

深度报告

证券

证券行业 2010 年年度投资策略

中性

(维持评级)

2009 年 12 月 7 日

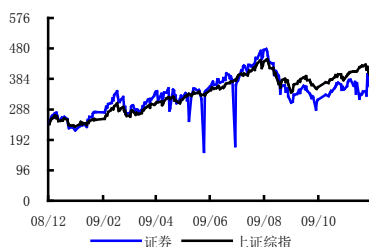
本报告的独到之处

- 对于影响 10 年证券业经营的各项领域细致分析。

行业投资策略

传统业务显疲态，创新经营引未来

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《证券行业 09 年中期投资策略：盈利走向多元，投资趋于防御》——2009-7-1

分析师：王一峰

电话：010-82250828

E-mail: wangyifeng@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 证券经纪业务面临交易量和佣金率的双重挤压

证券业 09 年增长相对确定，10 年因证券经纪业务交易量和佣金率的压力面临增长压力。流动性增量不足、换手率处于高位、估值驱动弱化的情况下，10 年日均股票交易额区间预计在 1600~2500 亿元，经纪业务收入较 09 年波动-31%~6%之间。

● 自营业务面临股债投资的两难选择

在自营业务股债交替的投资时钟下，充沛的流动性推高了资产价格，股票投资的风险增加，扩张性政策使得利率水平维持低位，债券投资收益率较低且面临利率风险。“打新”投资收益在 10%左右，相对稳健。

● 投资银行存在稳定增长空间

预计 10 年企业主体债券融资增长 20%~30%，股权融资规模超过 5000 亿元，“PE+承销”的收入模式有望提升收入 3%~5%的水平。

● 融资融券短期影响有限，长期巨大

融资融券试点初期能够入选的证券公司数量较少，各公司将投入有限的自有资金，并设置合格的投资者资质和较高的保证金比例，初期收入贡献 3%，中期贡献 8%~10%，稳定后能够占业务收入更大比例。

● 维持行业“中性”评级，关注融资结束后大型公司投资价值。

维持行业“中性”评级，认为在公司融资完成后投资风格将向大型券商转化，公司股价波动减小。多数时间推荐区间交易策略，建议关注金融股联动效应、融资融券等创新业务推出时的投资机会。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元) 2009-12-1	EPS		PE 2009E	投资评级
				2009E	2010E		
600030	中信证券	192,947	29.19	1.28	1.50	21.3	谨慎推荐
600837	海通证券	136,006	16.06	0.58	0.65	25.2	谨慎推荐
600999	招商证券	114,197	31.90	0.84	0.90	37.9	未评级
601788	光大证券	79,050	23.57	0.78	0.83	30.2	未评级
000783	长江证券	39,907	18.42	0.57	0.63	32.3	中性
000728	国元证券	39,282	19.97	0.51	0.54	36.6	中性
000562	宏源证券	34,236	23.61	0.78	0.80	28.6	中性
000686	东北证券	25,393	39.75	1.40	1.67	26.7	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为，2010 年，证券行业经纪业务收入较 09 年波动-31%~6%之间；而自营业务面临更大的不确定性，“打新”有望成为相对稳健的高收益低风险投资标的；股票融资保持高位，IPO 融资增长 30%，债券发行也有望维持在这一增长速度，“PE+承销”的模式贡献盈利 3%~5%；资产管理业务稳健增长。若融资融券业务进行试点，我们倾向于初期收入贡献 3%，中期贡献 8%~10%，稳定后能够占业务收入更大比例。

暂维持行业“中性”评级，认为在公司融资完成后投资风格将向大型券商转化，公司股价波动减小。多数时间推荐区间交易策略，建议关注融资融券等创新业务推出时的投资机会。

核心假设或逻辑

市场流动性增量放缓，股指运行呈现区间波动特征，市场交易量和佣金率存在下行压力。融资趋势和资产管理规模扩张得以延续。融资融券业务以试点形式推出。

与市场预期的不同之处

着重分析了影响经纪业务的各项指标的变化趋势，进而对股票交易量给出大致准确的方向性判断，关注流动性视角，对经纪业务持相对谨慎态度，而对于 10 年交易量市场部分认为继续放大的可能性较高。看好投资银行业务明年的发展趋势，认为“PE+承销”的模式利润贡献明显。对于融资融券业务，给出相对更为现实的结论，认为短期内影响有限。

股价变化的催化因素

市场走势是影响证券公司走势的关键因素，若市场上行，则行业各业务线因此受益，同时，事件性和主题性的投资机会可能出现，如融资融券创新业务开闸等，公司资本消耗类业务发展将有助于改善经营业绩。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、流动性供给依然充裕，市场由结构性泡沫转向整体高估值；
- 2、自营业务出现意外波动。

内容目录

目前证券公司盈利模式面临增长压力	5
交易量大幅上升驱动 09 年收入提高	5
10 年增长的不确定性在增加	6
依赖多元化的创新业务发展	6
经纪业务：交易量与佣金率的双重挤压	6
自营业务：股债交替的两难选择	9
投资银行：“PE+承销”模式大发展	9
资产管理：业务收入相对稳定	11
融资融券：提升长期增长空间	12
行业投资评级及策略建议	13
行业整体融资后的投资风格转换	13
金融行业的联动效应	13
盈利预测与行业投资评级	14

图表目录

图 1: 证券市场走势与日均股票交易额大幅提升	5
图 2: 证券化率重新回升	5
图 3: 总市值换手率水平回升	6
图 4: 储蓄定期存款增速持续下行	7
图 5: 市场资金与交易量保持高位平衡	7
图 6: 市场估值水平提升	7
图 7: 换手率维持历史高位	7
图 8: 证券公司营业部及服务部比较	8
表 1: 10 年证券经纪业务收入敏感性分析(阴影部分为大概率区域)	8
图 9: 利率水平与经济增长正相关	9
图 10: 股债投资的时钟交替	9
图 11: 股权融资恢复增长	10
图 12: 债券发行高速增长	10
表 2: 上市券商直投公司状况	11
表 3: 已上市券商直投项目概览	11
图 13: 各年度集合资产管理规模	12
图 14: 高费率基金占比提升	12
表 4: 融资融券参与资金与融资利率对收入影响敏感性分析	12
表 5: 不同券商的经营特征比较	13
图 15: 大型券商走势显著落后中小券商	13
图 16: 各金融子行业走势高度相关	13

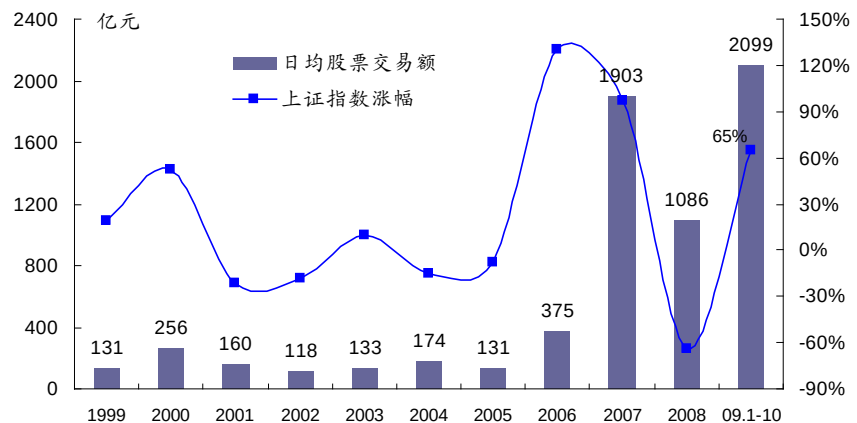
目前证券公司盈利模式面临增长压力

交易量大幅上升驱动 09 年收入提高

2009 年，在大规模财政刺激政策和极度宽松的货币环境下，我国宏观经济率先触底回升，世界主要经济体 PMI 等先行指数也出现回暖迹象，全球资本市场大幅上涨，我国 A 股市场各项指标也呈现扩张态势：截至 10 月末，上证指数较年初上升 64.5%，交易量大幅上扬，累计日均股票交易额 2099 亿元，同比上升 93%，为历史最高水平；市场呈现乐观情绪，同时受限售股权解禁影响，月流通市值换手率呈下降趋势，平均为 50%，月总市值换手率为 23%，较 08 年 11.8% 的水平上升了 95%；新股 IPO 重启和股票增发活跃，证券市场总市值达到 21.6 万亿元，流通市值 13.1 万亿元，证券化率上升至 98%。

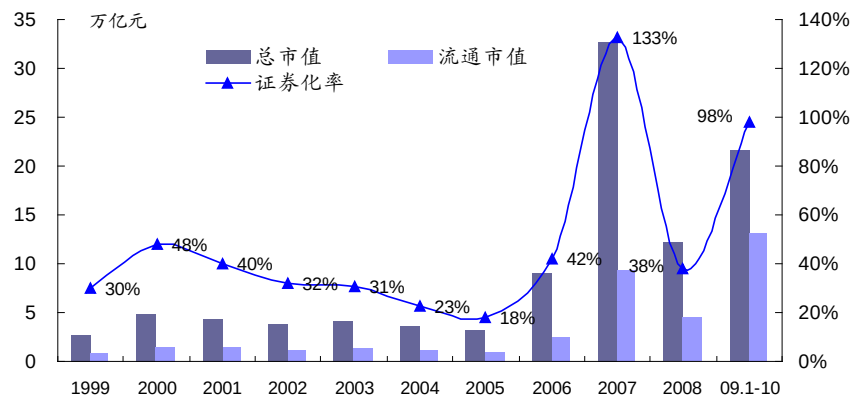
全年来看，受益于充沛的流动性、市场估值水平提升、投资者交易活跃和新增流通股影响，09 年日均股票交易额有望达到 2200 亿元，这将较 08 年交易量提升近 1 倍左右，证券公司经纪业务收入大幅增长，交易额推动行业盈利整体上行。

图 1：证券市场走势与日均股票交易额大幅提升



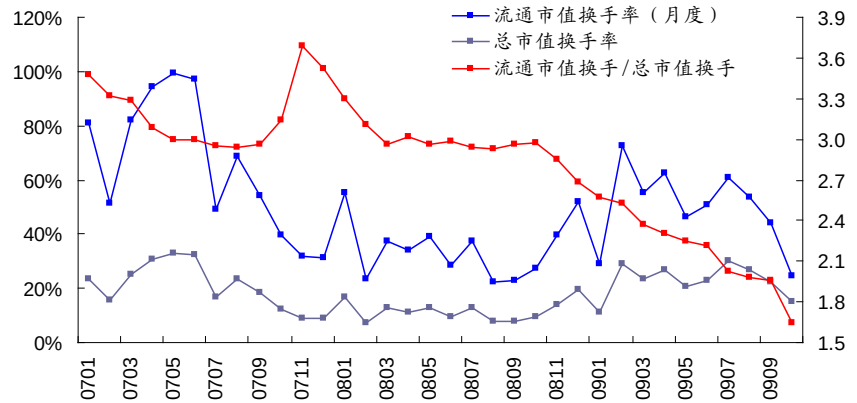
数据来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 2：证券化率重新回升



数据来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 3: 总市值换手率水平回升



数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

10 年增长的不确定性在增加

正如交易量作为驱动 09 年行业增长的主要因素一样, 2010 年, 在我们假设创新业务不构成实质性影响, 券商盈利结构未发生大幅变化的前提下, 继续讨论行业的增长前景: 传统业务依然是证券公司的主要盈利模式, 根据上市公司 3 季报显示, 经纪业务收入占比超过 70%, 股票市场走势显著影响证券公司各项收入指标。一方面, 宏观经济持续回暖和企业盈利能力提升一定程度上构成了支撑市场向好的基础条件, 对于通胀的担心和信心恢复增强了投资者的风险偏好, 政府对于经济回升的忧虑远甚于对资产价格泡沫的担忧, 宽松的政策环境短时间内不会出现大幅度转向; 但另一方面, 驱动证券公司盈利增长的因素也正呈现弱化的态势, 2010 年, 证券公司业绩增长的不确定性大大增加。

依赖多元化的创新业务发展

经纪业务: 交易量与佣金率的双重挤压

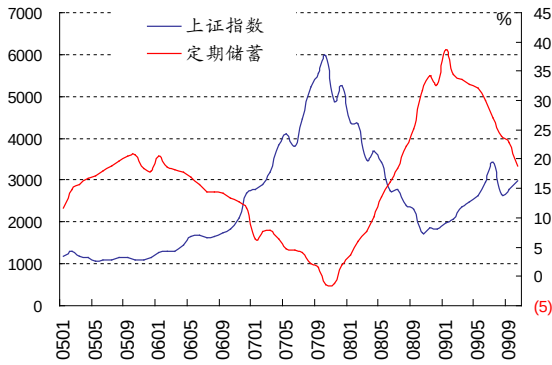
流动性增量不足的特征更加明显

09 以来, 由天量信贷导致的货币供给超速增长, 广义货币供给 M2 达到 29%; 存款呈现活期化特征, M2-M1 逐步转负; 居民定期储蓄存款向资本市场转移加快, 证券公司保证金存款从年初的不足万亿增长至 1.86 万亿。在 2010 年, 若沿用信贷总量增长 7-8 万亿的市场一致预期, 则货币供给量 M2 增长在 17%~20%之间, 流动性增量呈现收缩态势。

由于信贷的季节性特征, 派生存款在 10 年初应相对宽裕, 之后因信贷总量、季节性效应、可能采取的紧缩性政策, 流动性面临收缩的压力。第二, 存款活期化进程将放缓。目前 M1 增长为 98 年以来最高水平, 存款结构性变化使得定期存款增速快速下降, 未来个人储蓄对于资本市场的决定性供给来自于储蓄资金的自然增长, 存款增速的变化也受限于整体的信贷规模。第三, 从交易的情况看, 市场资金自 7 月份以来达到相对高位水平后维持稳定, 而资金与交易额的对标指标更是表明今年以来市场活跃度一直维持在较高水平, 未来资金供给难于出现突破性增长。

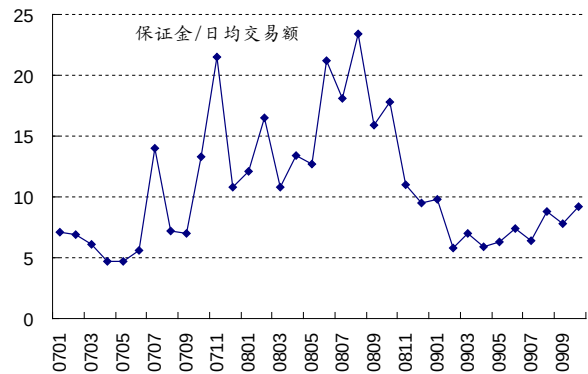
同时,经济的持续复苏和大规模的中长期投资使得实体经济对于流动性的吸纳能力增强,若信贷资源产生配给,资金市场利率面临上行压力,资本市场的流动性宽松程度也将因此受到限制。

图 4: 储蓄定期存款增速持续下行



数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 5: 市场资金与交易量保持高位平衡



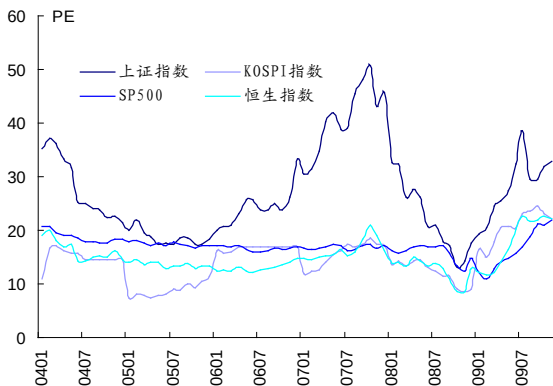
数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

市场估值与换手率对交易量的驱动弱化

根据交易量与市场估值的相关性,目前 A 股市场平均 PE 水平为 32.3x,较年初底部的 15x~18x 区域大幅提升,尚未触及 07 年历史高点。考虑到企业盈利未来增长的确定性,若近似认为该时点为估值的中枢区域,估值因素未来对于交易量增长的拉动趋于弱化。其次,在市场估值的结构性特征上,大型公司的估值优势更为明显,主题类投资品种表现为更高的估值和换手率水平,市场整体风险的释放将对这一特征形成压力,进而影响市场的交易额放大。

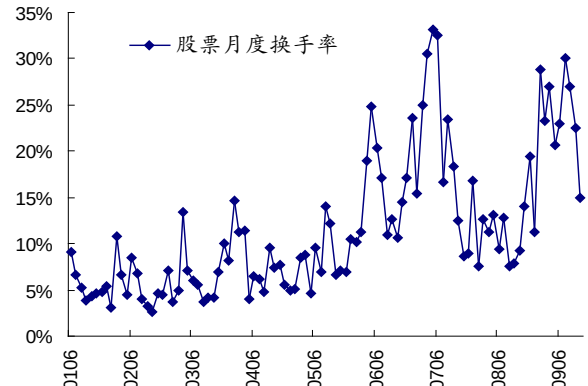
从历史上看,在 01-05 年市场走势较弱时,5 年间,沪深股票总市值月换手率水平在 10% 以内,除去月度交易日不均衡的扰动因素,目前 A 股换手率水平已接近 07 年历史高位,年度换手率水平达到 300% 以上。国际比较上远高于美欧成熟市场,也高于日、韩、台经济高速增长期的平均水平。如上所述,在承认市值的放大不易依靠估值水平提升的前提下,新增股权的外源式增长模式不能够短期内大幅提升总市值水平,因而换手率水平高位趋缓的特征对交易量影响负面。

图 6: 市场估值水平提升



数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 7: 换手率维持历史高位

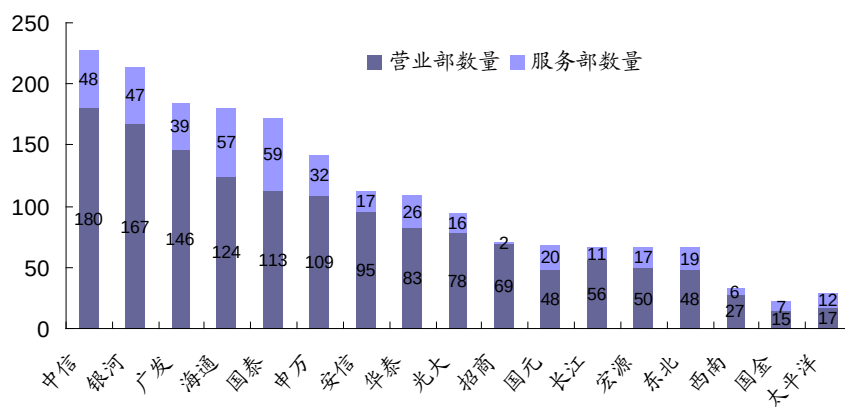


数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

佣金率的下行趋势难以扭转

根据证监会《关于进一步规范证券营业网点若干问题的通知》，现有营业部将在 2010 年升级完毕，同时新增营业网点的审批放松。证券业协会 08 年末统计，我国证券公司共有营业部 3160 家，服务部 1040 家，可以预计，2010 年以服务部升级改造主导的营业分支机构增加，将引发市场对存量客户的激烈争夺。在市场容量有限、服务同质化和网络交易主导的情况下，使用价格竞争用以扩张市场份额，从而造成相对产能过剩的现象，使得佣金率在 10 年仍存在较大的下行压力。仅在三季度，国内券商新增营业部 193 家，其中服务部升级 134 家，新设营业部 59 家，二线城市成为市场争夺的焦点。目前，市场平均佣金率为 0.125%，综合考虑客户敏感度、营业网点扩容速度、实际经营成本，按照 07~09 年的下降速度，10 年佣金率下滑应在 7% 以上，至 0.115%。从市场份额的角度，服务部资源占比较高和部均产能较大的公司，经纪业务份额有望得以提升。

图 8：证券公司营业部及服务部比较



数据来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

综上，在流动性增量不足、换手率处于高位、估值驱动弱化的情况下，证券市场交易量的继续提升存在较大的压力，10 年日均股票交易量近似估计的上沿在 2500 亿元；使用 07~08 年度市场单边下行的悲观算法，假设上证指数下行至 2000 点，则交易量在 10 年的下行比例约 25%，日均低点在 1600 亿元。采用佣金率 0.115% 为中值估计，则证券行业 2010 年经纪业务收入较 09 年的波动区间为 -31%~+6%，经纪业务继续增长的可能不大。

表 1：10 年证券经纪业务收入敏感性分析(阴影部分为大概率区域)

10 年手续费收入 占 09 年收入比例	日均股票交易额 (亿元)							
	1600	1800	1900	2000	2100	2200	2300	2500
佣金费率	0.100%	58%	65%	69%	73%	76%	80%	84%
	0.105%	61%	69%	73%	76%	80%	84%	88%
	0.110%	64%	72%	76%	80%	84%	88%	92%
	0.115%	67%	75%	79%	84%	88%	92%	96%
	0.120%	70%	79%	83%	87%	92%	96%	100%
	0.125%	73%	82%	86%	91%	95%	100%	105%
	0.130%	76%	85%	90%	95%	99%	104%	109%

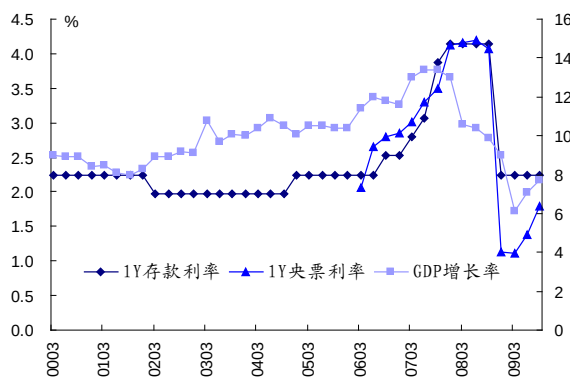
数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所

自营业务：股债交替的两难选择

09 年，证券市场的持续上涨使得公司自营业务出现明显分化，部分中小证券公司依靠股权投资规模，获得了较好的收益，但大多数公司自营业务的结构变化均是遵循市场走势的变动，股权投资比例逐步上升。10 年，自营业务的顺周期特征不会转变，融资完成的证券商投资趋于保守，投资标的选择难度加大，自营业务处于中等风险区域。

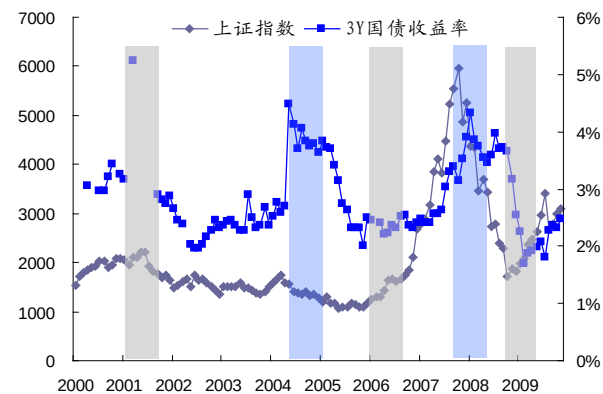
- 自营投资具有一定的时钟特征：在经济形势持续向好时，证券市场乐观上行的时候，股权投资收益良好，此时，市场利率水平也逐步上升，债券吸引力逐步显现；当经济进入收缩期，企业盈利能力下滑，股票投资因此受累，市场利率下行，债券投资价值变动优势显现。目前，我们处于经济的复苏初期，宽松的政策环境、充沛的流动性推高了资产价格，利率水平维持低位，股债投资均不位于最佳区域。
- 由于利率水平与经济增长的正相关，当前市场资金利率对经济复苏已有初步反映，但政策的谨慎态度延缓了利率的调整步伐，一年期国债收益率低至 1.6%，低利率环境对于债券投资利息收益不利；同时，持有收益率较高的长期信用债（YTM7%左右）的利率风险较高，这使得无论是在债券收息还是价差收益方面，10 年债券投资综合收益率在 5%之内。
- 股权投资需考虑当前的市场整体估值因素，市场存在的结构性高估增加了自营选股的投资难度，股票自营收益在市场震荡过程中的确定性下降；新股发行制度改革推进了市场化定价，网上规模控制限制了机构参与，网上限售期后投资收益的不确定性在增加，仅就目前来看，以中签率 0.8~1%、新股上市溢价 30%计，此部分的年化收益率在 12%~15%之间，未来存在一定向下调整的空间，打新收益率降至 10%之内。

图 9：利率水平与经济增长正相关



数据来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 10：股债投资的时钟交替



数据来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

投资银行：“PE+承销”模式大发展

股权融资恢复性增长

09 年证券市场的持续复苏，促使新股 IPO 融资于下半年恢复，4 季度创业板开设，发审工作进入正常节奏。在过剩资金的追逐下，新股发行价格维持在较高水平，预计全年股权 IPO 融资规模将在 1800 亿元、增发（含定向）规模 2600 亿（2400

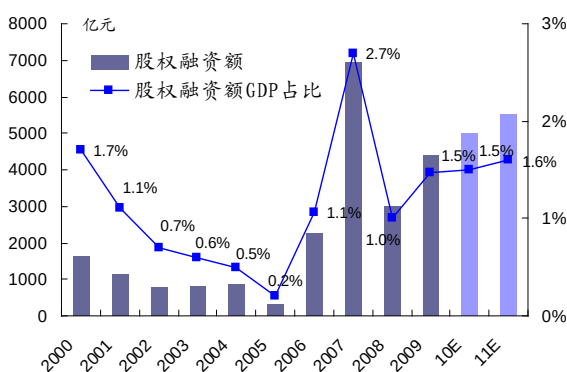
亿), 2010 年, 中小企业融资仍将保持在旺盛水平, 创业板公司有望出现大规模扩容, 大型金融机构 IPO 和再融资为主要的资金吸纳方, 全年 IPO 预计增长 30% 以上, 股票及股票连接融资逾 5000 亿, 仅次于 07 年水平。这主要基于:

- 金融危机后, 创业板需要快速扩容并构建指数, 以利于我国创新型社会发展; 中小企业保荐项目储备充沛, 对市场资金冲击相对较小, 可保持稳定发行; 大中型银行改制上市仍未完成, 其中农行、光大、国开行均有上市计划, 城市商业银行股权明晰后也有融资要求, 已上市银行受限于资本金压力存在再融资需要, 另外, 存在相当部分证券公司的 IPO 申请。
- 随着流动性充裕程度的调整, 10 年信贷资源的可得性下降, 需要更多的直接融资进行支持, 也有助于金融风险的分散。另一个所观察到的现象是, 在投资冲动和软收益约束的状态下, 即使是在盈利能力下滑、扩张趋势放缓的 09 年, 企业股权融资需求依然强烈, 这种状况将在未来相当长时间内持续。

债券融资持续高速

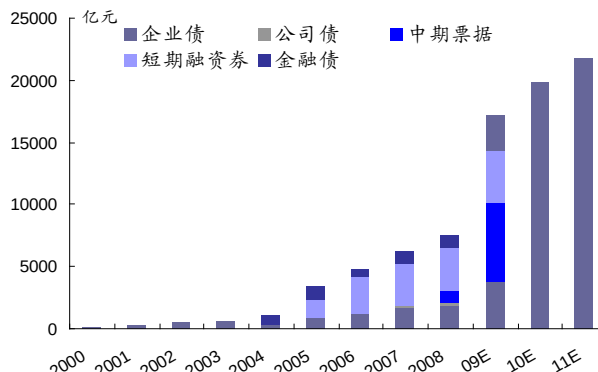
今年以来, 在企业债发行 3824 亿, 公司债 631 亿, 中期票据 6354 亿, 非政策性银行金融债 2804 亿, 增速分别为: 67.2%, 119%, 441%, 232%。08 年末企业债券发行方式简化和央行放松了中期票据的管制, 促进了债券市场爆发式增长, 09 年全年企业主体债券(含短期融资券)全年有望实现 153% 增长率, 合计募资 1.88 万亿, 自 03 年以来保持了 98% 以上的复合增长率水平。但我国企业主体债券占 GDP 份额在国际上仍相对较低。未来, 随着能够进入债券融资平台的企业增多、统一互联的债券市场形成、债券融资成本的比较优势突出, 企业主体债券能够维持高速的发展势头, 在企业主体债券融资额 GDP 达到 10% 之前, 能够实现 20%~30% 的复合增长率水平, 为证券公司投资银行收入多元化贡献显著。这其中, 中期票据因发行期限较长, 增长率将下降。

图 11: 股权融资恢复增长



数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 12: 债券发行高速增长



数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

“PE+承销”增加综合收益

创业板的开闸和中小板的快速发行, 加之政策的扶持引导, 刺激了证券公司进入股权投资领域, 目前上市券商中已有 6 家获得直接投资资格, 其中中信、海通证券已有项目实现 IPO 上市, 依托投行业务的相对优势, 这一领域大型券商和广东

券商在中小公司投资优势明显。从投资的过程分析，Pre-IPO 项目是主要的投资标的，投资期限相对较短，经过 1~2 年的培育，即有望通过 IPO 上市获得 300%以上的投资收益，投资成功性和收益率均较高。这主要得益于采取上市的退出方式，也是目前 PE 领域最主要的退出形式。从中信和海通证券的经验看，这一业务组合对收入贡献在 3%~5%，未来，随着 PE 投资的逐步推广，该收入占比应有扩大的趋势。

表 2: 上市券商直投公司状况

证券公司	直投公司	注册资本	已投资未上市项目	金额 (亿元)
中信证券	金石投资	30 亿	中信房地产	4.23
			贵州开磷	4.01
			北京昊华能源	1.51
			中油金鸿天然气输送	1.55
			广西丰林木业	1.50
海通证券	海通开元投资	10 亿		
招商证券	招商资本投资	1 亿		
光大证券	光大资本投资	20 亿		
长江证券	长江成长资本	5~10 亿		
国元证券	国元股权投资	5 亿		
广发证券	广发信德	5 亿		

数据来源：公司公告

表 3: 已上市券商直投项目概览

证券公司	上市项目	投资成本 (万元)	持股数量 (万股)	股价/091130 (元)	PE 预期收益 (万元)	承销费用 (万元)
中信证券	神州泰岳	2772	210	123.59	23182	12944
	机器人	2560	320	77.56	22259	4100
	威创股份	2941	802	36.58	26396	6486
	理工监测	625	250	-	-	-
海通证券	银江股份	750	150	44.85	5978	3778

数据来源：Wind 资讯

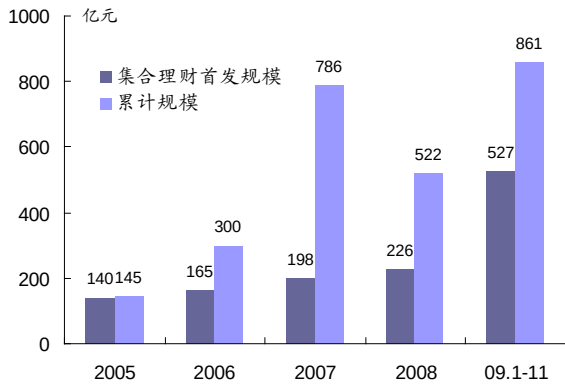
资产管理：业务收入相对稳定

历经证券市场的大幅回升，以发行集合理财产品和参控股基金公司为主要盈利模式的证券公司资产管理业务也呈现回暖状态，预计 09 年，证券公司新募集集合资产管理规模较 08 年增长 170%，募资规模逾 600 亿元，由于管理费率多采用固定费率加业绩提成的收取方式，证券市场的上扬将在一定程度上提升实际费率水平，同时，券商自身的有限参与形式也将收益于市场向好；基金规模由年初的 1.94 万亿升值 2.27 万亿，升幅 16%，股票基金规模增长，费率走高，证券公司参控股基金公司收入等比例增加。未来，证券公司资产管理业务的增长趋势相对平稳。并呈现如下特征：

- 集合理财产品的发展规模基数较小，具有广阔的发展空间。主要体现在：灵活的产品设计结构可以使得其投资于不同风险种类的证券品种；业务模式相对灵活，自有资金有限参与能够提高发行的成功率；收费模式相对多样；证券公司自有渠道的营销支持等方面。证监会出于鼓励证券公司发展的目的，审批节奏有加快迹象。
- 基金市场规模因新基金的发行而维持稳定增长，受益于股票市场上行、利率低位、居民理财观念增强，基金份额可实现一定比率的自然增长。大型基金公司的规模效应逐步显现，更有利于抵御市场风险，稳定规模，参控股此类型基金的证券公司收入更加平稳。

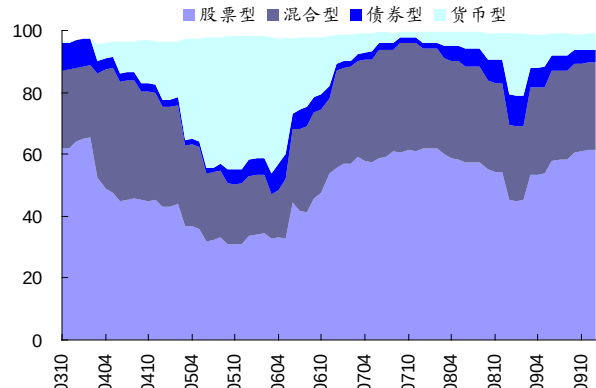
- 基金综合管理费率小幅上升。作为基金公司主要收入来源的管理费收入，其费率水平因为货币型基金规模的下降、高费率产品规模占比上升而出现一定程度提升，基金内部结构转换优化了收费水平。

图 13: 各年度集合资产管理规模



数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 14: 高费率基金占比提升



数据来源: Wind 资讯 国信证券经济研究所

融资融券: 提升长期增长空间

备受瞩目的融资融券试点业务如果在 10 年启动, 将带来巨大的业务增长空间。从国际经验看, 融资融券业务推出使得证券公司在获得融资利差收入的同时, 对市场交易量放大作用明显, 将推动经纪业务增长。欧洲、美国、日本市场融资交易的成交额大致占股市成交金额的 10%-20%, 而我国台湾市场融资交易量曾在 90 年代末期达到市场交易总量的 40% 以上, 后虽有所降低, 也都维持在 20% 的高位, 其对经纪业务将产生革命性的推动作用, 但初期影响不突出:

- 试点初期, 能够入选的证券公司数量较少, 各公司推动此业务具有实验性质, 为防范风险, 将投入有限的自有资金, 设置合格的投资者资质和较高的保证金比例, 参与融资融券业务的进入门槛较高。
- 该业务的主要参与者多为投机者, 融券业务受风险控制工具匮乏, 短期内难以开展, 且从国际经验看, 融券业务的开展规模也远小于融资业务。融资业务需要视融资利率和参与者的参与热情。
- 按照最乐观预期, 在证券金融公司尚未成立的情况下, 参与交易网测的 11 家创新类证券公司资本规模 2200 亿元, 实际用于参与融资的额度不会超过 50%, 对市场增量资金供给 1100 亿元。若以息差 7% 计, 年息差收入贡献 77 亿元; 参照目前的换手率状况, 则增加交易量 5.7%, 经纪业务收入相应放大, 两者合计年融资交易年收入贡献 8% 左右。更为现实的估计是, 根据目前证券公司冗余资金规模 (可以债券、银行存款合计) 以及其计划参与融资融券业务的资金量计算, 在试点阶段, 约 200~400 亿资金参与融资融券交易, 对于利差收入和交易量放大作用将减小。

表 4: 融资融券参与资金与融资利率对收入影响敏感性分析

融资利率	融资资金参与量/亿元					
	200	400	600	800	1000	1200
5%	1.2%	2.4%	3.6%	4.7%	5.9%	7.1%
6%	1.4%	2.8%	4.3%	5.7%	7.1%	8.5%
7%	1.7%	3.3%	5.0%	6.6%	8.3%	10.0%
8%	1.9%	3.8%	5.7%	7.6%	9.5%	11.4%
9%	2.1%	4.3%	6.4%	8.5%	10.7%	12.8%

数据来源: 国信证券经济研究所

行业投资评级及策略建议

行业整体融资后的投资风格转换

09 年以来，光大、招商证券先后完成 IPO，国元、长江、东北证券计划或已完成再融资。使得上市公司整体 PB 水平下降，而在资本消耗型业务较小的环境中，公司 ROE 水平存在一定提升的压力，拥有充沛可支配自有资金的公司股票价格可能表现出低波动的特征。从所观察到的情况看，09 年大型证券公司的股价波动性远低于中小券商，公司股价呈现低 BETA 趋势。

- 一方面，在分部估值的原则下，公司资本占用较少的通道类业务估值相对稳定，而以现金为主要形式贮藏的较高的每股净资产提升了公司估值区间的下限水平。
- 另一方面，资本盈利能力的提升仍有待提升，因为股权的扩容，公司各项业务弹性出现下降，股价的刺激因素将随流通股权的扩大而逐步缩小。

由此可见，在行业整体完成融资后，证券业投资风格存在向大型券商转移的动力，而此阶段在各项业务领域具有先发优势的公司有望成为较高的投资标的，从长期增长的角度，中信、海通、光大和招商证券有望获得更多发展。在大多数时间，因为股价的波动性放缓，我们推荐使用区间交易策略，而当行业面临创新业务驱动进行整体性重估的时期，则建议持有大型公司。

表 5：不同券商的经营特征比较

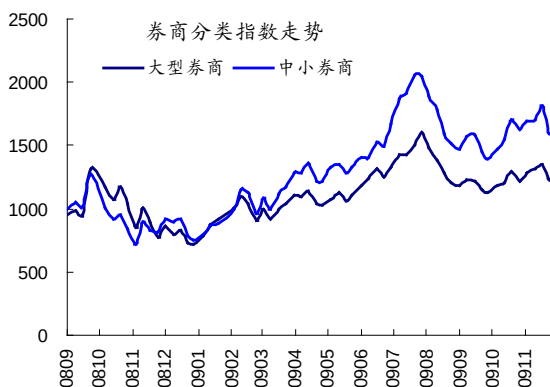
大型证券公司	中小型证券公司
高净资本	净资本较小
较为稳定的 ROE	面临再融资，ROE 下降
各项业务具有先行优势，政策扶持	创新业务处于发展之中
盈利多元，波动较小	利润单一，业绩弹性较大
信息系统、管理具有规模效应	固定资产投入、网点布局尚未完成
流通市值大，估值相对合理	多数股权未解禁，估值相对较高

数据来源：国信证券经济研究所

金融行业的联动效应

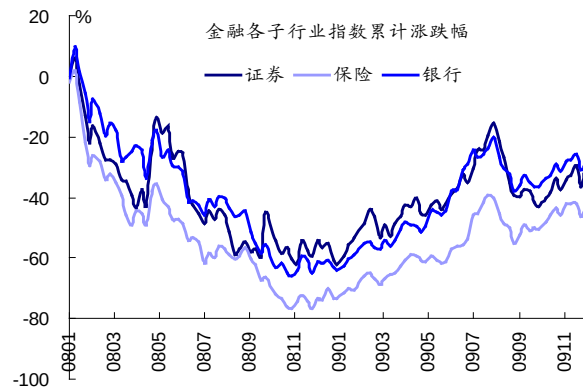
银行、保险和证券行业的盈利模式虽然完全不同，但市场上，三类行业的股价走势存在非常高的正相关关系，尤其是银行业与证券业的相关性，自 08 年以来走势基本吻合，这种联动效应有助于增强券商股投资的确定性，也支持行业仍存在阶段性的投资机会。

图 15：大型券商走势显著落后中小券商



数据来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

图 16：各金融子行业走势高度相关



数据来源：Wind 资讯 国信证券经济研究所

盈利预测与行业投资评级

在证券公司各项业务中，2010 年，在假设日均股票交易量 1600 亿~2500 亿元的前提下，证券行业经纪业务收入较 09 年波动-31%~6%之间；而自营业务面临更大的不确定性，“打新”有望成为相对稳健的高收益低风险投资标的；股票融资保持高位，IPO 融资增长 30%，债券发行也有望维持在这一增长速度，“PE+承销”的模式贡献盈利 3%~5%；资产管理业务稳健增长。若融资融券业务进行试点，我们倾向于初期收入贡献 3%，中期贡献 8%~10%，稳定后能够占业务收入更大比例。

综上，经纪业务所面临的压力一定程度上在投资银行和资产管理领域获得弥补，而融资融券等创新业务的推出短期影响有限，但能够使证券业获得长期确定的增长，2010 年，我们预计行业整体盈利水平较 09 年相对稳定。暂时维持行业“中性”评级，若融资融券等创新业务推出再行调整。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价 2009-12-1	2008	EPS		P/E		P/B			评级
				2009E	2010E	2008	2009E	2008	2009E	2010E	
中信证券	600030	29.19	1.10	1.28	1.50	24.5	21.3	3.9	3.5	3.2	谨慎推荐
海通证券	600837	16.06	0.40	0.58	0.65	36.4	25.2	3.0	3.1	2.9	谨慎推荐
招商证券	600999	31.90	0.63	0.84	0.90	49.2	37.9	5.1	4.6	4.2	未评级
光大证券	601788	23.57	0.47	0.78	0.83	44.6	30.2	6.8	3.3	3.0	未评级
长江证券	000783	18.42	0.32	0.57	0.63	53.3	32.3	6.6	4.5	4.1	中性
国元证券	000728	19.97	0.27	0.51	0.54	71.0	36.6	6.4	2.8	2.6	中性
宏源证券	000562	23.61	0.37	0.78	0.80	60.3	28.6	7.1	5.2	5.0	中性
东北证券	000686	39.75	0.64	1.40	1.67	58.2	26.7	10.5	4.8	4.7	中性

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦戢	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176 13482495069				
			江智俊	021-60875175 15221772073				
			孔华强	021-60875170 13681669123				