



湘财证券研究所

邓润秋

Tel: 021-68634518-8650

E-Mail: drq2687@xcsc.com

投资要点：

- 从 08 年 4 季度至今，市场出现了一波资金推动型加政策刺激型的反弹。证券公司股价均呈现大幅上涨的态势，但是券商板块的整体涨幅略低于大盘涨幅。
- 2009 年 1-5 月券商业务的概况：2009 年前 5 个月股基权交易额因市场出现放量上涨有所上升，为 4.20 万亿元，较 08 年前 5 个月的 3.82 万亿元同比增长 9.86%，但是经纪业务市场份额竞争加剧，佣金率仍呈下跌态势。由于自营风格的谨慎，大部分券商并未踏准这波行情。投行业务大幅萎缩，但债券发行成为亮点；资产管理规模有所放大，截至今年 6 月，今年一共有 15 家券商的 19 只集合理财产品成立，受托资产管理资金合计已达到了 232.45 亿元。
- 从换手率水平处于牛熊之间，以及外来资金入场推动股市的热情在递减的角度判断，09 年市场日均股票交易额在 1000-1200 亿附近属于大概率事件。
- 对证券行业整个 09 年的判断：预期全年市场的日均交易额较 08 年有效放大，佣金率会持续下滑，但是下滑的速率会减缓，由此判断经纪业务增长的可能性较大。由于券商自营投资规模和投资收益的不确定性，导致今年自营业务收益的不确定增大。伴随着 IPO 重启和创业板的推出，预计 09 年下半年投行业务增长较快。09 年上半年券商资产管理业务增长迅速，再加上监管层的放宽意图明显，预计资产管理业务进入较快成长期。
- 伴随着市场的回暖，交易额的上升，在 IPO 重启、创业板推出和融资融券业务的触发下，券商业绩上升的趋势明朗。券商股 09 年以来区间涨幅落后于指数，走势上存在补涨要求。在上述判断下，我们认为，目前投资证券股具有一定安全边际，投资机会也较大。维持对中信证券推荐和海通证券谨慎推荐的判断。

目 录

1. 证券行业业绩回顾.....	3
1) 经纪业务.....	3
2) 自营业务.....	5
3) 投行业务.....	6
4) 资产管理业务.....	7
2. 09 年市场日均股票交易额在 1000-1200 亿附近属于大概率事件.....	8
3. 证券行业 09 年表现预测.....	8
1) 经纪业务增长可能性较大.....	8
2) 自营业务不确定性大.....	9
3) 投行业务或增长较快.....	9
4) 资产管理业务步入成长期.....	10
5) 对整个行业的评级为谨慎乐观.....	10
4. 关注的重点个股点评.....	11
1) 中信证券：推荐.....	11
2) 海通证券：谨慎推荐.....	12
3) 国元证券：中性.....	13
4) 国金证券：中性.....	14

图 表 目 录

图 1：证券市场交易额及其结构.....	3
图 2：新增开户数和持仓帐户数变动情况.....	4
图 3：08 年 1 月至 09 年 5 月上证指数涨跌幅.....	5
图 4：证券公司投行业务融资总额的结构.....	6
图 5：中信证券投行业务 08 年收入结构.....	6
图 6：日均股票交易额.....	8
图 7：偏股型基金（包括股票型、混合型和保本型）募集资金的规模和新增开户数.....	8
图 8：券商佣金率变化（以股基权交易为基础）.....	9
表 1：券商市场份额前 30 名比较（以股基交易为基础）.....	4
表 2：已过会但未发行的部分 IPO 项目.....	10
表 3：中信证券盈利预测.....	11
表 4：海通证券盈利预测.....	12
表 5：国元证券盈利预测.....	13
表 6：国金证券盈利预测.....	14

1. 证券行业业绩回顾

2009年前5个月，市场出现了一波资金推动型加政策刺激型的反弹。今年1-5月，人民币各项贷款增加5.84万亿元，同比增加3.72万亿元。政策层面上，国家4万亿投资刺激计划，十大产业振兴规划，区域振兴规划和产业振兴规划实施细则等共同推动了沪深指数前5月近44.09%的上涨。受以上因素影响，证券公司股价均呈现大幅上涨的态势，但是券商板块的整体涨幅略低于大盘涨幅。

个股方面，一季度9家上市券商合计实现净利润38.21亿元，同比下降了16.06%。其中海通证券、宏源证券、东北证券、国元证券、太平洋和西南证券业绩实现同比增长，而中信证券虽然实现净利润15.04亿元，占整个上市券商利润的39.36%，但是其业绩同比下降40%，国金证券净利润同比下降72%，两公司业绩均低于市场预期。

1) 经纪业务

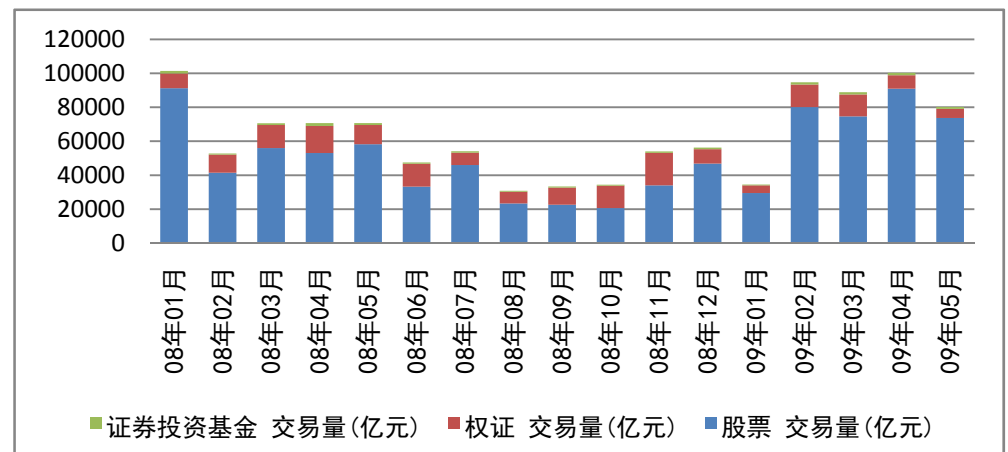
2009年前5月股基权交易额因市场出现放量上涨有所上升，为4.20万亿元，较08年前5个月的3.82万亿元同比增长9.86%（图1）。

按照交易额的结构来讲，股票交易额为3.00万亿元，同比增长16.33%，基金交易额为0.57万亿，同比减少5.52%，权证交易额为0.44万亿元，同比下降了2.71%（图1）。同时，权证交易额的比例也有所下降，从去年前5个月的占比15.76%下降至今年前5月的10.45%。

今年前5月，新增开户数呈现下落态势，在2月份的开户数达到局部峰值；与此同时，持仓帐户数却持续走高（图2）。

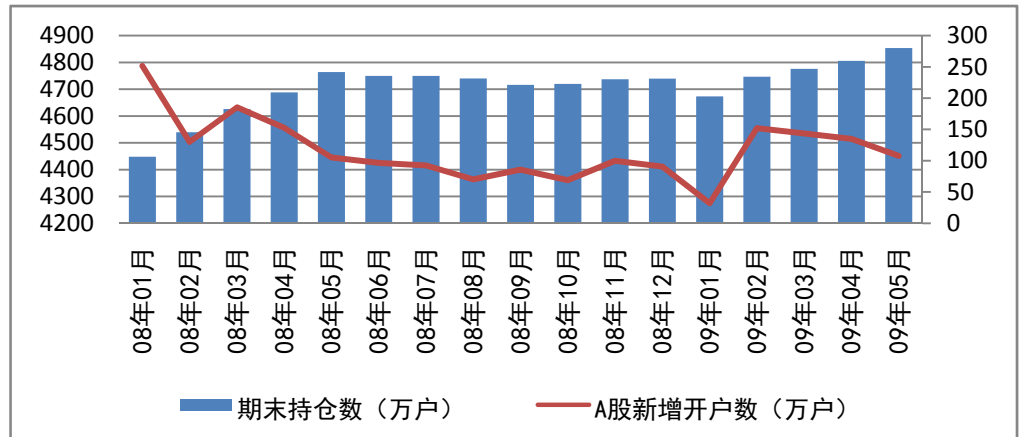
从证券公司的市场份额来看，前10名的券商的市场份额大部分出现了一定程度的下滑，且名次也有部分下滑，说明经纪业务的竞争带来了市场行业的集中度的分散。（表1）

图1：证券市场交易额及其结构



数据来源：沪深交易所、湘财证券研究所

图 2：新增开户数和持仓帐户数变动情况（右轴为新增开户数的标尺）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

表 1：券商市场份额前 30 名比较（以股基交易为基础）

券商名称	市场份额（08 年）	券商名称	市场份额（09 年前 5 月）
中信证券（合并）	7.98	中信证券（合并）	8.05
中国银河证券	6.02	中国银河证券	5.84
国泰君安证券	5.08	国泰君安证券	5.00
国信证券	4.56	国信证券	4.54
申银万国证券	4.38	海通证券	4.16
海通证券	4.23	广发证券	4.01
广发证券	4.08	招商证券	3.97
华泰证券	3.86	申银万国证券	3.93
招商证券	3.72	华泰证券	3.63
光大证券	3.41	光大证券	3.14
中国建银投资证券	2.64	齐鲁证券	2.59
安信证券	2.13	中国建银投资证券	2.59
齐鲁证券	2.02	安信证券	2.42
联合证券	1.71	方正证券	1.80
东方证券	1.58	联合证券	1.67
兴业证券	1.50	东方证券	1.48
长江证券	1.32	长江证券	1.42
中金公司	1.32	兴业证券	1.41
方正证券	1.22	宏源证券	1.37
华西证券	1.21	华西证券	1.25
中银国际证券	1.11	国元证券	1.10
宏源证券	1.09	中银国际证券	1.04
国元证券	0.98	中金公司	1.04
湘财证券	0.95	湘财证券	1.00

东吴证券	0.94	浙商证券	0.98
财通证券	0.93	财通证券	0.98
长城证券	0.91	东吴证券	0.95
平安证券	0.88	信达证券	0.93
浙商证券	0.79	长城证券	0.89
南京证券	0.78	河北财达证券	0.89

数据来源: Vsat 财经, 湘财证券研究所

2) 自营业务

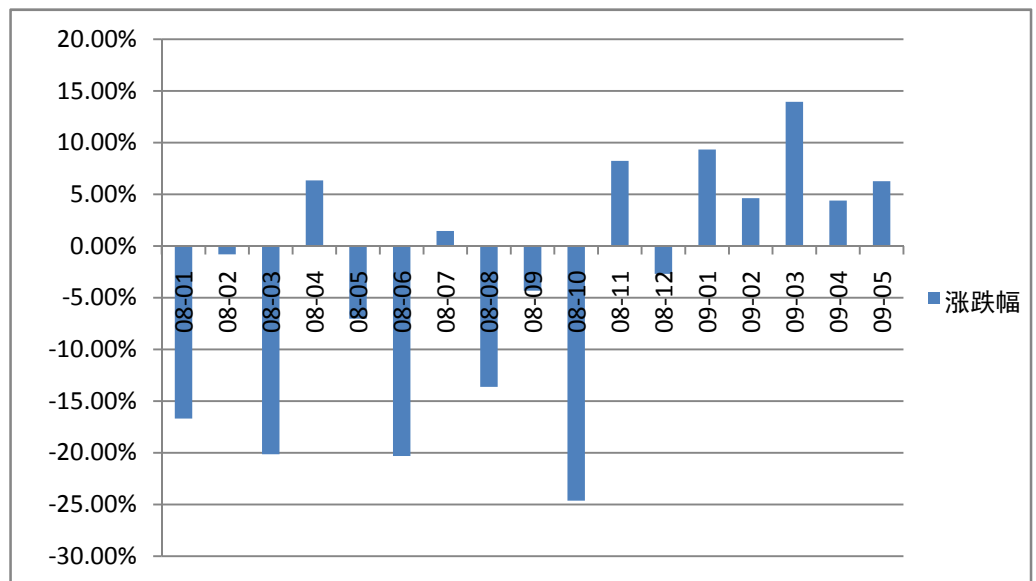
2008 年的证券市场几乎呈单边下跌的态势(图 3), 从 08 年券商各项业务的统计来看, 对券商的盈利影响最大的是经纪业务和自营业务, 而自营业务很大程度决定了券商业绩的好坏。08 年 63 家券商的公允价值变动收益为负值, 全行业累计亏损达 254.49 亿元, 同比降幅达 232.91%, 投资收益也出现较大下滑, 同比降幅达 59.32%, 可见自营业务是券商业绩下滑的最重要因素之一。

09 年一季度上证指数涨幅达 27.90%, 但是据 9 家上市公司公布的一季报显示, 自营业务并未出现相应的增长。其中中信证券、国金证券、长江证券和宏源证券的自营收入同比下降分别为 76.91%、77.85%、46.5%和 9.24%, 环比降幅也较大, 分别为 47.03%、88.60%、78.63%和 81.32%。券商自营收入下滑的主要原因是投资品种集中在债券, 持有股票仓位较低。

以中信证券为例, 09 年一季度, 公司过于谨慎的自营风格、过少的交易类金融资产使得公司未能分享市场回暖所带来的收益。09 年一季度末公司交易性金融资产减少约 1.11 亿元, 但可供出售金融资产减少了 112.50 亿元, 说明了公司对一季度后的证券市场观点更趋保守。同时由于持有的债券品种在一季度产生的浮亏, 使得公司一季度自营业务收入仅为 2.66 亿元。

由于一季度之后, 市场仍保持着上涨态势, 这为证券公司自营业务中的股票投资收益提高了很好的市场环境。但是由于各个证券公司的自营风格和自营规模各异, 今年以来上涨的市场对券商自营的收益影响程度有多大还要等待进一步的数据考证。

图 3: 08 年 1 月至 09 年 5 月上证指数涨跌幅



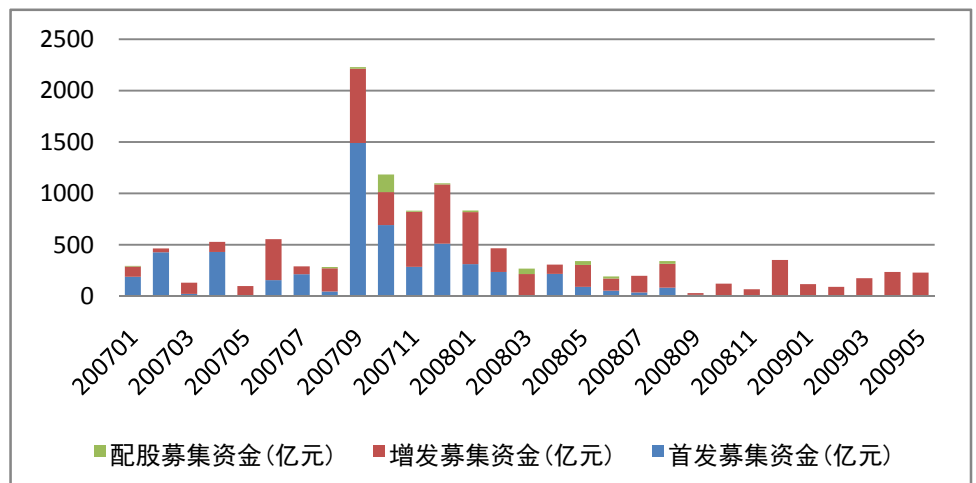
资料来源: 湘财证券研究所

3) 投行业务

08 年券商投行业务严重萎缩，特别是在下半年，新股 IPO 关闸，以新股承销为主要收入的投行业务遭遇到了业绩的大幅下滑。据 Wind 显示，08 年 IPO 融资总额为 1040.05 亿元，同比下降了 23.33%，承销家数仅为 77 家。除了 IPO 融资额的下滑，增发、配股的融资额也出现了大幅的下滑（图 4）。伴随着融资额的下滑，其承销收入也出现了大的滑坡。据 Wind 统计，2008 年券商在 IPO、增发、配股的承销上的收入分别为 20.69 亿元、4.36 亿元和 0.10 亿元，而 2007 年券商在此三项上的收入分别为 148.54 亿元、6.03 亿元和 0 元，总计的下降幅度达 83.72%。

债券承销业务可以说是券商 08 年业务的一个亮点。据统计，08 年券商债券承销业务融资额约为 2.08 万亿，同比增长了 84.93%。以占投行业务市场份额第一的中信证券为例，公司 08 年下半年新股发行收入大幅下降，而证券发行收入增加了近 133%（图 5），在整个 08 年下半年投行收入中占 46.6%，09 年一季度公司投资银行收入仅为 1.18 亿元，同比下降约 80.15%，但是债券承销收入占比进一步上升。

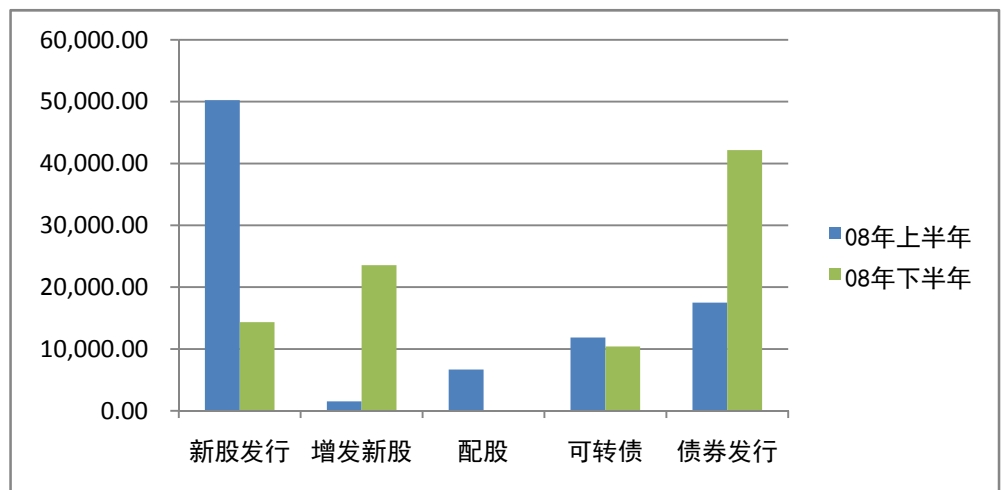
图 4：证券公司投行业务融资总额的结构



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 5：中信证券投行业务 08 年收入结构

单位：万元



资料来源：公司年报、公司季报、湘财研究所

4) 资产管理业务

据 Wind 资讯统计, 09 年 1 月份新成立产品 6 只, 其中债券型 4 只, 混合型与股票型各 1 只, 总资产规模超过 70 亿元, 是券商理财产品 2008 年全年募集资金的 45%。同时, 2008 券商集合理财产品的收益整体表现也非常不俗。但是, 数据显示, 2008 年券商的资产管理业务收入同比下降了 43%。

截止到 09 年的一季度, 处于存续期的券商集合理财规模为 460 亿, 21 家券商共计发行 60 只集合理财, 其中 45 只处于存续期, 其余则处于退市、正在发行和即将发行状态; 中信、中金、华泰等券商集合理财数量及规模较大。据间接推断, 2008 年定向理财也有 200-300 亿的规模, 90%集中于中金、中信、招商、海通、华泰等券商。同时一季度公布的《信托公司证券投资信托业务操作指引》使得券商、信托营运资本增加, 收入不确定性增大, 但是更好规范了信托产品, 使得管理人、投资顾问和受益人成为利益共同体。

截至到 6 月, 今年共有 15 家券商的 19 只集合理财产品成立, 受托资产管理资金合计已达到了 232.45 亿元。而从这些产品的类型来看, 19 只产品中 11 只为债券型产品, 扎堆的情况较明显。

2. 09 年市场日均股票交易额在 1000-1200 亿附近属于大概率事件

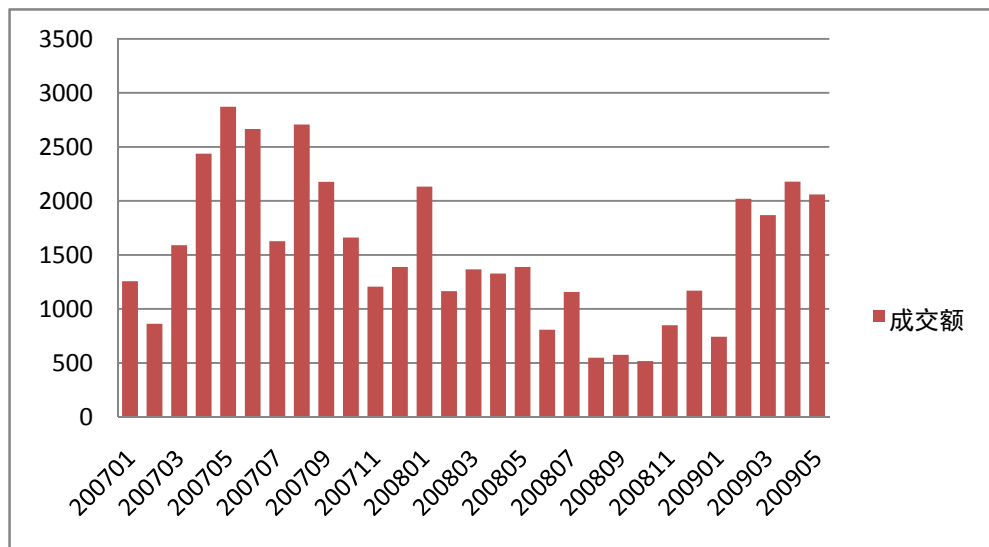
证券市场的走势与证券行业的业绩息息相关, 我们预测 2009 年证券市场的日均股票交易额处于 1000 亿和 1200 亿这个区间的概率比较大。

自 08 年 11 月份股票市场出现大幅反弹以来, 日均成交量也随之走高。据统计, 09 年 2 月、4 月和 5 月的日均股票交易额已经超过 2000 亿元, 而在 2007 年的牛市, 日均股票交易额超过 2000 亿元的月份只有 5 个月 (图 6)。今年 1 月份到 5 月份, 日均股票交易额约为 1770 多亿, 乐观估计, 维持 07 年的牛市的换手率, 那 09 年全年日均股票交易额达 1270 亿元左右, 悲观估计, 如果换手率下降到 08 年下半年熊市的水平, 09 年全年日均股票交易额达 986 亿元左右, 我们判断在 2009 年虽然经济明显减速但是政策刺激仍然不间断的前提下, 现在的行情换手率水平介于牛市和熊市之间, 2009 年日均股票交易额介于 1000 亿和 1200 亿的可能性较大。

由于此轮行情上涨的动力是资金推动型, 那么从市场资金面的供给的角度分析, 也不支持市场是处于 07 年的大牛市之中的观点。从图 7 我们可以看出, 虽然持仓帐户数在 09 年以来不断走高, 但是开户数却连续下降, 说明外来资金入场推动股市的热情在递减。在偏股型基金的募集规模上, 也没有出现逐步走高的趋势。这两点刚好与 07 年牛市的情况相反, 彼时新增帐户数和偏股型基金募集的规模与市场的走强几乎一致上升, 且月均新增帐户数和偏股型基金募集的规模分别为 500 万户左右和 500 亿元左右的水平, 远超过现在 100 万户左右和 200 亿元左右的水平 (图 7)。

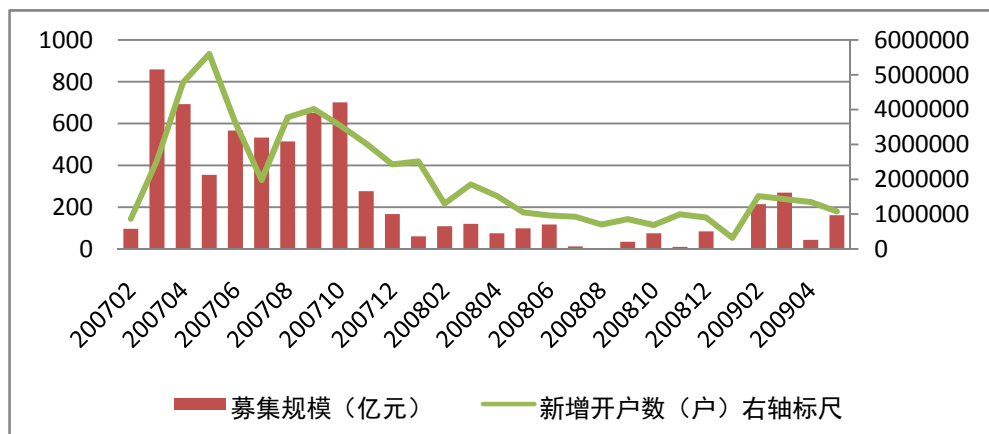
图6：日均股票交易额

单位：亿元



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图7：偏股型基金（包括股票型、混合型和保本型）募集资金的规模和新增开户数



资料来源：Wind，湘财证券研究所

3. 证券行业 09 年表现预测

1) 经纪业务增长可能性较大

在第二部分，我们预计全年市场的日均交易额在1000亿至1200亿之间，在下半年一旦经济数据不乐观，经济的复苏程度难以达预期，估计下半年的日均交易额会有较大的萎缩，但是同比而言，应该有所增长。

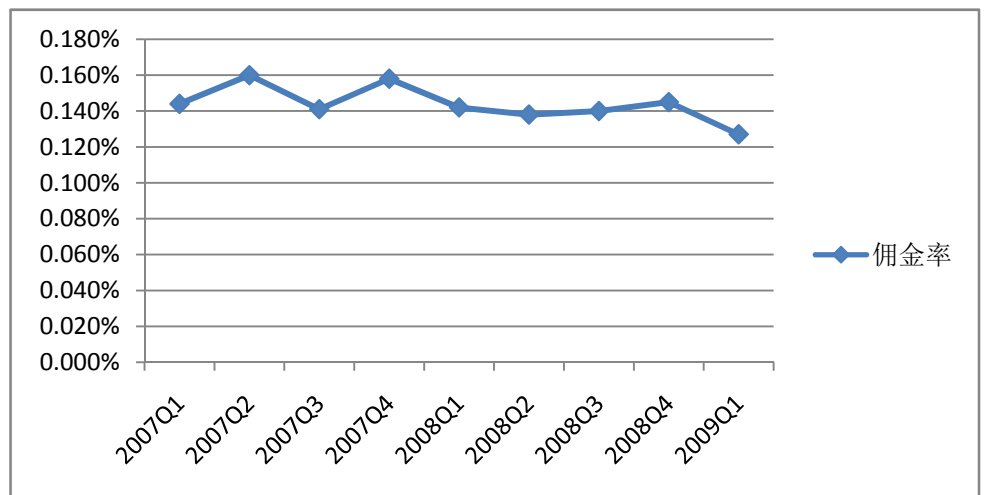
伴随着券商对市场份额的争夺越来越激烈，我们预计佣金率会持续下滑，但是下滑的速率会减缓。从08年4季度起，由于市场的低迷，自营业务几乎亏损，投行业务基本停滞，在这样的情况之下，券商主要精力几乎都放在争夺经纪业务这根救命稻草上。许多券商纷纷采取以降佣金率来换市场份额的举动。08年全年较07年全年，券商佣金率下降了约6.30%，

而09年一季度在08年四季度的基础上，佣金率进一步下滑了12.41%（图8）。应该来讲，券商佣金率在熊市之中的下跌是在预期之内，但是一季度随着市场的回暖，佣金率仍大幅下跌实属超预期。我们认为，在佣金率的水平已经接近券商经济业务盈亏平衡点的时候，降低佣金率的边际效应是递减的。此外，随着券商利用自身优势，实行差异化的管理和服

务，针对不同的客户进行特色服务，券商之间佣金站的硝烟应该会逐渐散去。

基于市场的成交量有效放大和佣金率的降幅收窄的观点，我们对经纪业务的收入保持增长持乐观态度。

图8：券商佣金率变化（以股基权交易为基础）



资料来源：湘财证券研究所

2) 自营业务不确定性大

08年券商的亏损主要来自于自营业务的亏损。全行业合计亏损254亿元，同比骤降233%，成为拖累券商业绩的最主要因素；投资收益也全线下滑，同比降幅达到59%。在09年1季度，上市券商的自营业务收益普遍偏低，多数券商操作风格较为谨慎。我们认为，09年券商自营业务的不确定性主要表现在两个方面：

投资规模。经历过08年的大幅亏损，再加上券商是运用自有资金进行操作，自营部门对投资标的及时机的选择更加谨慎。从上市券商1季报我们可以看出，即使市场回暖，大部份自营业务仍以持有债券等资金为主。多数券商只有对市场的预期趋于明朗，市场的向上的趋势得到确认后，才肯大规模加仓股票。这种谨慎的自营风格导致自营业务规模的扩大的不确定较大。

投资收益。在市场的上涨没有基本面的支撑，以及入场资金增量减少的情况下，投资者对市场后续走势的分歧仍然较大。如果市场走势的不确定性加大，那自营业务投资收益面临较大的风险。目前，主板IPO即将开闸，创业板也即将推出，券商也可以运用自有资金参与股票申购，但是在弱市中，能否保证收益仍待关注。

3) 投行业务或增长较快

投行业务受市场和政策面的影响较大，在去年市场表现不佳，政策不利的情况下，投行业务出现了较大下滑。目前，随着主板IPO的重启，以及创业板的推出，投行业务主要的

收入之源又被重新打开。在2008年至今过会而未发的新股的上市以及增发的发行现在已经箭在弦上，相信将给券商承销业务带来较大提升空间。

据统计，新股待发行规模累计950亿。到今年3月初，已通过发审但尚未发行的公司有33家，其中，发行股数超过一亿股的有四家，预计融资总规模950亿左右（表2）。增发的待发规模累计120亿。2008年至今发审委通过增发尚未实施的公司共计56家，初步估计再融资规模约120亿。

对整个市场来说，重启IPO可能是利空，但对证券行业来说，特别是对投行而言，是一个较大的利好，如果在09年下半年市场能够恢复融资功能，对券商的收入增加将有较大的正面影响。

表2：已过会但未发行的部分IPO项目

名称	主承销商	预计发行股数(万股)
中国建筑股份有限公司	中金	1200000
光大证券股份有限公司	东方证券	52000
四川成渝高速公路股份有限公司	银河证券	50000
招商证券股份有限公司	高盛高华, 瑞银	35855
湖南博云新材料股份有限公司	海通	2700
深圳信立泰药业股份有限公司	招商	2850
广东奥飞动漫文化股份有限公司	广发	4000
佛山星期六鞋业股份有限公司	招商	5500
深圳世联地产顾问股份有限公司	招商	3200
武汉光迅科技股份有限公司	广发	4000
杭州新世纪信息技术股份有限公司	国金	1350
福建星网锐捷通讯股份有限公司	广发	4400
珠海银邮光电技术发展股份有限公司	海通	3000
桂林三金药业股份有限公司	招商	4600

数据来源：Wind，湘财证券研究所

4) 资产管理业务步入成长期

09年以来，券商资产管理业务增长迅速。仅今年1月份，就新成立产品6只，其中债券型4只，混合型与股票型各1只，总资产规模超过70亿元，是券商理财产品2008年全年募集资金的45%；1季度末，21家券商的集合理财规模共588亿元，较2008年增加29%；今年前5个月，一共有15家券商的19只集合理财产品成立，受托管理资金合计已经达到了232.45亿元。

从理财产品的数量和规模的增长来看，监管层明显鼓励券商发行理财产品。我们预计随着市场的回暖，资管业务将走出08年的低迷状态，步入成长期。预计中信证券和长江证券等资管业务竞争优势明显的券商受益最明显。

5) 对整个行业的评级为谨慎乐观

伴随着市场的回暖，交易额的上升，证券行业经纪业务收入较08年成长的可能性较大。在IPO重启、创业板推出和融资融券业务的触发下，券商业绩上升的趋势明朗。在现阶段整体板块处于较低估值的情况下，我们对证券行业持谨慎乐观的判断。

4.关注的重点个股点评

1) 中信证券：推荐

我们推荐中信证券是基于以下的理由：公司在经纪业务、投行业务、资产管理业务处于行业的领先水平，同时净资本规模也是行业内第一位；由于其项目储备以及雄厚的基础，将率先收益于IPO的重启和创业板的推出；公司资管业务是一大亮点，08年公司控股的两家基金公司合并管理资产规模达到2,300 亿元，市场份额10.29%，维系市场第一，其中，基金管理收入达到28.28亿元，是公司最稳定的收入来源之一。

盈利预测基于的前提是2009年日均成交额在1000亿元-1200亿元，费用率维持在32%-37%的水平。短期内的盈利水平下降，不会影响我们对公司长期盈利能力的判断。给予增持评级，建议关注股价调整所产生的交易性机会。

表3：中信证券盈利预测

单位：百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5,900	30,871	17,707	21,297	23,912
手续费及佣金净收入	3,768	18,956	12,798	15,774	17,953
其中：代理买卖证券业务 手续费净收入	2,652	13,378	7,457	11,450	11,926
证券承销业务净收入	976	2,194	1,783	1,003	2,012
受托客户资产管理业务净收入	35	2,504	3,168	3,321	4,015
利息净收入	262	991	1,706	962	1,122
投资收益+公允价值	1,740	10,927	3,110	4,536	4,821
汇兑损失	-17	-50	23	-12	-26
其他业务收入	237	48	71	37	42
营业支出	2,606	11,008	8,165	8,868	10,004
营业税金及附加	277	1,322	785	992	1,079
业务及管理费	2,179	9,531	6,658	7,667	8,608
资产减值损失	149	147	709	209	317
营业利润	3,384	19,863	9,543	12,429	13,908
加：营业外收入	26	59	41	42	47
减：营业外成本	12	18	23	18	20
利润总额	3,399	19,904	9,561	12,453	13,936
所得税费用	813	6,358	1,511	1,868	2,090
净利润	2,586	13,546	8,050	10,585	11,845
归属于母公司所有者的净利润	2,435	12,388	7,305	9,606	10,736

资料来源：湘财研究所、Wind

2) 海通证券：谨慎推荐

我们谨慎推荐海通证券是基于以下几个理由：公司经纪业务市场份额在上市公司中位列第二，经纪业务、投行业务、资管业务规模在整个券商行业中处于第二集团；净资本规模仅次于中信证券；海通证券控股了国内第一家产业基金——海富产业基金，在创投等创新业务上拥有一定优势。

盈利预测基于的前提是2009年日均成交额在1000亿元-1200亿元，费用率维持在32%-37%的水平。股价经过了前期大小非解禁的冲击及近期大小非解禁的压力，在2009年后期可适当关注。

表4：海通证券盈利预测

单位：百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,702	11,265	7,007	8,648	10,204
手续费及佣金净收入	1621	6979	4908	6031	6,396
其中：代理买卖证券业务 手续费净收入	1219	5880	4095	5210	5,419
证券承销业务净收入	165	369	212	120	168
受托客户资产管理业务净收入	204	701	557	701	809
利息净收入	83	490	1003	510	540
投资收益+公允价值	907	3611	1086	2,045	3,201
汇兑损失	-6	-14	-18	-18	-20
其他业务收入	130	228	72	80	87
营业支出	1777	3941	3342	3705	4,152
营业税金及附加	130	416	335	443	531
业务及管理费	1100	3268	2953	3211	3561
资产减值损失	548	256	56	51	60
营业利润	924	7,324	3664	4,943	6,052
加：营业外收入	193	523	56	257	279
减：营业外成本	393	54	22	156	77
利润总额	724	7,794	3698	5,044	6,253
所得税费用	243	2234	313	757	938
净利润	481	5560	3385	4,287	5,315
归属于母公司所有者的净利润	457	5457	3302	4182	5,185

资料来源：湘财研究所、Wind

3) 国元证券：中性

我们对国元证券持中性判断是基于以下几点理由：经纪业务集中在安徽，虽有地域优势，但是整体市场份额不大，经纪业务较难突破；自营业务亏损较大，当经纪业务难有成绩时，一般是依靠其他业务弥补，但是国元证券在08年自营收入同比下降104.51%；管理费用率偏高。

盈利预测基于的前提是2009年日均成交额在1000亿元-1200亿元，费用率维持在38%-40%的水平。目前股价对应的动态PE达到49.6倍，2009年动态市盈率在9家上市券商中偏高，估值偏贵，存在较大的估值风险。当前充裕的流动性和交易量的放大短期内支持股价难以迅速回调，给予中性评级。

表5：国元证券盈利预测

单位：百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,185	4,100	1,237	1,544	1,765
手续费及佣金净收入	341	1612	964	1065	1181
其中：代理买卖证券业务 手续费净收入	311	1476	899	1023	1121
证券承销业务净收入	19	44	25	12	21
受托客户资产管理业务净收入	11	82	26	30	39
利息净收入	9	82	125	113	121
投资收益+公允价值	802	2346	74	289	381
其他业务收入	33	-2	74	77	82
营业支出	393	944	643	690	769
营业税金及附加	45	156	75	80	87
业务及管理费	339	758	556	610	682
营业利润	792	3,155	594	854	996
利润总额	785	3,273	588	832	1004
所得税费用	232	990	66	125	151
净利润	553	2284	522	707	853
归属于母公司所有者的净利润	551	2280	521	706	852

资料来源：湘财研究所、Wind

4) 国金证券：中性

我们对国金证券持中性评级是基于以下几个理由：公司09年一季度业绩低于预期，投资收益在市场上涨的情况下，缩水严重；佣金率一直处于较低水平，其降低佣金来争取市场的边际效应较小；管理费用率依然较高。

盈利预测基于的前提是2009年日均成交额在1000亿元-1200亿元，费用率维持在40%-43%的水平。由于前期国金证券高送配的消息引发的股价的上涨超过行业的整体涨幅，目前估值较高，给予中性评级。

表6：国金证券盈利预测

单位：百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	351	1,524	1,458	1148	1,394
手续费及佣金净收入	144	736	503	535	608
其中：代理买卖证券业务 手续费净收入	138	663	376	403	461
证券承销业务净收入	1	42	113	122	132
受托客户资产管理业务净收入	0	0	0	10	15
利息净收入	13	39	64	44	56
投资收益+公允价值	180	631	725	391	512
其他业务收入	15	119	165	178	218
营业支出	126	443	493	530	639
营业税金及附加	19	64	61	48	54
业务及管理费	106	376	430	482	585
营业利润	225	1,081	965	618	755
利润总额	230	1,083	987	631	776
所得税费用	86	351	247	95	116
净利润	145	732	740	536	660
归属于母公司所有者的净利润	75	375	740	536	660

资料来源：湘财研究所、Wind

湘财证券投资评级体系：

买入：未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持：未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性：未来6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持：未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；
市场比较基准为沪深300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。