

[2009.12.21]

创新和业绩双驱动，行业前景依然

梁静

董乐

021-38676850

021-38676650

liangjing@gtjas.com

dongle@gtjas.com

本报告导读：
➢ 创新推出预期已然明朗；4季度业绩超出预期；
➢ 行业增持。大好，首推成大和海通。

投资要点：

- **管理层已发出推出股指期货和融资融券的最强音。**12月18日，尚福林主席在《财经》年会上明确表示，“适时推出股指期货和融资融券”。自10月末以来，管理层开始不断释放出欲推出股指期货和融资融券的政策信号，而尚主席此番表态无疑是最强音，彰显管理层推出这些创新的决心。我们理解，“适时”意味着“随时”，市场情况应是这些创新推出的唯一不确定性因素。
- **创新将是行业业绩和估值提升的最大催化剂。**承续我们年度策略报告的观点，创新作为行业的第二次革命，不仅将继续助推行业业务规模的快速增长，而且将带来证券行业盈利模式的变革，而这种变革是根本性的、全局性的，其意义要比国民经济快速证券化带来的第一次革命深远的多。从这个角度来看，**创新对于证券行业的意义无论如何强调都不过分。全面铺开**后，**融资融券和股指期货对净收入的贡献分别可望达到甚至超过20%**。但试点期内，管理层将采取先试点、后铺开的策略，它们对证券公司业绩的影响完全取决于政策放松的力度。我们的测算表明，试点期内，这两项创新合计对证券公司业绩的贡献即可达到10%甚至更多。
- **4季度及全年业绩超预期已成定局。**尽管市场近期出现大幅回调，但迄今为止，4季度日均股票基金交易额仍达2576亿元，环比略有增长；指数涨幅为12%，相比于3季度的-6%有显著好转，季度最高涨幅达到21%；而承销也已接近于3季度的水平。在经纪和自营的支撑下，4季度将超出预期，环比增长没有悬念。全年来看，3、4季度的优异表现也推动2009年业绩超预期，全年日均交易额增长可望超过100%、指数涨幅达70%。这样，行业全年业绩增幅将超过90%。
- **业绩持续增长无忧。**长期来看，市场持续的规模扩张无悬念，规模化对行业驱动尚未结束，同时，创新对行业的驱动开始加速；中短期来看，流动性依然充沛，储蓄搬家才刚刚开始，市场的投融资需求都将空前活跃，证券市场继续保持持续向好的态势应没有疑问，行业也有望保持10%-20%的年均复合增速。
- **业绩和创新双驱动，行业投资价值凸现，维持增持。**(1)**业绩超预期**：4季度日均交易额超过2500亿元，自营和承销也显现出良好发展态势，券商股业绩的超预期增长十分明确；(2)**创新预期进一步明朗**。如前所述，融资融券和股指期货不仅带来高额的增量收入，而且将对行业产生深远影响。因此，融资融券和股指期货等创新业务推出将是行业的最大催化剂。
- 我们仍然承继4季度策略的观点，**大好**。首先，是大的估值相对便宜；其次，大券商对创新相对敏感。而随着市场走好，大券商的弹性也将显现出来。我们对大券商的排序为**成大、海通、光大和中信**。
- **辽宁成大**：油页岩(油价上涨&明年出油)+广发(业绩增长超预期+上市明朗)，将驱动辽宁成大价值重估，重估价值翻倍无悬念。维持增持，目标价66元。
- **海通证券**：创新推进速度超预期，对融资融券的弹性最高，**融资融券第一股**。可供出售金融资产潜在收益可观。维持增持评级，目标价21-23元。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

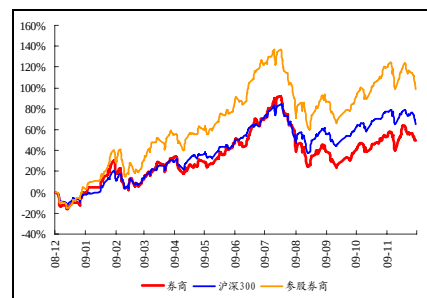
细分行业评级

证券经纪与交易业	增持
信托业	中性
期货业	中性

主要上市公司评级

辽宁成大	增持
海通证券	增持
中信证券	增持
吉林敖东	增持
中山公用	增持
锦龙股份	增持
光大证券	谨慎增持
国元证券	谨慎增持
宏源证券	谨慎增持
东北证券	谨慎增持
招商证券	中性
国金证券	中性
长江证券	中性
西南证券	中性
安信信托	中性
陕国投	中性
太平洋	中性
爱建股份	中性

行业指数



相关报告

- 年度策略报告：创新·革命
(09.12.01)
- 更新报告：券商股投资价值凸现
(09.11.10)
- 4季度策略报告：还是大的好
(09.09.30)
- 行业周报：创新为明年投资主线
(09.12.12)
- 行业周报：股指期货推出预期高涨，券商股投资机会显现
(09.12.06)
- 行业周报：交易额重归3000亿上，价升量涨趋势明确
(09.11.23)

表 1 股指期货和融资融券等市场制度创新推出的预期日渐明朗

时间	政策动态
2009.10.27	中金所总经理朱玉辰 “现在是推出股指期货的重要契机。”健全股市内在稳定机制的重要措施之一就是推出股指期货和期权。
2009.10.29	中国证监会主席尚福林(接受人民日报的专访) 要积极稳妥推进市场改革创新。有序推出符合经济发展需要的证券期货新品种，不断提高市场运行的活力和效率。
2009.11.6	中国证券业协会会长黄湘平 融资融券、股指期货、国际板和国内债券市场以及 QDII 的扩展都将成为证券行业的新的发展机遇。“股指期货即将成为下一个市场关注的焦点。”
2009.11.7	中国证监会主席助理姜洋 我国期货市场正处在从规模扩张向质量提升转变的关键时期，必须抓住这一历史机遇，着力解决期货市场服务产业及经济发展的机制性问题，延伸市场服务功能，稳步推进期货市场创新与发展。期货市场能够也应该为国民经济提供更好服务的时机已经成熟。
2009.11.29	上海证券交易所研究中心总经理胡汝银 如果说在去年、前年、今年我们进行了非常重要的股权分置改革，推出了创业板，那么下一步非常重要的、必不可少的举措就是推出股指期货，否则我们会错失良机。
2009.12.18	尚福林主席出席《财经》年会 适时推出股指期货和融资融券

数据来源：国泰君安证券收集整理

表 2 融资融券和股指期货等创新业务对证券公司的影响积极而又深远

业务类别	直接影响	间接影响
融资融券	(1) 带来利息收入 (2) 增量经纪手续费和管理费收入	(1) 活跃市场，推动市场交易额的提升 (2) 加速经纪份额向试点券商集中，改变经纪竞争格局 (3) 试点券商对佣金率的议价能力开始显现 (4) 增大杠杆，提升 ROE
股指期货	(1) 带来期货交易额和佣金、以及结算收入的大幅增长； (2) 改变投资业务盈利模式，使得投资业务的套利、避险等将能够实施；	(1) 在牛市中推出股指期货将对现货交易额有较大的推动作用； (2) 为规避承销业务风险提供了可能； (3) 改变了投资业务高风险特征，为投资和资产管理规模化扩张提供了可能

数据来源：国泰君安证券

表 3 我们对融资融券业务净收入的测算

融资融券	试点期			全面铺开期		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
净收入(亿元)	55	96	161	459	597	734
收入占比	3.1%	5.5%	9.1%	19.1%	23.5%	27.4%
利息收入(亿元)	35	61	102	291	378	465
融资规模/净资本	20%	30%	40%	60%	80%	100%
融券规模/净资本	0%	5%	10%	40%	50%	60%
融资融券规模	420	735	1,225	3,500	4,550	5,600
融资利息	8.31%	8.31%	8.31%	8.31%	8.31%	8.31%
手续费收入(亿元)	20	35	59	202	235	269
融资融券交易额	11,200	19,600	28,000	67,200	78,400	89,600
佣金率	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
股指期货	试点期			全面铺开期		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观

净收入	56	91	126	373	497	633
收入占比	3.2%	5.2%	7.2%	16.1%	20.4%	24.6%
经纪收入(亿元)	41	61	81	305	407	509
期货交易额/现货	20%	30%	40%	150%	200%	250%
佣金率	0.015%	0.015%	0.015%	0.015%	0.015%	0.015%
投资收益-股指期货	15	30	45	68	90	124
自营规模	1,000	1,000	1,000	1,000	1,200	1,500
投入比例	10%	20%	30%	45%	50%	55%
收益率	15%	15%	15%	15%	15%	15%

数据来源：国泰君安证券

表 4 上市证券公司对融资融券和股指期货受益程度比较

	中信	海通	光大	招商	宏源	长江	国元	东北	国金	广发
融资融券净收入(百万元)	705	709	395	311	87	141	264	39	41	198
营业收入占比	2.7%	5.6%	5.4%	3.9%	2.6%	3.9%	8.3%	1.8%	2.8%	1.8%
其中:利息收入	447	449	251	197	55	89	167	25	26	125
融资规模/净资本	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
融资利息	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
手续费收入	258	259	145	114	32	52	97	14	15	72
股指期货净收入(百万元)	1,267	717	362	394	184	265	89	69	60	630
营业收入占比	4.9%	5.6%	5.0%	5.0%	5.6%	7.3%	2.8%	3.1%	4.2%	5.9%
其中:经纪收入(百万元)	496	260	191	245	79	83	67	42	42	281
市场份额	8.11%	4.26%	3.12%	4.01%	1.29%	1.35%	1.10%	0.70%	0.69%	4.60%
投资收益(百万元)	771	457	171	149	105	182	22	26	18	349
可投入规模	5,140	3,048	1,143	993	699	1,213	145	175	122	2,325
自营投入比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
收益率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

数据来源：国泰君安证券

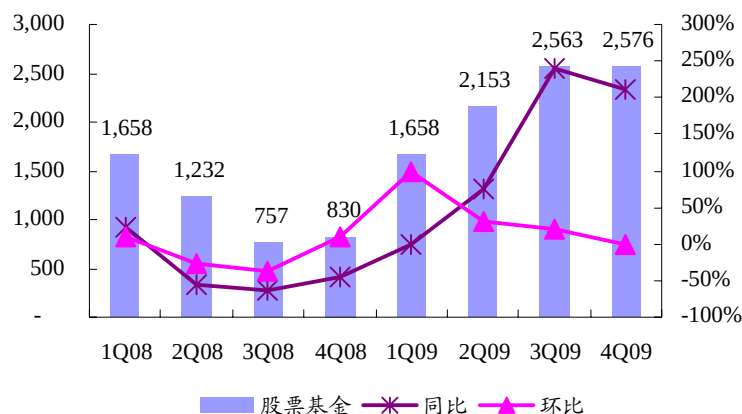
表 5 “直投+承销”已成为券商新的盈利模式，收益将超出预期

持股公司	投资对象	投入时间	持股数 (万股)	持股比例 (发行前)	投资成本(万元)	预期收益(万元,E)			限售期
						承销	直投	小计	
中信证券									
金石公司	神州泰岳	2009.5.18	210	2.22%	2,772	12,096	20,559	32,655	上市后 36 个月
金石公司	机器人	2008.6.3	320	6.96%	2,560	3,000	19,558	22,558	上市后 12 个月
中信创投	威创股份	2007.8.28	802	5%	2,941	5,592	21,993	27,585	上市后 12 个月
中信创投	理工监测	2007.6.26	250	5%	625	3,140	13,128	16,267	上市后 12 个月
合计						23,828	75,238	99,066	
海通证券									
中比基金	中元华电	2009.1.22	365	7.50%	2,363	2,931	1,566	4,497	上市后 1 年后可转让;
海通开元	银江股份	2009.3.28	150	2.50%	750	3000	4,986	7,986	但 2 年内不能超过 50%
合计					3,113	5,931	6,552	12,483	
国信证券									
弘盛投资	阳普医疗	2009.4.26	349	6.86%	978	1,330	7,757	9,087	上市后 36 个月

弘盛投资	钢研高纳	2009.5.19	340	3.99%	1361	2,600	5,284	7,884	上市后 36 个月
弘盛投资	金龙机电	2009.3.13	343	6.54%	919	3,392	5,598	8,989	上市后 36 个月
合计					3,259	7,322	18,639	25,961	

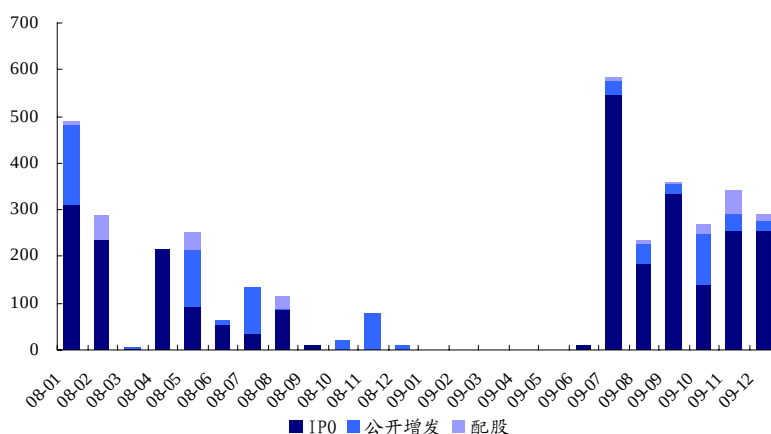
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 1 4 季度日均交易额已超过 3 季度的水平



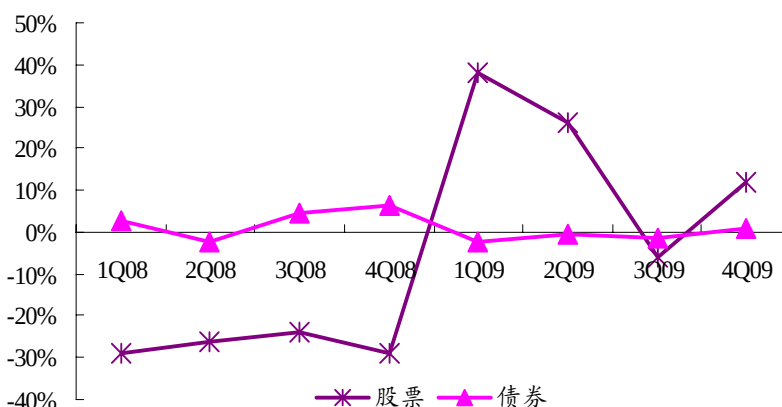
数据来源：国泰君安证券

图 2 股票承销呈现持续放量的态势



数据来源：国泰君安证券

图 3 4 季度自营业务要远远好于 3 季度



数据来源：国泰君安证券

表 6 主要上市公司盈利预测及投资评级

	EPS(元)			PE			PB	总市值 (亿元)	投资建议
	2008	2009	2010	2008	2009	2010			
辽宁成大	1.04	1.52	1.87	35	24	19	5.1	328	增持
海通证券	0.30	0.63	0.76	58	27	23	3.3	1,423	增持
中信证券	1.10	1.34	1.54	26	21	19	3.1	1,892	增持
吉林敖东	1.53	2.38	2.73	31	20	17	4.4	273	增持
中山公用	0.91	1.18	1.22	31	24	23	4.2	170	增持
锦龙股份	0.07	0.60	1.00	268	31	19	8.3	57	增持
光大证券	0.38	0.90	0.97	61	26	24	3.5	794	谨慎增持
宏源证券	0.37	0.86	1.05	60	26	21	5.1	326	谨慎增持
国元证券	0.36	0.54	0.78	55	36	25	2.5	386	谨慎增持
东北证券	0.71	1.46	1.71	57	25	22	7.8	237	谨慎增持
招商证券	0.56	0.96	1.05	51	30	27	4.5	1,030	中性
长江证券	0.42	0.60	0.76	43	30	23	4.3	388	中性
国金证券	1.51	0.52	0.67	31	44	34	8.9	231	中性

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com