

## 券商近期走势评论



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 稳定拓展经纪业务，蓄势扬帆创新业务

2009-09-23

### 点评要点：

#### ◇监管层有意强化券商主营业务均衡发展

监管层在维稳市场的同时，加大了对创新业务重视的力度；券商理财业务、直投业务等均在缓步推行。各大券商也在加紧自身业务结构的调整。

#### ◇国内券商主营业务配置仍需进一步调整

美国券商的情形来看，其经纪业务收入仅是投行业务收入的2倍不到；而且公司的收入来源除了传统的经纪、投行、自营和资管四大业务外，其它的相关业务收入占比达到了近40%。与此不同，国内券商的平均经纪佣金业务收入占到了投行业务收入的10倍左右，业绩来源的风险明显过于集中。

#### ◇国内券商杠杆水平普遍不高

2009年中期数据显示，10家上市券商的简单平均权益乘数只有3.02，远低于雷曼兄弟近年来26.3的平均水平。一方面表明券商整体面临的财务风险相对较小，另一方面则意味着国内券商业务配置与国外券商的较大差异；这种差异则有可能是制约国内券商的成长性的主因之一。

#### ◇券商新增营业部数量创出新高拟“铺垫”新业务

根据伟海证券网的统计，从2009年6月至今，国内券商新增营业部193家，其中服务部升级营业部134家，新设营业部59家。其中，海通证券以27家的数量领先，宏源证券等11家紧随其后。对此我们认为，券商近期大量增设营业部，一是源于市场的不断扩容和活跃度的增加，二是在于夯实经纪业务，在稳定该项业务收入之后，迅速加快创新业务的发展。

总体而言，下半年的行情可能会逊于上半年，两市交易量可能维持在1400亿元—1700亿元左右；这也是近期我们予以券商板块中性评价的原因之一。

就个股而言，我们认为可以关注：海通证券、光大证券和长江证券。

宏源证券、西南证券和东北证券在资管业务上有待突破，否则，未来获得更大发展的空间将大为缩小，毕竟经纪业务本身难以承担券商做大做强全部重任。

### 行业评级

中性（下调）

09年预测行业市盈率（倍）：27.35

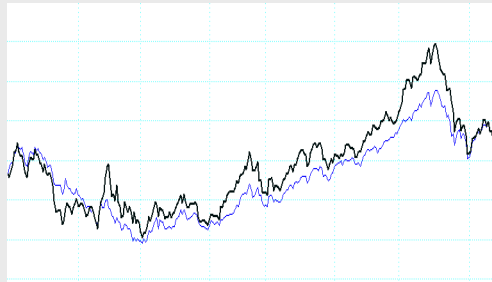
09年预测行业EPS（元）：0.81

### 市场表现

| 市场表现（%） | 1周    | 1月    | 3月     |
|---------|-------|-------|--------|
| 证券指数    | -8.17 | -8.84 | -10.06 |
| 上证指数    | -4.44 | -2.08 | -0.79  |
| 深证成指    | -5.59 | -1.25 | 3.18   |

### 52周指数走势

—证券指数 —沪深300



资料来源：wind 资讯

### 孙亚超

行业研究员

电话

021-32229888\*3505

邮箱

sunyachao@ajzq.com

### 相关报告

证券业下半年策略

2009-06-26

券商09年上半年经纪业务评论

2009-07-08

## 一、券商近期纵论

从政策面来看，国庆临近，监管层的目的很明确，即在当前及今后一段时间内，着力维护资本市场的稳定和谐发展。在进一步确保资本市场良好有序运行的同时，不断加强配套设施方面的建设。此外，需要引起注意的乃是，监管层正有意在业务创新、产品创新和制度创新等方面对券商经营加以引导。具体表现在几个方面：

其一，监管层开始对券商集合理财业务进行开展4年多以来的首次盘点。我们预计，券商理财产品的同质性、规模性等方面存在的问题有望得到初步解决；另外，产品的开发创新等有关技术方面的制度建设有望提上日程。这些动议如果得以实施，那么解决目前券商产品被基金边缘化的问题有望取得突破。

其二，直投业务试点进一步扩容，使得部分券商的利润来源趋于多样化，实现了由单一的辅导企业上市向投资于未上市企业的转变。从一些国际投行的发展经验来看，该项业务的长期收益率将超过20%。这对改变当前国内券商对经纪业务的过分依赖，无疑起到了“试金石”的作用；也为大中型券商向更大规模的金控集团发展奠定了基础。无独有偶，近期创业板正式开闸；这是否意味着监管层有意在提振券商的此项业务，给市场留下了一定的想象空间。

从行业面来看，监管层给出了“有保有控”的态度。

保，体现在：不断推进券商创新事项的同时，也在确保其传统业务的稳定发展。相关动态有，据伟海证券网的统计，从2009年6月至今，国内券商新增营业部193家，其中服务部升级营业部134家，新设营业部59家；这一数据远超去年。

控，体现在：着力推行券商开展相关业务的合法、合规性。这将使得证券市场的发展在可控的有序范围内得以良性推进，使得投资者的风险得以控制在有限的范围内。相关动态有，证监会可能会在本月底推出谘询文件，检讨投资产品销售及中介人业务操守的监管守则，预计将包括中介人佣金披露、引入冷静期以及统一银行和证券行销售程序的监管要求等，以改善迷债事件暴露出的监管不足等。

从公司面来看，多家大型券商近期提出了较为具体的上市计划，这可能意味着券商较大力度的整合正在缓步展开。年初，中国曾提出上海建设国际金融中心、深港建设全球金融的未来规划，然而依照目前国内券商的实力，承接这两项任务显然有些不足。然而，中信证券移师深圳、国泰君安在港上市遇阻后回归A股的迫切，以及银河证券近期高层的大幅变动等，可能均在传达一个信号，即培育具备国际竞争力的超大型金控集团将是未来证券业，乃至整个金融行业的重中之重。而这一动向，正好与前述监管层有意推行券商利润来源多元化形成呼应。

故此，我们预计，未来创新类券商将备受关注。目前，上市券商中创新类券商包括中信证券、海通证券、光大证券、长江证券、宏源证券和国元证券。不过，考虑到下半年交易量较上半年会有一定幅度的下降，在其他业务尚未形成规模之前，我们对券商股持相对谨慎态度，予以中性评级。

## 二、上市券商主营构成急需优化

国内券商的收益目前主要集中于经纪业务、自营业务、投行业务和资管业务四项。因此，这四项业务很大程度上表征了公司的未来收益弹性情形，或与市场走势的相关性。

主营构成优化度分析的结果，见表1；10家上市券商的主营占比情况，见表2。

分析的结果表明：西南证券在主营结构的配置上最为均等，其次为海通证券，第三是光大证券。不过，即便是这三家券商，其经纪业务收入也是遥遥领先；如海通证券，经纪业务收入占比超出投行业务近10倍。就美国券商的情形来看，其经纪业务收入仅是投行业务收入的2倍不到；而且公司的收入来源除了传统的经纪、投行、自营和资管四大业务外，其它的相关业务收入占比达到了近40%。据此，从券商内部收入来源配置与未来整体发展的适应性上来看，无疑这三家最具潜力。而宏源证券、东北证券和国金证券，则需在资产管理业务方面取得突破。

表1：主营构成优化度评分

|       | 评分结果   | 二季度净利润<br>环比增幅 (%) | 中期净利润<br>同比增幅 (%) | 中期净资产<br>收益率 (%) |
|-------|--------|--------------------|-------------------|------------------|
| 中信证券  | 0.311  | 54.36              | -16.13            | 6.75             |
| 海通证券  | 0.483  | 46.23              | 20.32             | 6.03             |
| 光大证券  | 0.360  | 117.68             | 34.86             | 10.16            |
| 西南证券  | 0.920  | -4.36              | 208.34            | 10.93            |
| 长江证券  | 0.205  | 79.94              | 0.31              | 12.37            |
| 宏源证券  | -0.328 | -34.54             | 48.47             | 9.21             |
| 国元证券  | -0.420 | 154.22             | 13.12             | 9.33             |
| 太平洋证券 | -1.206 | -16.64             | 146.10            | 13.00            |
| 东北证券  | -0.377 | 23.23              | 38.76             | 18.44            |
| 国金证券  | 0.054  | -1.79              | -59.96            | 8.96             |

资料来源：爱建证券研究发展总部

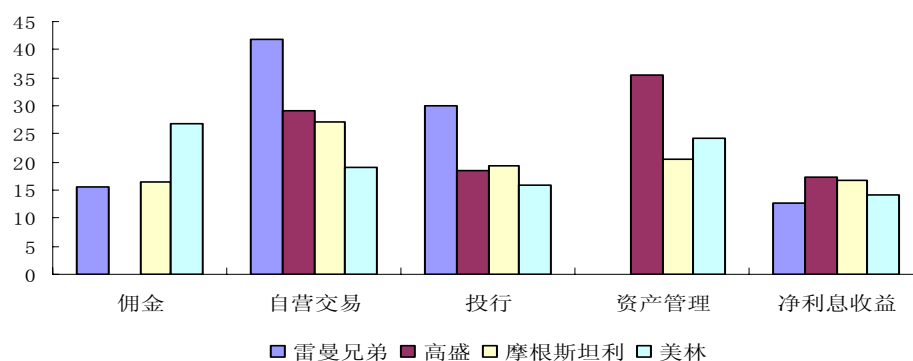
说明：这里所提的优化度，在于表明两方面情况：一是代理买卖证券业务、证券承销业务和自营业务三者间的相对均衡分配；二是受托资产管理业务的占比相对较高。一般认为，代理买卖证券业务作为券商的最基础业务，具有收入主导性，受市场环境的影响较大；证券承销业务考察的是公司的整体实力和形象，而外界实体的融资行为仅只是这项业务得以开展的载体；自营业务在表征公司实力的同时，也会在无形中塑造公司的形象；当然，证券承销和自营均离不开研发的支持。

表2：09年上市券商中期主营情况 (%)

|       | 代理买卖证券业务<br>净收入占比 | 证券承销业务<br>净收入占比 | 受托资管业务<br>净收入占比 | 投资收益<br>占比 |
|-------|-------------------|-----------------|-----------------|------------|
| 中信证券  | 54.54             | 6.55            | 1.15            | 14.88      |
| 海通证券  | 67.14             | 6.22            | 6.09            | 15.31      |
| 光大证券  | 66.96             | 1.16            | 9.42            | 7.66       |
| 西南证券  | 43.72             | 11.72           |                 | 32.72      |
| 长江证券  | 62.63             | 6.80            | 1.59            | 13.09      |
| 宏源证券  | 71.95             | 2.15            |                 | 15.29      |
| 国元证券  | 75.28             | 2.41            | 0.56            | 7.18       |
| 太平洋证券 | 67.86             | 1.06            |                 | -58.42     |
| 东北证券  | 64.02             |                 |                 | 10.90      |
| 国金证券  | 57.75             | 3.69            |                 | 19.82      |

资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

图1：次贷危机前美国四大投行主营收益平均贡献 (%)



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

### 三、上市券商杠杆水平仍有待提高

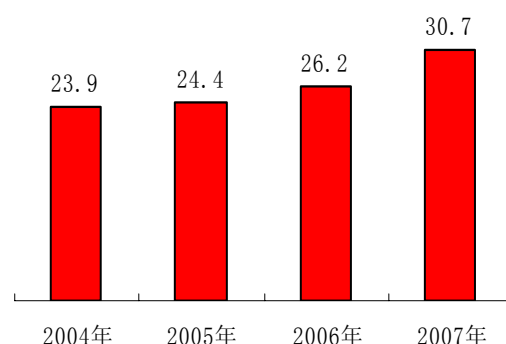
雷曼兄弟倒闭至今已1年有余，究其原因，高杠杆的运作模式不容忽视。不过，国内上市券商的杠杆水平普遍较低；2009年中期数据显示，10家上市券商的简单平均权益乘数只有3.02，远低于雷曼兄弟近年来26.3的平均水平。资产负债率最高的东北证券为77.94%，对应的权益乘数仅为4.53倍；表明券商整体面临的财务风险相对较小。

当然，如果再剔除客户资金因素，各家公司的实际资产负债率会更低，平均只有15.09%。这就为公司未来相关业务的进一步拓展奠定了良好基础。不过，这也从另一个方面表明，国内券商与国外券商在业务配置上的巨大差异。从国际券商发展的经验来看，国内券商的业务配置模式容易导致业绩来源风险的过于集中化，而且成长性也较为不足。

表3：上市券商2009年中期杠杆水平

|      | 资产负债率<br>(%) | 权益乘数<br>(倍) | 剔除客户资金后<br>资产负债率(%) |
|------|--------------|-------------|---------------------|
| 中信证券 | 59.25        | 2.45        | 20.95               |
| 海通证券 | 50.28        | 2.01        | 10.51               |
| 光大证券 | 66.61        | 3.00        | 15.50               |
| 西南证券 | 60.04        | 2.50        | 9.06                |
| 国元证券 | 62.78        | 2.69        | 4.40                |
| 国金证券 | 69.48        | 3.28        | 10.43               |
| 长江证券 | 72.94        | 3.70        | 24.68               |
| 太平洋  | 63.35        | 2.73        | 3.35                |
| 宏源证券 | 70.14        | 3.35        | 21.76               |
| 东北证券 | 77.94        | 4.53        | 30.22               |

图2：雷曼兄弟经营杠杆



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

具体到每家公司而言，东北证券的经营相对较为激进，二级市场的表现也相应比较活跃；其次为长江证券；第三位宏源证券。这里面，海通证券的资产负债率和杠杆水平均为最低，与前期相比虽有一定提升，但提升的额度十分有限。对此我们有两种理解：一是出于稳健考虑，目前仍在等待更好的机会，二是资金运作能力的确偏保守。同时，就二级市场的表现来看，也不十分理想。

### 四、券商新增营业部数量创新高

根据伟海证券网的统计，从2009年6月至今，国内券商新增营业部193家，其中服务部升级营业部134家，新设营业部59家。与此前不同，今年以来券商新设营业部大都落户在二线城市；且地域上较为集中，主要分布在湖北、广东、山西、四川、福建、湖南、黑龙江等地。其中，广东新增营业部30家、湖南18家和黑龙江16家。而在去年全年券商新设营业部及服务部升级营业部的数量合计不足20家。

从各个券商的情况来看，6月份至今，海通证券服务部翻牌以及新申请设立的营业部数量达到27家，数量远远超过其他券商。广发证券、中国银河证券等大型券商近两个月新增营业部数量也分别达到9家和8家。除上述大型券商外，方正证券、湘财证券、国海证券、华安证券、华创证券、齐鲁证券等第二梯队券商新增营业部数量也颇为突出，对市场扩张表现出极大的积极性，其中方正证券和湘财证券新增营业部数量均达到了11家。此外，宏源证券9月18日公告称，公司获准在新疆地区设立11家证券营业部。

对此我们认为，券商近期大量增设营业部，一是源于市场的不断扩容和活跃度的增加，二是在于夯实经纪业务，在稳定该项业务收入之后，迅速加快创新业务的发展。从新设营业部的地域来看，大多集中于二线城市，甚至是县级城市；这些地方进入成本较低，先入将占有先机。因此，营业部数量将构成年内券商股的重要投资风向之一。上交所8月数据显示，排名前十的券商见表4；中小上市券商中营业部数量有竞争性的如，东北证券目前有48家营业部和19家服务部；宏源证券有50家营业部和17家服务部，目前又新增11家营业部；长江证券有56家营业部和6家服务部（含期货营业部），目前又新增4家。

表4：营业部数量排名前10的券商

| 会员名称         | 营业部数量 | 市场份额% |
|--------------|-------|-------|
| 中国银河证券股份有限公司 | 179   | 5.30  |
| 广发证券股份有限公司   | 162   | 4.80  |
| 海通证券股份有限公司   | 157   | 4.65  |
| 齐鲁证券有限公司     | 119   | 3.52  |
| 国泰君安证券股份有限公司 | 113   | 3.35  |
| 申银万国证券股份有限公司 | 112   | 3.32  |
| 安信证券股份有限公司   | 103   | 3.05  |
| 中信建投证券有限责任公司 | 93    | 2.75  |
| 华泰证券股份有限公司   | 85    | 2.52  |
| 光大证券股份有限公司   | 81    | 2.40  |

资料来源：上交所2009年8月数据，爱建证券研究发展总部

## 五、投资建议

总体而言，下半年的行情可能会逊于上半年，交易量可能维持在1400亿元—1700亿元左右；这也是近期我们予以券商板块中性评价的原因之一。就个股而言，我们认为可以关注以下公司：

◇**海通证券**，资金相对充裕，并兼具多重题材；经纪业务收入基本保持稳中有升态势，资管业务具有相对优势。此外，二级市场表现自9月初的小幅反弹行情启动以来，表现不足，目前在低价位徘徊。

◇**光大证券**，新上市的大型券商，业务种类齐全，资管业务业内排名前三。我们认为其年内的合理价位应为24元—28元，目前具备一定的投资价值。

◇**长江证券**，地处中部，一直以来政府对其发展予以的支持较为明显；公司各项业务基本齐全，承销和投资收益近来基本稳定，创新特性较为突出。近来，二级市场的表现也较为活跃，值得关注。

此外，宏源证券、西南证券和东北证券在资管业务上有待突破，否则，未来获得更大发展的空间将大为缩小，毕竟经纪业务本身难以承担券商做大做强全部重任。



## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

### ● 行业评级

强于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

## 重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。