

金融业/证券行业

2008年7月5日



行业研究

证券行业

跟踪评级：维持评级 短期推荐，长期 A

证券行业：二季度业绩环比增长显著有望助推股价表现

核心观点：

1. 上半年，在经济复苏的乐观预期及充裕流动性推动下，A股市场走出了一波大幅上涨行情。伴随市场的持续走高和赚钱效应的日益显现，市场交易日益活跃，成交量持续维持高位，上半年已经有四个月的日均成交额达到2000亿元以上，而07年日均成交额在2000亿元以上的月份也只有5个月。今年1-6月，两市日均股票成交额为1874亿元，已经接近2007年上半年日均2006亿元的规模。从成交额来看，券商的经纪业务已经处于享受牛市的状态。

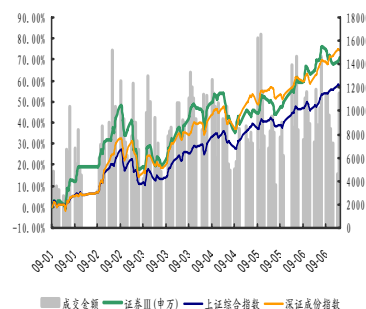
2. 自营投资收益状况决定着券商二季度业绩是否能够超越预期。由于年初对市场走势持谨慎态度，上市券商的权益投资规模和占比普遍处于较低水平，低仓位导致券商在一季度未能充分分享市场上涨带来的投资收益。考虑到二季度继续市场继续上扬，日前也有消息表明自5月份以来，以中信、海通为代表的券商普遍加大了自营投资规模，我们判断券商二季度的投资收益将较一季度明显改观，部分券商甚至将有比较亮丽的表现。我们最为看好东北证券的表现，其次国元证券、中信证券、海通证券、广发证券的表现也值得期待。

3. 由于二季度股票交易额较一季度环比增长39%，同比增长76%，券商二季度代理买卖证券业务收入将显著增长。加之年初以来指数累计涨幅较大，二季度券商自营普遍加仓，投资收益也将有望增长，二季度券商业绩环比增长显著。从整个上半年比较来看，由于代理买卖证券业增长幅度及自营投资收益存在差距，以及比较基数的原因，上市券商中报业绩仍然存在分化，其中宏源证券、东北证券、海通证券、吉林敖东（辽宁成大）的业绩同比将有不同幅度的增长，而中信证券、国金证券、长江证券、国元证券的业绩同比仍将有所下降。

4. 从估值来看，目前券商板块09年平均动态PE和PB分别为34倍和5.48倍。其中中小券商的PB平均超过6倍，大券商中信和海通的PB估值平均为3.3倍，大券商PB估值仍然是比较合理的，中小券商PB偏高。考虑到目前市场已经不再是08年的单边下跌市，证券行业经营环境明显改善，券商业绩的可预见性增强，行情转暖赋予券商业绩想象空间，我们认为目前再拘泥于PB已经不合时宜，用PE估值能够更好地反映券商盈利能力的变化和其业绩的弹性。

5. 投资建议：建议重点关注中期及全年业绩增长较好、PE估值合理的东北证券、吉林敖东和宏源证券。PB估值合理、中长期竞争能力强的中信证券和海通证券值得长期关注。

证券行业指数走势：



研究员：邓婷

电话：010—84183228

E-mail: dengting@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

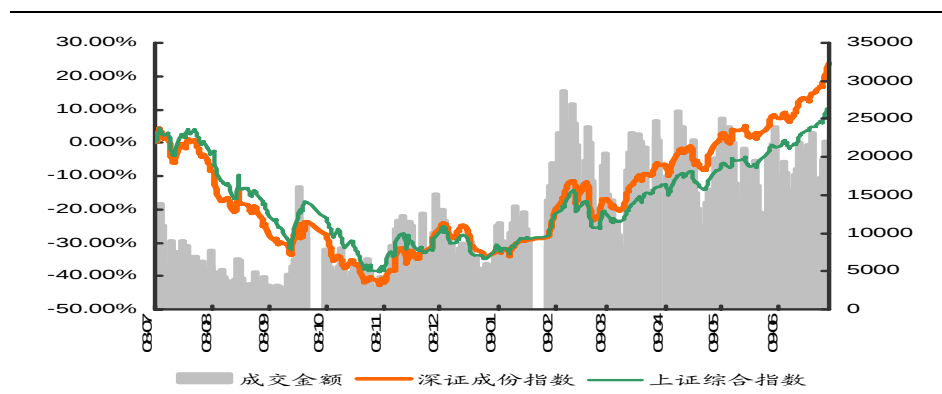
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 券商经纪业务已经处于牛市繁荣期

1.1 流动性助推 A 股市场持续走高

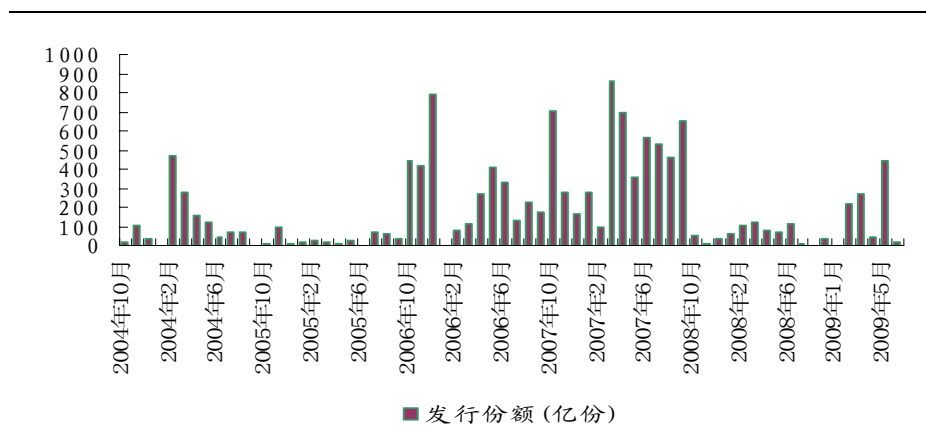
上半年，在经济复苏的乐观预期及充裕的流动性推动下，A 股市场走出了一波大幅上涨的行情，上证综合和深证成份指数累计涨幅分别达到 55%和 67.2%。股票市场持续上涨带来的赚钱效应刺激新增开户数以及基金募集额逐月攀升。

图 1：上证综指和深成指数近一年走势



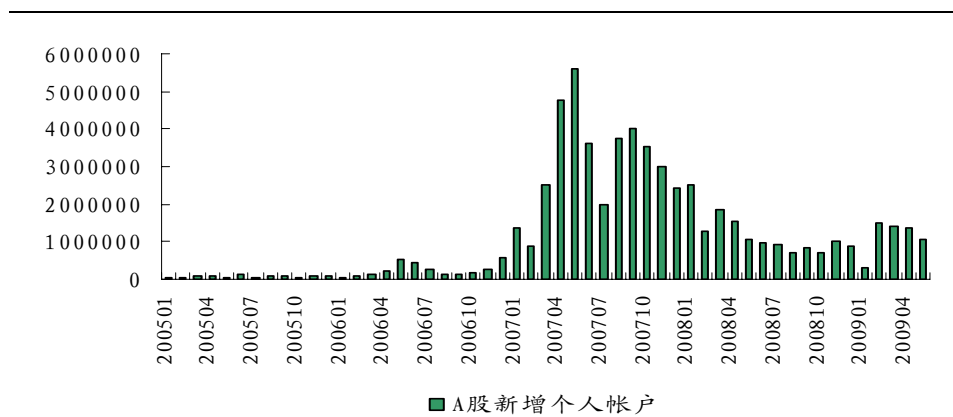
来源：国都证券研究所、WIND

图 2：月度新基金募集份额



来源：国都证券研究所、WIND

图 3：月新增 A 股个人开户数

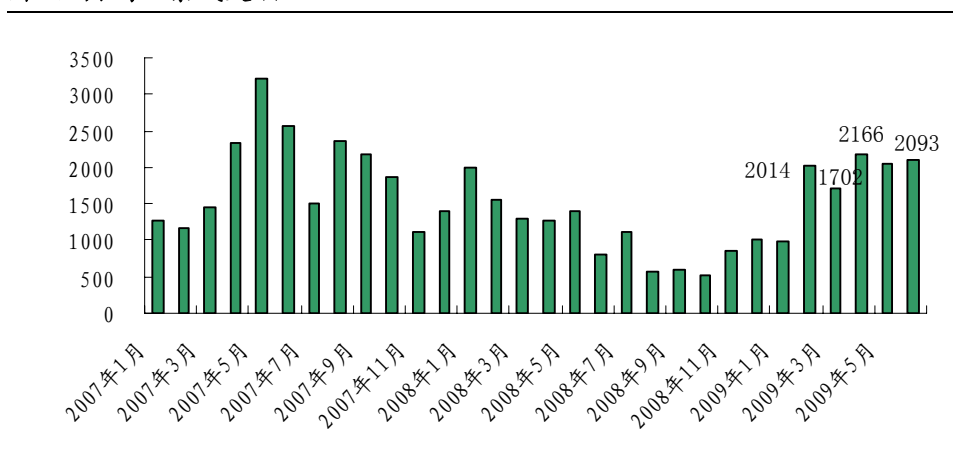


来源：国都证券研究所、WIND

1.2 成交额维持高位构成券商业绩最有力支撑

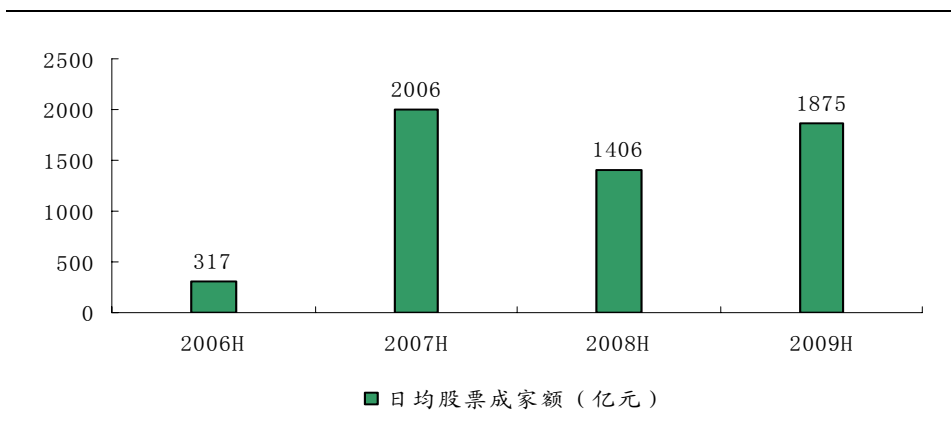
伴随市场的持续走高和赚钱效应的日益显现，市场交易持续活跃，日成交量持续高位，上半年已经有四个月的日均成交额达到 2000 亿以上，而 07 年日均成交额在 2000 亿以上的月份也只有 5 个月。今年 1-6 月，两市日均股票成交额为 1874 亿元，同比增长 33%，这一成交额也已经接近 2007 年上半年日均 2006 亿元的规模。从成交额来看，券商的经纪业务已经处于享受牛市的状况。

图 4：月均股票成交额



来源：国都证券研究所、WIND

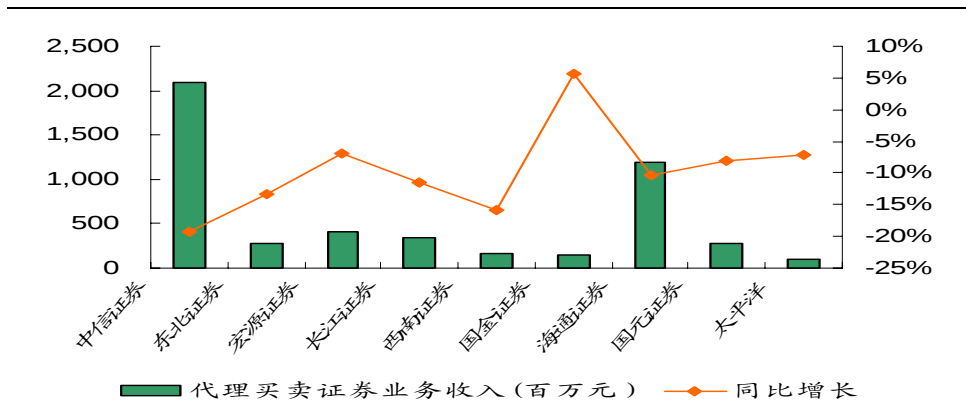
图 5：上半年日均股票成交额比较



来源：国都证券研究所、WIND

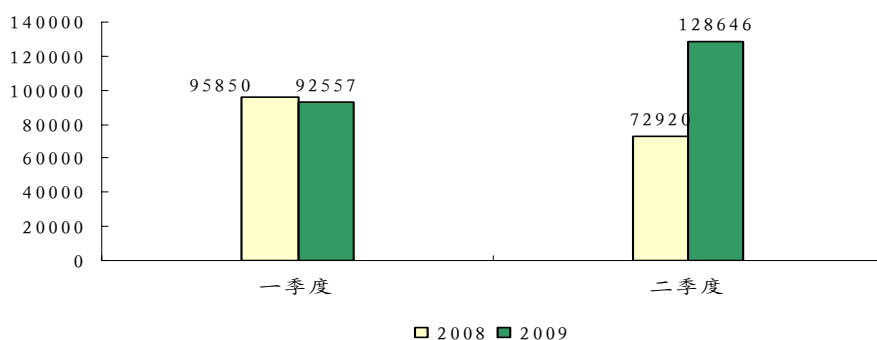
由于去年一季度是全年交易额的最高峰，今年一季度两市股票成交总额同比下降 3.4%，加之竞争加剧导致手续费及佣金净费率下降，上市券商一季度的代理买卖证券业务收入整体同比下降 14%，同比增长只有国金证券。二季度由于市场继续上涨推动交易持续活跃，两市交易额同比大幅增长 76%，因此券商经纪业务收入环比和同比都将出现显著的增长，这也将推动上市券商二季度业绩出现环比和同比增长。

图 5：一季度上市券商代理买卖证券业务收入同比变动



来源：国都证券研究所、WIND

图 6：一季度及二季度股票成交额比较



来源：国都证券研究所、WIND

表 1：上市券商 1-5 月股票及股基权交易额

	股票		股基权	
	交易量(万元)	占比(%)	交易量(万元)	占比(%)
海通证券	14734.96	4.22	163184.35	4.09
宏源证券	4588.98	1.31	53471.37	1.34
国元证券	3767.97	1.08	44665.44	1.12
东北证券	2701.35	0.77	29111.32	0.73
长江证券	5144.00	1.47	5504.00	1.38
国金证券	2708.97	0.78	28094.27	0.70
西南证券	2046.70	0.59	23068.01	0.58
太平洋证券	1005.80	0.29	10824.03	0.27
中信系	29091.05	8.34	315697.90	7.92
广发系	16089.24	4.61	176483.59	4.43

来源：国都证券研究所、WIND

展望下半年，前期推动市场上涨的两大因素——经济复苏与流动性仍然将对市场构成支撑，预计市场仍有望保持震荡上升的趋势，市场成交将保持活跃。全年来看，我们认为市场交易额有望达到 1600 亿左右的水平，同比增长 48%，即使考虑到市场竞争加剧导致券商手续费及佣金费率下降，我们认为上市券商代理买卖证券业务收入全年将有望实现 30%-40% 左右的增长。考虑到经纪业务对中小券商的业绩贡献占比高于大券商，交易额的大幅增长对中小券商业绩的驱动效应将更为明显。

2. 自营收益决定业绩弹性

自营投资收益与经纪业务共同构成券商业绩的两大支柱。与经纪业务相比，自营业务受市场波动的影响更大，是导致券商业绩高波动的最根本的因素。在 08 年单边下跌的市场中，投资收益导致券商业绩出现了巨大的分化。

09 年初由于对市场走势持谨慎态度，出于风险控制的考虑券商普遍减少了年度权

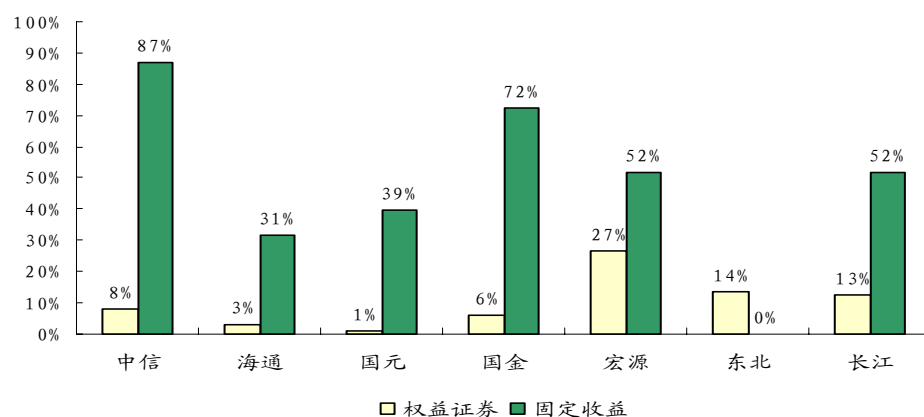
益证券投资额度，这直接反映为权益证券投资占比的大幅下降。从 08 年的年报数据我们可以看出，年初上市券商的权益投资规模和占比普遍处于较低的水平，固定收益证券的配置则占据了绝大比重。正是这样谨慎的低仓位导致上市券商在一季度未能充分分享市场上涨带来的投资收益。低仓位使得券商业绩与市场走势的关联度减弱，从而也降低了其业绩弹性的空间。

表 2: 上市券商权益证券投资情况 (2008)

	2007			2008		
	净资本 (亿元)	权益类证券投资 规模/净资本	权益类证 券投资规 模	净资本 (亿元)	权益类证券投资 规模/净资本	权益类证 券投资规 模
中信	368.39	22.30%	82.15	387.79	8.10%	31.41
海通	337.21	15.46%	52.13	341.45	3.20%	10.93
国元	36.52	53.97%	19.71	33.35	0.83%	0.28
国金	22	34%	7.48	19.33	6.06%	1.17
宏源	46.21	18.73%	8.66	37.70	26.75%	10.08
东北	8.75	68.66%	6.01	12.98	13.67%	1.77
长江	41.62	57.99%	24.14	35.29	12.67%	4.47

来源：国都证券研究所、WIND

图 7: 上市券商自营资产配置结构 (2008 年末)



来源：国都证券研究所、WIND

在经济复苏前景进一步明朗和信贷高速增长的支持下，二季度股票市场继续大幅上涨，上证综指和深圳成份指数累计涨幅分别达到 24.7% 和 28.78%。那么二季度券商自营业绩是否会出现改善呢？我们认为这既要看券商是否在二季度进行了积极的加仓，同时也要看是否较好的把握住了市场主流上涨品种。二季度两市 A 股涨幅超过 30% 的股票占全部股票数量的 30%，主流上涨品种为煤炭、有色、银行、房地产等行业，投资标的的选择对于投资收益影响重大。由于券商自营业务信息不透明，在中报公布以前我们很难了解券商自营投资的情况。不过考虑到二季度对市场趋势上涨的分歧较一季度明显减弱，而以保险资金为代表的机构进行了积极的加仓，日前也

有消息表明自 5 月份以来，以中信、海通为代表的大券商加大了自营投资规模，我们判断上市券商在二季度应该进行了普遍的加仓，但是加仓的规模目前还难以得知，可以肯定的是券商二季度的投资收益将较一季度明显改观，部分券商甚至将有比较亮丽的表现。从一季度末公布持仓结构的券商来看，我们最为看好东北证券的表现，其次国元证券、中信证券、海通证券、广发证券也可能有较好的表现。自营投资收益状况决定着券商二季度业绩是否能够超越预期。

3. IPO 开闸为券商带来两大利好

随着证监会《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》正式发布以及 IPO 第一股桂林三金正式启动上市，关闭已久的 IPO 大门终于正式开启，股票市场首发融资功能终于得以恢复。

IPO 恢复正常状态直接利好券商投行业务。由于 IPO 的停滞，一季度券商投行业务只能依靠债券承销、非公开增发及财务顾问，收入大幅缩减。虽然从目前阶段来看，主要是允许前期已经过会的 30 家公司陆续上市，这当中涉及的上市券商只有海通一家，IPO 恢复带来的承销业务收入增加对券商 2009 年的业绩影响比较有限。但是从稍长远的视角来看，IPO 的恢复以及随之而来的创业板启动都将对券商未来的业绩带来实质性贡献。

IPO 重启将恢复新股申购这一投资渠道，对于中信和海通这类现金充沛、投资风格较为保守的证券公司而言，打新收益有望为业绩带来一些贡献。

已经过会的 30 家待发公司中有光大证券和招商证券两家券商，这两家实力较为雄厚的券商的上市有望给券商板块带来新的刺激因素。

4. 中期业绩展望及投资建议

4.1 二季度业绩环比皆增 中期业绩仍存在分化

由于二季度的股票交易额较一季度环比增长 39%，同比增长 76%，因此券商二季度代理买卖证券业务收入增长显著。加之年初以来指数累计涨幅较大，二季度券商自营普遍加仓，投资收益也将有望增长，二季度券商业绩都将出现环比增长。从整个上半年比较来看，由于代理买卖证券业增长幅度及自营投资收益存在差距，以及比较基数的原因，上市券商中报业绩仍然存在分化，其中宏源证券、东北证券、海通证券、吉林敖东（辽宁成大）的业绩同比将有不同幅度的增长，而中信证券、国金证券、长江证券、国元证券的业绩同比仍将有所下降。

表 3: 券商季度业绩比较

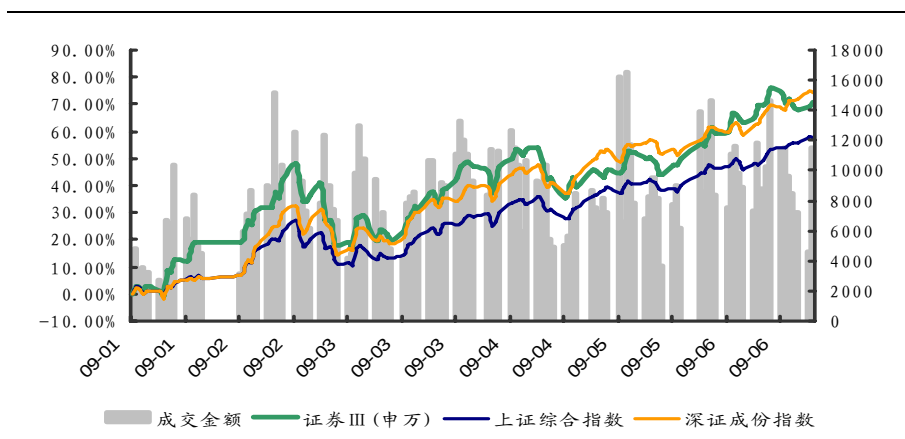
	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
中信	2521.62	2247.72	1128.36	1475.96	1,504.41
海通	897.89	1113.48	640.57	699.47	996.03
国元	98.47	311.47	38.74	65.73	130.28
国金	363.33	142.63	184.50	107.42	102.20
宏源	303.85	47.42	74.87	146.99	315.20
东北	179.26	164.08	1.25	62.22	213.41
长江	340.10	293.99	46.40	82.46	227.20
吉林敖东	269	238	162	192	319.8

来源: 国都证券研究所、WIND

4.2 投资建议

年初至今, 申万三级分类证券行业指数涨幅为 70.9%, 跑赢上证综合指数, 略微跑输深圳成份指数。我们认为, 下半年在流动性及经济复苏的支持下, 市场将保持震荡上行趋势, 券商板块仍有望跑赢大盘。

图 8: 证券行业指数相对大盘走势比较



来源: 国都证券研究所、WIND

从估值来看, 目前券商板块 09 年平均动态 PE 和 PB 分别为 34 倍和 5.48 倍。其中中小券商的 PB 平均超过 6 倍, 大券商中信和海通的 PB 估值平均为 3.3 倍, 大券商 PB 估值仍然是比较合理的, 中小券商 PB 偏高。不过我们也看到, 中信和海通主要还是因为前期高价增发融资导致每股净资产增厚较多, 中小券商在经历借壳上市后尚未完成再融资, 仅靠自身的积累还无法迅速提高净资产, 因此其高 PB 具有一定的合理性。考虑到目前市场已经不再是 08 年的单边下跌市, 证券行业经营环境明显改善, 券商业绩的可预见性增强, 行情转暖赋予券商业绩想象空间, 我们认为目前再拘泥于 PB 已经不合时宜, 用 PE 估值能够更好地反映券商盈利能力的变化

和其业绩的弹性。从 PE 来看，目前上市券商整体的 PE 估值并不便宜，但是考虑到下半年在流动性及经济复苏的支持下，市场将保持震荡上行趋势，行业经营环境整体相好，券商业绩具有一定弹性空间，目前偏高的 PE 估值存在被消化的可能。

投资建议：建议重点关注中期及全年业绩增长较好、PE 估值合理的东北证券、吉林敖东和宏源证券。PB 估值合理、中长期竞争能力强的中信证券和海通证券值得长期关注。

表 4：上市券商估值一览

	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	07BPS	08BPS	09BPS	08PB	09PB
中信	1.87	1.1	1.1	26.9	26.9	7.78	8.33	9.3	3.55	3.18
海通	1.33	0.4	0.46	43.65	37.96	4.45	4.66	5.07	3.75	3.44
宏源	1.39	0.3	0.77	75.33	29.35	4.11	3.407	4.1	6.63	5.51
长江	1.41	0.42	0.52	48.38	39.08	3.53	2.75	3.2	7.39	6.35
国元	1.56	0.36	0.57	55.36	34.96	3.53	3.23	3.7	6.17	5.39
国金	1.32	0.75	0.56	32.33	43.3	5.72	4.33	4.85	5.6	5
东北	1.92	0.71	1.43	48.61	24.13	3.68	3.88	5.15	8.89	6.7
西南	-	0.07	0.53	267	35.26	-	1.74	2.24	10.74	8.34
吉林敖东	3.47	1.5	2.3	31.67	20.66	8.03	8.45	10.4	5.62	4.57

来源：国都研究所

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研发中心研究员实地调研

所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。