

自营及创新业务是利润增长点

——证券行业 2010 年策略报告

优于大势

维持评级

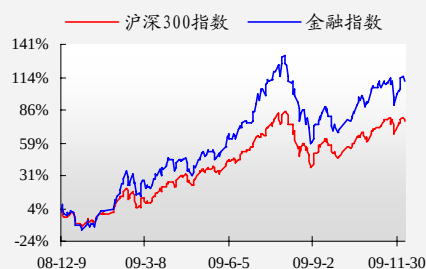
资本市场/证券

2009 年 12 月 9 日

投资要点:

- 基于交易持续活跃和流通市值增加的预期,我们判断证券行业 2010 年经纪业务收入仍有一定的增加,但相对 2009 年幅度要小。
- 2009 年,随着券商营业部新设立、迁址和服务部变营业部的陆续完成,经纪业务的竞争将又回到暂时均衡的状态,预计佣金率下降将趋势减缓。
- 在宽松货币政策的延续以及宏观经济的好转的良好预期下,预计 2010 年中国股市依旧处于上升阶段。随着招商、光大证券的上市,和长江、国元证券再融资的完成,各公司对业绩波动的忧虑程度降低,如果存在投资机会,各公司会相应扩大投资规模,因此投资业务的收益增长可期。
- 融资融券和股指期货的推出将是券商行业的重大利好,最直接的结果是放大交易量,并对券商的传统业务有极大的推动作用。券商行业的杠杆水平将进一步提高。
- 在流动性充裕的环境下,我们预计 2010 年沪深两市依旧会有较好的表现,随着自营业务投资规模的增加以及创新业务的推出都将给券商带来明显的增量业务收入。因此,我们给予证券行业优于大市的评级。但随着通胀预期的增加以及对流动性紧缩的担忧,预计 2010 年的证券市场将存在较大的波动性,投资风险比 2009 年有所增加。
- 随着创新业务推出的呼声越来越高,受益于融资融券和股指期货业务的公司股价将有较好的表现。因此,我们给予中信证券、海通证券、光大证券以及参股广发的吉林敖东、辽宁成大和中山公用谨慎推荐的投资评级。我们预计 2010 年券商业绩增长的另一个驱动因素主要来自于自营业务,这些券商都是前期仓位低且已完成大规模融资的公司。因此给予长江证券、国元证券等公司谨慎推荐的评级。

走势图



重要公司

评级

中信证券	谨慎推荐
海通证券	谨慎推荐
长江证券	谨慎推荐
国元证券	谨慎推荐

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6337 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

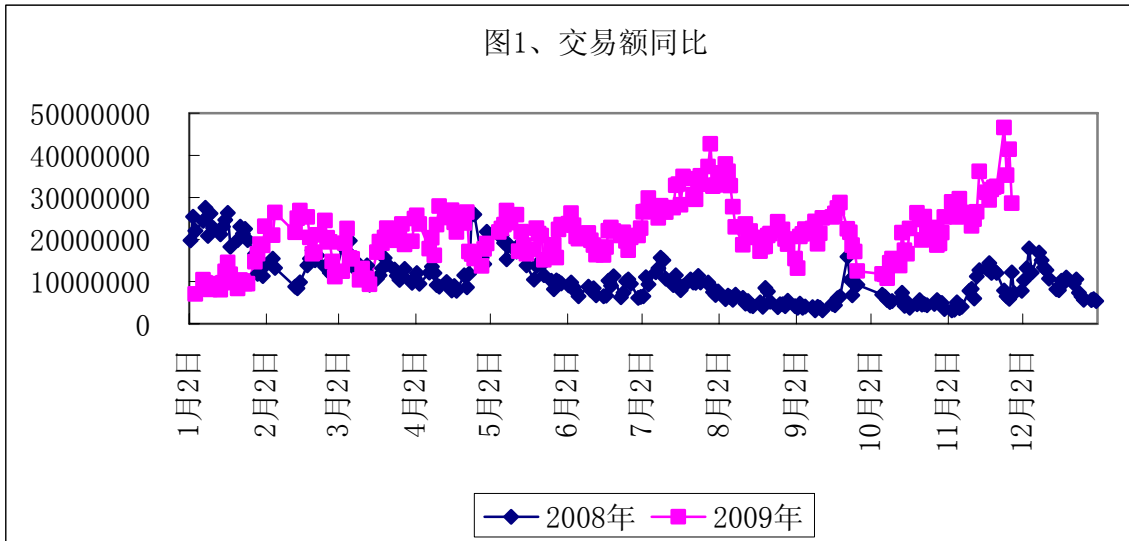
Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

邮编: 200002

一、业务经营状况

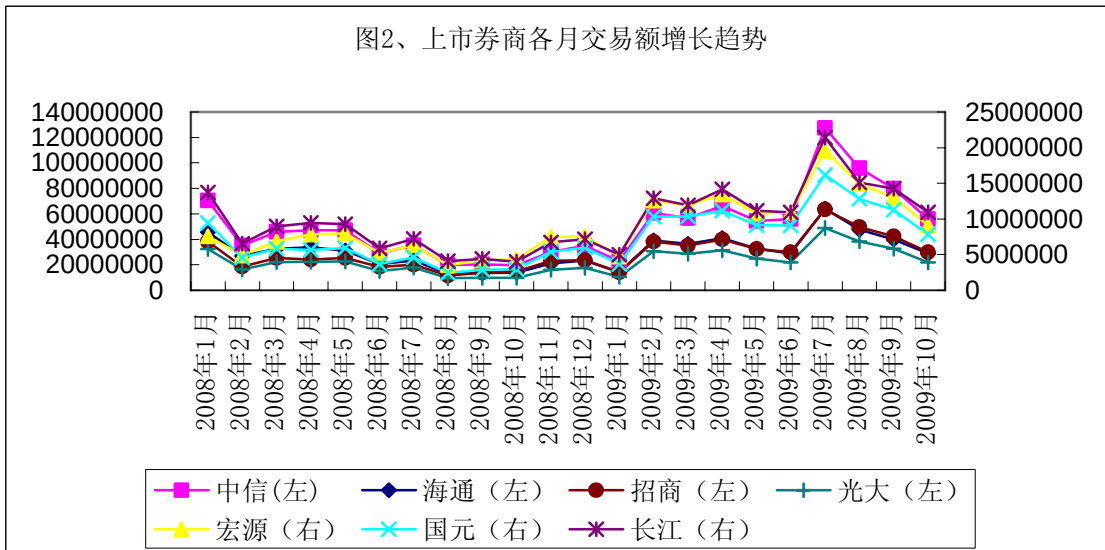
1、交易额同比大幅度上升



资料来源：东北证券研究所

今年以来交易额的快速增长来自于流通市值和换手率的双重驱动，到11月底，两市A股流通市值为13万亿元，比年初增长194.3%、日均换手率由1.2提升到2.09%，年化换手率达到5.5倍。流通市值和换手率大幅度上升促进交易额急剧扩大。

随着市场的活跃，证券公司的交易额不管是同比还是环比都出现了较大幅度的增长，其中中小券商的交易额增长幅度尤其大。



资料来源：东北证券研究所

大券商市场份额下降，而中小券商市场份额上升。2007年以来，随着证券公司服务部改营业部，证券公司营业部新设和迁址规模较大，主要是以中小券商和新设合并券商为主，主要是从偏远地区向发达地区、从偏远地区的中小城市往发达地区的中心城市发展为主。对大券商来说，营业部本来就多，而营业部主要分散于以各省省会为主的中心城市，没有

地方性券商的相对垄断区域。因此，随着中小券商营业部的涌入，大券商让出了一定的市场份额，而中小券商的市场份额在上升。

表1、中小券商市场份额上升

公司	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-10 月
中信系券商	7.45%	7.76%	7.74%	8.0%
中信建投	3.11%	3.2%	3.14%	3.3%
中信证券	2.57%	2.5%	2.50%	2.4%
中信金通	1.20%	1.4%	1.37%	1.6%
中信万通	0.57%	0.66%	0.73%	0.7%
海通证券	4.31%	4.5%	4.41%	4.1%
招商证券	3.5%	3.6%	3.8%	4.1%
光大证券	2.7%	3.21%	3.1%	3.1%
长江证券	1.35%	1.3%	1.29%	1.4%
宏源证券	1.10%	1.1%	1.09%	1.3%
国元证券	1.05%	0.9%	0.88%	1.1%
西南证券	0.73%	0.6%	0.52%	0.6%
国金证券	0.46%	0.5%	0.59%	0.7%

资料来源：东北证券研究所

2、营业部迁址带来的佣金率变化

2008年以来，随着券商营业部的新设及迁址，相对平衡的竞争格局被打破，价格战趋于激烈，佣金率下降。新设及迁址营业部的券商以中小券商为主，主要从经济欠发达地区迁往经济发达地区，广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大，对中信和海通证券来说，经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。对于长江证券、国元证券和宏源证券来说，在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势，但省外的佣金率也会有较大幅度的下降。

表 2、各地新建及迁址营业部数量

	新建营业部					本地迁址营业部			
	2007	2008	2009	合计		2007	2008	2009	合计
广东省	77	8	20	105	广东省	26	43	27	96
浙江省	20	1	11	32	上海市	16	26	13	55
北京市	19	1	5	25	浙江省	6	20	8	34
上海市	17	2	2	21	江苏省	4	13	33	50
江苏省	14	2	7	23	山东省	6	11	4	21
山东省	12	10	16	38	北京市	5	10	8	23
辽宁省	11			11	四川省		10	2	12
湖北省	10	1	5	16	湖北省	6	7	4	17
四川省	10		9	19	吉林省		7	1	8
黑龙江	8	1	8	17	辽宁省	3	7	7	17
天津市	8			8	河北省	3	6	1	10

福建省	7	2	5	14	陕西省		6	1	7
江西省	7	1		8	天津市	3	6	2	11
湖南省	6	3	18	27	福建省		5	2	7

资料来源：东北证券研究所

表 3、异地迁址营业部数量

	2007	2008	2009	3 年合计
浙江省		10	7	17
北京市	1	5	2	8
广东省	2	2	5	9
福建省		3	5	8
重庆市	1	3		4
河南省		2	1	3
山东省	2	2	1	5
天津市		2	3	5
江苏省	1	1	2	4
云南	1	1	1	3
湖南省			1	1
江西省			4	4
辽宁省			2	2
陕西省			1	1

资料来源：东北证券研究所

表 4、地方券商省内及省外佣金率差异

		佣金率	营业部数量	营业部集中度	营业收入集中度
长江	省内	0.19%	17	28.3%	34.4%
	省外	0.13%	43	71.7%	65.6%
国元	省内	0.19%	25	52.1%	54.3%
	省外	0.12%	23	47.9%	45.7%
宏源	省内	0.28%	17	35.4%	31.9%
	省外	0.11%	31	64.6%	68.1%

资料来源：东北证券研究所

表 5、长江、国元和宏源证券分地区交易额同比

单位：百万元

		2009 年 6 月	2008 年 6 月	同比
国元	省内	259993.7	201395.6	29.1%
	省外	277891.9	137427.7	102.2%
宏源	省内	217919.9	151402.2	43.90%
	省外	412151.4	273726.4	50.60%
长江	省内	199,863.74	168,522.52	18.6%
	省外	388,976.44	323,071.19	20.4%

资料来源：东北证券研究所

大券商佣金率下降幅度较大，而中小券商，佣金率下降幅度较小。随着营业部的调整和变动，新设营业部为了吸引客户和获取更大的市场份额，普遍降低了佣金率，大打价格战。对于营业部主要集中于中心城市的大券商来说，大部分处于行业竞争比较激烈的地区，佣金率下降幅度较大，而中小券商由于具有相对的地方垄断性，佣金率下降幅度比较小。目前营业部迁址和变更暂告一段落，佣金率下降的趋势将会缓解。

表 6、佣金率年度对比

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%
长江证券	0.17%	0.14%	0.126%	0.12%
招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%
宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%
国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	0.12%
国金证券	0.15%	0.12%	0.10%	0.10%
西南证券	0.17%	0.17%		0.13%
中信证券系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%

资料来源：公司公告

3. 承销业务增加，债券承销占比较大

2009年前10个月，整个证券行业共承销8802亿元，同比增长44.7%，其中承销债券6369亿元，同比增长113.1%，债券承销占全部承销额的72.2%。股票承销金额2355亿元，同比减少1.1%，债券是支撑承销业务收入增长的主要动力。

表 7、2009 年 1—10 月全行业承销业务同比

单位：万元

	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2008 年	60811484.5	10343799.1	12070901.3	1394958.4	7100500.0	29901325.6
2009 年	88020354.5	12153966.9	11174071.6	230920.9	766100.0	63695295.1
同比	44.7%	17.5%	-7.4%	-83.4%	-89.2%	113.0%

资料来源：东北证券研究所

表6、2009年及2008年上市券商承销金额对比

单位：万元

		2008 年	2009 年	同比
中信证券	股票	3,396,410.6	4,999,084.2	47.2%
	债券发行	10,444,258.9	10,576,103.7	1.3%
中信建投	股票	182,799.6	379,196.0	107.4%
	债券发行	1,172,330.3	1,548,524.2	32.1%
海通证券	股票	449,695.1	328,990.8	-26.8%
	债券发行	351,428.6	1,490,000.0	324.0%
招商证券	股票	178,672.4	453,674.0	153.9%
	债券发行	1,688,370.0	2,112,709.8	25.1%
光大证券	股票	961,470.7	0.0	-100.0%
	债券发行	920,512.8	405,512.8	-55.9%

长江证券	股票	472,578.8	851,942.0	80.3%
	债券发行	224,166.7	588,333.3	162.5%
国元证券	股票	50,938.8	97,328.0	91.1%
	债券发行	21,428.6	125,000.0	483.3%
宏源证券	股票	229,770.8	83,679.0	-63.6%
	债券发行	150,000.0	546,666.7	264.4%
西南证券	股票	103,740.0	548,649.6	428.9%
	债券发行	590,274.7	453,446.2	-23.2%

资料来源：东北证券研究所

表7、上市券商债券发行规模及占比

机构名称	股票	债券
中信证券	21.22%	16.41%
招商证券	1.93%	3.28%
中信建投	1.61%	2.40%
海通证券	1.40%	2.31%
国金证券	1.15%	1.13%
西南证券	2.33%	0.70%
宏源证券	0.36%	0.85%
长江证券	3.62%	0.91%
国元证券	0.41%	0.19%
光大证券	0.00%	0.63%

资料来源：东北证券研究所

4、资产管理业务增长

2009年前10个月，随着股市的反转，券商集合理财产品密集发行，券商集合理财产品净值达到766.6亿元，同比增长85.6%，产品以货币型和债券型为主，但股票型和混合型理财产品净值同比也大幅度增长。

表 8、券商集合理财产品规模

单位：元

	FOF	股票型	混合型	货币市场型	债券型
2008	11755651965	3959568499	15328574785	6931651473	3332211332
2009	17758430454	6520607732	26430004901	9945415388	16008833781
	51.1%	64.7%	72.4%	43.5%	380.4%

资料来源：东北证券研究所

表9、券商集合理财产品净值规模及集中度

单位：(亿元)

管理人	资产净值规模	市场份额
中信证券	11,728,238,932.25	15.02%
华泰证券	11,059,208,108.82	14.16%
光大证券	11,026,664,158.02	14.12%
国泰君安	5,003,765,817.91	6.41%
国信证券	4,384,513,413.63	5.61%

东方证券	4,185,935,718.98	5.36%
中金公司	3,773,955,012.16	4.83%
宏源证券	2,849,803,151.43	3.65%
招商证券	2,835,849,547.51	3.63%
广发证券	2,638,043,171.93	3.38%
长江证券	2,401,333,833.45	3.08%
齐鲁证券	1,991,046,917.21	2.55%
国都证券	1,643,177,076.62	2.10%
海通证券	1,557,528,703.66	1.99%
国元证券	1,423,672,741.99	1.82%
安信证券	1,294,167,271.83	1.66%
中投证券	1,205,282,308.65	1.54%
中国银河	1,042,859,356.79	1.34%

资料来源：东北证券研究所

表10、上市券商所发行的集合理财产品

单位：元

名称	管理人	投资类型	存续期(年)	成立日期	托管费率(%)	成立规模
中信债券优化	中信证券	债券型	10	2009-1-6	0.18	4029985141
中信优选成长	中信证券	股票型	8	2009-5-8	0.25	431016325
中信稳健收益	中信证券	债券型	8	2009-5-8	0.20	2327782220
中信理财2号	中信证券	混合型	6	2006-3-22	0.15	1204841343
中信积极配置	中信证券	混合型	8	2009-5-8	0.25	942614719
中信股债双赢	中信证券	混合型	5	2007-4-6	0.20	3460980875
招商现金牛货币	招商证券	货币市场型	8	2006-1-16	0.12	3484736233
招商基金宝二期	招商证券	FOF	7	2007-8-27	0.20	3481080094
招商股票星	招商证券	股票型	8	2009-11-4	0.20	1123883067
宏源内需成长	宏源证券	混合型	3	2009-7-6	0.20	2845048126
海通稳健成长	海通证券	混合型	5	2009-8-28	0.25	1180095988
海通金中金	海通证券	FOF	5	2008-6-30	0.18	904907312
海通季季红	海通证券	债券型	5	2009-1-19	0.12	1030236421
国元黄山2号	国元证券	FOF	5	2008-12-19	0.20	922853659
国元黄山1号	国元证券	债券型	8	2006-10-9	0.15	1000370120
光大阳光基中宝	光大证券	FOF	10	2009-7-28	0.20	6757438551
光大阳光6号	光大证券	混合型	20		0.25	
光大阳光5号	光大证券	债券型	8	2009-1-21	0.18	1290583985
光大阳光3号	光大证券	混合型	3	2008-8-6	0.25	1675712221
光大阳光	光大证券	混合型	10	2005-4-28	0.20	911596759
长江超越理财债券	长江证券	债券型	5	2008-12-18	0.15	197476906
长江超越理财增利	长江证券	债券型		2009-12-2	0.15	1245241806

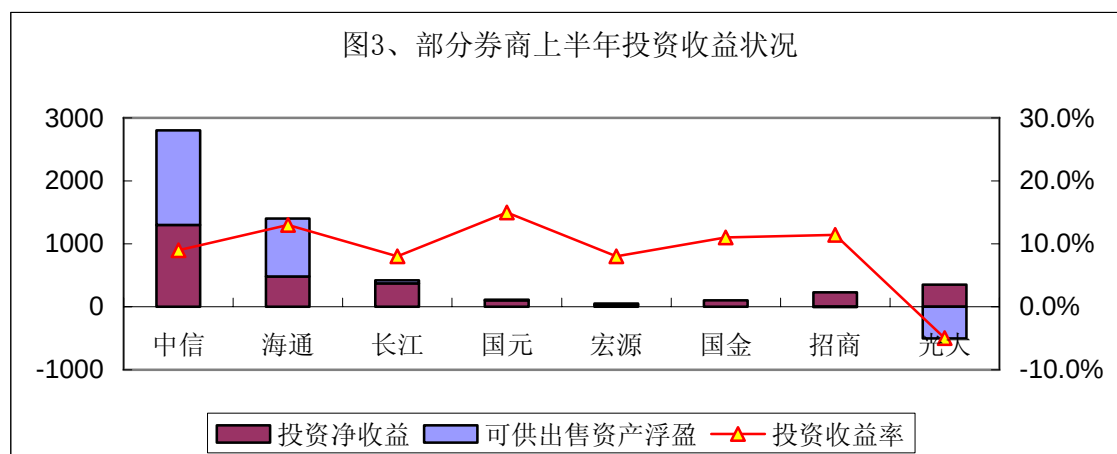
长江超越理财3号	长江证券	混合型	5	2009-1-5	0.20	269349399
长江超越理财2号	长江证券	FOF	3	2008-4-24	0.20	1007286696

资料来源：东北证券研究所

5、自营业务收入同比下降

从投资收益的情况看，上半年，上市证券公司的投资收益同比下降。主要是去年同期股指处于高点，很多证券公司逢高减持了手中的股票，投资收益丰厚，基数较高。2009年上半年投资收益虽然有所赢余，但总额却大大降低，因此，投资收益同比是下降的。上半年，中信、海通、宏源、长江等股票投资占净资产比重分别为15%、11%、20%与22%。总体仓位较低，影响了投资收益的上升。

上半年券商总体仓位较低的原因是一些上市的公司需要通过配股或增发融资（如长江、国元、西南等），一些公司需要通过IPO上市（如招商、光大等）。为保障融资的顺利进行，防止业绩的大幅度波动，这些公司都降低了自营业务的投资规模，导致在上半年牛市行情下，投资收益反而不是很高。



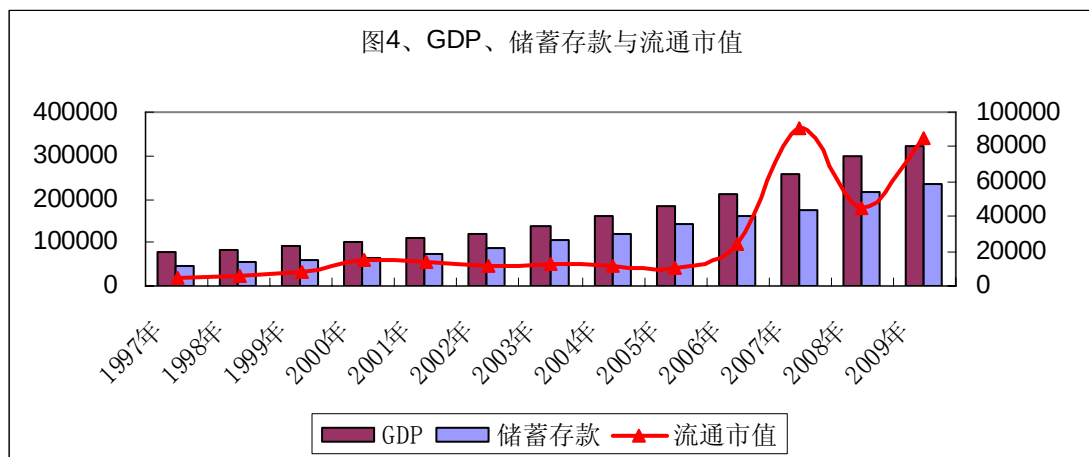
资料来源：东北证券研究所

二、业务发展趋势

1、经纪业务仍有增长空间

我们预计，随着积极财政政策及适度宽松货币政策的延续以及宏观经济的好转，两市的交易额依旧会有所放大。流动性充裕仍可使换手率持续活跃，但上升空间已经不大。统计分析表明，随着社会经济的发展和居民存款的增加，沪深两市流通市值一直是处于盘旋式上升状态。敏感分析表明，假设换手率不变，存量流通市值的上升将带来交易额的上升。因此，基于交易持续活跃和流通市值增加的预期，我们判断证券行业2010年经纪业务收入仍有一定的增加，但相对2009年幅度要小。

图4、GDP、储蓄存款与流通市值



资料来源：东北证券研究所

表 11、日均交易额敏感性预测

单位：亿元

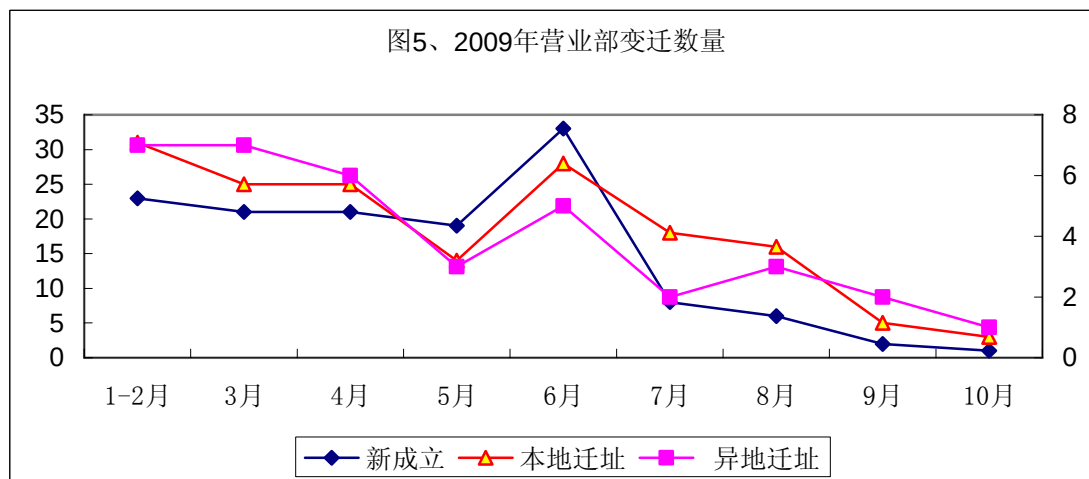
日均交易额		流通市值						
		50,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000
换手率	3.5	726.1	871.4	1016.6	1161.8	1307.1	1452.3	1597.5
	4.0	829.9	995.9	1161.8	1327.8	1493.8	1659.8	1825.7
	4.5	933.6	1120.3	1307.1	1493.8	1680.5	1867.2	2053.9
	5.0	1041.5	1249.8	1458.1	1666.4	1874.7	2083.0	2291.3
	5.5	1141.1	1369.3	1597.5	1825.7	2053.9	2282.2	2510.4
	6.0	1244.8	1493.8	1742.7	1991.7	2240.7	2489.6	2738.6
	6.5	1348.5	1618.3	1888.0	2157.7	2427.4	2697.1	2966.8
	7.0	1452.3	1742.7	2033.2	2323.7	2614.1	2904.6	3195.0
	8.0	1659.8	1991.7	2323.7	2655.6	2987.6	3319.5	3651.5
	9.0	1867.2	2240.7	2614.1	2987.6	3361.0	3734.4	4107.9

资料来源：东北证券研究所

2、佣金率下降趋势减缓

2009年，随着券商营业部新设立、迁址和服务部变营业部的陆续完成，经纪业务的竞争将又回到暂时均衡的状态，预计佣金率下降将趋势减缓。

图5、2009年营业部变迁数量



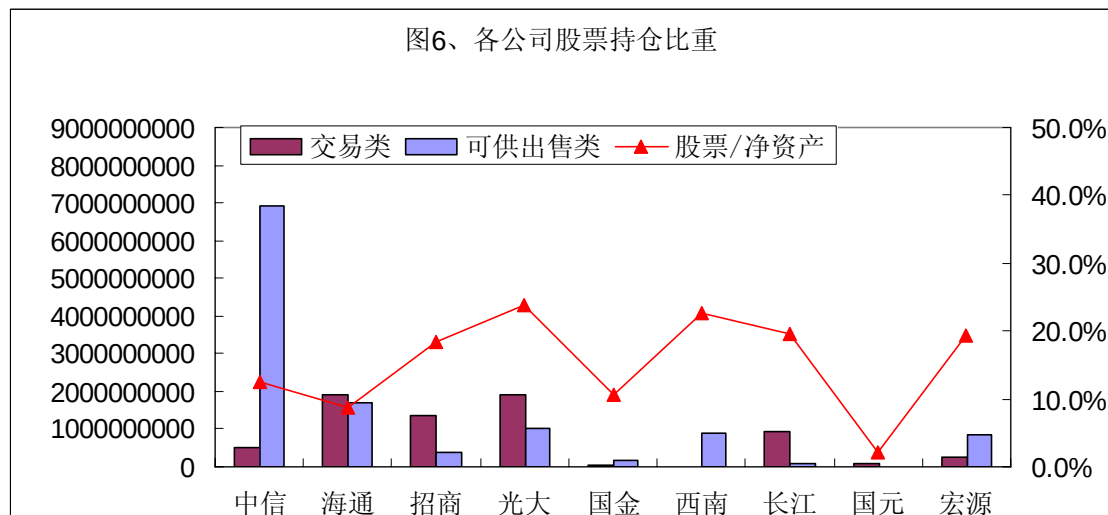
资料来源：东北证券研究所

3、投资业务增长可期

在宽松货币政策的延续以及宏观经济的好转的良好预期下，预计2010年中国股市依旧处于上升阶段。

更重要的是，随着招商、光大证券的上市，和长江、国元证券再融资的完成，各公司对业绩波动的忧虑程度降低，如果存在投资机会，各公司会相应扩大投资规模，因此投资业务的收益增长可期。

图6、各公司股票持仓比重



资料来源：东北证券研究所

4、创新业务值得期待

目前，融资融券和股指期货的准备工作已“万事俱备，只欠东风”，在创业板成功推出之后，市场对融资融券和股指期货业务的推出期待越来越强烈。从监管层来看，这些制度变革已提上议事日程，推出预期已越来越明朗，我们判断，在市场环境适合的条件下，融资融券或股指期货将随时可能推出。

融资融券和股指期货的推出将是券商行业的重大利好，最直接的结果是放大交易量，并对券商的传统业务有极大的推动作用。券商行业的杠杆水平将进一步提高。对于资本金充足的券商来讲，这是一个迅速提升的机遇。

(1) 融资融券业务。融资融券将对券商的业务收入带来贡献。首先，贡献佣金业务收入。假设初始阶段融资融券交易对市场交易额的放大比例为4% - 6%。按行业平均的交易佣金费率为0.16%，日均交易额1600亿元计算，预计融资融券在2010年，为证券行业带来的新增佣金收入19.7亿-29.6亿元左右。

表12、佣金收入估算

	2%	4%	6%	8%	10%	12%
600	4.2	8.4	12.7	16.9	21.1	25.3
700	4.9	9.9	14.8	19.7	24.6	29.6
800	5.6	11.3	16.9	22.5	28.2	33.8
900	6.3	12.7	19.0	25.3	31.7	38.0
1000	7.0	14.1	21.1	28.2	35.2	42.2
1200	8.4	16.9	25.3	33.8	42.2	50.7
1600	9.9	19.7	29.6	39.4	49.3	59.1

资料来源：东北证券研究所

其次，带来利息收入。假设所有创新类证券公司都参与融资融券试点，证券公司将用40%的净资本进行融资融券业务。预计融资融券在09年为证券行业带来50亿以上的利息收入。

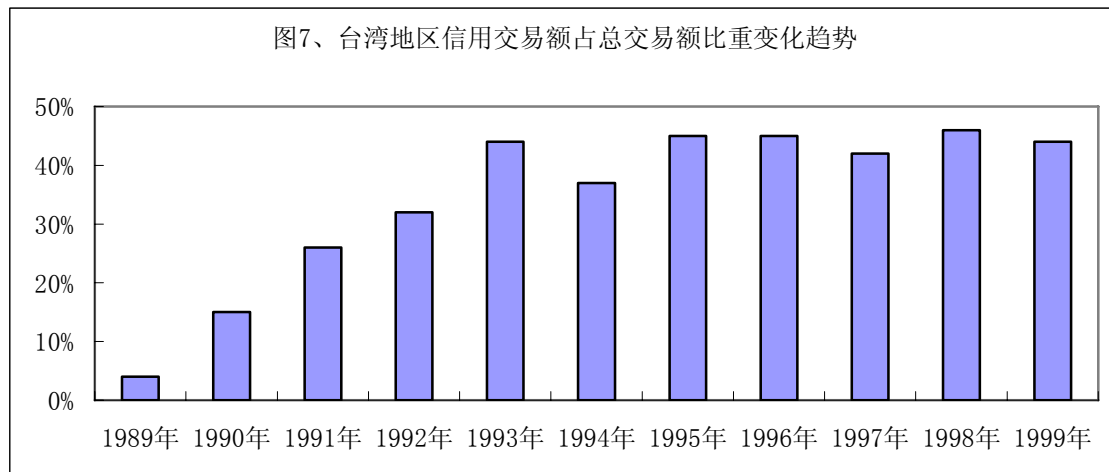
表13、利息收入估算

	20%	30%	40%	50%	60%	70%
6%	25.2	37.8	50.4	63.0	75.6	88.2
7%	28.4	42.6	56.8	71.1	85.3	99.5
8%	32.5	48.7	65.0	81.2	97.4	113.7
9%	36.5	54.8	73.1	91.4	109.6	127.9
10%	40.6	60.9	81.2	101.5	121.8	142.1

资料来源：东北证券研究所

转融通制度启动后，融资融券业务的规模将得到迅速扩大。根据台湾地区的经验，融资融券业务开通以后，信用交易规模迅速扩大，信用交易在总交易规模中的比重占到40%以上。

图7、台湾地区信用交易额占总交易额比重变化趋势



资料来源：东北证券研究所

对券商的贡献还在于扩大客户规模。在创新类券商中，有中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、长江证券等公司，其中，中信证券作为创新类券商的代表，开展融资融券业务的可能性极大，果真如此，给中信证券带来的不仅是佣金收入及利息收入的增加，更重要的是还会吸引更多客户，带来经纪业务交易量的增加。

(2) 股指期货业务。股指期货的推出将使得股票交易量翻倍扩大，在经纪业务收入占总收入50%-70%，净手续费率为券商经佣金率的1/10的假设条件下，对券商行业的收入增长将贡献5%-8%。

开展融资融券的证券公司应该具备的条件是获得融资融券试点资格、净资本规模领先、经纪业务实力居行业前列，按照这些条件，上市公司中中信、海通、招商、光大等受益的可能性最大；开展股指期货的证券公司应该具备的条件是净资本领先、经纪实力强、金融创新和投资管理能力强。符合条件应该也是中信、海通、招商、光大、广发、长江等公司。

三、行业投资策略

1、投资评级

在流动性充裕的环境下，我们预计2010年沪深两市依旧会有较好的表现，随着经纪业务、自营业务投资规模的增加以及创新业务的推出都将给券商带来明显的增量业务收入。因此，我们给予证券行业优于大市的评级。但随着通胀预期的增加以及对流动性紧缩的担忧，预计2010年的证券市场将存在较大的波动性，投资风险比2009年有所增加。

2、投资策略

随着创新业务推出的呼声越来越高，受益于融资融券和股指期货业务的公司股价将有较好的表现，因此我们给予信、海通、光大以及参股广发的吉林敖东、辽宁成大和中山公用谨慎推荐的投资评级。

我们预计2010年券商业绩增长的另一个驱动因素主要来自于自营业务，这些券商都是前期仓位低且已完成大规模融资的公司。随着招商、光大证券的上市，和长江、国元证券再融资的完成，各公司对业绩波动的忧虑程度降低，如果存在投资机会，各公司会相应扩大投资规模，因此投资业务的收益增长可期。因此给予长江证券、国元证券等公司谨慎推荐的评级。

3、各公司每股收益敏感性分析

(1) 中信证券

在2009年日均股票交易额1200亿元、自营业务收益率7.5%的假设条件下，中信证券2009年每股收益大约为1.09元。如果乐观估计，假设2009年日均股票交易额2000亿元、自营业务收益率20%，其它条件不变，则中信证券的每股收益为1.58元。目前对应的市盈率在19-28倍之间，给予谨慎推荐的投资评级。

表14、中信证券每股收益敏感性分析

每股收益（元）		日均交易量						
		1200	1400	1500	1700	1800	1900	2000
投资收益率	-5.00%	0.90	0.97	1.01	1.08	1.12	1.16	1.20
	0.0%	0.97	1.05	1.08	1.16	1.20	1.24	1.27
	5.0%	1.05	1.12	1.16	1.24	1.27	1.31	1.35
	7.5%	1.09	1.16	1.20	1.27	1.31	1.35	1.39
	10.0%	1.12	1.20	1.24	1.31	1.35	1.39	1.42
	12.5%	1.16	1.24	1.27	1.35	1.39	1.42	1.46
	15.0%	1.20	1.27	1.31	1.39	1.43	1.46	1.50
	17.5%	1.24	1.31	1.35	1.43	1.46	1.50	1.54
	20.0%	1.27	1.35	1.39	1.46	1.50	1.54	1.58
	22.5%	1.31	1.39	1.43	1.50	1.54	1.58	1.61
	25.0%	1.35	1.43	1.46	1.54	1.58	1.61	1.65
	27.5%	1.39	1.46	1.50	1.58	1.61	1.65	1.69
	30.0%	1.43	1.50	1.54	1.61	1.65	1.69	1.73

(2) 海通证券

在2009 年日均股票交易额1200亿元、自营业务收益率7.5%的假设条件下，海通证券2009 年每股收益大约为0.31元。如果乐观估计，假设2009 年日均股票交易额2000亿元，自营业务收益率20%，其它条件不变，则海通证券的每股收益为0.60元。目前对应的市盈率30倍左右，由于海通证券收益于业务创新的弹性较大，给予谨慎推荐的投资评级。

表 15、海通证券每股收益敏感性分析

每股收益（元）		日均交易量							
		1000	1200	1400	1500	1700	1800	1900	2000
投资收益率	-5.00%	0.12	0.16	0.19	0.21	0.25	0.26	0.28	0.30
	0.0%	0.19	0.22	0.25	0.27	0.31	0.32	0.34	0.36
	5.0%	0.25	0.28	0.32	0.33	0.37	0.38	0.40	0.42
	7.5%	0.28	0.31	0.35	0.36	0.40	0.42	0.43	0.45
	10.0%	0.31	0.34	0.38	0.39	0.43	0.45	0.46	0.48
	12.5%	0.34	0.37	0.41	0.42	0.46	0.48	0.49	0.51
	15.0%	0.37	0.40	0.44	0.45	0.49	0.51	0.52	0.54
	17.5%	0.40	0.43	0.47	0.49	0.52	0.54	0.55	0.57
	20.0%	0.43	0.46	0.50	0.52	0.55	0.57	0.59	0.60
	22.5%	0.46	0.49	0.53	0.55	0.58	0.60	0.62	0.63
	25.0%	0.49	0.52	0.56	0.58	0.61	0.63	0.65	0.66
	27.5%	0.52	0.56	0.59	0.61	0.64	0.66	0.68	0.69

(3) 广发证券

在2009 年日均股票交易额1200亿元、自营业务收益率7.5%的假设条件下，广发证券2009年的净利润大约为31.84元。如果乐观估计，假设2009 年日均股票交易额2000亿元、自营业务收益率20%，其它条件不变，则广发证券的净利润为53.56亿元。按乐观估计计算，辽宁成大、中山公用和吉林敖东的每股收益分别是1.56元、1.29元和2.45元，对应市盈率分别是26倍、23倍和22倍，给予谨慎推荐评级。

表 16、广发证券净利润敏感性分析

净利润（亿元）		日均交易量						
		1000	1200	1400	1500	1800	1900	2000
投资收益率	-5.00%	20.78	24.34	27.89	29.67	35.00	36.78	38.56
	0.0%	23.78	27.34	30.89	32.67	38.00	39.78	41.56
	5.0%	26.78	30.34	33.89	35.67	41.00	42.78	44.56
	7.5%	28.28	31.84	35.39	37.17	42.50	44.28	46.06
	10.0%	29.78	33.34	36.89	38.67	44.00	45.78	47.56
	12.5%	31.28	34.84	38.39	40.17	45.50	47.28	49.06
	15.0%	32.78	36.34	39.89	41.67	47.00	48.78	50.56
	17.5%	34.28	37.84	41.39	43.17	48.50	50.28	52.06
	20.0%	35.78	39.34	42.89	44.67	50.00	51.78	53.56
	22.5%	37.28	40.84	44.39	46.17	51.50	53.28	55.06

	25.0%	38.78	42.34	45.89	47.67	53.00	54.78	56.56
	27.5%	40.28	43.84	47.39	49.17	54.50	56.28	58.06
	30.0%	41.78	45.34	48.89	50.67	56.00	57.78	59.56

(4) 长江证券

乐观估计，假设2009年日均股票交易额2000亿元、自营业务收益率20%，其它条件不变，则长江证券的每股收益为0.74元。对应市盈率26.6倍，给予谨慎推荐的投资评级。

表17、长江证券每股收益敏感性分析

每股收益（元）		日均交易量							
		1000	1200	1400	1500	1700	1800	1900	2000
投资收益率	-5.00%	0.00	0.06	0.12	0.15	0.20	0.23	0.26	0.29
	0.0%	0.09	0.15	0.21	0.23	0.29	0.32	0.35	0.38
	5.0%	0.18	0.24	0.29	0.32	0.38	0.41	0.44	0.47
	7.5%	0.22	0.28	0.34	0.37	0.43	0.46	0.49	0.52
	10.0%	0.27	0.32	0.38	0.41	0.47	0.50	0.53	0.56
	12.5%	0.31	0.37	0.43	0.46	0.52	0.55	0.58	0.61
	15.0%	0.36	0.41	0.47	0.50	0.56	0.59	0.62	0.65
	17.5%	0.40	0.46	0.52	0.55	0.61	0.64	0.67	0.70
	20.0%	0.44	0.50	0.56	0.59	0.65	0.68	0.71	0.74
	22.5%	0.49	0.55	0.61	0.64	0.70	0.73	0.76	0.79
	25.0%	0.53	0.59	0.65	0.68	0.74	0.77	0.80	0.83
	27.5%	0.58	0.64	0.70	0.73	0.79	0.82	0.85	0.87

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。