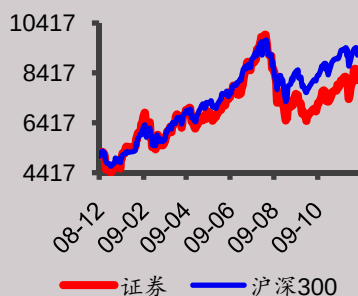




行业评级： 推荐（上调）

行业指数

相关报告

1. 《活跃市场的直接受益者》，20090629
2. 《创业板提升券商业绩有限》，20090930

齐鲁证券研究所

行业公司部

分析师

程彬彬

Tel: (021) 5830-3470

Fax: (021) 5831-8543

Email: chengbb@qlzq.com.cn

创新业务改善券商盈利模式，传统业务仍能增长

——证券行业 2010 年投资策略报告

投资要点：

- **当前券商行业盈利模式单一，但未来业绩来源多元化是必然。**由于创新业务开放程度较低，目前证券行业仍高度依赖传统的经纪和自营业务，但 2010 年在券商盈利模式多元化方面不乏亮点，股指期货和融资融券将是明年创新业务推出的热点。
- **创新业务将提升券商股未来的盈利和估值水平。**创新业务对于国内券商而言，不仅意味着更多的盈利增长点，更意味着券商盈利模式的逐渐改变，能够有效分散化当前大部分券商单纯依靠经纪业务的风险，从而提升券商股的盈利水平。在未来的一年内，券商创新业务的焦点将集中于融资融券和股指期货上。
- **传统业务仍能保持增长。**经纪业务增速有限，我们预计 2010 年证券行业日均股基成交金额 2596 亿元，经纪业务收入增速为 3.3%；投行业务较快增长无悬念，我们预计明年我国股票类融资额达 6197 亿元，同比增长 51.2%，非金融企业债券类融资额达 20329 亿元，同比增长 26.6%；由于在今年市场环境较好的背景下，很多券商进行了新股发行或者再融资，使得明年自营投资规模也将随着资产规模的扩大而进一步增加，但在目前单边市场环境下自营投资收益率将不超过 10%。
- **估值基本合理，大券商估值有一定提升空间：**我们认为券商板股整体估值目前较为合理，而大型综合性券商由于估值水平较低，存在一定的提升空间。此外，由于明年创新业务推出预期较强，创新业务推出后大券商受益程度较大，会提升公司的 ROE 水平，从而提升 PB 的估值。
- **风险提示：**1) 证券行业目前业绩与证券市场波动密切相关，若市场出现调整将引发行业盈利和估值向下调整的风险；2) 券商股的全面解禁和大型券商的不断上市使得该板块供给不断加大，稀缺性会减少；3) 市场目前对证券公司创新业务的开展有较高预期，但创新业务的推出时机受到监管层和市场环境的影响，因此不确定性较高。

重点公司盈利预测及评级

简称	股价	EPS			PE			评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	
中信证券	30.00	1.10	1.33	1.46	22.5	20.5	17.7	推荐
海通证券	17.45	0.40	0.56	0.66	31.1	26.6	23.3	推荐
西南证券	18.57	0.45	0.55	0.69	41.1	33.7	26.0	谨慎推荐

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



正文目录

一、当前盈利模式仍较单一，但未来有望实现业绩多元化.....	- 4 -
二、创新业务将提升券商股未来的盈利和估值水平	- 5 -
1 融资融券推出初期将利好大型券商，长远将改善券商盈利模式	- 5 -
2 券商将双重受益于股指期货的推出	- 8 -
三、传统业务仍能实现增长	- 12 -
1 经纪业务增速有限.....	- 12 -
2 投行业务较快增长无悬念	- 16 -
3 证券投资业务规模增加，但收益率不超 10%	- 18 -
四、估值及投资策略.....	- 19 -
五、重点公司点评.....	- 21 -
1 中信证券.....	- 21 -
2 海通证券.....	- 21 -
3 西南证券.....	- 21 -
五、风险提示.....	- 22 -
附录：主要上市公司盈利预测表	- 23 -



图目录

图 1: 证券公司盈利模式	- 4 -
图 2: 上市券商 1-3Q09 营业收入占比	- 4 -
图 3: 第一阶段融资融券业务示意图	- 6 -
图 4: 第二阶段融资融券业务示意图	- 8 -
图 5: 换手率与上证指数涨跌幅高度相关	- 12 -
图 6: 2000 年以来A股市场换手率	- 13 -
图 7: 股票基金单季度成交金额	- 13 -
图 8: 股票基金单季度日均成交金额	- 13 -
图 9: 上市券商佣金率水平	- 16 -
图 10: 股票类融资额	- 17 -
图 11: 非金融企业债券融资额	- 18 -
图 12: 券商板块走势与沪深 300 比较	- 19 -
图 13: 中信证券历史估值	- 20 -
图 14: 宏源证券历史估值	- 20 -

表目录

表 1: 若推出融资融券, 主要可能试点券商盈利增加百分比测算	- 6 -
表 2: 证券金融公司成立后融资融券增加的利差和佣金收入占推出前佣金收入比	- 8 -
表 3: 全球及周边主要国家和地区推出股指期货时间	- 9 -
表 4: 上市券商控股期货公司情况	- 10 -
表 5: 证券行业全年控股期货公司增加的手续费收入敏感性分析	- 11 -
表 6: 证券行业全年控股期货公司增加的手续费收入敏感性分析	- 11 -
表 7: 2010 年日均股票成交额敏感性分析	- 14 -
表 8: 2010 年日均股票基金权证成交额敏感性分析	- 14 -
表 9: 2004 年以来主要券商股票交易市场份额变化趋势	- 15 -
表 10: 2010 年经纪业务收入敏感性分析	- 16 -
表 11: 证券公司 1999-2009 年至今股票承销数量和金额统计	- 18 -
表 12: 主要上市券商估值比较	- 20 -
表 13: 中信证券盈利预测	- 23 -
表 14: 海通证券盈利预测	- 24 -
表 15: 西南证券盈利预测	- 25 -
表 16: 东北证券盈利预测	- 26 -
表 17: 宏源证券盈利预测	- 27 -
表 18: 光大证券盈利预测	- 28 -
表 19: 招商证券盈利预测	- 29 -



一、当前盈利模式仍较单一，但未来有望实现业绩多元化

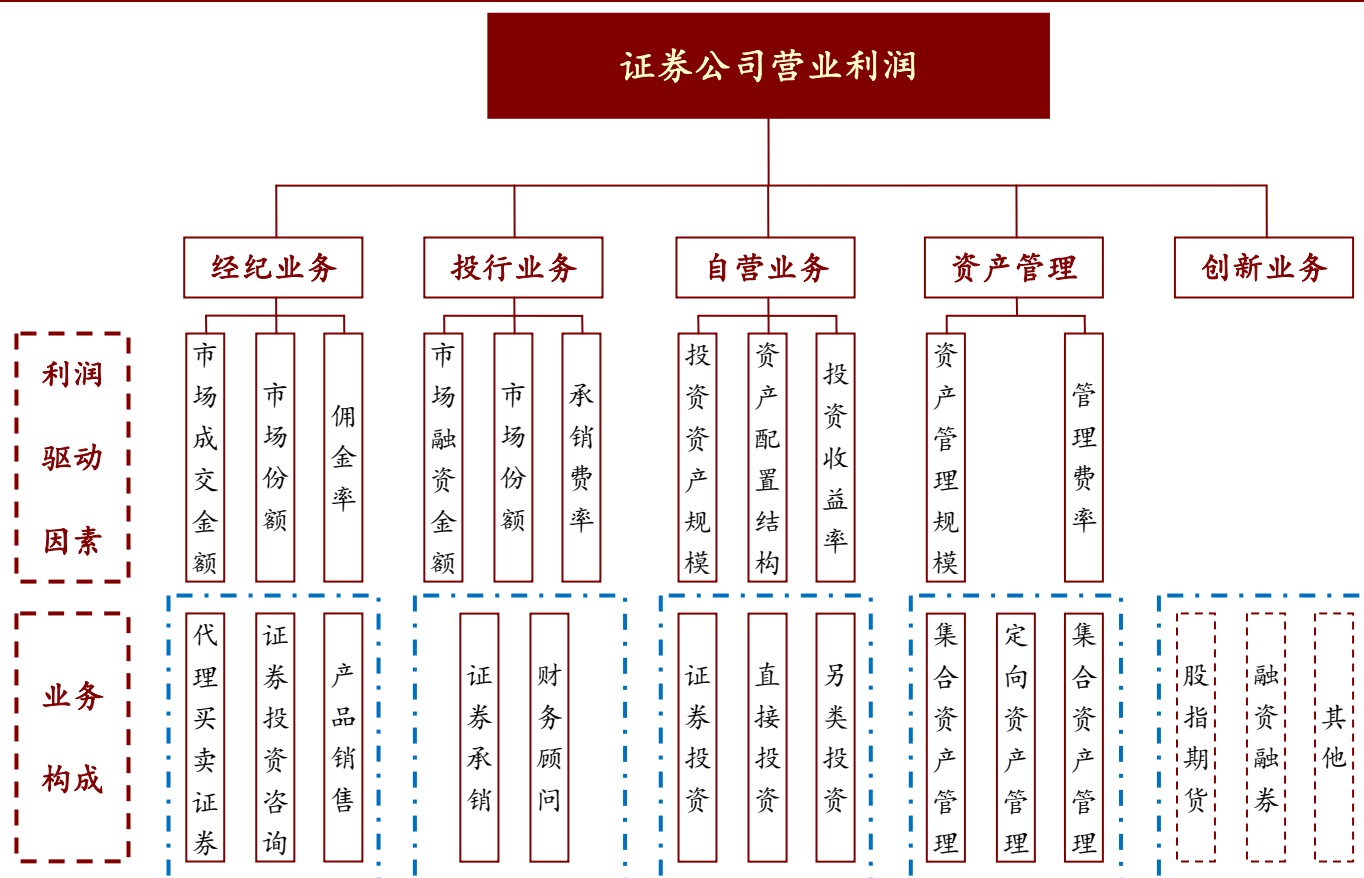
由于创新业务开放程度较低，目前证券行业仍高度依赖传统的经纪和自营业务。通过将证券行业每项业务的利润驱动因素进行分解，不难看出，现行的盈利模式下，券商业绩受外部市场环境的影响较大。

其中，经纪业务仍然对国内券商业绩起关键性作用，占比逐年上升。07、08 年主要上市券商经纪业务占营业收入比平均分别为 46.5%，58.7%，而 09 年前三季度达到 68.3%。

自营业务方面，经过了 2001~2004 年大熊市的洗礼，特别是一些有一定行业地位的券商在“黎明”前倒下后，多数存活的券商都表现出对自营业务较为谨慎的态度，这也导致即使市场环境较好的情况下，证券公司自营业务投资资产对权益类的配置占比仍不会太高，09 年前三季度上市券商自营业务收入占比为 12.9%，低于 07 年的 40.6%。

尽管目前的盈利模式较为单一，但 2010 年在券商盈利模式多元化方面仍不乏亮点，股指期货和融资融券将是明年创新业务推出的热点。

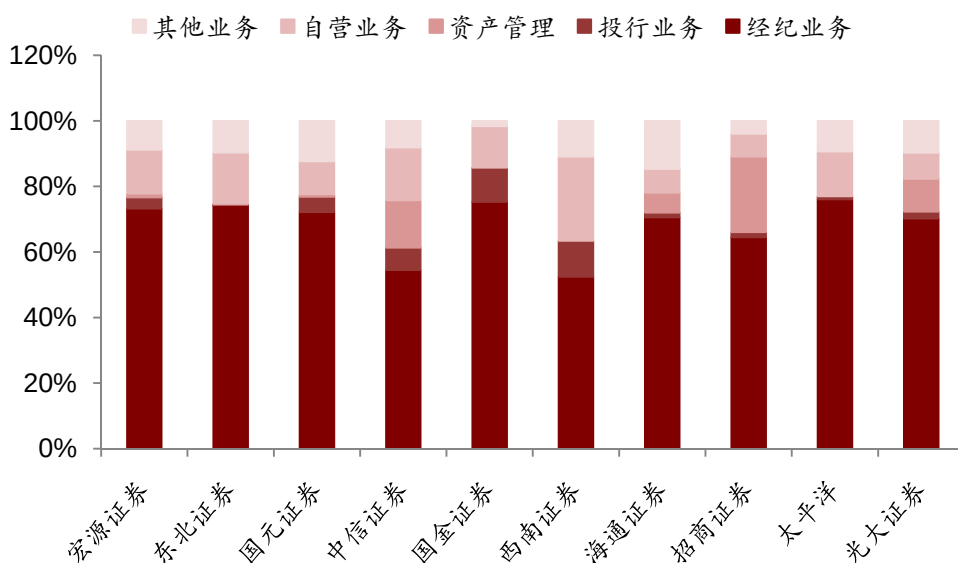
图1：证券公司盈利模式



数据来源：齐鲁证券研究所

图2：上市券商1-3Q09营业收入占比





数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

二、创新业务将提升券商股未来的盈利和估值水平

虽然目前经纪业务仍然对国内券商业绩起着关键性作用，但未来一两年内可能推出的创新业务对券商行业的影响也绝不可忽视。我们认为，创新业务对于国内券商而言，不仅意味着更多的盈利增长点，更意味着券商盈利模式的逐渐改变，能够有效分散化当前大部分券商单纯依靠经纪业务的风险，从而提升券商股的盈利水平。在未来的一年内，券商创新业务的焦点将集中于融资融券和股指期货上。

1 融资融券推出初期将利好大型券商，长远将改善券商盈利模式

融资融券是 A 股市场制度建设的重大步骤，是建立国内多层次市场的基础之一。融资融券业务的开展将对市场产生深远影响：首先，市场的有效资金得到放大，将提高市场的参与程度，刺激市场交易更加活跃；其次，个股的做空机制得以建立，能够促进有效的价格发现，某种程度上防止个别股票的过度投机；第三，由于信用交易带来的杠杆效应，市场风险被放大，可能会加剧市场波动；第四，能够进行融资融券的股票（主要是大盘蓝筹股和优质股），其流动性相对于其他股票会增强，因此将获得流动性溢价。

自 08 年 10 月 5 日中国证监会正式宣布将试点融资融券业务以来，中信，海通，国信等十多家大型券商已经进行过全网测试并取得满意的结果。我们认为在技术上，融资融券已经不存在大的障碍。不过，由于融资融券的开展毕竟是一个新鲜事物，同时具有杠杆性质，管理层会比较谨慎，选择合适的时机和步骤来推进这个工作。我们认为，中国融资融券的开展将很可能将分为两个阶段：

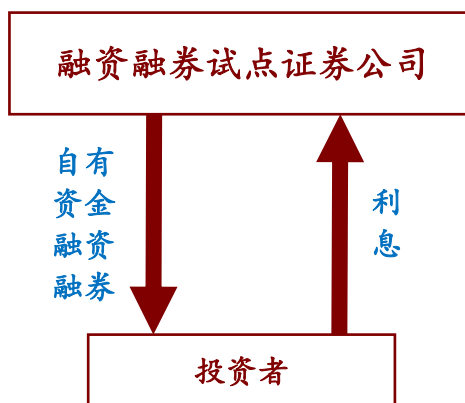
第一阶段，在大型券商进行融资融券试点，主要利用券商的自有资金和证券，并逐渐推广到所有符合资格券商



融资融券在国际资本市场已经有较长的历史，在发达国家和地区资本市场的发展之初，很多证券客户账户就已经可以进行融资融券。主要市场和周边市场中，只有香港的融券发展较晚，但也在 1994 年推出。目前国际上融资融券的操作方式有三种，主要以美国的分散信用制，日韩的集中授信制和台湾的双轨授信制为代表。三种模式的主要区别是在于是否引入以及在何种程度上引入第三方的信用中介。

从目前国内融资融券的发展方式来看，第一阶段，融资融券将主要在大型券商进行试点，主要利用券商的自有资金和证券来进行。这一阶段表面上类似于美国的分散信用制，由证券公司自己保证信用和控制风险，但由于缺少券商和银行以及其他机构之间在资金和证券上的转融通（即券商可以获得其他资金和证券来源），而券商自有资金和证券有限，因此规模会十分有限，对市场影响不会特别大。

图3：第一阶段融资融券业务示意图



数据来源：齐鲁证券研究所

按照目前传言 11 家试点券商（中信，海通，招商，光大，广发，国信，申万，国君，银河，东方，华泰）总计不到 1500 亿左右的净资本规模，按照 15% 估计，我们测算初期能够投入进行融资融券（主要是融资）的资金不会超过 220 亿元。在缺少资金和证券的转融通的情况下，即使未来融资融券扩大到全证券行业，能够投入的资金也不会超过 400 亿元，对市场带来的资金增量也不过是一家中小型基金公司的规模。

融资融券的推出会提升试点券商的盈利，但不会特别显著。从下表可以看出，不考虑市场份额变化的情况下（即不考虑客户为了能够融资炒股而将资金转移到试点券商的现象），融资融券推出对净资本规模较大的券商更为有利，但盈利提升比例也不会超过 3%。不过，融资融券为试点券商带来的品牌形象以及市场份额的提高可能意义更为重大。

表 1：若推出融资融券，主要可能试点券商盈利增加百分比测算





	中信	广发	光大	招商	海通
净资本规模	358	89	194	149	360
用于融资融券	15%	15%	15%	15%	15%
融资融券资金年收益率较目前提高	3%	3%	3%	3%	3%
融资融券收入增加	1.61	0.4	0.87	0.67	1.62
年平均换手率	600%	600%	600%	600%	600%
佣金收入增加	0.81	0.2	0.35	0.27	0.81
净利润增加	1.45	0.36	0.73	0.56	1.46
预计 10 年净利润	107	45	31	37	55
若推出融资融券，盈利增加贡献百分比	1.36%	0.80%	2.37%	1.52%	2.65%

数据来源：齐鲁证券研究所

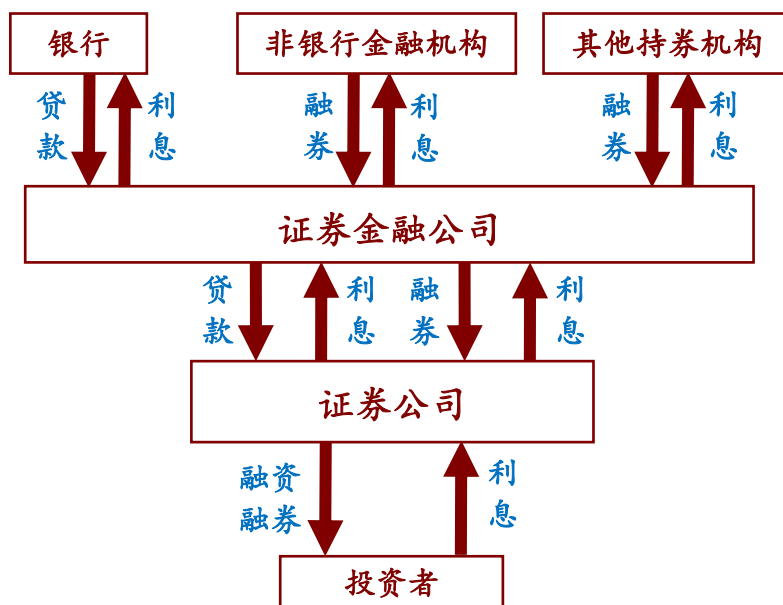
第二阶段，成立证券金融公司，使券商可以利用外部资金和证券，将大大加强融资融券的规模。

融资融券初期规模由于受券商自有资金和证券限制而不能做大。因此我们认为在第二阶段，管理层可能会借鉴日本，台湾和韩国的经验，成立证券金融公司，对证券公司所需的资金和证券的转融通进行统一调度。证券金融公司依靠国家信用向银行及其他机构融资融券，再依靠自身对证券公司的监管和风险测算，将资金和证券借给不同的证券公司。而证券公司借得资金和证券之后，再根据投资者的资金或者股票的抵押借给投资者，从中赚取利差。在这一过程中，证券公司实际能够利用的资金和证券规模将远大于其自有资金和证券的规模，因此融资融券的规模将大大增强。

据近年的统计数据，日本市场约 15% 的交易通过融资融券完成，而台湾市场约 30% 的交易通过融资融券完成。我们初步预测证券金融公司成立之后，A 股融资融券交易额可能占市场成交量的 25%。若以其中本金占比 60% 来估计，融资融券带来的增量交易将提高市场成交量达 10%，远非初期阶段可比。



图4：第二阶段融资融券业务示意图



数据来源：齐鲁证券研究所

成立证券金融公司后，券商行业的盈利状况和盈利模式也会发生改善。在某种程度上，券商的融资融券业务部门将类似于银行，成为赚取利差的部门。假设证券金融公司成立后，日均交易量为 2500 亿，年换手率 500%，年交易 246 天，券商融资融券的利差为 1%，佣金率 0.1%，融资融券占交易量的比例为 25%，客户平均本金占比 60%，则融资融券增加的行业年利差收入将达到 92 亿，增加的佣金收入将达到 123 亿，合计增加的收入将达到融资融券前佣金收入的 24%，券商盈利可以提升接近 1/4。这一数据相对于利差和融资融券交易量占比的敏感性分析如下：

表 2：证券金融公司成立后融资融券增加的利差和佣金收入占推出前佣金收入比

利差	融资融券交易占交易量比例						
	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
0.25%	5.30%	8.20%	11.40%	14.70%	18.30%	22.20%	26.30%
0.50%	6.40%	9.90%	13.60%	17.60%	22.00%	26.60%	31.60%
0.75%	7.40%	11.50%	15.90%	20.60%	25.60%	31.00%	36.80%
1.00%	8.50%	13.20%	18.20%	23.50%	29.30%	35.40%	42.10%
1.25%	9.60%	14.80%	20.50%	26.50%	32.90%	39.90%	47.40%
1.50%	10.60%	16.50%	22.70%	29.40%	36.60%	44.30%	52.60%
1.75%	11.70%	18.10%	25.00%	32.40%	40.20%	48.70%	57.90%

数据来源：齐鲁证券研究所

2 券商将双重受益于股指期货的推出

股指期货的推出会加强市场价值发现的功能，吸引套期保值以及风险套利的资金，同时有可能降低市场的波动性，因此对于一个成熟的资本市场意义重大。世界主要国家资本市场以及中国周边国家和地区的资本市场均在本世纪前推出了以本地市场主



要指数为标的的指数期货，特别是韩国证券期货交易所的股指期货和期权的交易量迅速成长为世界前三。因此，在中国经济和资本市场的发展逐渐位于世界前几位时，股指期货的推出只是一个时间问题。

表 3：全球及周边主要国家和地区推出股指期货时间

指数期货名称	国家	标的指数	标的指数 推出时间	股指期货 推出时间	股指期货主要交易场所
标普 500 指数期货	美国	S&P500	1957	1982	芝加哥商业交易所
金融时报 100 指数期货	英国	FTSE100	1984	1984	伦敦金融期货期权交易所
KOSPI200 指数期货	韩国	KOSPI200	1994	1996	韩国证券期货交易所
日经 225 股指期货	日本	Nikkei225	1950	1988	大阪证券交易所
恒生股指期货	香港	恒指	1969	1986	香港期货交易所
台湾加权指数期货	台湾	TWII	1971	1998	台湾期货交易所

数据来源：齐鲁证券研究所

市场普遍认为，股指期货的推出必然先要引入市场做空机制，因此股指期货推出应该在融资融券之后。我们认为这一观点有其合理性，但也不应绝对化。从理论上来说，金融期货市场与股票市场是两个独立的市场，也不存在实物交割的问题，因此股票市场存不存在做空机制是不会影响到金融期货市场的合理存在的。当然，从现实意义上考虑，管理层推出股指期货的本质目的是为了给投资人提供对冲工具，而不仅仅是一个对赌的平台，这样，只有股票市场也存在做空机制，才能增加风险对冲的能力，提高金融期货市场的活跃程度。

从技术难度上讲，股指期货的推出难度不会高于融资融券。股指期货模拟交易系统已经运行了 3 年有余，而随着中国《证券登记结算办法》修改完成，以及最后一批期货公司统一开户系统的顺利上线，中国金融期货交易所和全国 164 家正常营业的期货公司已经准备就绪，万事俱备，只欠东风了。至于能否在 2010 年内推出股指期货，则要视融资融券业务推出状况，市场情况，投资者教育程度以及管理层意愿等多种因素而定。市场一般认为会至少要在 2010 年下半年之后才会推出。

从国际经验来看，如果股指期货推出，则券商行业将从两方面受益。

首先，券商的经纪业务将受益于市场活跃程度的提高。

对美国，日本和香港市场推出股指期货前后市场成交量变化的学术研究结论认为，股指期货的推出短期可能会带来部分活跃资金的流出，从而影响股票市场交易量，但中长期来看，由于套利和套期保值机制的完善，大量场外资金的流入会使股票市场和期货市场的交易量均显著增长。如美国开展 S&P500 指数期货之后的 5 年间，指数成分股的市场流动性显著增加，而股指期货吸引了大量场外资金，其市场规模甚至超过成分股市场。而香港恒指期货 1986 年上市后，股票交易量在当年就增长了 60%，随后股票交易量也持续增加，成份股及非成份股的周转率均增加 80% 以上。

因此从海外市场的经验来看，若推出股指期货，初期可能部分场内资金会转往期货市场交易，但很快大量目前未进入股市的场外资金可能会进入股市（比如一些实业



资金看好某个行业或公司但总是担心市场波动风险而未进场,但现在他们就可以在股市中放心买入股票,只需在期货市场上做空进行对冲即可),从而带来市场成交量的提高。我们预计股指期货推出的第一年,股票市场的交易量将增加 20%,而长期来看,股票市场的交易量将因此增长 50%以上。当然这只是根据国际经验的粗略判断,准确的定量很难,而且要视股指期货推出时的市场状况而定。

其次,券商将通过控股期货公司直接分享期货公司手续费收益

从全球经验来看,股指期货推出之后,期货的成交金额一般为标的指数成分股成交金额的 1.5~3 倍,个别情况下甚至能够达到 5 倍(如日本 90 年泡沫破裂之时)。因此,期货公司直接受益于股指期货的推出。

目前 164 家正常经营的期货公司中,大约 40%由券商控股或者参股。而上市券商中除西南证券外几乎全部都有自己的参股或者控股的期货公司。实际上,券商自己成立期货公司的程序也并不复杂,只是需要一年左右的时间而已。而股指期货即将推出的消息自 2007 年开始就广为流传,因此各上市或非上市券商早已做好准备,要么自己成立期货公司,要么控股或参股实力不强的期货公司再进行增资扩股。按照 2008 年的统计,期货公司全部注册资金为 120 亿元,其中一半来自于券商。若股指期货推出,券商行业将通过其控股或参股的期货公司直接受益。

表 4: 上市券商控股期货公司情况

上市券商	控股期货公司	持股比例	注册资本
中信证券	中证期货	100%	1.5 亿
海通证券	海通期货	64%	1 亿
招商证券	招商期货	100%	1.2 亿
光大证券	光大期货	100%	1.5 亿
长江证券	长江期货	100%	1 亿
国金证券	国金期货	96%	0.8 亿
东北证券	渤海期货	96%	1 亿
宏源证券	宏源期货	100%	1 亿
国元证券	国元期货	55%	1 亿
西南证券	暂无,增发后也有意向		

数据来源: 齐鲁证券研究所

由于客户背景和资金属性不同,我们认为券商参股的各期货公司目前的市场份额只能代表他们在商品期货交易市场的实力。而股指期货推出之后,市场份额的格局将会和目前商品期货的市场份额格局有非常大的不同。我们倾向于认为,股指期货推出之后,各券商控股或参股的期货公司的市场份额比例会逐渐接近于目前各券商经纪业务的份额比例,这主要是由各券商的营业网点和综合实力决定的。当然,也会有一部分市场由目前无券商背景的期货公司取得。

我们对股指期货推出之后期货公司手续费收入的增加做了一个测算。以我们宏观策略小组预测 2010 年上证指数平均点位为 3500(对应沪深 300 指数点位为 3900 左右)来测算,每点股指期货合约对应 300 元,则每张期货合约价值为 117 万元。我们





预计 2010 年日均股票成交量为 2400 亿元，其中沪深 300 指数成分现货的成交量为 1248 亿元（按照过去 1 年沪深 300 占两市成交量的比例）。股指期货上市之初由于其高杠杆和较强的做空机制，受追捧的可能性较大，假设期货市场成交量为现货的 2 倍，每张期货的佣金为 100 元，则日均成交 22.1 万张，日均期货佣金 4420 万元，全年交易天数为 246 天，则全年指数期货交易佣金为 104.96 亿元。再假设其中 60% 市场为券商系期货公司占有，券商平均控股比例 95%，则券商行业全年通过控股期货公司增加的收入为 59.83 亿元。我们预测券商行业 2010 年经纪业务收入为 1533 亿元，则股指期货推出后，券商通过参与期货公司增加的收入比例大约为 4%，并不十分显著。相对而言，股指期货推出带来的市场成交量的提高，从而增加券商的经纪业务收入，这一部分的增量更为明显。不过金融期货成交量往往在市场转折时放大，因此某种意义上来说，券商控股期货公司的收益能够部分对冲券商由于股票市场下跌带来的经纪业务收入萎靡的风险。

敏感性分析：假设每点合约 300 元，沪深 300 标的成交占两市成交量 52%，券商系期货公司市场份额 60%，平均控股比例 95%，全年交易天数 246 天不变。则券商行业全年通过控股期货公司增加的手续费收入相对于沪深 300 平均点位，日均股票成交量，期货市场成交相对于标的现货市场成交的倍数，每张合约手续费这四个变量的敏感性分析如下：

表 5：证券行业全年控股期货公司增加的手续费收入敏感性分析

沪深 300 指数	股票日均成交量						
	1500	1800	2100	2400	2700	3000	3300
3000	48.61	58.33	68.05	77.78	87.50	97.22	106.94
3300	44.19	53.03	61.87	70.70	79.54	88.38	97.22
3600	40.51	48.61	56.71	64.81	72.91	81.02	89.12
3900	37.39	44.87	52.35	59.83	67.31	74.78	82.26
4200	34.72	41.67	48.61	55.55	62.50	69.44	76.39
4500	32.41	38.89	45.37	51.85	58.33	64.81	71.29
4800	30.38	36.46	42.53	48.61	54.69	60.76	66.84

数据来源：齐鲁证券研究所

表 6：证券行业全年控股期货公司增加的手续费收入敏感性分析

每张手续费	期货成交量/现货成交量						
	0.8	1.2	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2
55	13.16	19.74	26.32	32.90	39.49	46.07	52.65
70	16.75	25.13	33.50	41.88	50.25	58.63	67.01
85	20.34	30.51	40.68	50.85	61.02	71.19	81.36
100	23.93	35.90	47.86	59.83	71.79	83.76	95.72
115	27.52	41.28	55.04	68.80	82.56	96.32	110.08
130	31.11	46.67	62.22	77.78	93.33	108.89	124.44
145	34.70	52.05	69.40	86.75	104.10	121.45	138.80

数据来源：齐鲁证券研究所



三、传统业务仍能实现增长

1 经纪业务增速有限

2009 年 1-10 月日均股票成交额达到 2099 亿元, 较 2007 年的 1903 亿元提高了 10.3%, 上证指数也较年初增长了 73%, 较高的点位和成交量使得市场对 2010 年证券行业经纪业务收入能否保持增长产生的担忧。我们认为明年证券行业经纪业务收入依然能保持增长, 但增速有限。

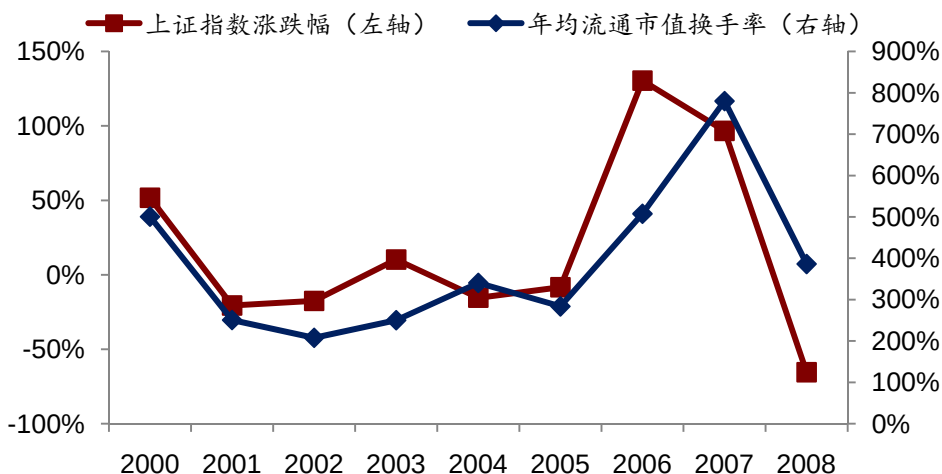
(1) 两市成交额 2010 年有望保持增长

我们认为明年两市成交额保持增长的趋势不变。原因在于 2009 年股票成交额的大幅增长主要得益于流通市值的增加, 而 2010 年这一趋势保持不变。我们预计 2009 年末两市流通市值达 14.4 万亿, 较 2007 年的 9.3 万亿大幅增长 54.8%, 年均股票流通市值为 9.4 万亿, 较 07 年增加了 60%, 而年均股票流通市值换手率为 547.25%, 仅为 07 年的 70%, 因此 2009 年日均股票成交额的创新高主要是来自流通市值的大幅提高。2010 年股票流通比例预计将达到 88.9%, 较 09 年的 64% 提高了近 40%, 再加上股票市场上涨带来的市值的增加以及股权类融资带来的市场扩容, 都保证了明年两市成交额的增长。

对于换手率, 我们认为与市场涨跌幅高度相关。自股权分置改革和限售股解禁以来, 2007 年上证指数上涨了 96.7%, 对应的年均流通市值换手率达 780.15%, 而 2008 年上证指数下跌了 65.4%, 年均流通市值也随之跌至 386.34%。

在沪深 300 指数上涨 15%, 而换手率仅为 320% 的基本假设下, 我们预计 2010 年两市日均股票成交额可以达到 2426 亿元、日均股基成交额达 2596 亿元, 较 09 年的成交水平仍有增长。尤其是由于 09 年一季度两市成交额基数较低, 日均股基成交额仅 1927 亿元, 从而导致明年一季度两市成交金额快速增长的概率非常大。

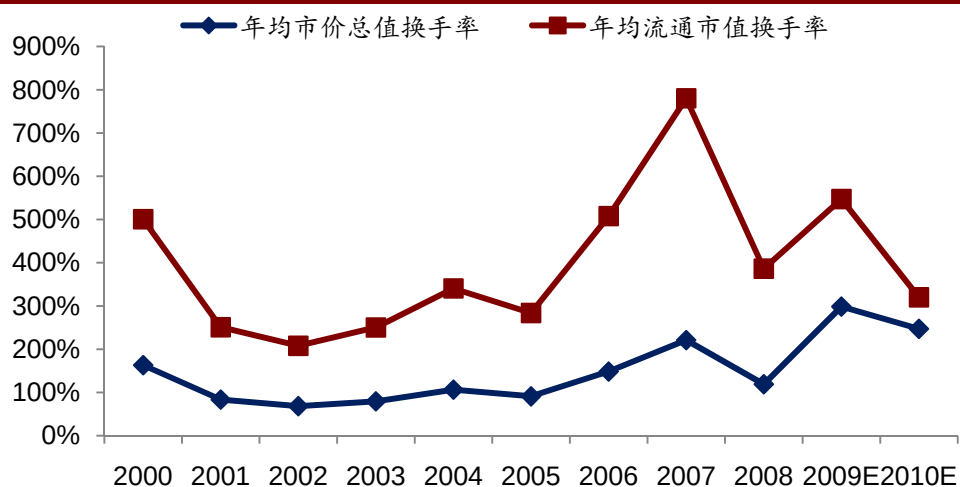
图5: 换手率与上证指数涨跌幅高度相关



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

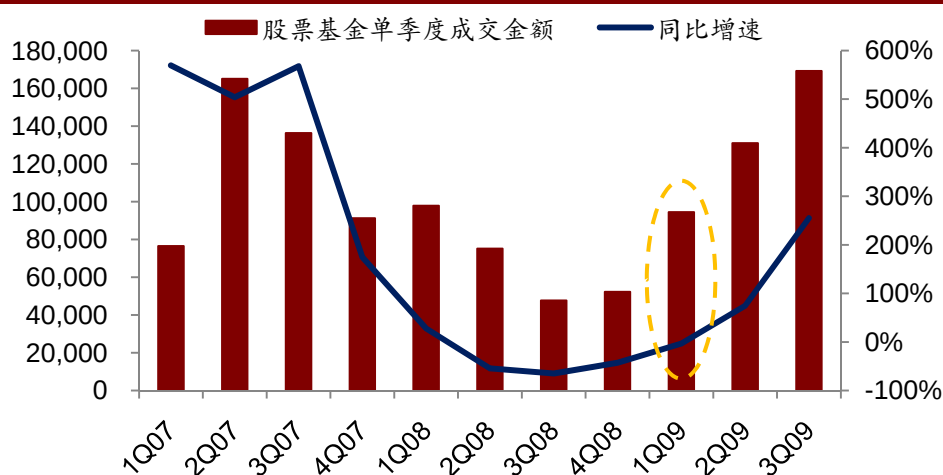


图6：2000年以来A股市场换手率



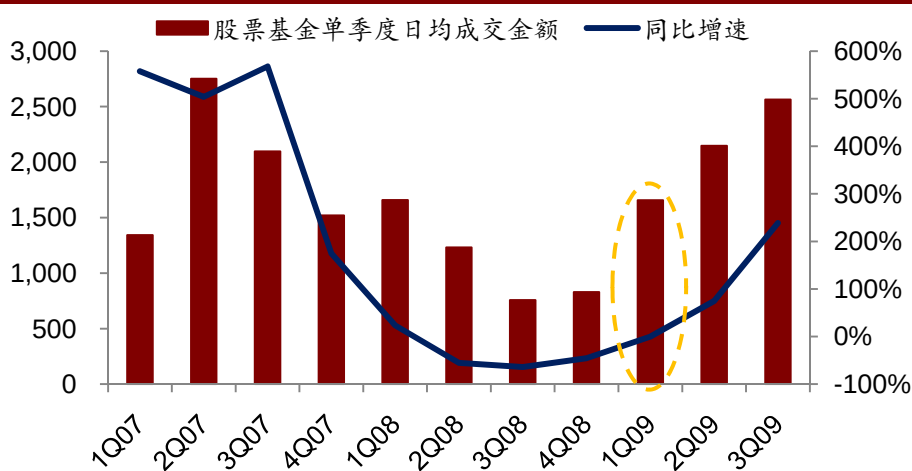
数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

图7：股票基金单季度成交金额



数据来源：上交所，深交所，齐鲁证券研究所

图8：股票基金单季度日均成交金额



数据来源：上交所，深交所，齐鲁证券研究所





表 7：2010 年日均股票成交额敏感性分析

日均股票成交额		年均流通市值换手率						
沪深 300 涨跌幅	年均流通市值	224%	256%	288%	320%	352%	384%	416%
0%	171,540	1,562	1,785	2,008	2,231	2,455	2,678	2,901
5%	176,527	1,607	1,837	2,067	2,296	2,526	2,756	2,985
10%	181,514	1,653	1,889	2,125	2,361	2,597	2,833	3,070
15%	186,501	1,698	1,941	2,183	2,426	2,669	2,911	3,154
20%	191,489	1,744	1,993	2,242	2,491	2,740	2,989	3,238
25%	196,476	1,789	2,045	2,300	2,556	2,811	3,067	3,323
30%	201,464	1,834	2,097	2,359	2,621	2,883	3,145	3,407

数据来源：齐鲁证券研究所

表 8：2010 年日均股票基金权证成交额敏感性分析

日均股基权成交额		年均流通市值换手率						
沪深 300 涨跌幅	年均流通市值	224%	256%	288%	320%	352%	384%	416%
0%	171,540	1,671	1,910	2,149	2,388	2,626	2,865	3,104
5%	176,527	1,720	1,966	2,211	2,457	2,703	2,948	3,194
10%	181,514	1,769	2,021	2,274	2,526	2,779	3,032	3,284
15%	186,501	1,817	2,077	2,336	2,596	2,855	3,115	3,375
20%	191,489	1,866	2,132	2,399	2,665	2,932	3,198	3,465
25%	196,476	1,914	2,188	2,461	2,735	3,008	3,282	3,555
30%	201,464	1,963	2,243	2,524	2,804	3,085	3,365	3,645

数据来源：齐鲁证券研究所

(2) 经纪业务市场份额基本保持稳定

2004-2008年股票交易市场份额前10位券商经纪业务集中度呈稳定上升趋势，但2009年以来，由于中小券商对市场份额的激烈竞争，使得CR10出现小幅下滑至48.82%。与此对应，其他上市的中小券商市场份额2009年以来却较08年略有增加。通过09年各月度数据，我们认为09年1-10月主要券商股票交易市场份额都在窄幅区间波动，基本保持稳定。


表 9：2004 年以来主要券商股票交易市场份额变化趋势

	2004	2005	2006	2007	2008	1-10m2009
股票交易市场份额前 10 位券商						
中信证券系	6.84	6.90	7.67	8.09	8.38	8.32
银河证券	6.02	6.27	6.30	6.31	5.74	5.50
华泰证券系	3.33	3.54	3.66	4.90	6.01	5.61
广发证券系	3.56	3.78	4.47	4.72	4.76	4.71
国泰君安	5.95	6.25	6.04	5.36	5.12	4.89
国信证券	2.66	3.45	4.19	4.50	4.54	4.67
海通证券系	4.02	3.49	3.38	3.96	4.27	4.16
招商证券	2.25	2.87	3.65	3.55	3.79	4.00
光大证券系	3.23	3.65	3.64	3.14	3.30	3.09
申银万国	4.47	4.97	4.90	4.76	4.24	3.86
CR10	42.33	45.17	47.90	49.27	50.14	48.82
其他上市券商						
长江证券			1.34	1.44	1.46	1.46
宏源证券			1.12	1.10	1.15	1.28
国元证券	1.08	0.89	0.92	0.87	0.85	1.06
国金证券	0.30	0.35	0.52	0.56	0.72	0.76
东北证券	0.79	0.93	0.78	0.81	0.71	0.76
西南证券	0.97	0.75	0.65	0.61	0.54	0.61

数据来源：齐鲁证券研究所

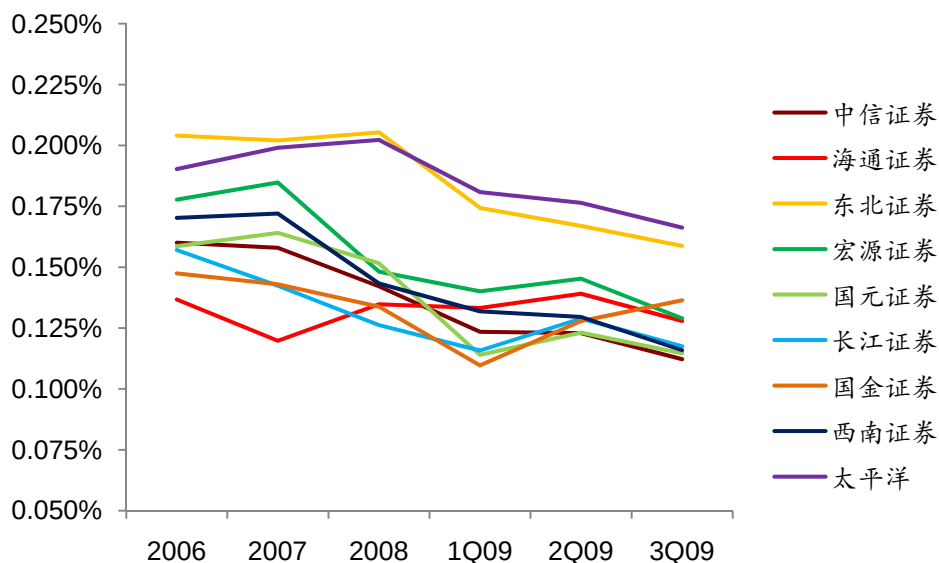
(3) 佣金率延续下滑趋势

证券行业佣金率自2007年以来呈下降趋势，主要由于以下几方面的原因：1) 证监会08年逐步放开营业部管制，券商新增营业部加剧了行业竞争，尤其是一线城市营业部数量已处于相对饱和的状态，这类地区佣金率下滑最为明显；2) 2008年市场低迷，各券商为争夺客户使得部分地区的佣金率较为激烈。2009年以来，一季度上市券商佣金率大部分下滑较快，而随后二、三季度佣金率下滑趋势明显减缓。

我们预计明年佣金率将会呈现发达地区佣金率降幅有限，而某些相对垄断区域的佣金水平将持续下滑的态势，但总的来说证券行业整体佣金率持续下滑，但幅度有限。主要是由于：1) 发达地区的佣金率已趋近经纪业务成本，未来进一步下降空间有限；2) 由于大型全国性券商在发达地区的网点布局已经相对完善，而规模的扩张将更加依赖于拓展二、三线城市的业务，这将使得二、三线城市，尤其是被区域型券商垄断的地区经纪业务竞争将更为激烈，使这些地区的佣金率持续下滑；3) 目前市场上各证券公司除了将佣金率作为竞争经纪业务的手段之外，更加看重于品牌差异化服务战略，从而赢得高端客户，维持佣金率水平。以国信证券为代表的一些大型券商更是采取了通过打造明星营业部，建立零售客户财富中心来吸引中高端客户，帮助客户取得资产的保值增值，逐步向发达国家的零售客户服务模式靠近。



图9：上市券商佣金率水平



数据来源：Wind 资讯，各公司定期报告，齐鲁证券研究所

(4) 2010 年经纪业务收入仍将保持增长

我们预计2010年证券行业经纪业务收入仍会增长，但幅度有限。基于我们对日均股权成交金额2596亿元，加权净佣金率0.120%的基本假设下全行业经纪业务收入将达到1533亿元，较09年略微增长3.3%。但值得注意的是我们对于年均流通市值换手率的假设较为保守，仅320%，比08年的386.34%还要低60多个百分点，因此实际经纪业务收入增速很可能会超过我们预期，达到10%以上。

表 10：2010 年经纪业务收入敏感性分析

经纪业务 收入		佣金率						
		0.105%	0.110%	0.115%	0.120%	0.125%	0.130%	0.135%
股权日均成交额	1,671	863	905	946	987	1,028	1,069	1,110
	1,966	1,015	1,064	1,112	1,161	1,209	1,257	1,306
	2,274	1,175	1,231	1,287	1,342	1,398	1,454	1,510
	2,596	1,341	1,405	1,469	1,533	1,596	1,660	1,724
	2,932	1,515	1,587	1,659	1,731	1,803	1,875	1,947
	3,282	1,695	1,776	1,857	1,937	2,018	2,099	2,180
	3,645	1,883	1,973	2,063	2,152	2,242	2,332	2,421

数据来源：齐鲁证券研究所

2 投行业务较快增长无悬念

尽管目前我国企业的融资结构仍以间接融资为主，大约占比 75%左右，且长期以银行贷款为主要融资结构的格局不会发生重大改变，但我们认为直接融资占比仍将会稳步提高。



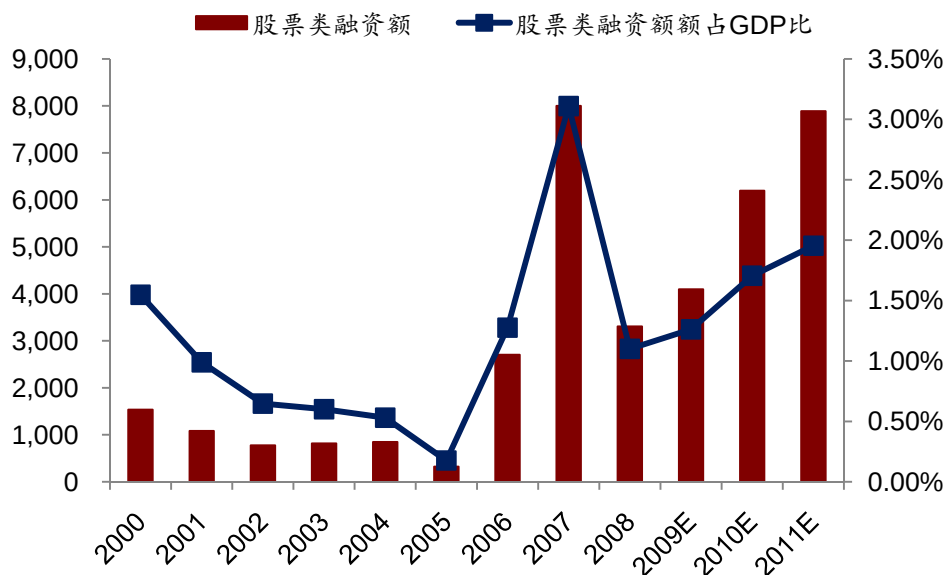


在股票类融资方面,继 06 年 12 月中国证监会首次提出建立四个层次的资本市场架构之后,管理层正推动发展多层次资本市场体系的工作稳步前行。今年 10 月创业板已成功推出,而央行今年 3 月 13 日公布的《2008 年国际金融市场报告》中指出的应进一步研究红筹企业回归 A 股市场以及推进国际板建设的相关问题,增强中国证券市场的影响力和辐射力,提升中国资本市场的国际竞争力,又推进了国际板提上议事日程。市场层次的日益丰富将大力满足不同的融资需求,并保证了股票类融资的长期稳定发展。

对于 2010 年股票类市场融资额,我们预计将保持 51.2% 的高速增长,股票类融资额占 GDP 的比例为 1.7%,主要由于 1) 大盘蓝筹股的继续发行、中小板和创业板的持续扩容保障了新股发行融资额的继续增长; 2) 由于 09 年上半年 IPO 处于暂停状态,使得上半年股票类市场融资额处于低位,低基数也将推动明年融资额的快速增长。

在债券类融资方面,继我国在 05 年推出短期融资券、07 年推出公司债、08 年推出中期票据及国家发改委简化企业债券审批程序以来,债券融资已经成为直接融资的一个重要方面,融资额也已大大超过股票市场。09 年以来非金融企业债券融资额已达 1.54 万亿元,我们预计 09 年全年有望达到 1.6 万亿以上,2010 年融资额将达到 2 万亿,占 GDP 的比例为 5.6%。

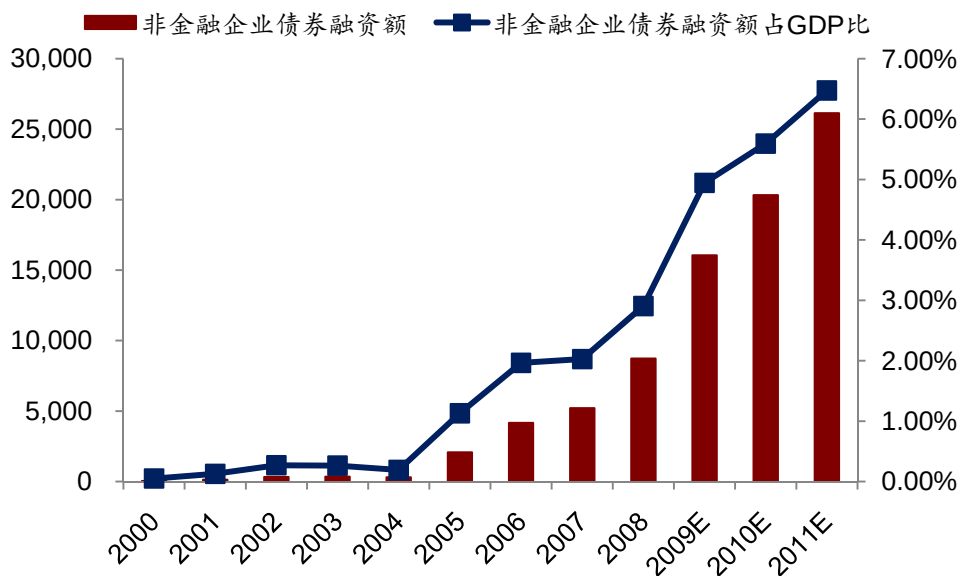
图10: 股票类融资额



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所



图11：非金融企业债券融资额



数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

表 11：证券公司 1999-2009 年至今股票承销数量和金额统计

(亿元)	集资金额合计		IPO		增发		配股	
	募集金额	费用合计	家数	发行费用	募集金额	家数	发行费用	募集金额
1999	878	22	94	13	485	6	1	58
2000	1,552	43	146	25	846	18	5	165
2001	1,219	35	68	16	547	24	7	218
2002	736	23	71	16	501	27	6	157
2003	646	22	66	15	438	17	4	113
2004	618	25	98	17	336	11	4	156
2005	339	6	15	3	55	5	3	276
2006	2,677	49	71	42	1,601	57	6	1,024
2007	7,986	120	121	89	4,381	170	29	3,259
2008	3,517	59	78	31	1,009	142	25	2,300
2009	4,359	76	88	47	1,576	116	28	2,632

数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

3 证券投资业务规模增加，但收益率不超 10%

经过数轮大熊市的洗礼，特别是刚刚过去的市场大跌的 2008 年，多数券商对自营业务采取较为谨慎的态度，股票仓位较低，自营投资收益率也低于市场预期。上市券商的自营业务占收入的比例，2007 年达到 37.7%，2008 年迅速收缩为 11.9%，而 2009 年前三季度也仅仅为 12.6%，比 2008 年略有增加。我们认为在目前单边市场环境下，对于明年券商的自营业务收入也不能期望太高。

我们预计 2010 年上市券商的自营业务投资规模将有所增加，这主要是由于在今年市场环境较好的背景下，很多券商进行了新股发行或者再融资，使其资产规模进一步扩大，因此明年自营投资规模也将随着资产规模的扩大而进一步增加。此外，由于





除少数上市券商较为投资风格较为激进外，多数上市证券公司都非常谨慎，在资产配置上，股票类资产配置占比仅 20%-30% 之间，而固定收益类的投资收益率又较低，在 3-4% 左右，使得券商自营投资收益率超过 10% 的难度较大。从长期来看，随着股指期货的推出将使得券商自营投资规模和收益率将得到提高，而直投业务规模的扩大也将改善券商的自营业务投资收益率。

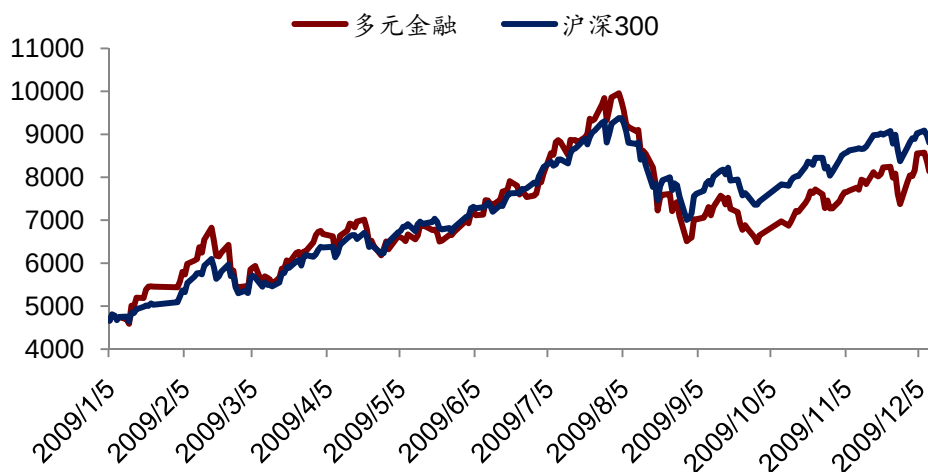
四、估值及投资策略

由于券商股多为近两年借壳上市或于今年 IPO，因此我们选取上市时间较长的中信证券和宏源证券的估值水平来作为判断券商股估值水平的参考。2006 年至今中信证券市盈率相对上证指数的平均溢价水平为 2.51 倍，而当前该溢价水平仅为 0.91，大幅低于历史平均水平；宏源证券市盈率相对上证指数的平均溢价水平为 2.24 倍，而当前该溢价水平为 2.11，也低于历史平均水平。但是考虑到近两年券商板块上市的公司较多，而且未来供给将会越来越多，整个板块的稀缺性将大不如 06、07 年，因此我们认为券商股整体估值目前较为合理，而大型综合性券商由于估值水平较低，存在一定的提升空间。此外，由于明年创新业务推出预期较强，创新业务推出后大券商受益程度较大，会提升公司的 ROE 水平，从而提升 PB 的估值。

券商股今年以来 8 月中旬之前走势基本与大盘持平，而 8 月中旬之后明显跑输大盘，年初至今整体跑输大盘 15%。2009 年券商业绩大幅增长已成定局。此外，由于今年一季度基数仍然较低，2010 年一季度，业绩较快增长也较无悬念，因此有望迎来补涨行情。加之明年创新业务推出预期逐步加强，如果股指期货、融资融券如期推出，对券商盈利模式改善较大，将提升其盈利和估值水平。

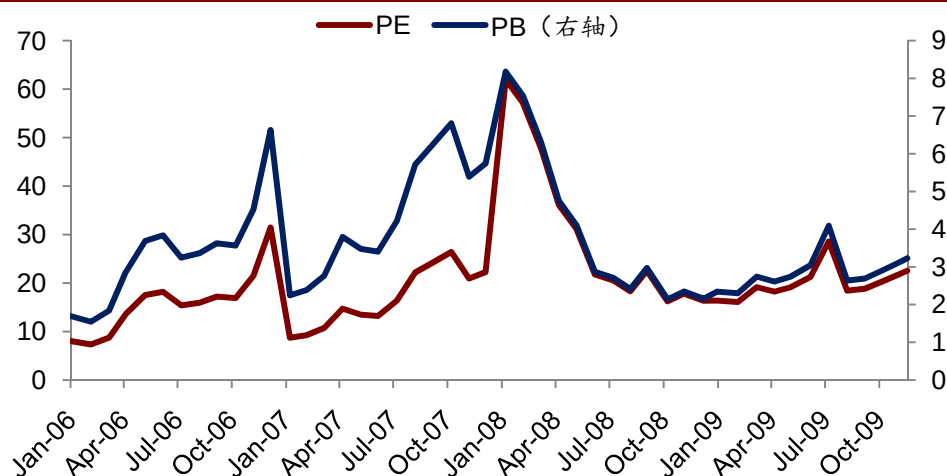
综合考虑，我们给予券商股明年推荐的投资评级。并提醒投资者关注创新业务推出时间窗口的交易性机会。对于个股，我们重点推荐大券商，中信证券和海通证券，而西南证券和东北证券也有望在增发和配股获批后带来交易性机会，再融资对于这两家公司的业务扩展和风险控制将十分有力。

图12：券商板块走势与沪深300比较

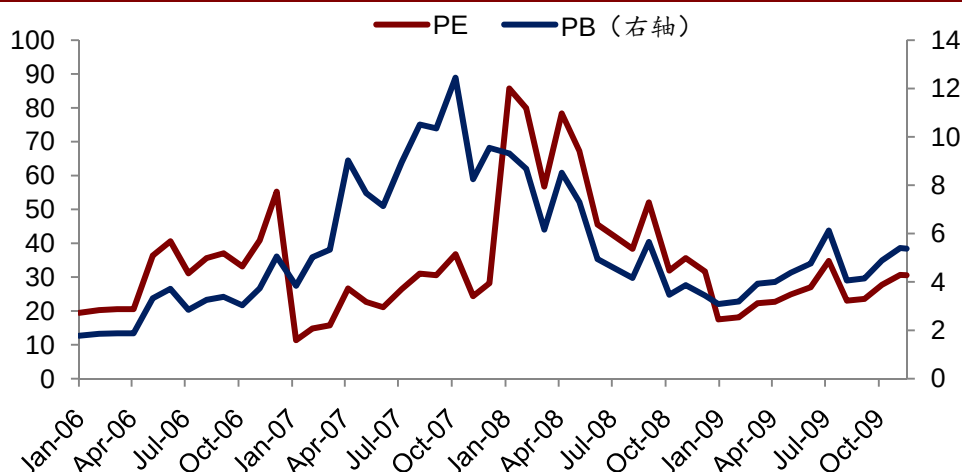


数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所




图13：中信证券历史估值


数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

图14：宏源证券历史估值


数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

表 12：主要上市券商估值比较

	股价 (元)	总市值 (十亿元)	每股收益				每股净资产				PE				PB			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
中信证券	30.00	198.91	1.10	1.33	1.46	1.69	8.33	9.29	10.36	11.19	27.3	22.5	20.5	17.7	3.6	3.2	2.9	2.7
海通证券	17.45	143.58	0.40	0.56	0.66	0.75	4.66	5.32	6.02	6.95	43.6	31.1	26.6	23.3	3.7	3.3	2.9	2.5
光大证券	24.51	83.78	0.47	0.83	0.87	1.03	3.64	6.35	6.94	7.64	52.1	29.5	28.2	23.7	6.7	3.9	3.5	3.2
招商证券	31.44	112.73	0.63	0.97	0.99	1.14	2.45	4.41	4.78	5.34	50.2	32.4	31.8	27.6	12.8	7.1	6.6	5.9
西南证券	18.57	35.35	0.07	0.45	0.55	0.69	1.74	2.77	3.60	4.29	265.3	41.1	33.7	27.0	10.7	6.7	5.2	4.3
宏源证券	23.51	34.35	0.37	0.77	0.84	0.97	3.41	4.37	4.95	5.63	63.5	30.5	28.1	24.3	6.9	5.4	4.7	4.2
东北证券	39.83	25.46	0.71	1.46	1.61	1.88	3.88	4.68	5.76	7.69	56.1	27.3	24.7	21.2	10.3	8.5	6.9	5.2

数据来源：齐鲁证券研究所





五、重点公司点评

1 中信证券

证券行业的龙头企业，业务全面，创新能力强。公司 09 年 1-10 月经纪业务市场份额达 7.95%，行业持续排名榜首，即使扣除中信建投对经纪业务的贡献，公司市场份额也有 4.70%，位居行业第四，未来佣金率下降空间有限。投行业务方面，公司股权类投行业务恢复良好，09 年 7 月以来已完成 5 家 IPO、8 家增发项目，总募集资金额达 592 亿元，排名仅次于中金。

今年以来由于一直受到出售中信建投和华夏基金股权的困扰，公司股价受到抑制，导致估值水平较低。我们认为出售中信建投股权对公司经纪业务的影响在 30-35% 左右，而 09 年前三季度由于政策因素导致的投行业务收入的下降使经纪业务在公司营业收入占比为 54.5%，未来不考虑创新业务的推出我们认为经纪业务占营业收入比例将在 45-50% 左右，因此出售中信建投股权对公司业绩整体影响在 15% 左右。对于华夏基金，公司出售股权后仍可以保持较大控股权，因此对业绩影响有限。随着公司出售中信建投和华夏基金预期的即将确认，该利空因素也将出尽，对公司估值恢复有一定的正面影响。股指期货和融资融券的推出将成为公司估值水平提升的最大催化剂。

我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 1.33 元、1.46 元和 1.69 元，对应的 PE 分别为 22.5 倍、20.5 倍和 17.7 倍，上调公司评级至“推荐”。

2 海通证券

公司作为全国大型综合性券商业务全面，目前公司主要亮点在于其自营业务的可供出售金融资产浮盈较大，无限售条件股票浮盈达 11.5 亿元，而包括尚在限售期内的京东方和浦发银行的总浮盈更是达到了 30.5 亿元。而其他主要传统业务上，经纪业务方面，公司 09 年 1-10 月市场份额为 4.03%，位居行业前十，佣金率保持稳定。公司投行业务今年 7 月以来股权类投行业务完成项目 7 家，募集资金额 55 亿元，排名居前。此外，收购香港大福证券将提升公司国际业务实力，并提升公司资金使用效率。而由于公司自有资金较多，未来融资融券的推出对公司业绩弹性较大。

我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.56 元、0.66 元和 0.75 元，对应的 PE 分别为 31.1 倍、26.6 倍和 23.3 倍，上调公司投资评级至“推荐”。

3 西南证券

公司是重庆市唯一的券商和第一家金融上市企业，发展备受市政府关注，并受益于重庆市经济的快速发展。公司的业务亮点主要来自于其投行和自营业务。

投行业务再融资实力较强 2009 年 1-11 月公司共完成增发项目 6 家，承销金额 55 亿元，行业排名第六。公司对于投行业务的定位主要是区域和全国两头并重。从承销项目的区域分布来看，目前公司的投行项目主要来自于重庆外其他地区。





我们认为随着公司加大对重庆区域投行业务的投入，将来西南证券投行在重庆市的业务上发展潜力很大。

自营业务可供出售金融资产浮盈较大，为未来业绩奠定基础。公司以较低价格认购了苏宁环球和京东方的定向增发，目前在这两只股票上的浮盈累计达 13.26 亿元，为公司未来几年的自营业绩奠定了基础。此外公司将在明年进行定向增发，增发完成募集资金到位后为公司扩展传统业务并争取创新业务资格带来机遇。

我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别是 0.45、0.55 和 0.69 元，PE 分别是 41.1、33.7 及 26.9 倍，给予公司“谨慎推荐”的投资评级，可关注公司定向增发获批后带来的交易性机会。

六、风险提示

1. 如果资本市场出现调整，波动性加大，将会对券商经纪，投行，自营业务带来负面影响。引发券商股估值向下调整的风险。
2. 券商股的全面解禁和大型券商的不断上市使得这一板块的供给不断加大，而这一板块在流通市值中的份额比例不可能是无限制增加的。因此，未来券商股的稀缺性会减少，导致估值水平的下降。
3. 市场目前对证券公司创新业务的开展有较高预期，但创新业务的推出时机受到监管层和市场环境的影响，因此不确定性较高。



附录：主要上市公司盈利预测表

表 13：中信证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	30,871	17,708	22,432	24,630	28,521
手续费净收入	18,956	12,798	18,384	21,136	24,832
代理买卖证券净收入	13,378	7,457	11,561	12,414	14,258
承销业务净收入	2,194	1,783	2,248	3,664	4,915
受托投资净收入	162	150	217	261	313
基金管理费收入	2,029	2,828	3,522	3,864	4,301
基金销售收入	314	190	288	332	381
净利息收入	991	1,706	1,272	1,399	1,539
自营投资收益	10,927	3,110	2,726	2,045	2,095
营业支出	11,008	8,165	9,421	10,324	11,979
营业税金及附加	1,322	785	1,122	1,232	1,426
业务及管理费	9,531	6,658	8,299	9,095	10,553
营业利润	19,863	9,543	13,011	14,306	16,542
营业外收入	59	41			
营业外支出	18	23			
利润总额	19,904	9,561	13,011	14,306	16,542
所得税	6,358	1,511	3,253	3,577	4,136
净利润	13,546	8,050	9,758	10,730	12,407
少数股东损益	1,157	745	927	1,019	1,179
归属母公司所有者	12,389	7,305	8,831	9,710	11,228
EPS	3.74	1.10	1.33	1.46	1.69
BVPS	15.56	8.33	9.29	10.36	11.19
PE	8.03	27.23	22.52	20.48	17.72
PB	1.93	3.60	3.23	2.90	2.68

数据来源：齐鲁证券研究所



表 14：海通证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	11,265	7,007	9,521	11,235	12,819
手续费净收入	6,900	4,908	7,368	8,162	9,765
代理买卖证券净收入	5,612	4,023	6,440	6,912	8,133
承销业务净收入	369	168	315	502	696
受托投资净收入	701	536	450	569	740
净利息收入	490	1,003	1,187	1,306	1,437
自营投资收益	3,582	1,041	893	1,678	1,516
其他业务收入	307	72	73	88	101
营业支出	3,941	3,342	3,528	4,162	4,749
营业税金及附加	416	335	476	562	641
业务及管理费	3,268	2,953	3,047	3,595	4,102
资产减值损失	253	52	0	0	0
其他业务支出	3	4	5	6	6
营业利润	7,324	3,664	5,994	7,072	8,070
营业外收入	523	56	149	102	112
营业外支出	54	22	0	0	
利润总额	7,794	3,698	6,142	7,174	8,182
所得税	2,234	313	1,413	1,650	1,882
净利润	5,560	3,385	4,730	5,524	6,300
少数股东损益	103	83	106	124	142
归属母公司所有者	5,457	3,302	4,623	5,400	6,158
EPS	1.33	0.40	0.56	0.66	0.75
BVPS	8.90	4.66	5.32	6.02	6.95
PE	13.12	43.49	31.06	26.59	23.31
PB	1.96	3.74	3.28	2.90	2.51

数据来源：齐鲁证券研究所



表 15：西南证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	704	1,980	2,295	2,869
手续费净收入	568	1,126	1,321	1,653
代理买卖证券净收入	500	881	1,015	1,259
承销业务净收入	41	182	236	307
受托投资净收入	0	0	0	10
其他净收入	27	64	70	77
净利息收入	109	114	126	138
自营投资收益	25	730	838	1,068
其他业务收入	4	9	9	10
营业支出	506	832	896	1,120
营业税金及附加	31	99	115	143
业务及管理费	473	732	780	975
营业利润	198	1,148	1,399	1,749
营业外收入	14	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
利润总额	199	1,148	1,399	1,749
所得税	56	287	350	437
净利润	142	861	1,049	1,312
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者	142	861	1,049	1,312
EPS	0.07	0.45	0.55	0.69
BVPS	1.74	2.77	3.60	4.29
PE	248.87	41.06	33.71	26.96
PB	10.66	6.71	5.16	4.33

数据来源：齐鲁证券研究所



表 16：东北证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,548	1,116	2,196	2,339	2,726
手续费净收入	1,664	931	1,512	1,596	1,878
代理买卖证券净收入	1,627	838	1,402	1,436	1,666
承销业务净收入	29	82	80	120	156
受托投资净收入			8	15	27
净利息收入	73	95	92	90	101
自营投资收益	725	21	548	587	675
其他业务收入	86	69	44	66	73
营业支出	869	599	1,032	1,053	1,227
营业税金及附加	125	59	110	117	136
业务及管理费	707	539	922	936	1,090
资产减值损失	37	2			
营业利润	1,679	517	1,164	1,286	1,499
营业外收入	9	2			
营业外支出	3	5			
利润总额	1,685	514	1,164	1,286	1,499
所得税	571	104	233	257	300
净利润	1,114	410	931	1,029	1,199
少数股东损益	0	0			
归属母公司所有者净利润	1,114	410	931	1,029	1,199
EPS	1.92	0.71	1.46	1.61	1.88
BVPS	3.68	3.88	4.68	5.76	7.69
P/E	20.78	56.46	27.35	24.74	21.23
P/B	10.83	10.25	8.50	6.92	5.18

数据来源：齐鲁证券研究所



表 17：宏源证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,435	1,598	3,067	3,401	3,919
手续费净收入	2,289	1,364	2,416	2,598	2,988
代理买卖证券净收入	2,212	1,178	2,177	2,245	2,536
承销业务净收入	41	88	113	169	220
受托投资净收入	0		50	100	140
净利息收入	134	158	157	173	190
自营投资收益	1,925	9	484	618	741
其他业务收入	93	73	10	12	14
营业支出	1,203	862	1,564	1,768	2,046
营业税金及附加	213	81	153	170	197
业务及管理费	849	750	1,380	1,530	1,770
资产减值损失	82	-8	0	0	0
其他业务支出	59	40	31	68	79
营业利润	3,232	736	1,503	1,632	1,888
营业外收入	1	4	0	0	0
营业外支出	7	6	0	0	0
利润总额	3,226	735	1,503	1,632	1,888
所得税	1,187	193	376	408	472
净利润	2,038	542	1,127	1,224	1,416
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司所有者	2,038	542	1,127	1,224	1,416
EPS	1.39	0.37	0.77	0.84	0.97
BVPS	4.11	3.41	4.37	4.95	5.63
PE	16.85	63.42	30.48	28.06	24.26
PB	5.73	6.90	5.38	4.75	4.17

数据来源：齐鲁证券研究所



表 18：光大证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9,824	3,691	5,896	6,804	8,105
手续费净收入	4,884	3,364	4,869	5,426	6,495
代理买卖证券净收入	4,273	2,572	4,146	4,468	5,294
承销业务净收入	186	181	108	187	243
受托客户资产管理业务净收入	425	611	579	732	915
净利息收入	278	499	437	526	605
自营投资收益	4,609	-203	531	679	815
其他业务收入	62	43	59	173	190
营业支出	2,647	2,025	2,358	2,722	3,242
营业税金及附加	401	182	295	340	405
业务及管理费	2,272	1,469	2,064	2,381	2,837
营业利润	7,178	1,666	3,538	4,082	4,863
营业外收入	4	84			
营业外支出	219	21			
利润总额	6,962	1,729	3,538	4,082	4,863
所得税	2,233	274	884	1,021	1,216
净利润	4,729	1,455	2,653	3,062	3,647
少数股东损益	43	87	81	94	111
归属母公司所有者	4,686	1,368	2,572	2,968	3,536
EPS	1.68	0.47	0.83	0.87	1.03
BVPS	3.45	3.64	6.35	6.94	7.64
PE	14.59	51.94	29.46	28.22	23.69
PB	7.10	6.73	3.86	3.53	3.21

数据来源：齐鲁证券研究所



表 19：招商证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10,008	4,917	8,381	8,088	8,805
手续费净收入	6,382	4,103	7,112	6,532	7,913
代理买卖证券净收入	5,388	3,073	4,994	5,632	6,776
承销业务净收入	179	134	472	708	920
受托投资净收入	726	61	50	58	69
基金管理业务收入	0	693	1,474	0	0
净利息收入	337	206	142	157	172
自营投资收益	3,278	608	460	600	711
汇兑净收益	-3	-8			
其他业务收入	14	8	666	800	9
营业支出	3,557	2,342	3,771	3,397	3,698
营业税金及附加	407	287	419	404	440
业务及管理费	3,132	2,056	3,352	2,993	3,258
营业利润	6,451	2,575	4,610	4,691	5,107
营业外收入	53	7	0	0	0
营业外支出	12	16	0	0	0
利润总额	6,492	2,565	4,610	4,691	5,107
所得税	1,430	455	922	938	1,021
净利润	5,062	2,110	3,688	3,753	4,086
少数股东损益	0	90	208	212	
归属母公司所有者净利润	5,062	2,021	3,480	3,541	4,086
EPS	1.57	0.63	0.97	0.99	1.14
BVPS	2.35	2.45	4.41	4.78	5.34
PE	20.04	50.21	32.40	31.83	27.59
PB	13.38	12.83	7.12	6.57	5.89

附注：考虑公司 2009 年出售博时基金获得一次性收益

数据来源：齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

