

证券行业

季度业绩将现分化

——证券行业 2009 年三季报前瞻

研究结论

- 从三季度上市券商各项业务运行状况来看：经纪业务季度日均交易量继续攀升，09 年前三季度股票基金日均交易量达到 2130 亿元，较 08 年同期大幅增长 83%，成为上市券商业绩同比增长的主要推动。三季度自营业务由于受到市场波动影响，业绩超预期可能有限，并将是上市券商三季度业绩环比分化的关键，其中交易性权益类投资占比较高从而自营弹性较高的券商如东北及长江证券业绩环比压力较大。此外，三季度 IPO 恢复、基金发行规模扩张将带动投行、资管业务盈利能力回升，并使得业务结构更为全面的大型券商从中受益。
- 我们对上市券商 2009 年三季度业绩进行了预测。从季度业绩环比来看，上市券商将出现较大分化。中信证券由于业务结构分散、自营会计处理较为谨慎，能够更多受益于投行、资管业务收入提升而较少受到市场下跌冲击，因此三季度业绩环比基本保持稳定。长江及东北证券由于自营业务弹性较高、受市场波动影响较大，预计季度业绩环比下滑幅度最高。而费用计提、实际所得税率变动将是导致中小券商业绩分化的另一因素。从前三季度业绩同比情况来看，由于 08 年基数逐季降低，除国金证券外，其余上市券商业绩同比均可实现增长，且与中报相比，增幅将继续扩大。
- 我们维持对全年日均股票基金交易量 2100 亿、上证指数 3300 的盈利预测假设，对应四季度日均股票基金交易量 2016 亿元，上证指数涨幅 18.7%。在此假设下，从当前股价对应上市券商估值水平来看，大型券商如中信及海通证券仍然处于行业估值水平低端，已具备一定安全边际。
- 我们认为，券商股目前股价及估值已包含了对 2009 甚至 2010 年较为乐观的日均交易量假设预期，而当前也尚不具备券商股集体性投资机会的市场环境，目前阶段，我们首选推荐投资者关注中信、海通等大型券商投资机会。首先，当前来看经纪及自营业务超预期可能性有限，中小券商经纪及自营业务收入弹性高的优势难以得到充分发挥，而大券商业务结构分散将更多受益于投行、资产管理及创新业务收入增长；其次，较低的估值及稳健的自营策略使得大券商具备更高安全边际；第三，未来 1-2 年创新业务加速推进将强化大券商创新优势及业绩超预期可能。此外，我们也建议投资者关注长江、国元及东北证券等中小券商进行增发或配股可能带来的交易性机会。


东方证券
ORIENT SECURITIES

阚路

证券行业分析师

8621-63325888×6082

kanlu@orientsec.com.cn

王小罡

非银行金融行业资深分析师

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

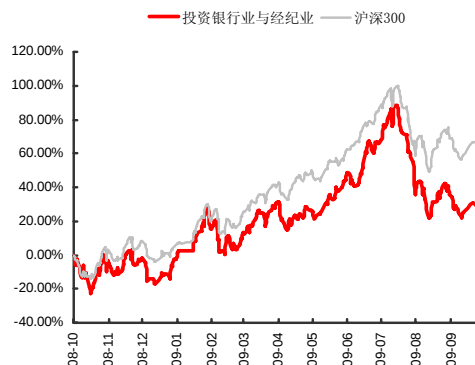
行业

证券

报告日期

2009 年 10 月 19 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%) -5.75 -30.81 34.91

相对表现 (%) -1.62 -16.15 -36

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	股价	评级
中信证券	1.10	1.43	1.48	27.08	增持
海通证券	0.40	0.60	0.61	13.87	增持
宏源证券	0.37	0.86	0.83	20.12	中性
长江证券	0.42	0.79	0.82	18.74	中性
国元证券	0.36	0.72	0.79	20.19	中性
东北证券	0.71	1.53	1.55	38.87	中性
国金证券	1.51	0.53	0.54	20.69	中性

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

2009 年三季度业务运营状况分析.....	3
经纪业务：三季度日均成交额继续提升	3
自营业务：仍将是业绩分化关键.....	4
投行业务：IPO 恢复有助提升承销业务收入	5
资产管理业务：份额扩张推动规模增长	6
上市券商 2009 年三季报前瞻	7
全年业绩预测及投资策略	8

图表目录

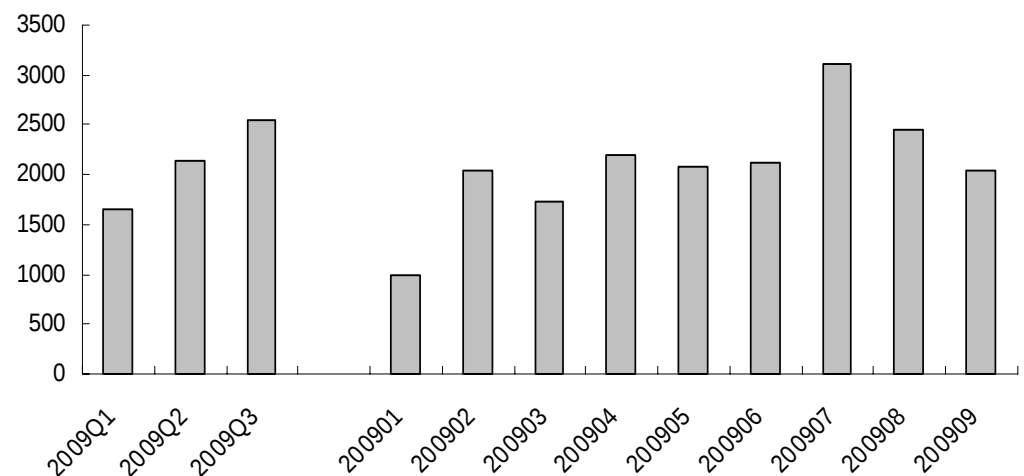
图 1：2009 年季度及月度日均股票基金成交金额（单位：亿元）	3
图 2：2008-2009Q3 上市券商经纪业务市场占有率变动情况.....	4
图 3：2008 年-2009Q2 上市券商佣金率变动趋势.....	4
图 4：2008 年股票及债券融资规模（单位：亿元）	6
图 5：基金公司资产管理份额及规模变动情况	7
表 1：2009 年中期上市券商权益类投资情况	5
表 2：2009 年中期上市券商权益类投资情况	6
表 3：2009 年三季度上市券商集合理财计划成立情况	7
表 4：上市券商 2009 年三季度 EPS 预测.....	8
表 5：上市券商盈利预测与估值（股价为 2009 年 10 月 16 日收盘价）	8
附表 1：中信证券（600030）财务报表预测与比率分析	9
附表 2：海通证券（600837）财务报表预测与比率分析	10
附表 3：宏源证券（000562）财务报表预测与比率分析	11
附表 4：国元证券（000728）财务报表预测与比率分析	12
附表 5：长江证券（000783）财务报表预测与比率分析	13
附表 6：国金证券（600109）财务报表预测与比率分析	14
附表 7：东北证券（000686）财务报表预测与比率分析	15

2009 年三季度业务运营状况分析

经纪业务：三季度日均成交额继续提升

2009 年三季度日均股票基金成交金额继续攀升，达到 2545 亿元。其中 7 月份日均成交额更是高达 3109 亿元，此后虽然由于流动性及市场趋势影响，8、9 月份日均股票基金成交金额呈现下滑，但仍维持在 2000 亿元以上。由此，09 年前三季度股票基金日均交易量达到 2130 亿元，较 08 年同期大幅增长 83%，成为上市券商业绩同比增长的主要推动。

图 1：2009 年季度及月度日均股票基金成交金额（单位：亿元）

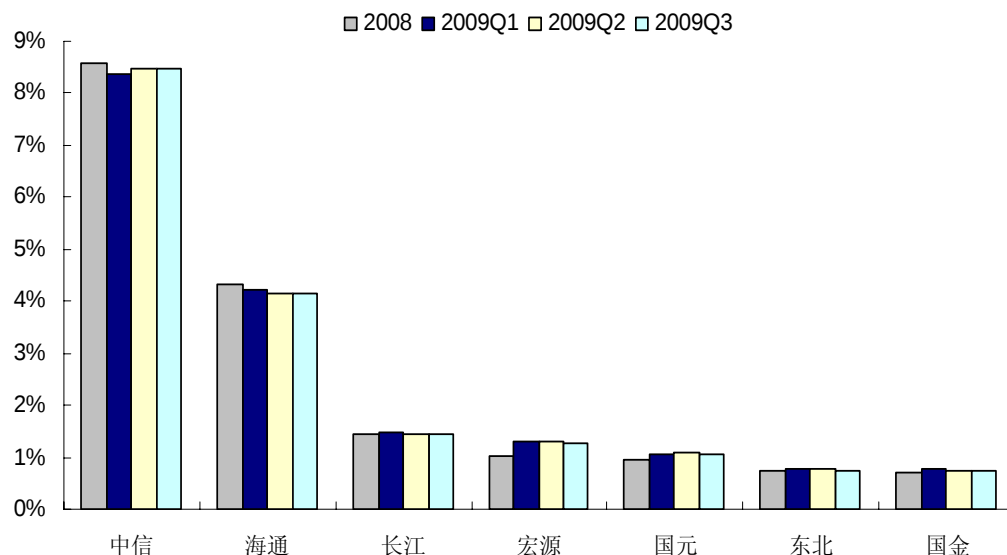


资料来源：公司数据

从经纪业务市场占有率来看，三季度上市券商市场份额进一步呈现趋稳态势。由于年初采取降低佣金率以换取市场份额从而在一季度市场份额提升较快的中小券商如宏源、国元证券，其市占率在三季度出现小幅下滑。而年初受到中小券商降低佣金率策略冲击的大型券商如中信及海通，三季度市占率则保持平稳。

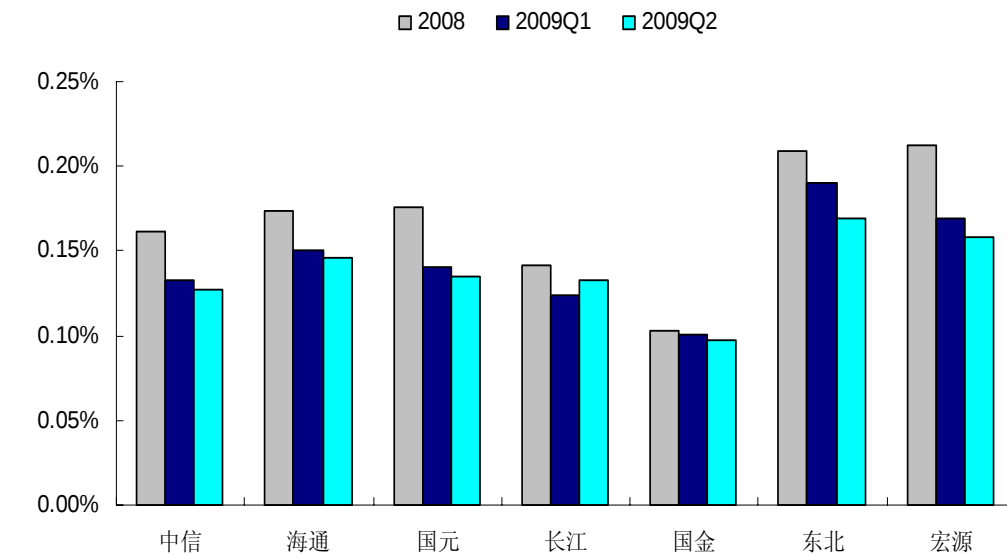
对于市场普遍关注的佣金率下滑问题，我们仍维持此前观点，即随着营业网点设立的放开、经纪业务竞争加剧及不同交易方式的发展，经纪业务佣金率长期来看将呈现下降趋势，但这将是一个渐进的过程，尤其对于有能力提供差异化服务的证券公司而言，也将更有可能通过客户结构改善、服务质量提升在一定程度对抗行业佣金率下滑，如一季度曾出现的行业佣金率大幅下滑并非常态。实际上，从 09 年二季度来看，上市券商佣金率已呈现企稳趋势，部分券商如长江证券佣金率还出现小幅反弹。我们预计三季度上市券商佣金率也将基本维持平稳态势，出现大幅波动的可能性较小。

图 2：2008-2009Q3 上市券商经纪业务市场占有率变动情况



资料来源：wind

图 3：2008 年-2009Q2 上市券商佣金率变动趋势



资料来源：wind

自营业务：仍将是业绩分化关键

三季度股票市场未能延续前两季的升势，沪深 300 指数下滑幅度达到 5.11%，上市券商自营业务超预期可能有限。从中报披露情况来看，上市券商在自营资产规模及结构方面存在一定差异，再加

上下滑市场环境中券商可能采取不同操作策略,自营业务将成为导致三季度上市券商业绩差异的关键所在。

从中报披露的自营资产规模及结构来看,权益类资产(包括股票、基金、权证及集合理财计划)规模占净资产比重较高的上市券商为东北、宏源及长江证券,均达到 25%以上,而其中东北及长江证券由于交易性权益类投资占比也较高(权益类资产划归交易性资产的比例分别达到 95%及 88%),因此我们预计其业绩受市场波动的影响也较大。

表 1: 2009 年中期上市券商权益类投资情况

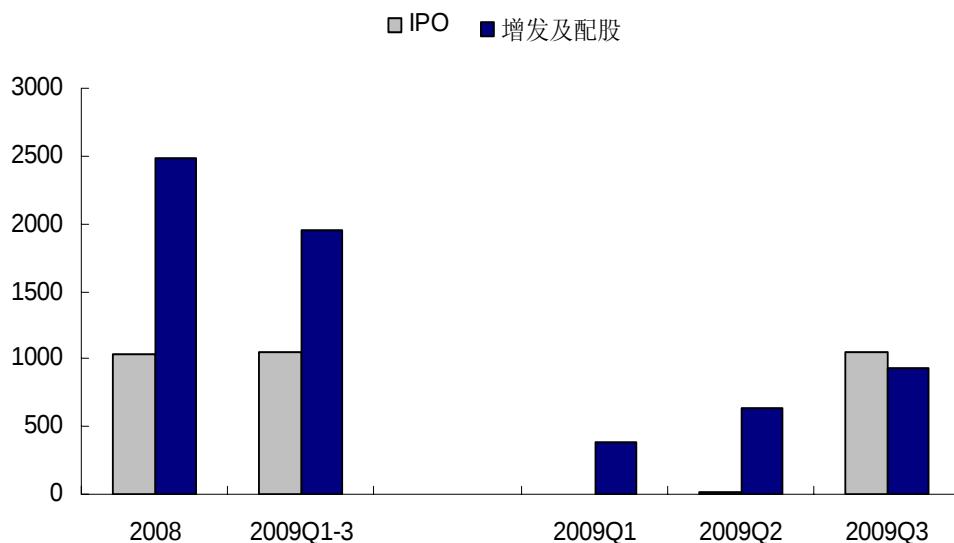
	权益投资规模(亿元)	交易性占比	可供出售类占比	权益投资/净资产
中信	103.22	6%	94%	17%
海通	61.48	53%	47%	15%
长江	13.24	88%	12%	26%
宏源	17.04	43%	57%	30%
国元	5.12	35%	15%	20%
东北	9.92	95%	5%	38%
国金	0.11	100%	0%	0%

资料来源: wind

投行业务: IPO 恢复有助提升承销业务收入

自 6 月底 IPO 业务恢复以来,自去年 9 月以来企业积压的融资需求得到集中释放, IPO 融资规模迅速增长。09 年第三季度的 IPO 融资规模达到 1047 亿元,已超过 08 年全年总和,上市券商中信证券完成 2 个 IPO 项目(含中信建投 1 个项目),海通、国元及国金证券各完成 1 个项目。其中中信证券承销的中国中冶融资规模达到 189.7 亿元,列 09 年 IPO 融资规模第二位。而进入 09 年以来市场环境转好也使得再融资规模持续提升,三季度达到 925 亿元。由此 2009 年前三季度股票融资规模合计达到 3005 亿元,尤其三季度 IPO 业务恢复将使得证券公司投行业务收入环比出现较快提升。

除 IPO 业务恢复外,创业板开闸在即将成为投行业务另一大亮点。三季度已有多家创业板公司过会并进行招股,在完成招股的创业板公司中,中信证券共担任 3 家公司主承销(含中信建投 1 个项目),海通、国元及国金证券各承销 2 个项目,宏源证券则承销 1 个项目。创业板对上市券商投行及经纪业务收入贡献将在 09 年四季度得到体现。虽然短期内由于规模有限其对券商收入贡献亦较为有限,但长远来看,创业板推出将是完善多层次资本市场体系的建设,并对证券行业产生深远影响,其中为 PE 项目提供更为有效的退出途径就将有力促进券商直投业务的发展。目前“直投+承销”的盈利模式已初见端倪,中信及海通证券等在直投业务方面布局较早,其参与的部分直投项目已顺利完成招股,虽然由于存在限售期等原因,券商直投项目利润真正体现还有待时日,但这一盈利模式的出现将为证券公司未来利润增长打开新的空间。

图 4：2008 年股票及债券融资规模（单位：亿元）


资料来源：公司数据

表 2：2009 年中期上市券商权益类投资情况

	保荐人	投入资金 (亿元)	持股数量 (亿股)	占发行前股本 比例	发行价	持股人
神州泰岳	中信证券	2772	210	2.20%	58.00	金石投资
威创股份	中信证券	2941	801.75	5.00%		中信创投
机器人	中信证券	2560	320	6.96%	39.80	金石投资
中元华电	海通证券	2363	365	7.50%	32.18	中比基金
银江电子	海通证券	750	150	2.50%	20.00	海通开元

资料来源：wind

资产管理业务：份额扩张推动规模增长

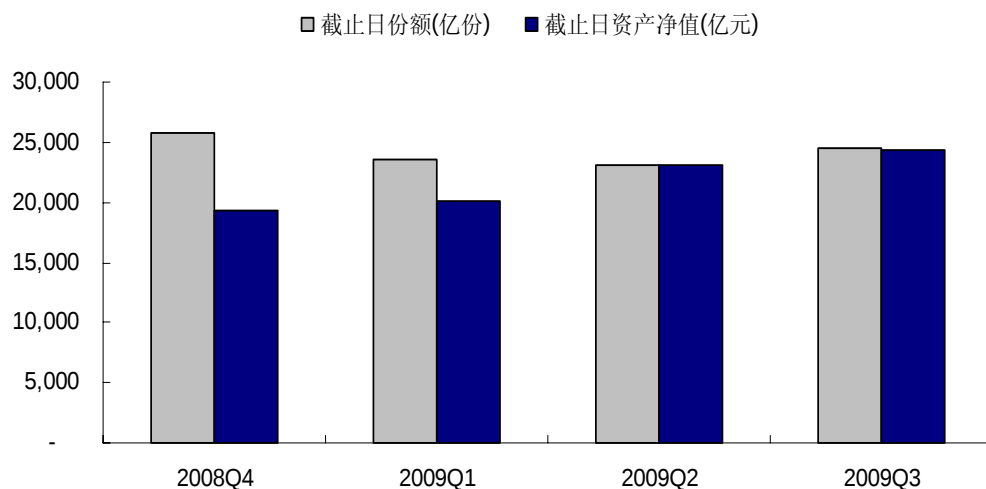
2009 年三季度共有 13 只券商集合理财计划正式成立，上市券商中宏源、东北、光大、长江及海通证券各有 1 只集合理财计划成立，其中光大证券 FOF 型理财产品光大阳光基中宝成立规模达到 67.57 亿份，创券商集合理财计划成立规模最高之记录。三季度取消存续期限限制，长远来看将为。

三季度基金公司管理资产份额及规模较二季度继续提升。虽然市场下滑导致净值提升对资产管理规模增长的贡献有限，但大规模指数基金发行等因素使得基金公司资产管理份额提升，从而推动资产规模及基金管理费用的增长。其中中信证券全资子公司华夏基金发行的华夏沪深 300 指数基金募集规模更是高达 247 亿，将有助于下半年公司基金管理费收入的增长。

表 3：2009 年三季度上市券商集合理财计划成立情况

名称	管理人	投资类型	成立日期	成立规模 (亿元)	管理费率 (%)
宏源内需成长	宏源证券	混合型	20090706	28.45	0.8
东北证券 1 号	东北证券	混合型	20090720	6.10	0.8
光大阳光基中宝	光大证券	FOF	20090728	67.57	1.5
长江灵活配置	长江证券	混合型	20090805	15.09	1.2
海通稳健成长	海通证券	混合型	20090828	11.80	1.2

资料来源：wind

图 5：基金公司资产管理份额及规模变动情况


资料来源：wind

上市券商 2009 年三季度报前瞻

我们对上市券商 2009 年三季度业绩进行了预测。从季度业绩环比来看，上市券商将出现较大分化。中信证券由于业务结构分散、自营会计处理较为谨慎，从而能够更多受益于投行、资管业务收入提升而较少受到市场下跌冲击，因此三季度业绩环比基本保持稳定。长江及东北证券由于自营业务弹性较高、受市场波动影响较大，预计季度业绩环比下滑幅度最高，分别达到 23% 和 43%。而费用计提、实际所得税率变动将是导致中小券商业绩分化的另一因素。从前三季度业绩同比情况来看，由于 08 年基数逐季降低，除国金证券外，其余上市券商业绩同比均可实现增长，且与中报相比，增幅将继续扩大。

表 4：上市券商 2009 年三季度 EPS 预测

	2009Q3	Q/Q	2009Q1-3	Y/Y
中信	0.36	4%	0.94	6%
海通	0.16	-11%	0.46	42%
国元	0.20	-12%	0.52	70%
长江	0.19	-23%	0.52	5%
国金	0.14	37%	0.34	-51%
东北	0.23	-43%	0.98	81%
宏源	0.26	86%	0.62	112%

资料来源：东方证券研究所

全年业绩预测及投资策略

我们维持对全年日均股票基金交易量 2100 亿、上证指数 3300 的盈利预测假设，对应四季度日均股票基金交易量 2016 亿元，上证指数涨幅 18.7%。在此假设下，从当前股价对应上市券商估值水平来看，大型券商如中信及海通证券仍然处于行业估值水平低端，已具备一定安全边际。

我们认为，由于券商股目前股价及估值已包含了对 2009 甚至 2010 年较为乐观的日均交易量假设预期，而当前也尚不具备券商股集体性投资机会的市场环境，目前阶段，我们首选推荐投资者关注中信、海通等大型券商投资机会。首先，当前来看经纪及自营业务超预期可能性有限，中小券商经纪及自营业务收入弹性高的优势难以得到充分发挥，而大券商业务结构分散将更多受益于投行、资产管理及创新业务收入增长；其次，较低的估值及稳健的自营策略使得大券商具备更高安全边际；第三，未来 1-2 年创新业务加速推进将强化大券商创新优势及业绩超预期可能。此外，我们也建议投资者关注长江、国元及东北证券等中小券商四季度进行增发或配股可能带来的交易性机会。

表 5：上市券商盈利预测与估值（股价为 2009 年 10 月 16 日收盘价）

	股价	总市值 (亿元)	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	09PB	10PB	投资评级
中信	27.08	1,796	1.10	1.43	1.48	19.0	18.3	2.9	2.6	增持
海通	13.87	1,141	0.40	0.60	0.61	23.2	22.9	2.7	2.5	增持
宏源	20.12	294	0.37	0.86	0.83	23.3	24.1	4.6	3.9	中性
长江	18.74	314	0.42	0.79	0.82	23.8	22.8	5.4	4.5	中性
国元	20.19	296	0.36	0.72	0.79	27.9	25.4	5.3	4.6	中性
东北	38.87	249	0.71	1.53	1.55	25.4	25.0	8.1	6.4	中性
国金	20.69	207	1.51	0.53	0.54	39.2	38.3	7.4	6.9	中性

资料来源：东方证券研究所整理

附表 1：中信证券（600030）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,991	30,871	17,708	20,639	24,101	货币资金	36687	122589	80412	137246	148934
手续费及佣金净收入	3,768	18,956	12,798	15,982	19,092	结算备付金	10491	12690	5011	3308	3627
利息净收入	262	991	1,706	1,016	1,261	交易性金融资产	1937	2772	6005	10190	11521
投资收益	1,564	7,576	6,451	3,547	3,637	买入返售金融资产	4189	15232	3327	-28963	-30955
公允价值变动收益	176	3,351	-3,341	0	0	产	1164	12974	519	1426	1612
汇兑收益	-17	-50	23	-5	-13	存出保证金	2721	12906	34099	23735	26836
其他业务收入	237	48	71	98	124	可供出售金融资产	1177	639	2592	2592	2592
营业支出	2,606	11,008	8,165	6,372	9,271	长期股权投资	728	899	15	899	877
其中：业务及管理费	2,180	9,531	6,658	6,139	8,163	固定资产	126	135	129	112	80
营业利润	3,385	19,863	9,543	14,267	14,831	无形资产	63	261	728	634	634
利润总额	3,399	19,904	9,561	14,267	14,831	递延所得税资产	4501	2240	1534	18475	18475
减：所得税费用	813	6,358	1,511	3,567	3,708	其他资产					
净利润	2,586	13,546	8,050	10,700	11,123	资产总计	63,863	189,654	136,888	170,635	185,247
归属于母公司所有者的净利润	2,435	12,389	7,305	9,462	9,796						
少数股东净利润	152	1,157	745	1,238	1,327						
EPS（元/股）	0.82	3.74	1.10	1.43	1.48						
BPS（元/股）	4.18	15.56	8.33	9.37	10.59						
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	短期借款	50	150	0	150	150
收入比重						交易性金融负债	249	1,867	0	0	0
代理交易手续费/营业收入	44%	43%	42%	55%	52%	代理买卖证券款	41,827	117,806	61,070	75,136	82,649
承销手续费/营业收入	16%	7%	10%	6%	10%	应付职工薪酬	652	4,848	4,357	4,405	4,845
委托管理手续费/营业收入	1%	1%	1%	1%	1%	应交税费	698	4,257	2,024	19,413	16,350
基金管理费收入/营业收入	-	7%	16%	14%	15%	应付利息	2	51	52	61	67
利息收入/营业收入	4%	3%	10%	5%	5%	递延所得税负债	-	1,668	181	2,265	2,509
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	29%	35%	18%	17%	15%	其他负债	1,959	2,534	1,085	1,171	1,171
营业费用/营业收入	44%	36%	46%	31%	38%	负债	49,998	135,630	79,362	104,185	109,353
营业利润/营业收入	56%	64%	54%	69%	62%	股本	2,982	3,315	6,630	6,630	6,630
收益率						资本公积	6,146	33,177	27,947	27,968	28,608
ROE	20%	24%	13%	15%	14%	盈余公积	771	1,837	2,800	4,029	5,301
ROA	4%	10%	4%	6%	6%	一般风险准备	565	2,870	4,820	7,508	10,290
净资本比率						未分配利润	2,011	10,400	13,134	17,810	23,004
净资本/总资产	22%	28%	42%	39%	41%	归属于母公司所有者权益	12,475	51,599	55,222	62,127	70,243
负债/资产	78%	72%	58%	61%	59%	少数股东权益	1,390	2,424	2,305	4,324	5,651
估值比率						股东权益	13,865	54,023	57,526	66,451	75,894
P/E	66.3	14.5	24.6	19.0	18.3	负债和股东权益	63,863	189,654	136,888	170,635	185,247
P/B	12.9	3.5	3.3	2.9	2.6						
EV/EBITDA	53.1	9.0	18.8	12.6	12.1						

资料来源：东方证券研究所

附表 2：海通证券（600837）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008	2009E	2010E		2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	2,678	11,265	7,007	9,975	10,375	货币资金	18,965	80,276	57,182	72,716	79,438
手续费及佣金净收入	1,595	6,900	4,908	7,252	8,339	结算备付金	1,010	3,557	2,671	3,231	3,698
利息净收入	83	490	1,003	801	797						
投资收益	851	2,501	1,861	1,840	1,230	交易性金融资产	710	3,452	9,761	5,666	6,577
公允价值变动收益	23	1,081	-820	0	0	买入返售金融资产	0	263	0	-3,530	-2,372
营业支出	1,777	3,941	3,342	3,306	3,538	存出保证金	318	3,079	514	369	493
其中：业务及管理费	1,100	3,268	2,953	2,852	3,070	可供出售金融资产	539	2,767	1,126	4,542	5,273
营业利润	900	7,324	3,664	6,670	6,837						
利润总额	700	7,794	3,698	6,670	6,837	长期股权投资	603	321	300	458	515
减：所得税费用	243	2,234	313	1,651	1,685	固定资产	847	985	984	895	809
净利润	457	5,560	3,385	5,002	5,128	无形资产	122	179	196	169	153
归属于母公司所有者的净利润						递延所得税资产					
	433	5,457	3,302	4,921	4,991		110	0	4	0	0
EPS（元/股）	0.05	1.33	0.40	0.60	0.61	其他资产	454	264	625	321	321
BPS（元/股）	0.42	8.90	4.66	5.14	5.60	资产总计	23,849	95,345	74,686	86,247	96,313
比率分析											
	2006	2007	2008	2009E	2010E	代理买卖证券款	18,887	53,686	33,778	39,696	45,650
收入比重						应付职工薪酬	75	596	670	671	740
代理交易手续费/营业收入	45%	50%	57%	64%	68%	应交税费	75	2,017	302	1,913	1,929
承销手续费/营业收入	6%	3%	2%	2%	3%	应付利息	0	0	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入/营业收入	8%	6%	8%	6%	8%	递延所得税负债	35	657	72	69	221
利息收入/营业收入	3%	4%	14%	8%	8%	其他负债	773	867	506	507	507
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	33%	32%	15%	18%	12%						
营业费用/营业收入	41%	29%	42%	29%	30%	负债	20,053	58,462	36,049	43,576	49,767
营业利润/营业收入	34%	65%	52%	67%	66%	股本	8,734	4,114	8,228	8,228	8,228
收益率						资本公积	83	26,692	22,659	22,655	23,018
ROE	12%	15%	9%	12%	11%	盈余公积	0	569	898	1,390	1,889
ROA	2%	6%	4%	6%	5%	一般风险准备	0	569	898	1,390	1,889
净资本比率						交易风险准备	0	569	898	1,390	1,889
净资本/总资产	16%	39%	52%	49%	48%	未分配利润	-5,146	4,120	4,788	7,262	9,139
负债/资产	84%	61%	48%	51%	52%	归属于母公司所有者权益	3,672	36,632	38,362	42,314	46,052
						少数股东权益	123	251	275	357	493
估值比率						股东权益	3,795	36,884	38,637	42,671	46,546
P/E	559.2	20.9	34.6	23.2	22.9	负债和股东权益	23,849	95,345	74,686	86,247	96,313
P/B	66.0	3.1	3.0	2.7	2.5						
EV/EBITDA	126.8	15.6	31.1	17.1	16.7						

资料来源：东方证券研究所

附表 3：宏源证券（000562）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008	2009E	2010E		2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	743	4,435	1,598	2,899	2,932	货币资金	3,557	12,269	8,983	12,788	13,474
手续费及佣金净收入	324	2,289	1,364	2,232	2,486	结算备付金	3,080	6,457	2,264	1,708	2,988
利息净收入	25	134	158	135	166						
投资收益	224	1,532	443	460	207	交易性金融资产	249	532	2,087	618	845
公允价值变动收益	119	394	-434	0	0	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
营业支出	381	1,203	862	1,218	1,305	存出保证金	32	1,620	152	665	480
其中：业务及管理费	252	849	750	1,048	1,134	可供出售金融资产	264	789	535	917	1,254
营业利润	362	3,232	736	1,681	1,626						
利润总额	353	3,226	735	1,681	1,626	长期股权投资	6	7	6	0	0
减：所得税费用	34	1,187	193	420	407	固定资产	295	326	336	331	327
净利润	319	2,038	542	1,261	1,220	无形资产	29	36	41	38	36
归属于母公司所有者的净利润						递延所得税资产					
	319	2,038	542	1,261	1,220		52	53	147	147	147
EPS（元/股）	0.22	1.39	0.37	0.86	0.83	其他资产	165	575	736	736	736
BPS（元/股）	2.51	4.11	3.41	4.38	5.13	资产总计	7,862	22,800	15,305	17,965	20,304
比率分析											
	2006	2007	2008	2009E	2010E	代理买卖证券款	3,760	14,828	9,313	11,175	12,293
收入比重						应付职工薪酬	11	197	94	214	236
代理交易手续费/营业收入						应交税费					
	36%	50%	74%	75%	81%		21	918	-52	-113	-109
承销手续费/营业收入						应付利息					
	4%	1%	6%	2%	3%		0	0	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入/营业收入						递延所得税负债					
	0%	0%	0%	0%	1%		68	280	7	221	315
利息收入/营业收入	3%	3%	10%	5%	6%	其他负债	52	215	74	74	74
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	46%	43%	1%	16%	7%						
营业费用/营业收入	34%	19%	47%	36%	39%	负债	4,192	16,801	10,326	11,572	12,809
营业利润/营业收入	49%	73%	46%	58%	55%						
收益率						股本	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461
ROE	9%	34%	11%	20%	16%	资本公积	1,851	2,258	1,536	1,836	1,918
ROA	4%	9%	4%	7%	6%	盈余公积	57	261	309	435	557
净资本比率						一般风险准备	52	256	304	430	552
净资本/总资产	47%	26%	33%	36%	37%	交易风险准备	0	204	252	378	500
负债/资产	53%	74%	67%	64%	63%	未分配利润	250	1,558	1,115	1,851	2,506
						归属于母公司所有者权益	3,670	5,999	4,979	6,393	7,494
估值比率						少数股东权益	0	0	0	0	0
P/E	184.1	28.8	54.3	23.3	24.1	股东权益	3,670	5,999	4,979	6,393	7,494
P/B	16.0	9.8	5.9	4.6	3.9						
EV/EBITDA	81.1	9.1	39.9	17.5	18.1	负债和股东权益	7,862	22,800	15,305	17,965	20,304

资料来源：东方证券研究所

附表 4：国元证券（000728）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,185	4,100	1,237	2,062	2,263	货币资金	2,789	11,999	8,725	11,877	11,023
手续费及佣金净收入	341	1,612	964	1,614	1,786	结算备付金	2,846	1,346	407	461	507
利息净收入	9	82	125	53	55						
投资收益	548	1,591	950	247	264	交易性金融资产	1,179	3,056	1,534	1,619	2,415
公允价值变动收益	254	755	-876	0	0	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
营业支出	393	944	643	703	774	存出保证金	497	1304	99	136	159
其中：业务及管理费	339	758	556	611	673	可供出售金融资产	140	185	136	144	146
营业利润											
	792	3,155	594	1,359	1,489						
利润总额						长期股权投资					
	785	3,273	588	1,359	1,489		360	486	421	645	645
减：所得税费用	231	990	66	340	372	固定资产	285	338	457	444	427
净利润	553	2,284	521	1,019	1,117	无形资产	25	28	21	21	21
归属于母公司所有者的净利润						递延所得税资产					
	551	2,280	521	1,019	1,117		2	7	10	7	7
EPS（元/股）	0.27	1.56	0.36	0.70	0.76	其他资产	113	80	102	35	35
BPS（元/股）	1.23	3.45	3.23	3.76	4.37	资产总计	8,236	18,829	11,914	13,694	15,384
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	5,088	12,000	6,452	7,065	7,772
收入比重						应付职工薪酬	93	256	111	194	225
代理交易手续费/营业收入						应交税费					
	26%	36%	73%	74%	72%		100	442	93	457	499
承销手续费/营业收入						应付利息					
	2%	1%	2%	3%	4%		1	3	2	2	2
受托客户资产管理业务净收入/营业收入						递延所得税负债					
	1%	2%	2%	1%	2%		76	281	10	267	284
利息收入/营业收入	1%	2%	10%	3%	2%	其他负债	56	65	127	158	158
投资收益与公允价值变动之和/营业收入											
	68%	57%	6%	12%	12%						
营业费用/营业收入	29%	19%	45%	30%	30%	负债	5,689	13,727	7,145	8,144	8,939
营业利润/营业收入	67%	77%	48%	66%	66%						
收益率						股本	2,030	1,464	1,464	1,464	1,464
ROE	22%	45%	11%	19%	17%	资本公积	54	1,012	781	830	834
ROA	7%	12%	4%	7%	7%	盈余公积	46	271	323	425	537
净资本比率						一般风险准备	0	266	318	420	532
净资本/总资产	-	27%	40%	40%	42%	交易风险准备	0	225	277	379	491
负债/资产	69%	73%	60%	59%	58%	未分配利润	328	1,933	1,566	1,985	2,542
						归属于母公司所有者权益	2,500	5,053	4,722	5,503	6,399
估值比率						少数股东权益	48	50	46	46	46
P/E	148.7	25.9	56.7	27.9	25.4	股东权益	2,547	5,103	4,769	5,549	6,446
P/B	32.8	11.7	6.3	5.3	4.6						
EV/EBITDA	37.3	9.4	49.8	20.9	19.1	负债和股东权益	8,236	18,829	11,914	13,694	15,384

资料来源：东方证券研究所

附表 5：长江证券（000783）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,411	4,962	2,073	2,866	3,040	货币资金	6,545	16,550	11,632	14,086	14,171
手续费及佣金净收入	533	2,134	1,221	2,029	2,272	结算备付金	1,320	2,021	1,611	1,992	2,174
利息净收入	17	110	132	110	126	交易性金融资产	1,465	2,149	3,915	2,975	5,040
投资收益	741	2,434	897	535	435	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	105	182	-287	0	0	存出保证金	206	1,621	140	135	160
营业支出	539	1,563	1,100	1,129	1,229	可供出售金融资产	398	1,857	216	164	278
其中：业务及管理费	477	1,320	864	990	1,082	长期股权投资	65	114	166	222	284
营业利润	872	3,399	973	1,738	1,811	固定资产	250	274	292	254	216
利润总额	752	3,370	981	1,738	1,811	无形资产	32	28	24	19	15
减：所得税费用	221	1,004	279	420	438	递延所得税资产	47	32	82	32	32
净利润	531	2,366	702	1,317	1,374	其他资产	115	531	104	104	104
归属于母公司所有者的净利润	521	2,364	702	1,317	1,374	资产总计	10,482	25,221	18,191	19,995	22,482
EPS（元/股）	0.26	1.41	0.42	0.79	0.82						
BPS（元/股）	1.24	3.53	2.75	3.48	4.12						
比率分析											
收入比重	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	6,738	16,078	11,134	13,361	14,697
代理交易手续费/营业收入	33%	42%	53%	65%	67%	应付职工薪酬	102	497	354	390	450
承销手续费/营业收入	4%	1%	4%	4%	5%	应交税费	259	1,076	96	145	151
委托管理手续费/营业收入	0%	0%	0%	1%	2%	应付利息	3	5	0	0	0
基金管理费收入/营业收入	1%	2%	6%	4%	4%	递延所得税负债	72	297	5	29	31
利息收入/营业收入	60%	53%	29%	19%	14%	其他负债	86	198	166	166	166
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	34%	27%	42%	35%	36%	负债	7,776	19,317	13,588	14,170	15,575
营业费用/营业收入	62%	69%	47%	61%	60%	股本	2,000	1,675	1,675	1,675	1,675
营业利润/营业收入	21%	40%	15%	23%	20%	资本公积	57	1,438	273	345	352
收益率	5%	9%	4%	7%	6%	盈余公积	42	278	347	343	381
ROE	18%	18%	19%	22%	24%	一般风险准备	42	278	347	343	381
ROA	74%	77%	75%	71%	69%	未分配利润	344	2,000	1,657	2,818	3,779
净资本比率						归属于母公司所有者权益	2,485	5,904	4,603	5,824	6,907
净资本/总资产						少数股东权益	221	0	0	0	0
负债/资产						股东权益	2,706	5,904	4,603	5,824	6,907
估值比率						负债和股东权益	10,482	25,221	18,191	19,995	22,482
P/E	71.9	13.3	44.7	23.8	22.6						
P/B	15.1	5.3	6.8	5.4	4.5						

资料来源：东方证券研究所

附表 6：国金证券（600109）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008	2009E	2010E		2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	351	1,524	1,504	1,295	1,339	货币资金	1,192	4,175	4,776	6,833	6,606
手续费及佣金净收入	144	736	533	862	1,024	结算备付金	898	1,219	682	726	825
利息净收入	13	39	65	40	44	交易性金融资产	104	294	1,424	48	718
投资收益	177	569	816	242	121	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	63	-60	0	0	存出保证金	28	100	71	100	100
营业支出	126	443	520	591	619	可供出售金融资产	588	2,466	92	401	479
其中：业务及管理费	106	376	463	529	556	长期股权投资	0	0	0	0	0
营业利润	225	1,081	983	704	720	固定资产	11	31	44	40	36
利润总额	230	1,083	1,007	704	720	无形资产	17	19	21	18	15
减：所得税费用	86	351	250	176	180	递延所得税资产	0	6	1	1	1
净利润	145	732	756	528	540	其他资产	11	21	52	52	52
归属于母公司所有者的净利润	75	375	756	528	540	资产总计	2,853	8,524	7,197	8,223	8,836
EPS（元/股）	1.05	1.32	1.51	0.53	0.54						
BPS（元/股）	6.25	5.72	4.33	2.80	2.99						
比率分析											
	2006	2007	2008	2009E	2010E	代理买卖证券款	1,769	4,538	4,275	4,702	5,172
收入比重						应付职工薪酬	17	139	114	151	158
代理交易手续费/营业收入	39%	43%	26%	60%	65%	应交税费	82	323	215	151	154
承销手续费/营业收入	0%	3%	8%	5%	10%	应付利息	5	1	1	0	0
受托客户资产管理业务净收入/营业收入	0%	0%	0%	0%	0%	递延所得税负债	119	498	20	396	339
利息收入/营业收入	4%	3%	4%	3%	3%	其他负债	4	48	16	16	16
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	51%	41%	50%	19%	9%						
营业费用/营业收入	30%	25%	31%	41%	41%	负债	1,996	5,546	5,028	5,415	5,840
营业利润/营业收入	64%	71%	65%	54%	54%	股本	71	284	500	1,000	1,000
收益率						资本公积	309	901	53	263	212
ROE	17%	23%	35%	19%	18%	盈余公积	11	49	170	223	277
ROA	3%	4%	11%	6%	6%	一般风险准备	11	50	172	224	278
净资本比率						交易风险准备	0	38	149	202	256
净资本/总资产	30%	35%	30%	34%	34%	未分配利润	42	303	1,121	891	968
负债/资产	70%	65%	70%	66%	66%	归属于母公司所有者权益	444	1,625	2,165	2,803	2,992
						少数股东权益	414	1,353	4	4	4
估值比率						股东权益	857	2,978	2,169	2,807	2,996
P/E	39.2	31.3	13.7	39.2	38.3	负债和股东权益	2,853	8,524	7,197	8,223	8,836
P/B	6.6	7.2	4.8	7.4	6.9						
EV/EBITDA	45.9	9.6	10.5	14.7	14.4						

资料来源：东方证券研究所

附表 7：东北证券（000686）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	448	2,548	1,116	1,949	2,066	货币资金	4,071	9,739	6,765	8,056	9,290
手续费及佣金净收入	344	1,664	931	1,430	1,629	结算备付金	600	1,646	1,007	1,231	1,344
利息净收入	13	73	95	89	104	交易性金融资产	65	410	115	626	658
投资收益	-104	660	151	349	230	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	149	65	-130	0	0	存出保证金	147	332	206	99	126
营业支出	315	869	599	672	745	可供出售金融资产	145	216	30	165	348
其中：业务及管理费	288	707	539	573	640	长期股权投资	84	265	244	244	244
营业利润	133	1,679	517	1,277	1,321	固定资产	355	441	449	435	422
利润总额	137	1,685	514	1,277	1,321	无形资产	28	36	35	33	66
减：所得税费用	51	571	104	319	330	递延所得税资产	5	9	22	9	9
净利润	85	1,114	410	958	991	其他资产	308	110	156	156	156
归属于母公司所有者的净利润	85	1,114	410	958	991	资产总计	5,820	13,205	9,030	11,053	12,663
EPS（元/股）	0.08	1.92	0.71	1.50	1.55						
BPS（元/股）	0.59	3.32	3.88	4.76	6.05						
比率分析											
收入比重	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	4,682	10,703	6,420	7,559	8,315
代理交易手续费/营业收入	72%	64%	75%	71%	75%	应付职工薪酬	41	163	75	102	118
承销手续费/营业收入	3%	1%	7%	1%	3%	应交税费	9	235	27	74	72
受托客户资产管理业务净收入/营业收入	0%	0%	0%	0%	0%	应付利息	0	0	0	0	0
利息收入/营业收入	3%	3%	9%	5%	5%	递延所得税负债	31	69	27	53	64
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	10%	28%	2%	18%	11%	其他负债	313	100	219	219	219
营业费用/营业收入	64%	28%	48%	29%	31%	负债	5,225	11,271	6,768	8,008	8,789
营业利润/营业收入	30%	66%	46%	66%	64%	股本	1,010	581	581	639	639
收益率						资本公积	61	377	89	16	36
ROE	14%	58%	18%	32%	26%	盈余公积	4	111	152	248	347
ROA	1%	8%	5%	9%	8%	一般风险准备	0	111	152	248	347
净资本比率						交易风险准备	0	111	152	248	347
净资本/总资产	10%	15%	25%	28%	31%	未分配利润	-482	843	1,131	1,641	2,153
负债/资产	90%	85%	75%	72%	69%	归属于母公司所有者权益	593	1,929	2,258	3,041	3,869
估值比率						少数股东权益	0	4	4	4	4
P/E	921.1	40.6	55.1	25.9	25.1	股东权益	595	1,932	2,261	3,045	3,873
P/B	132.4	23.4	10.0	8.2	6.4	负债和股东权益	5,820	13,204	9,030	11,053	12,663
EV/EBITDA	169.7	13.5	43.7	17.7	17.1						

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

阚路 王小罡

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn