券型）、华泰、中投和安信证券的债券型产品，成立总规模为78.65亿元，平均规模为13.11亿元，总规模和单只产品平均规模均较上月水平大幅提升。

图表 8 2009年5月券商集合理财产品发行数量和规模



资料来源：WIND

根据 WIND 统计数据，市场现存券商集合理财产品共 58 只，资产净值总规模为 698 亿元，其中今年新发基金带来的增量资金达 229 亿元，净值总规模较 2008 年底 427 亿元净值规模增长了 44.96%。此外，还有 6 只券商理财产品处于产品推广期，包括 2 只股票型和 4 只混合型产品，集合理财产品推出有所加快，年内集合理财产品数量和规模还有较大提升空间。

图表 9 集合理财产品总净值规模前 10 大券商

2008 年排名	券商名称	集合理财产品数量	总净值规模	单位产品净值规模
1	中信证券	6	125.61	20.94
2	华泰证券	7	86.36	12.34
3	国泰君安	2	67.61	33.81
4	光大证券	4	63.75	15.94
5	招商证券	2	53.41	26.71
6	中金公司	6	52.70	8.78
7	东方证券	3	36.03	12.01
8	国信证券	3	33.88	11.29
9	广发证券	2	31.22	15.61
10	兴业证券	1	18.78	18.78

资料来源：WIND

二、2009-2010 年行业主要业务收入预测

基于上述行业最新数据，以及国内宏观经济面的因素，我们对 2009-2010 年做出如下估计：

2009 年和 2010 年上证综合指数分别收于 3000 点和 3600 点，国内 GDP 名义增速分别为 9.80% 和 9.72%（参考最新 IMF 预测数据）。

图表 10 2009-2010 年行业盈利估值假设基础

假设项	2008	2009E	2010E
GDP 名义增速	20.49%	9.80%	9.72%
上证综指收盘点位	1821	3000	3600

资料来源：华泰证券研究所

根据市场成交近况，我们继续调高日均股基成交额预测，假设 2009 年和 2010 年，市场日均股基成交额分别为 1525 亿元和 1683 亿元。可以得出，未来两年行业经纪业务佣金收入分别为 1132 亿元和 1199 亿元，同比增幅分别为 26% 和 6%。

图表 11 2009-2010 年证券行业经纪业务收入预测

	2007	2008	2009E	2010E
GDP（亿元）	249,530	300,670	330,137	362,220
证券化率	135.00%	40.32%	61.72%	70.20%
证券市场市值（亿元）	336,866	121,238	203,750	254,280
换手率	220.00%	120.00%	230.00%	180.00%
股基成交额（亿元）	468,896	274,862	373,736	412,226
交易天数	242	246	245	245
股基日均成交额（亿元）	1,938	1,117	1,525	1,683
权证日均成交额（亿元）	321	282	226	113
债券现券成交额（亿元）	86	124	174	243
综合佣金率水平	0.16%	0.12%	0.12%	0.12%
经纪业务收入（亿元）	1,759	899	1,132	1,199
经纪业务收入增长率		-49%	26%	6%

资料来源：华泰证券研究所

由于经纪业务收入对市场指数收盘点位和换手率高度敏感，我们对其进行相应的敏感性分析。结果表明，在换手率和上证综指收盘点位上下浮动 10% 左右的情况下，2009 年行业经纪业务收入基本稳定在 1039-1312 亿元区间（对应日均股基成交额 1368-1833 亿元）。

图表 12 敏感性分析显示 2009 年经纪业务收入波动幅度较小

换手率	2009 年底上证综指收盘点位				
	3600	3300	3000	2700	2400
270.00%	1,420	1,354	1,288	1,222	1,156
260.00%	1,376	1,312	1,249	1,185	1,122

250.00%	1,332	1,271	1,210	1,149	1,087
240.00%	1,288	1,229	1,171	1,112	1,053
230.00%	1,244	1,188	1,132	1,075	1,019
220.00%	1,200	1,146	1,093	1,039	985
210.00%	1,156	1,105	1,054	1,002	951

资料来源：华泰证券研究所

预计 2009 年、2010 年市场股票融资额分别为 1321 亿元和 2173 亿元，同比涨幅分别为-62%和 65%；（由券商承销的）企业债券融资额分别为 3301 亿元和 3984 亿元，同比增幅分别为 25%和 21%；承销业务收入分别为 59 亿元和 83 亿元，同比增幅分别为-26%和 39%。

图表 13 2009-2010 年证券行业承销业务收入预测

	2007	2008	2009E	2010E
GDP（亿元）	249,530	300,670	330,137	362,220
股票融资/GDP	3.20%	1.17%	0.40%	0.60%
股票融资额（亿元）	7,985	3,518	1,321	2,173
股票融资费用率	1.20%	1.40%	1.50%	1.60%
股票承销收入（亿元）	96	49	20	35
企业债融资/GDP	0.70%	0.88%	1.00%	1.10%
企业债融资额（亿元）	1,747	2,631	3,301	3,984
企业债融资费用率	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
企业债券承销收入（亿元）	21	32	40	48
承销业务收入（亿元）	117	81	59	83
承销业务收入增长率		-31%	-26%	39%

资料来源：华泰证券研究所

三、行业及个股投资策略：中报超预期和政策利好构成投资主线

2009 年上半年即将结束，前 5 个月市场股基日均成交额达到了 1862 亿元，不仅大幅高于 2008 年 1110 亿元的水平，且仅稍低于 2007 年大牛市 1939 亿元的水平，交易额水平大幅高于市场预期水平。对于以经纪业务为主要业务收入来源的部分地方性中小券商，中报超预期的幅度可能较大；此外，2008 年券商自营业务风险在 2 季度逐步开始暴露，而现在上市券商基本在自营业务上都保持偏谨慎的投资风格，特别是部分在 2008 年自营微利或出现损失的地方性券商，今年较有可能出现显著的增长。中报超预期行情构成了近期投资主线之一，相关个股如东北证券和宏源证券。

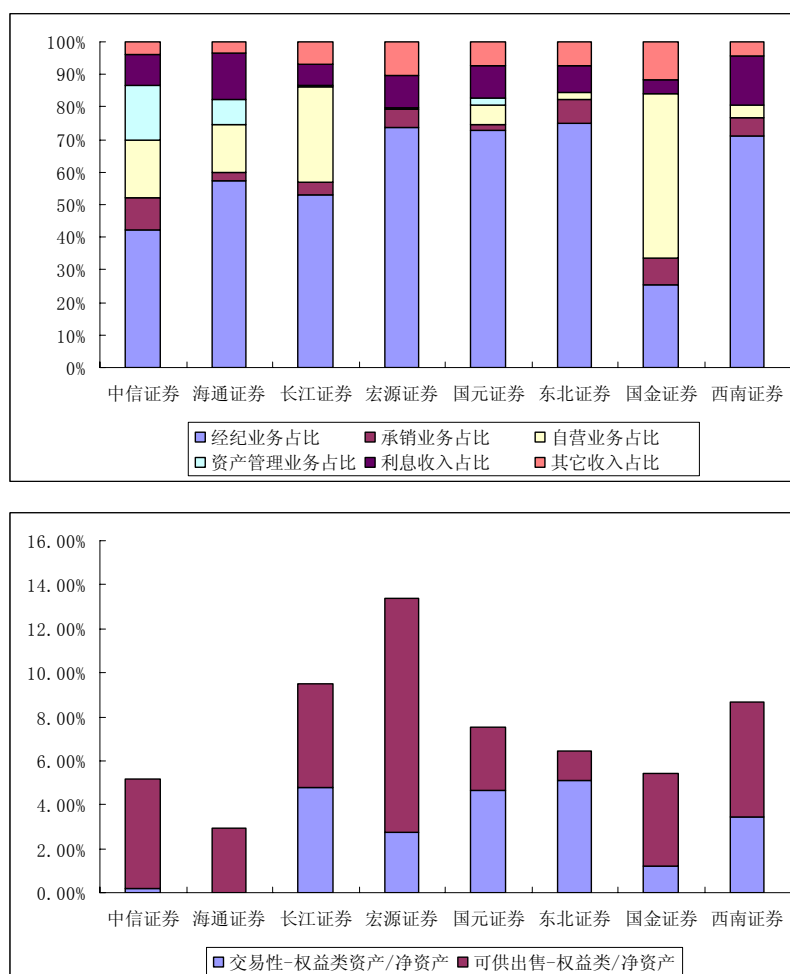
近期投资另一条主线则来自于 IPO 重新开闸时间的明朗和创业板推出准备工作的逐步完善，相关的政策利好给投行业务优势明显券商带来一定的交易性机会，相关个股如中信证券。但考虑到投行业务收入占现有上市券商业务收入比重不高，加上上半年投行业务极度萎缩带来

的较低基数，IPO 重新开闸和创业板推出对上市券商投行业务贡献有限，

东北证券仍是行业受益成交回暖的最显著的公司：短期内，投资者仍可以关注东北证券，它的佣金率水平一直维持较高水平，经纪业务收入占比也处于行业较高水平，使得公司业绩对市场交易额表现出更高的弹性，市场成交回暖显著利好于公司；公司流通股本仅为 1.75 亿股，仅高于国金证券水平，更易受市场资金的关注，维持公司“推荐”评级。

宏源证券经纪业务市场份额大幅提升弥补佣金率下滑负面影响：公司 2008 年采取“佣金换市场”战略，综合佣金率大幅下滑，而股票交易市场市场份额自 1 月的 0.75% 直线上升至 12 月的 1.29%。公司 2009 年以来月度股票交易市场份额延续上升态势，且综合佣金率水平较去年四季度出现反弹，目前公司综合佣金率水平在上市券商中仅次于东北证券和太平洋（证券）。公司将显著受益于 2-4 季度市场交易同比大幅增长；此外，公司 2008 年末自营资产中权益类资产/净资产占比显著高于其他上市券商，在市场反弹中受益更大，维持公司“推荐”评级。

图表 14 2008 年上市券商业务结构和年末自营权益类资产配置比较



资料来源：WIND

图表 15 2009-2010 年证券行业重点上市公司估值水平比较

券商名称	总股本 (亿股)	股价 (元)	分类监管 评级	08 EPS (元)	09 EPS (元)	10 EPS (元)
中信证券	66.30	28.20	A 类 AA 级	1.10	1.08	1.17
海通证券	82.28	16.38	A 类 AA 级	0.39	0.46	0.49
国金证券	5.81	19.69	A 类 A 级	1.32	0.51	0.60
长江证券	16.75	17.86	B 类	0.42	0.56	0.68
宏源证券	14.61	20.02	A 类 A 级	0.30	0.81	0.90
东北证券	5.81	30.09	B 类	0.71	1.04	1.07
国元证券	14.64	18.25	A 类 A 级	0.36	0.58	0.61
西南证券	19.04	16.81	B 类	0.07	0.30	0.31
券商名称	08 PE (倍)	09 PE (倍)	10 PE (倍)	08 PB (倍)	目标价 (元)	公司 投资评级
中信证券	25.64	26.17	24.07	3.39	29.09	推荐
海通证券	42.15	35.67	33.49	3.52	16.07	观望
国金证券	14.89	32.67	16.34	4.55	21.09	观望
长江证券	42.52	31.83	26.31	6.49	16.83	观望
宏源证券	66.96	24.81	22.20	5.88	24.21	推荐
东北证券	42.38	29.04	28.19	7.76	36.27	推荐
国元证券	50.69	31.71	29.79	5.65	17.27	观望
西南证券	240.14	55.72	53.81	9.65	12.07	观望

资料来源：华泰证券研究所（注：股价取自 2009 年 6 月 10 日收盘价）

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- | | |
|----|------------|
| 增持 | : 超越大盘; |
| 中性 | : 基本与大盘持平; |
| 减持 | : 明显弱于大盘。 |

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- | | |
|----|-----------------------|
| 买入 | : 相对强于市场表现15%以上; |
| 推荐 | : 相对强于市场表现5% ~ 15%; |
| 观望 | : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动; |
| 卖出 | : 相对弱于市场表现5%以下。 |

免责条款

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。