

[2009.08.07]

安全边际已高，继续看好大券商的投资价值

梁静

021-38676850

liangjing@gtjas.com

董乐

021-38676650

dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 大券商安全边际已经非常高；
- 维持行业增持，继续推荐中信、广发三宝（公用+成大+教东）、海通。

投资要点：

- 我们曾在证券行业的系列报告中提出“业绩和估值双驱动、大券商投资价值凸现”的观点，指出交易额持续突破推动业绩提升、券商股 IPO 推动估值提升，这两大因素将是券商的催化剂。但自光大证券正式发行以来，尽管交易额持续突破 3000 亿元、光大证券发行市盈率也接近 30 倍，但大券商并未如预期出现上涨。近 1 周来，在大盘下跌 1.6% 的背景下，成大下跌-12.4%，中信和教东跌幅在-8%左右，跌幅最小的中山公用和海通也达到-4%，表现都远低于预期。
- 我们认为，大券商的这种表现，并非是投资者出自于对证券公司自身经营状况的担忧，而更多的是对于市场走势担心的集中反映。在市场出现分歧的时候，券商股往往成为抛售对象。从我们所掌握的情况来看，主要上市公司的业绩不仅没有低于我们的预期，而且辽宁成大等公司的主营业绩甚至要比预期的好的多。
- 尽管市场持续调整，但与目前市场的关键指标（交易额/上证综指）相比，我们对业绩的基本假设（2000/3000）依然显得十分保守。从交易额来看，仅当今年剩余时间内日均交易额低于 1800 亿元时，行业的业绩才会低于我们的预期，而这意味着市场目前的交易额要萎缩 42% 以上（见表 1）；从估值来看，在（2000/3000）的预期下，主要大券商的估值都已回落至安全区域，其中，中信和广发三宝的 PE 估值分别为 23 倍和 21-22 倍左右，安全边际已经大为提升，市场风险基本释放完毕（见表 2、3）；从业绩支撑来看，尽管市场波动对自营影响较大，但交易额一直维持在 3000 亿元以上，这将对经纪业务、进而对券商业绩形成强有力的支撑。
- 基于以上判断，我们仍然维持之前的观点，即：流通市值快速增长不仅将继续推动交易额维持在 3000 亿元以上的量级，而且可能在目前的基础上再上台阶；光大证券和招商证券的二级市场定价将达到 40 倍甚至更高，这将直接填补券商的估值洼地，即首先要直接提升大券商估值水平。
- 因而我们依然看好大券商的投资价值。首先，从表 2-3 来看，大券商已具备明显的估值优势；其次，下半年经纪和自营业务的弹性逐步向其他业务扩散，而自营也将表现出明显的规模化受益特征；第三，融资融券、股指期货预期逐步明朗，直接投资、资产管理也将规模化，大券商的创新溢价也将逐步显现。这些都将提升大券商的投资价值。
- 继续推荐中信证券、广发三宝（公用+成大+教东）和海通证券（推荐逻辑及目标价见表 4）。
- 中期业绩超出预期、光大上市后的定位高企、交易额的持续放量、创新业务的明朗等仍将是催化剂。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

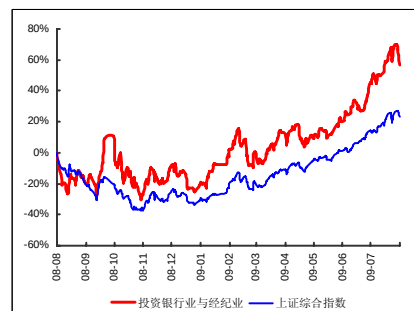
细分行业评级

证券经纪与交易业	增持
信托业	中性

主要上市公司评级

中信证券	增持
S 延边路	增持
宏源证券	谨慎增持
海通证券	谨慎增持
国金证券	中性
东北证券	增持
国元证券	中性
长江证券	中性
辽宁成大	增持
吉林教东	增持
中山公用	增持
锦龙股份	增持
爱建股份	中性
安信信托	中性
陕国投	中性
太平洋	中性

行业指数走势



相关报告

- 更新报告：业绩和估值双驱动，大券商投资价值凸现 (09.07.30)
- 更新报告：券商 IPO+交易额突破，催化剂如约而至 (09.07.26)
- 行业周报：日均成交额突破 3000 亿 (09.07.19)
- 深度报告：四轮驱动，加速在即 (09.07.16)
- 更新报告：中期业绩将成为行业主要催化剂 (09.06.28)
- 更新报告：IPO 正式启动，行业迎来新机 (09.06.21)
- 策略报告：期待加速器重启 (09.06.16)

表 1 行业业绩对交易额变化的敏感性分析 (单位: 亿元)

剩余 5 个月交易假设:								
日均交易额	1,800	2,000	2,097	2,500	3,000	3,113	4,000	4,366
换手率	1.47%	1.63%	1.71%	2.04%	2.44%	2.54%	3.26%	3.56%
全年交易预期:								
日均交易额	1,973	2,058	2,100	2,271	2,484	2,533	2,911	3,067
同比	78%	85%	89%	105%	124%	128%	162%	176%
换手率	2.07%	2.16%	2.20%	2.38%	2.60%	2.65%	3.05%	3.21%
行业业绩预期:								
行业净利润 (E, 亿元)	885	911	930	987	1,031	1,075	1,208	1258
同比	84%	89%	93%	105%	114%	123%	151%	161%

表 2 不同市场假设下对应的业绩预期 (2009E)

EPS	中信	海通	宏源	长江		国元		东北		国金	成大	教东
				融资前	融资后	融资前	融资后	融资前	融资后			
2008 年	1.10	0.38	0.30	0.42		0.36		0.71		1.51	1.04	1.53
1800/2800	1.39	0.61	0.83	0.75	0.57	0.60	0.53	1.46	1.12	0.59	1.53	2.22
2000/3000	1.53	0.67	0.93	0.84	0.65	0.66	0.58	1.64	1.26	0.66	1.70	2.49
2300/3100	1.68	0.74	1.06	0.94	0.72	0.74	0.65	1.85	1.42	0.74	1.88	2.77
2500/3300	1.80	0.79	1.16	1.04	0.80	0.80	0.70	1.92	1.47	0.87	1.99	2.92

表 3 在不同业绩预期下对应的估值水平比较

	中信	海通	宏源	长江		国元		东北		国金	成大	教东
				融资前	融资后	融资前	融资后	融资前	融资后			
PE												
1800/2800	25	30	30	33	35	41	47	29	34	42	24	24
2000/3000	23	27	27	29	31	37	43	26	30	38	22	21
2300/3100	21	24	24	26	28	34	38	23	26	34	20	19
2500/3300	19	23	22	24	31	31	36	22	29	29	19	18
PB												
1800/2800	3.66	3.52	3.45	5.89	6.65	4.80	6.36	4.26	7.65	4.21	4.53	4.88
2000/3000	3.61	3.47	3.41	5.75	6.49	4.72	6.26	4.22	7.40	4.15	4.47	4.77
2300/3100	3.56	3.42	3.37	5.59	6.32	4.64	6.14	4.17	7.15	4.08	4.41	4.66
2500/3300	3.51	3.38	3.34	5.47	6.16	5.51	6.05	4.13	7.07	4.62	4.31	4.59

注: 其中, 假设长江、国元和东北的再融资金额分别为 30 亿元、40 亿元和 38 亿元。

表 4 继续推荐大券商 (中信、广发&海通)

推荐公司	推荐理由	EPS(元)	目标价(元)	短期催化剂
中信证券	预计中期业绩在 0.6 元以上; 下半年业绩弹性完全显现; 估值优势明显; 创新溢价将逐步体现在业绩中; 子公司股权整合仍存不确定性, 但已逐步被市场消化。	1.53	45	(1) 中期业绩超预期; (2) 光大 IPO 提升估值; (3) 交易额持续突破; (4) 创新业务预期明朗。
广发三宝	既具备估值上的安全边际、又有较高的业绩弹性, 是攻守兼备的投资品种;	公用: 1.44; 成大: 1.70	公用: 43; 成大: 48;	(1) 梅雁诉讼案的终审判决将扫清广发借壳上市的最最终障碍;

	交易额突破提升业绩空间； 广发上市预期愈加明确。	教东：2.49； 教东：68；	(2) 光大 IPO 提升估值； (3) 交易额持续突破； (4) 各自主业的增速超预期。
海通证券	公司产业基金开始收获；直接投资、资产管理等其他创新全面铺开，但市场低估了其创新能力； 估值较中小券商具优势；	0.67 22	(1) 创新预期明朗，创新溢价将显； (2) 上海国际金融中心深入推进

注：盈利预测假设为日均股票基金成交额 2000 亿元，大盘指数 3000 点

表 5 在调整之后，我们的参股券商组合为锦龙股份、桂东电力和宏图高科。

上市公司	锦龙股份	桂东电力	宏图高科
主业情况	公用事业	电力	商业零售
所属行业			
主业绩(EPS,元)	0	0.55	0.55
估值倍数(PE)	25	25	30
参股券商情况	东莞	国海	华泰
券商			
参股比例	40%	14.80%	3.28%
第几大股东	1	2	7
每股含量(股)	0.72	0.76	0.33
每股券商市值(元)	25	16	4-5
推荐情况	25	30	20
目标价			
推荐理由	业绩对交易额弹性高于所有上市券商 金融资产有继续注入可能	券商含量高； 未完全反映所含券商价值	主业安全边际高； 未反映所含券商价值
催化剂	交易额继续放量； 迁址完成后,资产注入预期将逐步明朗	国海借壳向前推进	华泰上市预期明朗

表 6 广发三宝业绩及估值（基准假设为(2000/3000)，2009E）

	持股广发比例	每股广发含量(股)	EPS(元)	PE	BVPS(元)	PB	隐含广发市值(亿元)
成大	25.94%	0.58	1.70	21.7	5.11	49	1,231
教东	25.78%	0.90	2.48	21.2	4.81	16	1,153
公用	14.25%	0.48	1.43	20.7	4.19	27	1,219

注：持有广发股权比例是基于广发借壳上市前、且考虑到股权激励的情况。

表 7 上市公司盈利预测

	周涨幅	EPS(元)			PE			PB	总市值 (亿元)	投资建议
		2008	2009	2010	2008	2009	2010			
中信证券	10.8	1.10	1.52	1.61	32	23	22	4.29	2321	增持
海通证券	-0.2	0.40	0.67	0.73	45	27	25	3.90	1500	谨慎增持
东北证券	13.4	0.71	1.46	1.61	61	29	27	10.33	274	增持
宏源证券	5.0	0.37	0.84	1.05	68	30	24	7.30	369	谨慎增持
国元证券	18.1	0.36	0.60	0.74	70	41	34	7.51	364	中性
长江证券	15.6	0.42	0.75	0.89	59	33	28	8.34	410	中性
国金证券	-1.2	1.51	0.59	0.71	17	42	35	5.08	250	中性
辽宁成大	0.3	1.04	1.70	1.91	35	22	19	6.67	333	增持
吉林敖东	10.7	1.50	2.48	2.66	35	21	20	6.17	302	增持
中山公用	11.0	0.91	1.43	1.59	32	21	19	5.24	177	增持
光大证券		0.47	0.74	0.95						

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

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，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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com