

分析师： 刘俊 027-65799532 liujun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

券商中报超预期，疯狂阶段最疯狂

报告要点

■ 证券业半年报业绩超出市场预期

证券公司半年报披露已经拉开序幕，将上演业绩超出市场预期的过程。我们预计上半年计全行业 106 家券商有望实现净利润 440 亿元以上，至少同比增长约 37.5%，而去年中期净利润占全年的 66.5%，根据我们 09 全年日均股票、基金交易额 1771 亿元的保守假设，09 年证券业业绩有望同比增长约 80%以上。

上市券商由于 08 年业绩下降幅度相对较小，且中信、海通、国元、东北等券商的中期利润完成率较高，因此中报增长幅度相对较小，预计约 5%~10%，全年业绩增长约 35%以上。整体而言，证券公司业绩增长超出市场预期。

■ 市场交易额不断超出市场预期

大小非陆续解禁对流通股数量的提升效应，推动股票基金交易额提升至新的水平，08 年市场最低迷阶段日均交易额维持在 600 亿元以上便是明证。在流动性充裕的背景下，解禁效应得以充分释放，不断刷新我们对全年日均交易额的预测，7 月份以来市场日均交易额更是达到了 2727 亿元。预计下半年交易额仍可能超出我们对下半年日均 1668 亿元的假设，因此，在上半年交易额同比增长 30.45%的基础上，全年增长幅度可能达到 59%以上。

■ 经纪业务佣金费率下降幅度好于预期

虽然市场许多分析师对日均交易额的规模预测大于我们的假设数，有的甚至假设今年交易额将超过 2000 亿元，即超过 2007 年日均 1939 亿元的规模，但预计全行业业绩增长的幅度较小，主要原因是认为佣金费率下降幅度大。

根据我们对各地区券商营业部草根调研的结果，上半年全行业佣金费率同比下降幅度约在 14%以内，同时由于券商营业支出普遍有所下降、自营收入获得一定的收益等因素，使经纪业务收入和净利润增速好于市场预期。

■ 下半年券商收入具有新亮点

经纪业务是上半年券商业绩增长的主要动力，我们预计一季度后经纪业务收入比重甚至有所上升。下半年券商营业收入将有更多的收入来源：一是上半年券商平均自营规模相对较小，预计 5 月份之后券商整体自营规模有所增长，有望使下半年自营业务收入增幅上升；二是 5 月份以来定向增发项目数量增长较快，且目前 IPO 已开闸，创业板即将推出，以及企业债发行规模持续攀升等，将带动券商投行业务大幅度增长；三是新发行的基金和券商集合资产管理计划已经超过 08 年全年，资产管理规模的提升使该项业务收入也将在下半年发力。

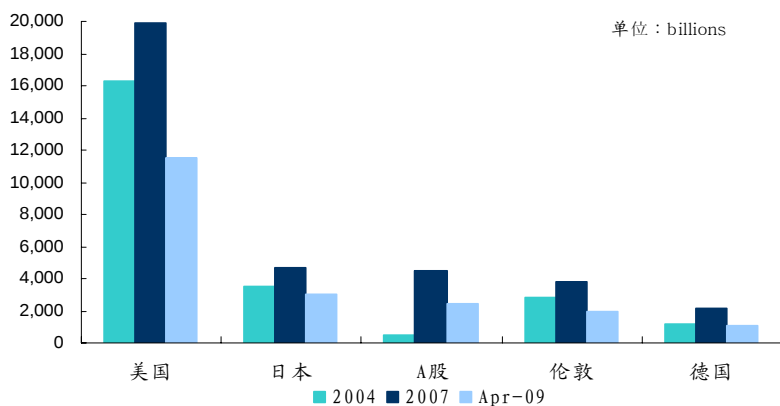
■ 牛市泡沫期券商股最疯狂

综合各项因素，我们认为业绩良好、具有配股投资机遇的东北证券值得持续关注；其次是中报业绩有望好于预期的海通、国元和中信证券；券商影子股中建议重点关注吉林敖东，广发证券上市对其市值提升空间在 37%以上。

第一，大小非解禁拓宽市场容量和行业发展空间

大小非解禁拓宽市场容量和行业发展空间。2004 年，A 股市值规模低于澳大利亚、意大利等国，不足印度、西班牙、瑞士、香港地区的一半，仅与印度尼西亚、台湾、韩国、牙买加等国或地区相当。但目前 A 股市值规模全球排名第三，仅次于美国和日本。并且 A 股仍属于封闭的股票市场，没有一家海外企业在 A 股上市，如果考虑红筹股回归、IPO 开闸等因素，A 股市场不久将超过日本成为全球第二大股票市场。

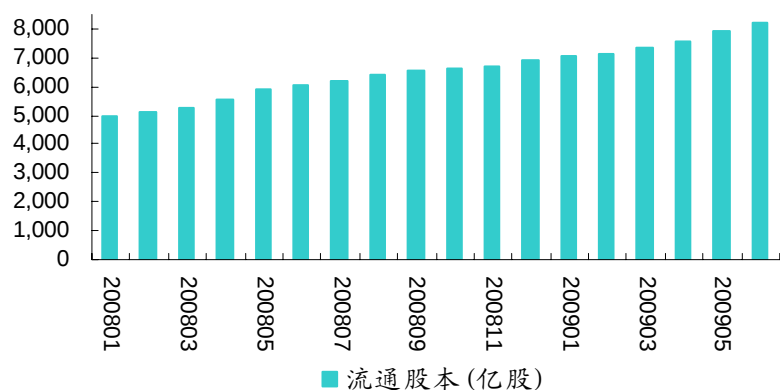
图 1: A 股市值规模跃居全球第三



资料来源：长江证券研究部

巨量解禁股份相当于大规模的融资，为市场新增了可观的可供交易股份数量，有力的促进市场规模的增长。2008 年以来至 2009 年 6 月，由于限售股份的解禁，市场流通股本（忽略送股等因素）增长了 64.26%，即 3208 亿股，而 2006 和 2007 年市场融资比较活跃时期，新增可交易股份数量也仅 2415 亿股。

图 2: 限售股解禁是 08 年以来市场规模持续扩大的主要原因



资料来源：长江证券研究部

资本市场的市值规模与股票交易额具有高度相关性，而代表市场活跃程度的股票交易额规模又基本决定了证券公司的业绩——即使是经纪业务依赖度非常低的美国券商也不例外。

随着市场容量的扩大和交易额的持续上升，证券公司的发展轨迹将进入稳定的上升通道。根据境外证券业的发展经验，虽然证券公司佣金收入占营业收入的比重将逐步下降，但市场的活跃将催生资产管理、融资融券等业务迅速发展，能有效弥补佣金收入下降的损失，从长期看，证券公司业绩具有很高的复合增长率。

图 3: 美国市场股票交易额与证券公司业绩变化趋势一致

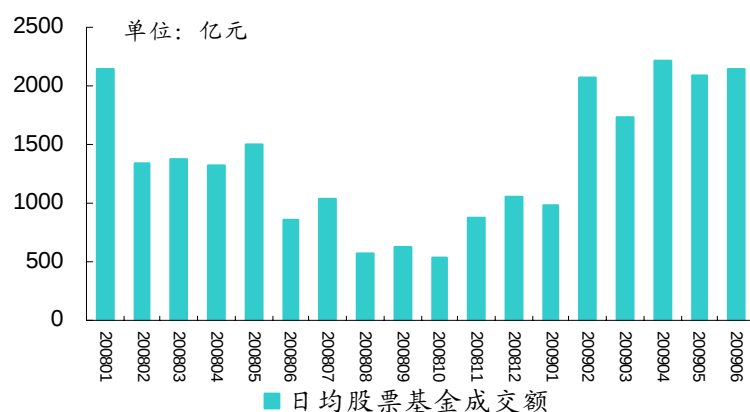


资料来源: 长江证券研究部

第二，交易额不断超出市场预期

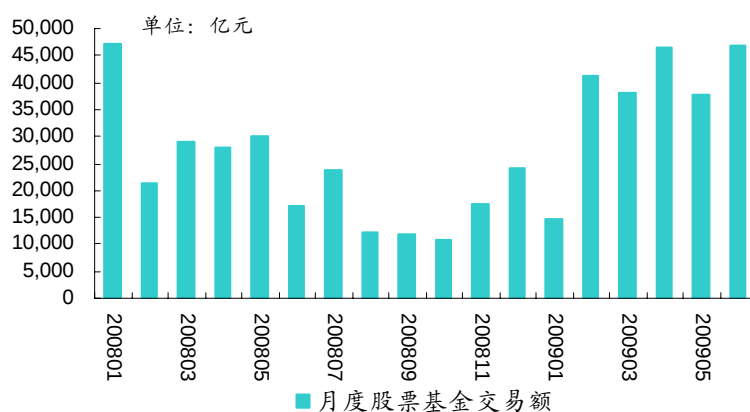
上半年日均股票基金交易额 1874 亿元，累计交易额 22.56 万亿元，同比增长 30.45%，预计下半年交易额仍可能超出我们对下半年日均 1668 亿元的假设，全年增长幅度可能达到 59%以上。

图 4: 预计全年日均交易额 1771 亿元



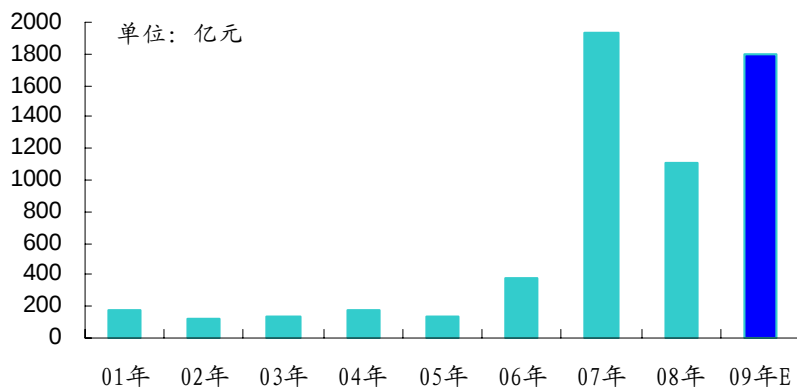
资料来源: 长江证券研究部

图 5: 月度交易额保持较高的规模



资料来源: 长江证券研究部

图 6: 预计全年日均交易额 1771 亿元



资料来源：长江证券研究部

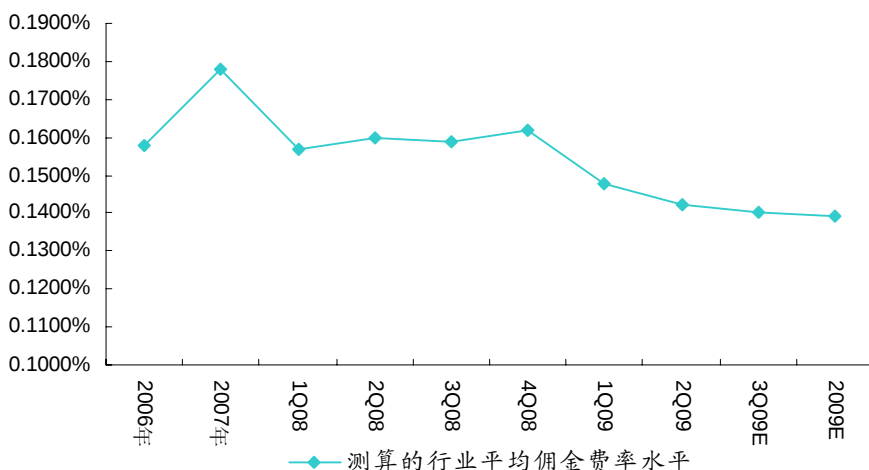
第三，佣金费率下降幅度远远好于市场预期

由于一季度上市券商整体佣金同比下降幅度约 10%~13%，使投资者预期全年佣金下降幅度较大，可能严重制约经纪业务收入的增幅。但根据我们对各地营业部草根调研的情况，在经历了一季度服务部升级、券商佣金价格战后，市场回暖，中、小客户代理交易额比重的上升，佣金费率基本保持不变，深圳等地区佣金水平甚至有所触底回升。

此外，部分区域型券商积极在二、三线城市设立营业网点或开展渠道业务，这些地区佣金水平相对较高，也推动了整体佣金水平企稳甚至上升。

由于二季度以来佣金费率变化较小，预计 09 年全行业佣金费率整体下降幅度约 15%。

图 7: 经测算预计 09 年全行业佣金费率整体下降幅度仅约 15%



资料来源：长江证券研究部

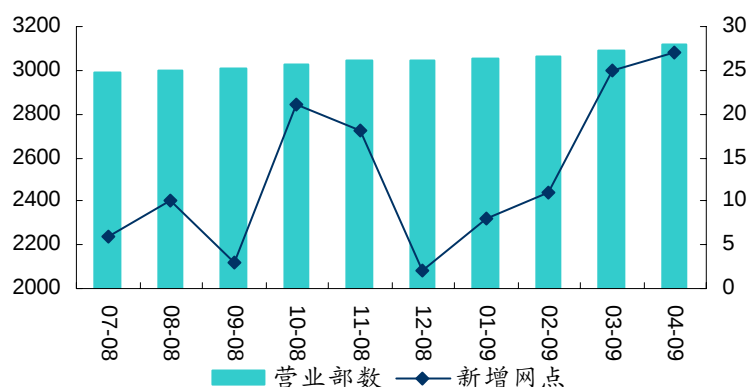
服务部升级为营业部并异地搬迁，是一季度券商佣金费率下降较快的主要原因。但我们调研发现，在一个地区因服务部升级打响佣金价格战后，后续进入市场的券商并不会把佣金水平降得更低，且由于不少中、西部省会城市营业部数量相对稳定，服务部升级为营业部地区主要集中于二、三线城市，也减少了佣金价格战对整体佣金水平的影响。

我们认为，服务部升级为营业部的浪潮在 2010 年初将基本结束，未来营业部不能异地搬迁，证券业营业网点数量难以大幅度增长，原因有两个方面：一是全国新设网点的门槛较高，预计不足二十余家券商能获此资格，但这些券商网

点格局基本合理，新设营业部意义不大；二是本地新设网点的门槛虽然较低，但区域型券商在本地的营业部数量基本饱和，新设网点只会加剧竞争。

从日本、韩国证券在过去二十多年券商数量和营业网点数量变化的情形看，即使有外资进入、行业准入门槛降低、佣金费率自由化、市场波动等因素，网点数量和券商数量变化幅度基本在 10% 以内，因此未来中国证券业并不会出现网点数量剧增的趋势。

图 8：服务部升级为营业部是佣金价格战的诱因



资料来源：长江证券研究部

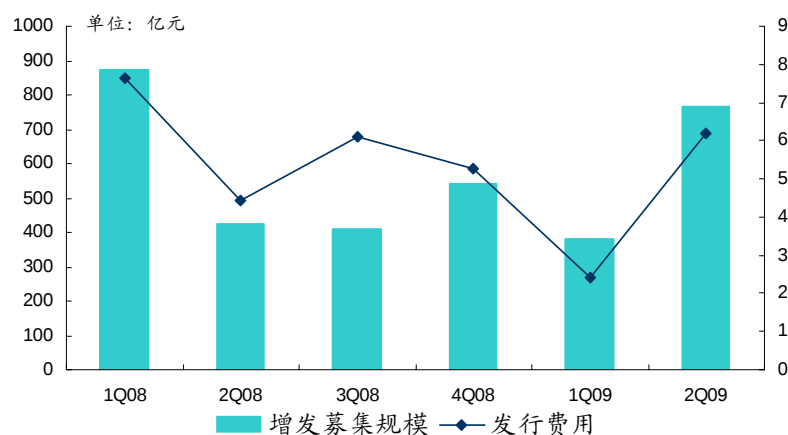
我们预计上半年全行业 106 家券商有望实现净利润 440 亿元以上，至少同比增长约 37.5%，而去年中期净利润占全年的 66.5%，根据我们 09 全年日均股票、基金交易额 1771 亿元的保守假设，证券业业绩有望同比增长约 80% 以上。

上市券商由于 08 年业绩下降幅度相对较小，且中信、海通、国元、东北等券商的中期利润完成率较高，因此中报增长幅度相对较小，预计约 5%~10%，全年业绩增长约 35% 以上。整体而言，证券公司业绩增长将超出市场预期。

第四，下半年券商收入三大新亮点

下半年券商营业收入将有更多的收入来源：一是上半年券商平均自营规模相对较小，预计 5 月份之后券商整体自营规模有所增长，有望使下半年自营业务收入增幅上升；二是 5 月份以来定向增发项目数量增长较快，且目前 IPO 已开闸，创业板即将推出，以及企业债发行规模持续攀升，将带动券商投行业务大幅度增长；三是新发行的基金和券商集合资产管理计划已经超过 08 年全年，资产管理规模的提升使该项业务收入也将在下半年发力。

图 9：增发项目融资规模和收入有望接近 08 年水平



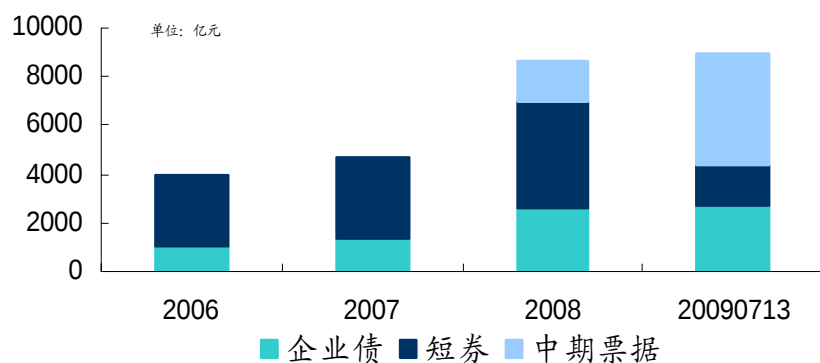
资料来源：长江证券研究部

表 1: 证券公司承销的 IPO 已过会、未发行项目情况

数量		数量	
平安证券	5	国金证券	1
招商证券	3	国联证券	1
广发证券	3	华欧国际	1
东方证券	2	南京证券	1
国信证券	1	申银万国	1
海通证券	2	兴业证券	1
山西证券	2	中金公司	1
第一创业	1	中国银河	1
方正证券	1	合计	31
安信证券	1		

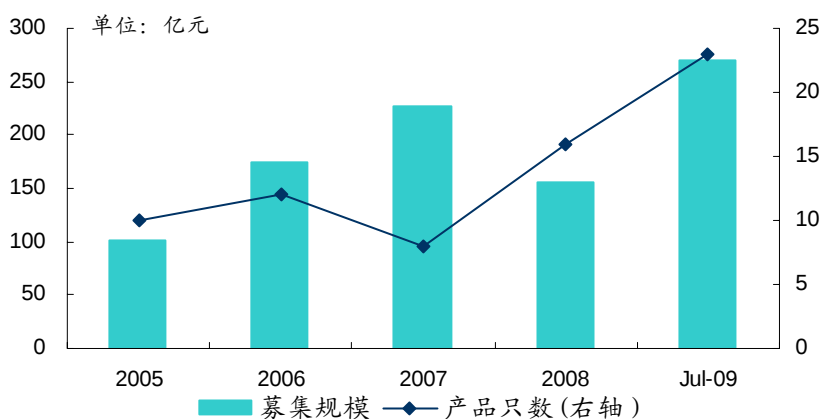
资料来源：长江证券研究部

今年以来债券发行规模增长迅猛，将创下历史记录，由此可能推动部分券商债券承销收入增长一倍以上。截至 7 月 13 日，企业债发行额是 2008 全年的 1.03 倍，中票是 2.69 倍，具有中票承销资格的中信证券和中金公司获益更多。

图 10: 创记录的债券发行规模使券商债券承销收入剧增


资料来源：长江证券研究部

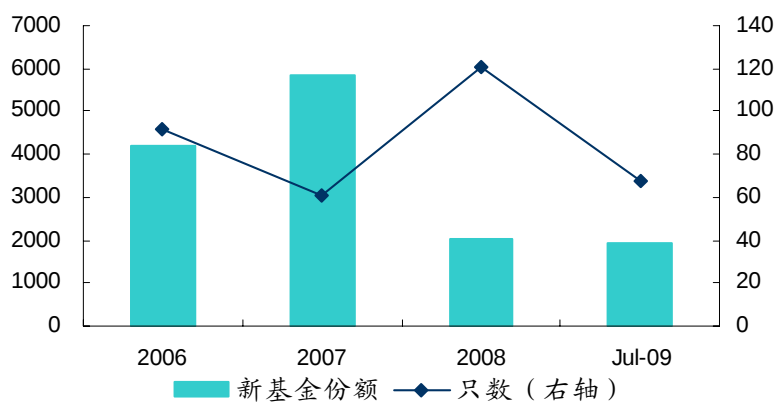
截至目前，券商新发行的集合资产管理计划规模较 08 全年增长了 72%，并超过了 07 全年的水平。

图 11: 09 年券商集合资产管理计划将创新高


资料来源：长江证券研究部

今年以来，新成立 68 只基金，募集资金 1919 亿元，接近 08 年全年的水平，另有 14 只基金尚处于募集期。

图 12: 新募集基金规模和只数将远超 08 年

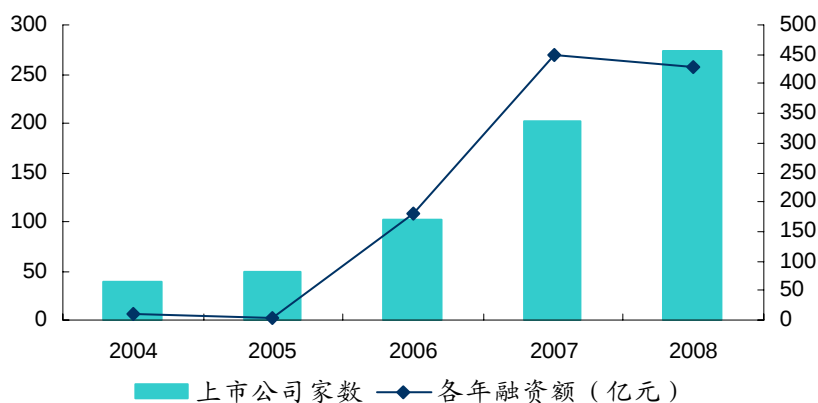


资料来源：长江证券研究部

创业板对投行业务收入贡献明显。以 2009 年内上市 50 家、平均股本 0.5 亿股（低于中小板的平均 2.44 亿股）、发行股份比重 30%（中小板近年流通盘平均比重 38.9%）发行市盈率 30 倍（目前中小板市盈率 34 倍）计算，融资规模将达 225 亿元，以中小板企业 7% 平均承销费率计算，有望给证券公司创造承销收入 15.75 亿元，相当于 2008 年券商 IPO 承销收入的一半，对券商投行业务收入的提升作用非常明显。

中小板市场近年来发展迅速，上市公司家数增长了 7 倍，达到 273 家；融资额由 2004 年的 9 家上升至 2008 年的 429 亿元。

图 13: 中小板上市公司数量和融资情况



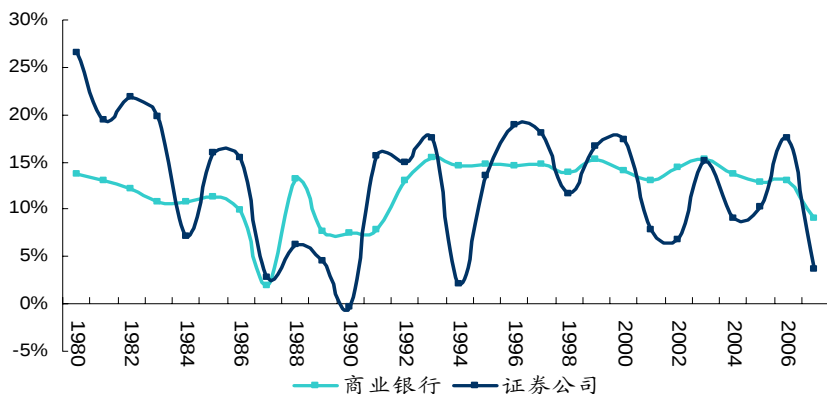
资料来源：长江证券研究部

第五，市场疯狂阶段券商股更疯狂

正如我们一直强调的，证券股具有独特的投资和估值理念。根据美国和日本等证券行业的业绩情况，证券公司的 ROE 相对于商业银行而言，波动幅度较大，这与市场交易额或者牛市的融资因素有关，因此“业绩持续增长”的概念并不适用于证券公司。

例如，美国大型券商 1980 至 2001 年间平均税后 ROE 水平为 12.4%，仅 1990 年出现行业性亏损，盈利能力略高于商业银行 12% 的水平，但远远好于一般性企业。该时期是证券公司的成长期，ROE 水平呈下降趋势，规律性波动。

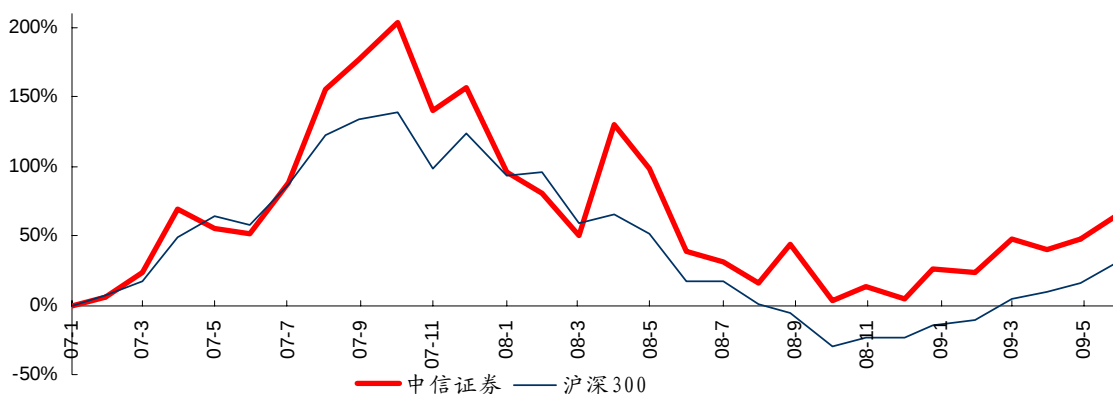
图 14: 美国大型券商相比商业银行 ROE 波动较大



资料来源：长江证券研究部

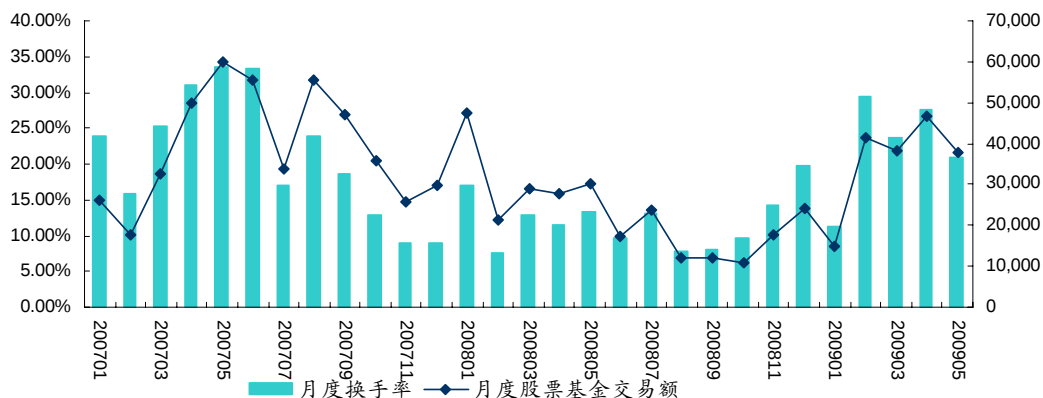
证券公司的业绩波动性并不能否定业绩长期增长趋势，也不能否定证券公司的投资价值。数据显示，证券公司业绩或股价具有三个明显的特征：一是资本市场持续扩容期证券公司业绩复合增长率非常高；二是完整的牛市周期中证券股的涨幅超过大盘或者许多其他板块；三是交易额持续上升周期证券股表现超越大盘，但在市场最疯狂的阶段证券股的涨幅更惊人。市场最疯狂阶段的特征是指数攀升、大盘股表现突出、交易量和换手率由高峰回落。

图 15: 07 年以来中信证券与指数涨幅比较



资料来源：长江证券研究部

图 16: 07 年以来月度换手率与股票基金交易额变化



资料来源：长江证券研究部

鉴于未来市场可能出现牛市最疯狂阶段的特征，且证券公司业绩超出市场预期，我们建议超配券商股，投资标的可以分为三类：

一是业绩良好、具有配股投资机遇的东北证券值得持续关注，配股后不仅摊薄 PB 倍数，也具有填权式上涨预期；

第二类是券商影子股，建议重点关注吉林敖东，原因在于广发证券上市之后，根据我们对其经纪业务市场份额和佣金水平的测算，广发证券上市后的市值规模可能超过海通证券，因此对吉林敖东的对市值提升空间在 37%以上，而对辽宁成大的提升空间相对较小，约 13%；

第三类是中报业绩有望好于预期的海通、国元和中信证券，尤其是前期涨幅较小的海通和中信证券。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
600030	中信证券	32.78	1.10	1.31	1.30	29.8	25.0	25.2	3.94	3.60	3.29	推荐	推荐
600837	海通证券	17.91	0.40	0.59	0.52	44.8	30.4	34.3	3.84	3.51	3.31	推荐	推荐
000562	宏源证券	26.60	0.37	0.73	0.61	71.9	36.4	43.6	7.80	5.75	5.19	中性	中性
000728	国元证券	24.97	0.36	0.50	0.42	69.4	49.9	59.5	7.73	6.33	5.47	谨慎 推荐	谨慎 推荐
000686	东北证券	42.01	0.71	1.22	0.91	59.2	34.4	46.2	10.83	9.62	8.62	推荐	推荐
600109	国金证券	26.59	0.76	0.47	0.40	35.2	56.6	66.5	6.14	5.26	4.55	中性	中性
600369	西南证券	19.90	0.07	0.33	0.21	284.3	60.3	94.8	11.37	7.11	6.32	中性	中性
601099	太平洋	19.78	(0.43)	0.26	0.18	-46.1	76.1	109.9	21.50	15.13	12.45	中性	中性

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部银行业分析师，具有金融领域 5 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	（8621）63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	（8621）33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	（8621）33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	（8621）63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。