

2009 年下半年 谨慎地投机性做多

证券行业

评级：中性（维持）

深度报告

2009 年 6 月 20 日 星期六

陶正傲
 010-66216231-819
 tza@longone.com.cn

联系人：顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
中信证券	600030	中性
海通证券	600837	中性

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	17.59	9.01
3 个月	37.55	8.02
6 个月	59.65	16.75

行业相对上证综指走势图



相关报告:

- 1、《寻找利润持续增长的优质金融公司》金融业 2008 年投资策略报告 2008.1.10
- 2、《调整市道 防守为上》非银行金融业 2008 年下半年投资策略报告 2008.6.25
- 3 《股市估值判断与证券行业综述》

投资要点

- q 从整体来看，券商股业绩应当是处于周期性下降过程中，目前估值水平无论从相对于大盘来看，还是从相对估值水平的绝对值结合 ROE、净利润增速预期等指标来看是比较高的了，我们维持对证券行业的中性评级。
- q 中国 GDP 在 2008 年保持了 9% 的增长，而所有 A 股上市公司净利润合计下降了 14.5%，考虑税率调整后，实际是下降 23.64%。2009 年 1 季度 GDP 的增速是 6.1%，而所有 A 股上市公司净利润同比下降了 25.8%。GDP 的快速增长，并不能保证上市公司净利润的增长。
- q 今年上半年股市的反弹，主要是基于对经济好转的预期，IPO 暂停所发的强烈而明确的政策信号，以及中国信贷大幅扩张下的流动性充裕等三大原因，经济基本面的可见明显改善可能还需要几年的很长时间，而估值上看并没有可支持今年下半年继续大幅上涨的因素。
- q 从历史平均市盈率和市净率看，中国股市目前处于底部上方一些，考虑到中国股市一直处于高估状态今后中国股市的 PE 和 PB 平均估值水平是继续回归历史平均，还是随着中国经济增长率的下降和上市公司净利润增长率的下降而回归合理水平？这仍有待观察。
- q 从 PB 相对估值来看，中信证券和海通证券相对低估，而他们的 ROE 水平还不错，可作用行业配置中防御性的中长期配置，而对于净利增长较快，ROE 较高的国元证券、宏源证券和东北证券以及经纪市场份额上升较快的长江证券可适当关注。国金证券、太平洋证券和西南证券股价远超过合理价值，处于投机区域。

目 录

1. 当前证券市场的整体估值水平与经济基本面情况	3
1.1 当前市场的整体估值水平	3
1.2 今年上半年证券市场的基本情况与大幅上涨原因探寻	4
1.3 对中国股市下半年走向的判断	6
2. 证券公司今年的业绩情况预期	7
2.1 近三年以来券商的收入结构	7
2.2 2009 年以来经纪业务交易量变化	8
2.3 今年下半年证券行业较为重大的可能行业变化	11
3. 对证券公司的估值分析与判断	12
3.1 目前券商的相对估值水平	12
3.2 关于券商股的估值问题	13
4. 2009 年下半年对证券股的投资策略	14
4.1 对下半年各项业务收入的预期	14
4.2 对下半年券商股的投资策略	15

图形目录

图 1. 近一年金融行业指数与上证综指涨幅对比	4
图 2. 1993 年以来我国 GDP 增长情况	5
图 3. 2001 年至 2009 年 5 月的 M1/M2/贷款余额增速比较	6
图 4. 2000 年以来我国股市月交易金额对比图	8
图 5. 2000 年以来我国上市公司总市值增长情况	9
图 6. 2000 年以来我国 A 股股市流通市值总额	9
图 7. 2001 年以来我国股市的平均市盈率变化情况	10
图 8. 2000 年至今股市市净率变化情况	10
图 9. 2006 年 1 月以来我国股市换手率估计	11

表格目录

表 1. 近一年多来所有 A 股上市公司的总市值净利润与净资产	3
表 2. 2009 年初与 2009 年 6 月 15 日 A 股的相对估值水平变动情况	3
表 3. 近三年来来券商业务收入	7
表 4. 券商近三年收入构成比例	7
表 5. 2006 年至 2009 年前 5 个月交易金额对比	8
表 6. 券商的相对估值水平	12
表 7. 2009 年 1-5 月券商经纪业务的份额变动情况	14
表 8. 券商股的市值利润率	16

1. 当前证券市场的整体估值水平与经济基本面情况

1.1 当前市场的整体估值水平

表1. 近一年多来所有 A 股上市公司的总市值净利润与净资产

项目	2009.6.15 总市值	2009.1.1 总市值	2008 年底所 有者权益合计	2009 年一度 末所有者权 益合计	2008 年 净利润	2009 年一季 度净利润	2008 年一季 度净利润	2007 年净 利润
金额	228706.5	147974.8	76962.5	79617.2	8737.0	2133.3	2875.9	10222.3

数据来自: WIND, 东海证券研究所

单位: 亿元

注: 其中总市值按 A 股股价乘以总股本计算

2008 年所有 A 股上市公司净利润同比下降了 14.5%, 2008 年起上市公司的所得税率从 33% 下降为 25%, 考虑此项因素, 2008 年所有 A 股上市公司净利润实际同比下降了 23.64%. 而 2009 年一季度所有 A 股上市公司净利润同比下降了 25.8%。

可见, 尽管中国 GDP 在 2008 年保持了 9% 的增长, 而所有 A 股上市公司净利润合计下降了 14.5%, 考虑税率调整后, 实际是下降 23.64%。2009 年一季度 GDP 的增速是 6.1%, 而所有 A 股上市公司净利润同比下降了 25.8%。GDP 的快速增长, 并不能保证上市公司净利润的增长, 而只有净利润的增长, 才能对证券市场的估值有真正作用。

表2. 2009 年初与 2009 年 6 月 15 日 A 股的相对估值水平变动情况

项目	2009 年初 PE	2009 年初 PB	2009.6.15PE	2009.6.15PB
估值	16.9	1.9	26.8	2.87

数据来自: WIND, 东海证券研究所

2009 年初的 PE 与 PB 估值分别为 16.9 与 1.9, 当时分别处于全球第 4 位和第 3 位, 而现在 PE、PB 分别升至 26.8 倍和 2.87 倍, 而上市公司的净利润却在大幅下降中, 无法预期上市公司的净利润何时能恢复较快增长, 目前整体市场的估值远远超过基本面。目前市值水平, 按 2008 年的净利润水平, 年市值净利润率为 3.82%, 按 2009 年一季度净利润的 4 倍简单估计, 按 2009 年的净利润估计的年市值净利润率为 3.73%。也就是说在目前股市价值 22.87 万亿的金融资产, 一年的回报率平均只有 3.7-3.8% 左右, 尽管比一年期定存利率 2.25%

要高些，相对股市的波动风险水平来看，回报率并不高，说明股市整体估值水平并不低。

1.2 今年上半年证券市场的基本情况与大幅上涨原因探寻

自从2008年10月，暂停IPO发行，上证综指在2008年10月28日创出新低1664.93点后，大幅反弹至2009年6月15日的2789.55点，这是市场各方对**暂停IPO政策**做出的积极响应，显示了中国股市在政府政策可调控性与可操纵性。

图1. 近一年金融行业指数与上证综指涨幅对比



数据来自: WIND

另一方面，我们看到，随着全球金融危机下我国出口的大幅下滑，以及房地产市场的高位回落与调整，中国经济面临着生产过剩，经济增速急速下降，政府推出史无前例的4万亿经济投资刺激计划，企图以政府投资来再次拉动中国经济的增长，我们的疑问是：凯恩斯主义的财政扩张果然能解决经济自身的

周期波动的规律，一个国家的经济体可以一直高速增长下去吗？而产能过剩导致的，技术与管理水平进步不快，经济效率不快的高速经济增长能一直保持下去吗？

上文我们提到，尽管 GDP 还在以很快的速度增长，而上市公司合并的净利润却在大幅下降，说明经济增长有时并不能带动实体经济财富的增长。股市涨跌带来的虚拟财富重新分配，也会导致实际经济中财富的流动与分配，可有时两者是脱节的。

图2. 1993 年以来我国 GDP 增长情况



图表来自：WIND

中国股市真的提前反应了未来中国经济即将企稳吗？股市其实并不能提前反应经济基本面的变化，有人认为：当参与者个体通过自身对经济感受，从而反应到自身投资决策中去，形成合力，从而推动股市形成一个趋势。事实上，个体对整体经济变化的认识是片面与不完全的，全体个体投资者合力未必能形成对经济前景的预先判断，只是股市在随机运动中，碰到越来越多的经济基本面改善信号时不断走强，从而显示出股市提前反应了经济走向的假象。

从中国 GDP 本次大幅下降的原因是出口下降与房地产行业的调整等因素等

造成的，除非这二个拉动经济高增长的因素重新恢复，或者其他带动经济高速增长的因素出现，否则中国经济无法恢复原来的高速增长。

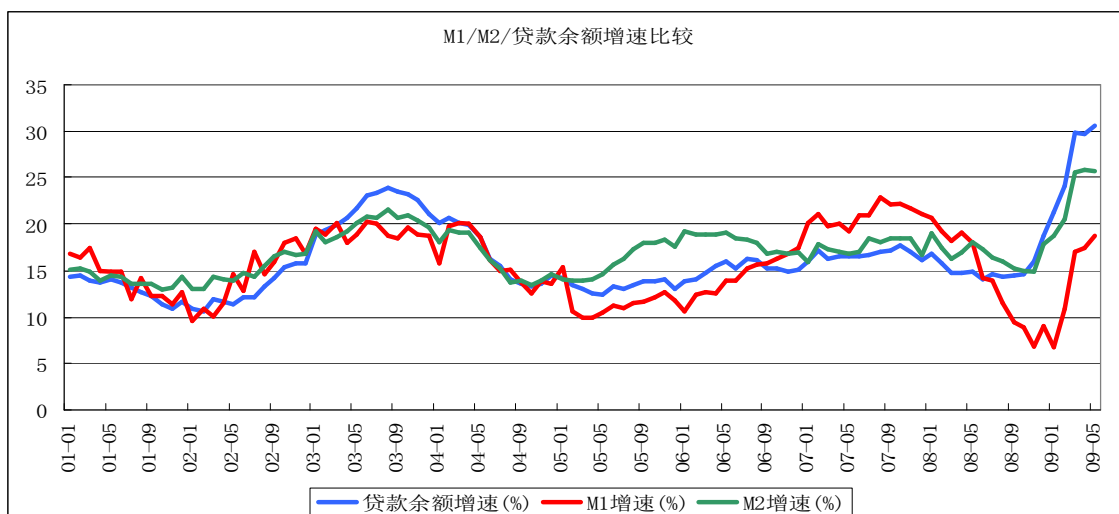
世界银行副行长兼首席经济学家林毅夫在 6 月 18 日被报道认为：全球金融危机正转变为实体经济危机，我们没有理由相信中国经济将很快复苏与企稳。当 20 多年前产值占到中国 GDP 三分之一的美国通用汽车目前正走向破产保护边缘时，我们可以想见全球经济危机的严重程度。

中国股市今年上半年的上涨是政策做多，流动性充裕下的大跌后反弹，经济基本面的可见明显改善可能还需要几年的很长时间，而估值上看并没有可支持今年下半年继续大幅上涨的因素。

1.3 对中国股市下半年走向的判断

今年上半年股市的反弹，主要是基于对经济好转的预期，IPO 的暂停的强烈而明确的政策信息，以及中国信贷大幅扩张下的流动性充裕等三大原因。随着 6 月底股市 IPO 的重启，而经济基本面仍将在不断反复中没有明显的方向性指示，流动性情况暂时不会大的变化，估值对股市的运行方向没有什么大的影响，在此情况，我们预期股市在 2009 年下半年将继续震荡向上的格局，直到所有公司的净利润继续较大幅度下降，而经济基本面给出明显的负面信号等情况，股市走向才会向下作较大回调。目前估值不低的情况对今年下半年股市的走向并不能起决定作用。

图3. 2001 年至 2009 年 5 月的 M1/M2/贷款余额增速比较



图表来自：WIND

2. 证券公司今年的业绩情况预期

2.1 近三年以来券商的收入结构

从近三年来看，证券公司的收入主要还是取决于经纪业务收入、自营收入、投行收入和资产管理业务收入。在 2008 年和今年一季度自营收入大幅减少后，其中经纪业务总收入（含利息收入和其他手续费收入）在 2008 年和 2009 年 1 季度占比分别高达 87.3%和 88.88%。做好经纪业务仍是券商生存的根本所在，而投行业务和资产管理业务收入绝对金额不大，自营业务收入是高风险业务，波动较大。

表3. 近三年来来券商业务收入

年份	2006	2007	2008	2009Q1
券商家数	104 家	100 家	107 家	9 家
经纪手续费收入	371.4	1668.7	968.83	60.53
其他手续费收入		314.6	240.81	49.98
利息收入		103.3	151	7.27
承销收入	63.3	101	77.27	1.92
资产管理收入	10.4	45.6	22.86	1.44
投资收益与公允价值变动合计	164.4	905.3	72.08	11.37
其他收入		39.2	25.67	0
合计	609.5	3177.7	1558.52	132.51

数据来源：万德，东海证券研究所

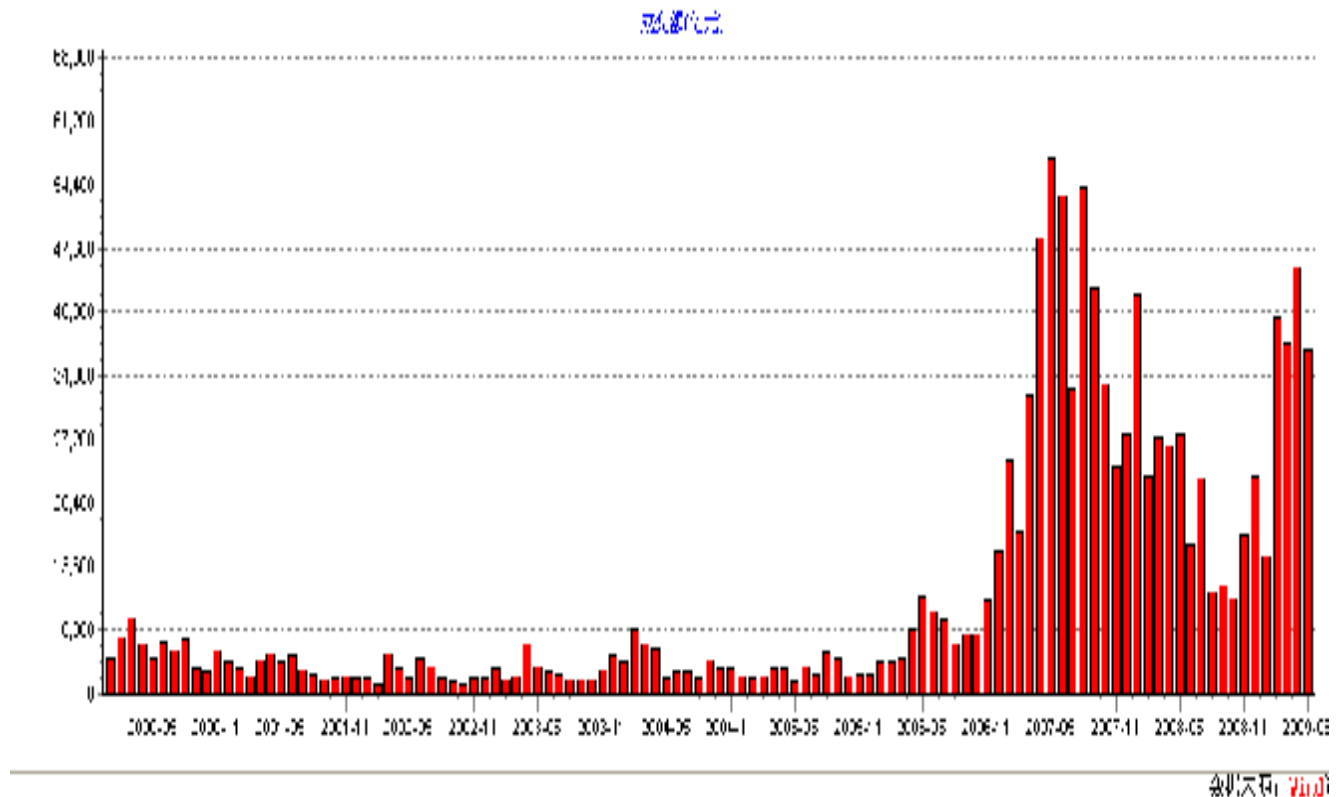
表4. 券商近三年收入构成比例

年份	2006	2007	2008	2009Q1
券商家数	104 家	100 家	107 家	9 家
经纪手续费收入	60.94%	52.51%	62.16%	45.7%
其他手续费收入	0.00%	9.90%	15.45%	37.7%
利息收入	0.00%	3.25%	9.69%	5.5%
承销收入	10.39%	3.18%	4.96%	1.4%
资产管理收入	1.71%	1.44%	1.47%	1.1%
投资收益与公允价值变动合计	26.97%	28.49%	4.62%	8.6%
其他收入	0.00%	1.23%	1.65%	0.0%
合计	100%	100%	100%	100.0%

数据来源：万德，东海证券研究所

2.2 2009 年以来经纪业务交易量变化

图4. 2000 年以来我国股市月交易金额对比图



从交易金额来看，2009 年前 5 个月的交易金额与 2007 年大牛市时期的交易金额没有很大差异。见下表所示

表5. 2006 年至 2009 年前 5 个月交易金额对比

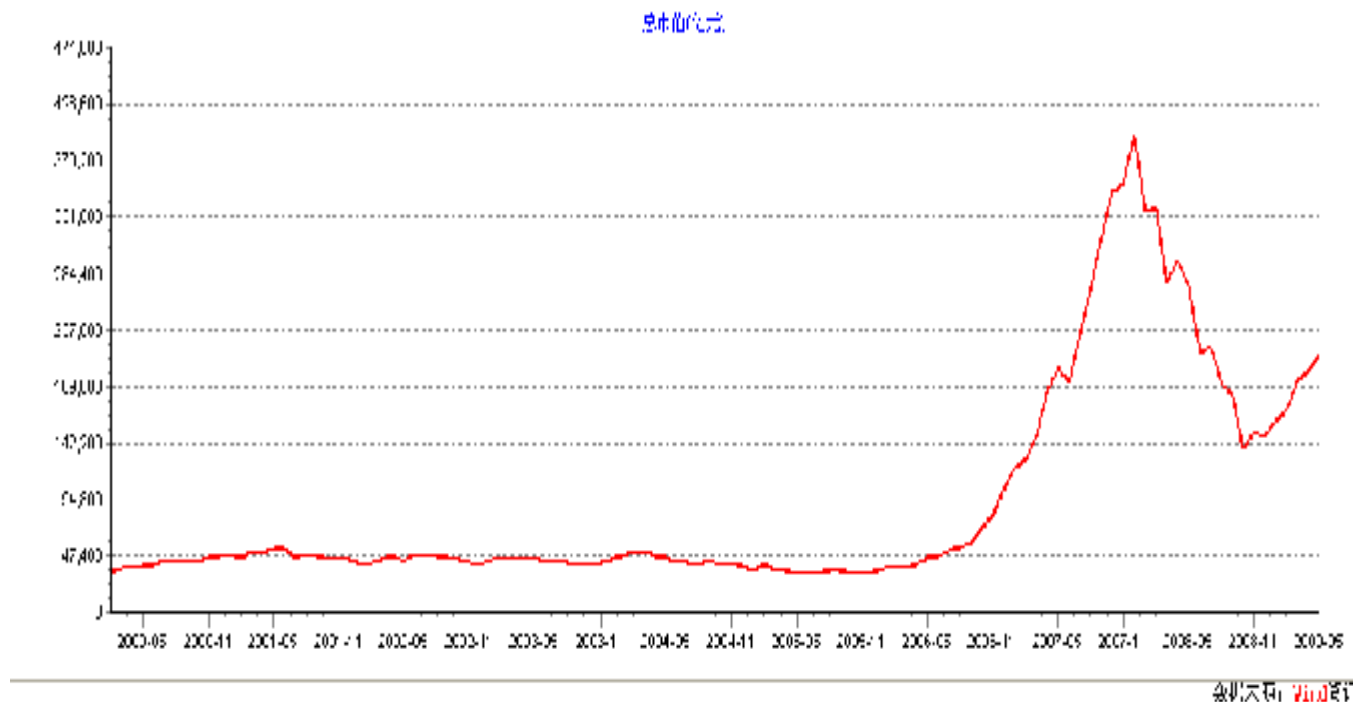
时间	2006 年 1-5 月	2007 年 1-5 月	2008 年 1-5 月	2009 年 1-5 月
交易金额	27931.8	180351.1	147621.4	174872.2

数据来源：万德，东海证券研究所

难道新一轮牛市又开始了吗？

从经济基本面看，2009 年以来上市公司净利润处于大幅下降之中，而 2007 年上市公司净利润正处于大幅增长之中，所以要产生牛市缺少了经济基本面支持，所以我们认为：2009 年下半年股市不具有继续大幅向上涨形成进一步牛市的可能。

图5. 2000 年以来我国上市公司总市值增长情况



随着上市公司数量与规模的增加,股市市值已经大幅增加,在经济中起着越来越大的作用。

图6. 2000 年以来我国 A 股股市流通市值总额

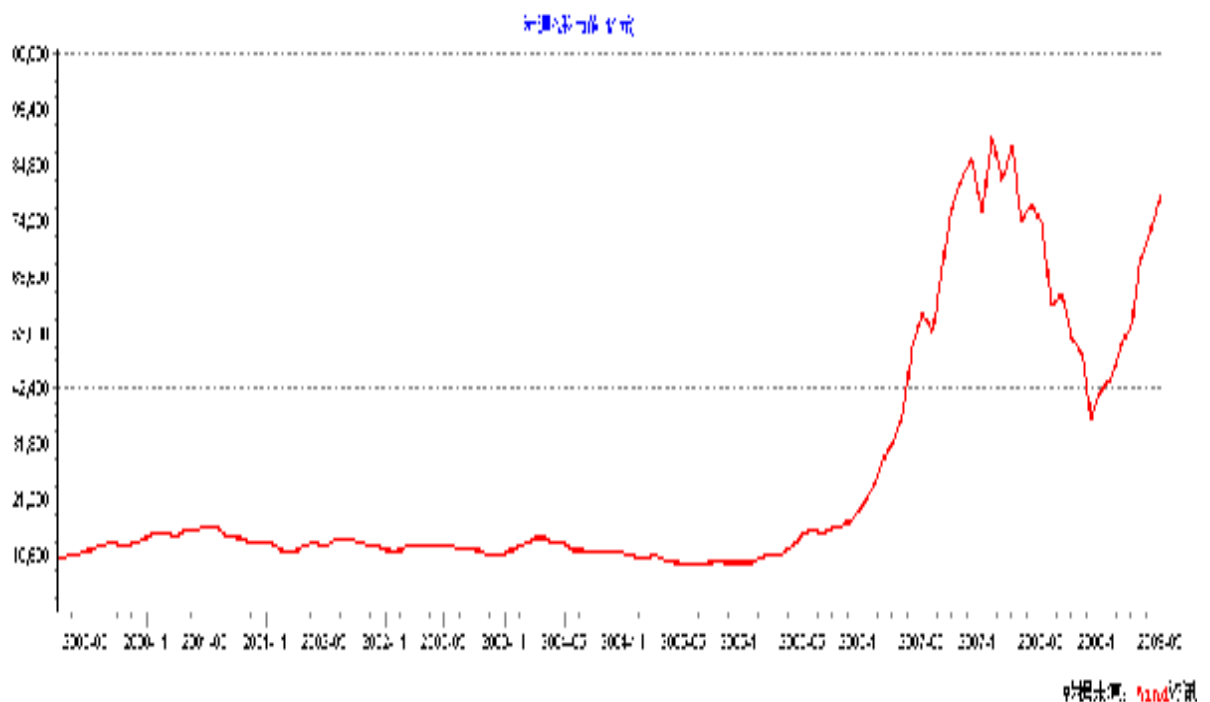


图7. 2001年以来我国股市的平均市盈率变化情况

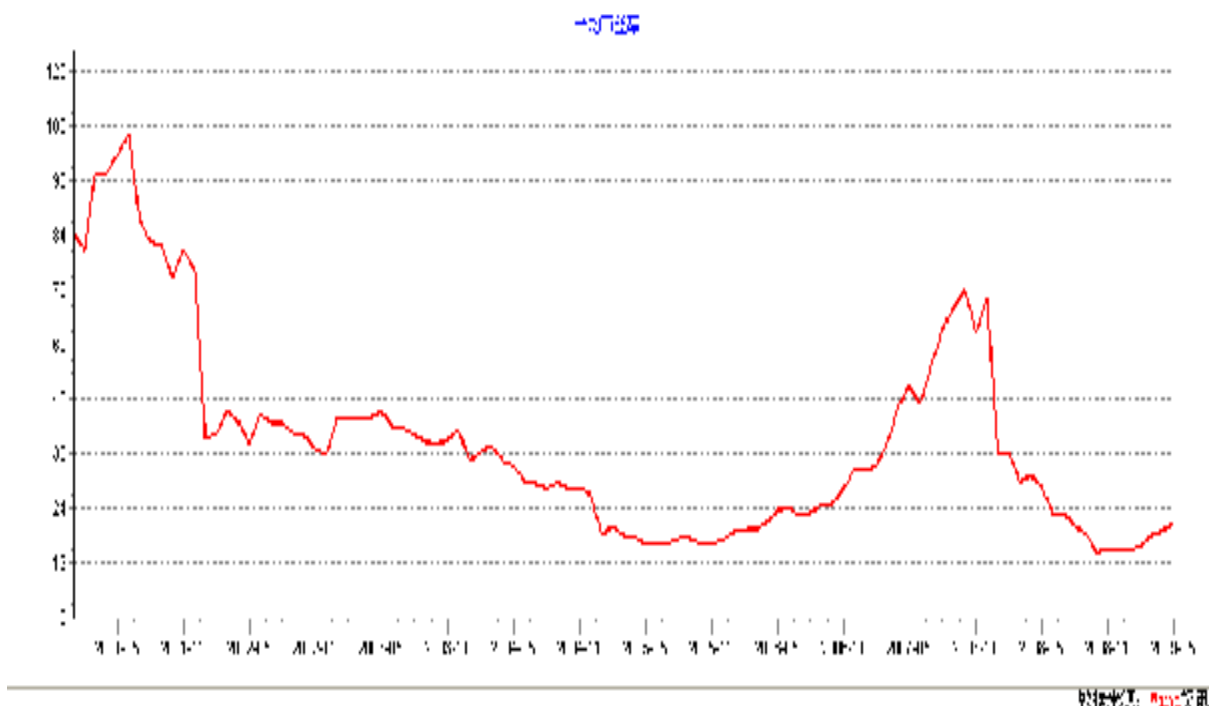
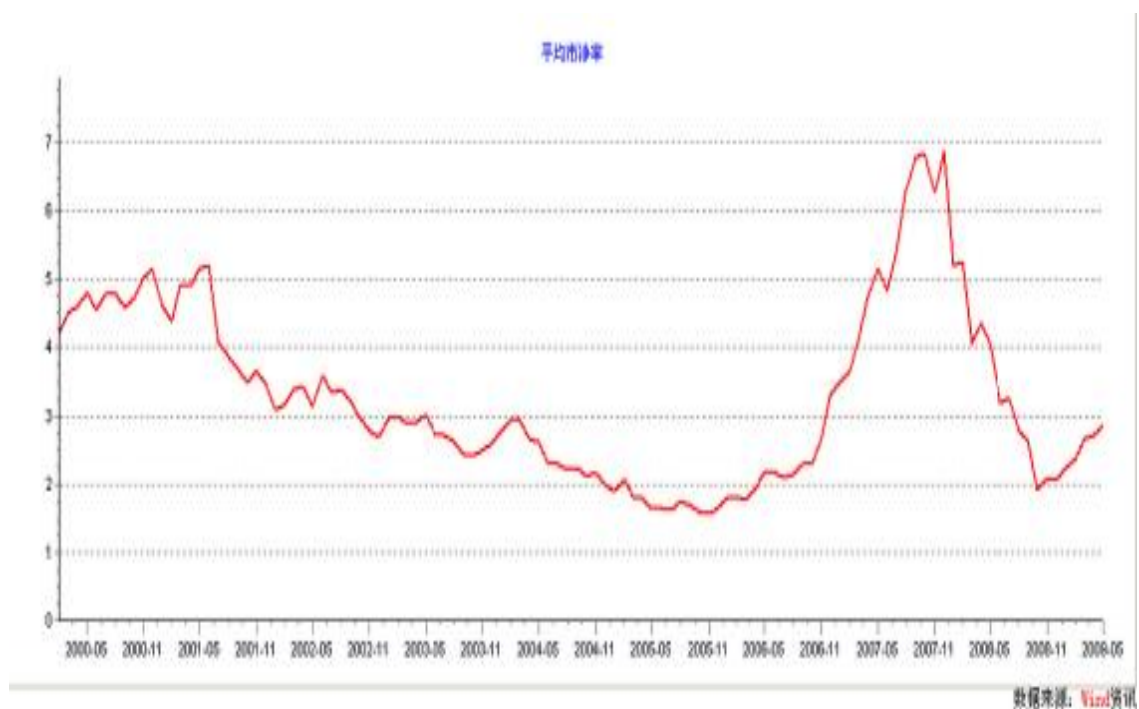


图8. 2000年至今股市的市净率变化情况

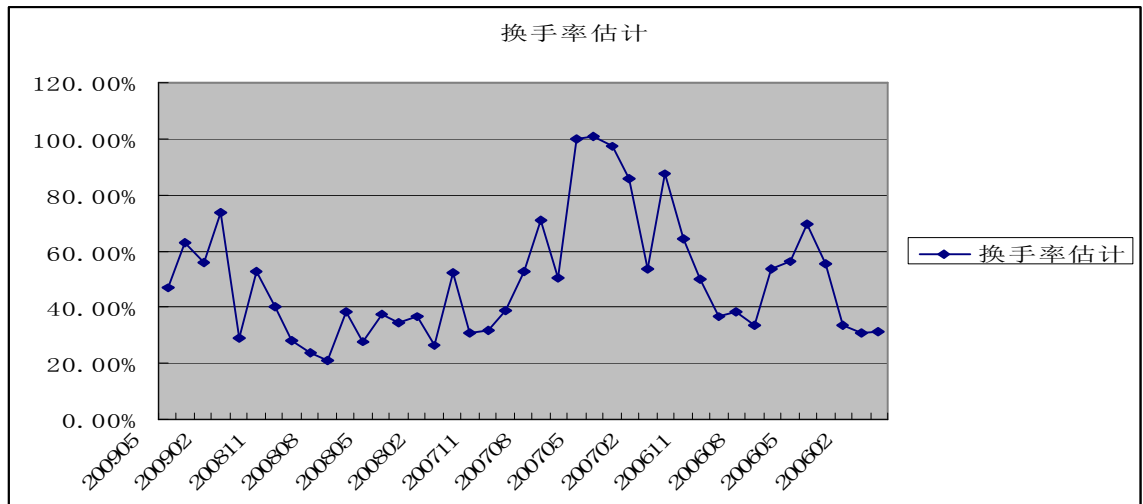


从历史平均市盈率和市净率看，中国股市目前处于底部上方一点，考虑到中国股市一直处于高估状态（当年的市值净利润率比一年期定存利率高出百分比比较少，甚至于低于一年期定存利率。（具体请见2009年2月27日的《估值的不确定性与价格波动》），今后中国股市的PE和PB平均估值水平是继续回归

历史平均，还是随着中国经济增长率的下降和上市公司净利润增长率的下降而回归合理水平？这仍有待观察，我们在上文指出目前我国股市的估值水平并不低了。

我们按月成交额与当月总流通市值的比得到各月股市的换手率如下图

图9. 2006年1月以来我国股市换手率估计



数据来源：万德，东海证券研究所

月换手率在今年2月份高达72%，除1月份换手率29.13%较低，5月份换手率只有46.7%外，其余3月4月分别为55.7%和62.89%。显示了中国股市短期投机博差价的特征，估计在没有征收短期持股的惩罚性税收制度之前，中国股市将维持投机博差价为主要投资特征。

根据历史PE和PB估值水平，若中国经济基本面没有出现继续恶化的情况，而股市的换手率继续保持在50%以来的高位，估计下半年仍有可能处于震荡向上之中，如果经济恢复高速增长，2009年下半年可能出现牛市，但估计中国经济2009年下半年见到经济增长率很快恢复的可能性不大。

2.3 今年下半年证券行业较为重大的可能行业变化

首先是IPO重启工作已经开始了，承销收入从历史来看，占券商收入比高不大，主要是中信证券、中金证券等大券商垄断了承销市场，很多中小券商此项收入很少，IPO重启对券商业绩恢复有改善作用，但作用并不大。股指期货、融资融券和其他创新业务受制于股市行情，一直没有能推出来，2009年下半年推出可能性并不大，也不会马上推出，对券商今年的实际业绩影响有限，但会

导致券商业务收入来源扩大，更加多元化。

IPO 重启，有些分析师纷纷指出交易性买入机会出现，导致了近期券商股的走强，按中信证券 2008 年承销业务总收入也才 17.83 亿元，10 年总收入也才 178.3 亿，中信证券上涨 10% 市值就增长了 195.85 亿元（按 6 月 19 日市值计），所以上涨只是大家一致预期下的走向，与基本面关系不大，从估值角度看没有多少支持的基础。

3. 对证券公司的估值分析与判断

3.1 目前券商的相对估值水平

表6. 券商的相对估值水平

证券简称	最新 PB	年初 PB	最新 PE	年初 PE	2009Q1 净利增速	2008 净利增速	2008 ROE	2007 ROE	2009Q1 ROE	2008Q1 ROE
宏源证券	5.58	3.43	24.52	31.56	3.7%	-85.1%	9.87	42.16	5.99	5.09
东北证券	7.46	3.09	21.76	17.04	18.9%	-83.9%	18.65	81.55	9.00	8.16
国元证券	5.57	3.29	51.90	30.10	32.7%	-95.6%	10.66	60.37	2.72	2.07
长江证券	6.18	3.19	33.26	20.93	-33.2%	-85.6%	13.36	56.35	4.78	5.82
中信证券	3.29	2.07	28.50	14.80	-37.8%	-79.6%	13.68	38.66	2.68	4.86
国金证券	9.65	5.49	52.53	15.74	-71.9%	-50.3%	39.90	36.29	4.66	16.86
西南证券	9.47	24.68	39.01	39.92	-2012.3%	-84.8%	264.21	-462.42	11.94	
海通证券	3.52	1.73	34.87	19.71	8.0%	-83.2%	8.81	27.08	2.55	2.44
太平洋	18.11	14.02	60.10	-29.98	-144.9%	-141.1%	-37.90	46.77	7.83	-13.17
合计	4.22	2.35	32.51	19.86	-14.2%	-83.2%				

数据来源：万德，东海证券研究所（2009.6.19）

相对于当前大盘的 PE26.8 倍, PB2.87 倍，证券行业总体的 PE、PB 分别为 32.51 倍和 4.22 倍，均高于大盘的总体水平，这与证券行业 ROE 水平相对较高和证券公司净利润增长较快的预期有关。

从 PB 估值看，除了中信证券与海通证券分别只有 3.29 倍和 3.52 倍外，相对低估，其他中小券商的 PB 估值均在 5.57-9.65 之间，显示对于中小券商的 ROE 和成长率的预期很高。而从目前来看，只有东北证券与西南证券在 2008 年和 2009 年 Q1 的 ROE 水平明显高出其他证券公司。太平洋证券和国金证券明显有些高估了。

从 PE 估值来看，东北证券、宏源证券低于行业平均 PE 水平较多，相对低估，而行业平均 32.51 的 PE 估值主要是受到中信证券 28.5 倍和海通证券 34.87 倍的影响。从 PE 估值看，国金、太平洋和国元证券有些高估。

从 ROE 情况来看，除了 2007 年券商的 ROE 水平超高外，2008 年券商的 ROE 水平与其他上市公司相比并没有多少优势。而从 2009 年与 2008 年一季度的 ROE 情况来看，除了国金证券和中信证券有较大下降，宏源证券与国元证券较大上升外，其余几家变化不大，（新近上市的西南证券的此项数据有点异常）。

从净利润增速来看，2009 年 1 季度，除了国元证券有 32.7% 的增速，东北证券有 18.9% 的增速外，长江证券，中信证券均有 30% 多的下降，国金证券没有了可供出售金融资产出售利润后，净利润下降很多。西南证券和太平洋证券的净利则大幅下降，海通证券与宏源证券净利润只有小幅的增长。

从相对估值来看，中信证券和海通证券的相对估值在行业内较低，而宏源证券的相对估值在中小券商中总体看应当是最低的。

3.2 关于券商股的估值问题

券商行业作为业绩周期波动的行业，PE 估值不大准确，而且券商的业绩受控的余地也很大，券商的工资支出一般占到总开支支出的 50% 或以上，要将短期业绩做一下，以便于高价配股等等目的，不是不可能的事。

相对来 PB 估值方法更为准确，但现在来看，大券商和中小券商的 PB 估值处于二个层次上，大券商 PB 估值低，而中小券商 PB 估值较高，反映了对中小券商更快业绩成长的预期，以及更高的 ROE 水平的预期，从 2009 年一季度的数据看，只有国元证券、东北证券、宏源证券三家中小券商在 ROE 或利润增速上有相对于平均水平的更好表现。

有人认为应当对券商股的自营业务采取 PB 估值，而其他经纪、承销和资产管理等卖方业务采取 PE 等估值，然后将一家公司的二部分业务的估值相加总，这种方法有一定的合理性。

在经纪业务收入占绝大比重的情况下，经纪业务交易金额和市场份额的变化对券商股的业绩有至关重要的影响。

表7. 2009年1-5月券商经纪业务的份额变动情况

会员	2008年1-5月				2009年1-5月				总交易额变化	份额变动
	交易额合计(万元)	交易额合计占比(%)	A股交易额(万元)	占比(%)	交易额合计(万元)	交易额合计占比(%)	A股交易额(万元)	占比(%)		
海通证券	3340.5	4.505	2535.0	4.355	3571.7	4.235	3060.5	4.154	6.92%	-0.270
中信证券	1975.0	2.664	1632.3	2.804	2234.0	2.649	1907.6	2.589	13.11%	-0.015
中信建投证券	2433.1	3.281	1933.7	3.322	2793.8	3.313	2605.7	3.537	14.83%	0.032
中信金通证券	1076.1	1.451	969.9	1.666	1245.3	1.477	1182.5	1.605	15.72%	0.025
中信万通证券	561.2	0.757	443.4	0.762	612.0	0.726	531.4	0.721	9.05%	-0.031
长江证券	1030.0	1.389	833.8	1.432	1394.0	1.653	1068.9	1.451	35.33%	0.264
宏源证券	798.8	1.077	656.8	1.128	1117.4	1.325	984.0	1.336	39.88%	0.248
国元证券	617.3	0.833	539.4	0.927	926.9	1.099	823.4	1.118	50.16%	0.267
国金证券	474.9	0.640	348.7	0.599	576.5	0.684	547.9	0.744	21.39%	0.043
西南证券	346.1	0.467	313.2	0.538	480.6	0.570	440.7	0.598	38.87%	0.103
东北证券	462.0	0.623	422.0	0.725	605.0	0.717	572.6	0.777	30.95%	0.094
太平洋证券	180.0	0.243	160.0	0.275	235.8	0.280	226.3	0.307	31.04%	0.037
光大证券	2374.8	3.203	1954.9	3.358	2716.6	3.221	2248.9	3.053	14.39%	0.019
招商证券	2804.1	3.782	2139.1	3.675	3344.5	3.966	2925.7	3.971	19.27%	0.184

数据来源: WIND 东海证券研究所

2009年1-5月经纪业务交易金额同比增长18.45%，而国元证券、宏源证券、长江证券和招商证券的市场份额同比上升较多，而中信证券经纪业务市场份额持平，而海通证券的经纪业务市场有所下降。

4. 2009年下半年对证券股的投资策略

4.1 对下半年各项业务收入的预期

经纪

2009年上半年的超跌反弹行情，为券商股2009年业绩提升起了很大作用。鉴于我们认为今年下半年可能在流动性作用下继续反弹上涨，但下半年总体涨幅有限的预期，我们估计2009年下半年经纪业务交易量会仍保持在较高水平，但较2009年上半年有所回落，估计下半年交易金额较上半年回落15%-20%。2009年下半年经纪业务收入将较上半年有所减少。

自营

2009 年上半年的超跌反弹行情，为券商股 2009 年业绩提升起了很大作用。鉴于我们认为今年下半年可能在流动性作用下继续反弹上涨，但下半年总体涨幅有限的预期，我们认为券商股自营收入受到 2008 年重大挫折，而 2009 年的上涨中中信证券等券商自营仓位均较低，全年券商的自营收入估计比 2008 年有所好转，但仍不会太好，估计券商全年自营收益率平均在 20%左右。

承销

IPO 重启，创业板的推出，会带来券商承销收入，我们估计 2009 年券商的承销总收入将低于 2008 年的 77.1 亿元，我们认为券商 IPO 收入将随可上市资源减少而减少，而债券承销主要由银行来完成，并购重组业务收入受制于经济环境，开展得较少收入不多，我们预期券商 IPO 收入将面临总收入不断缩水而市场集中度越来越高的局面。

资产管理

资产管理业务受制于行情与监管，近几年从无到有，有了较快增长，但目前规模仍不大，收入仍相当有限。我们预期此项业务的未来发展空间较大，如何在与基金公司的竞争中争取较大的市场，仍是券商的一项重要目标。

创新业务

直投创新业务处于试点阶段，收入作用有限，其他创新业务还有待推出，股指期货和融资融券估计将进一步增加券商的经纪业务收入占比。

4.2 对下半年券商股的投资策略

从整体来看，券商股业绩应当是处于周期性下降过程中，目前估值水平无论从相对于大盘来看，还是从相对估值水平的绝对值结合 ROE、净利润增速预期等指标来看是比较高的了，我们维持对证券行业的中性评级。

表8. 券商股的市值利润率

证券简称	6.19 总市值	2008 年净利润	2009Q1 净利润	市值利润率 1	市值利润率 2
宏源证券	309.2	5.4	3.2	1.75%	4.08%
东北证券	185.7	4.1	2.1	2.21%	4.60%
国元证券	273.8	5.2	1.3	1.90%	1.93%
长江证券	302.3	7.0	2.3	2.32%	3.01%
中信证券	1958.6	80.5	17.2	4.11%	3.51%
国金证券	214.7	7.6	1.0	3.52%	1.90%
西南证券	343.5	0.4	2.2	0.13%	2.56%
海通证券	1410.2	33.9	10.1	2.40%	2.87%
太平洋	270.3	-6.5	1.1	-2.39%	1.66%
合计	5268.3	137.6	40.5	2.61%	3.08%

数据来源: WIND 东海证券研究所

注: 市值利润率 1 是以 2008 年的净利润与当前市值之比, 市值利润率 2 是以 2009 年一季度的净利润四倍与当前市值之比。

我们可以这样理解市值利润率, 比如中信证券, 其目前市值规模是 1958.6 亿元, 相当于全体股东拥有的金融资产价值合计是 1958.6 亿, 如果有任何股东考虑短期或长期的投资回报率, 那么一笔金融资产应当至少能赚取一年期银行贷款利率水平的回报 (我们将一年期贷款利率当作相当于社会资金平均成本), 目前一年期贷款利率水平是 5.31%, 也就是说中信证券在目前市值下, 只有当它每年能获取 $1958.6 \times 5.31\% = 104$ 亿, 才能刚刚足够赚取到股东的相当于社会平均资金成本水平的回报率, **若中信证券当前估值是合理的话, 它必须至少每年能获取 104 亿净利润才刚刚合格**, 2008 年中信证券净利润才 80.5 亿元, 归属于母公司股东的净利才 73 亿元, 我们估计 2008 年中信证券的净利润不会超过 2008 年。如果中信证券目前估值过高, 股价将有所下降的话, 那么对公司最低要求回报水平将有所下降。

从 PB 相对估值来看, 中信证券和海通证券相对低估, ROE 水平不错, 可作用行业配置中防御性的中长期配置, **而对于净利增长较快, ROE 较高的国元证券、宏源证券和东北证券以及经纪市场份额上升较快的长江证券可适当关注。**国金证券、太平洋证券和西南证券股价远超过合理价值, 处于完全投机区域。

本人认为对于上市公司的未来一二年的业绩预期有很大的主观随意性, 准确性较低, 而且对未来一二年的业绩预期, 可能对于哪些 PE 相对估值方法适用的那些行业和公司, PE 估值对于证券行业不大适用, 故而预期证券行业中公

司的未来一二年的净利润情况作用并不是很大，我们不作此方面的预测工作。

PB 估值方法，结合对公司 ROE 水平的变化及预期和净利润增长的预期，应当能把握证券公司的中长期的投资持有的价值。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122