

[2010.01.11]

创新业务终将尘埃落定

——证券行业周报（2010.1.4-1.8）

梁静

董乐

021-38676850

021-38676650

liangjing@gtjas.com

dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 周成交额2456亿元，融资融券、股指期货推出预期明确
- 推荐成大、中信、海通、光大

投资要点：

- 本周（1.4-1.8）在沪深300下跌2.67%的背景下，券商行业上涨1.17%；强于大盘，在广发三宝停牌的背景下，参股券商略跌0.53%，同样强于大盘。创新预期渐趋明朗是券商股表现好于市场的主要驱动因素。
- **经纪业务：**本周日均股票基金成交额为2456亿元、环比上涨4.33%。本周日均换手率1.63%、较上周大幅上涨42.5%。流通市值为14.6万亿元、较上周下降2.2%，换手率的上升为本周交易额增加的主要因素。
- **2009年经纪份额：**2009年宏源证券经纪份额同比增长25.5%，在我们所覆盖的上市券商中增幅第一，广发证券市场份额增长16.7%，在前10大券商中，增幅居首。在2009年市场交易气氛活跃，散户交易占比明显增加，佣金战日趋激烈的背景下，经纪业务市场集中度有所下滑，前10大券商集中度由2008年的49.6%，下降至2009年的48.8%，10家公司中仅3家市场份额有所增长。中信、海通、光大市场份额分别下降1.67%、3.22%与6.61%。
- **承销业务：**本周完成皖新传媒等15单IPO发行，募集资金合计127亿元，上市券商中，中信、广发、招商、国元、海通、宏源、东北证券均有项目发行，本周无公开增发或配股项目。本周完成华润电力债2家企业债完成发行，募集资金38亿元。
- **行业与公司动态：**国务院已原则同意开展融资融券与股指期货业务，创新业务进展速度超出预期，预计融资融券试点工作可随即展开，而股指期货3月后即有望推出，券商股，尤其是大券商将最大程度的受益于上述两项业务的推出。广发证券借壳方案公告，方案内容基本不变，“广发三宝”将于1月11日复牌，复牌后估值相对于现价将有50%左右的溢价空间。
- **行业评级：**对行业我们维持增持的评级。其主要理由有两个：（1）创新预期已基本明确，股指期货和融资融券不仅为券商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。（2）券商4季度业绩增长预期十分明确。1月份将进入业绩预增的高峰期。
- **个股推荐：**我们仍然承继4季度策略的观点，大好。首先，大券商对创新相对敏感，在目前市场对融资融券与股指期货推出预期十分明确的背景下，大券商受益程度最高；其次，大券商的估值相对便宜；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是成大、中信、海通和光大。
- **参股组合：**继续推荐北京城建、宏图高科、锦龙股份、桂东电力。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

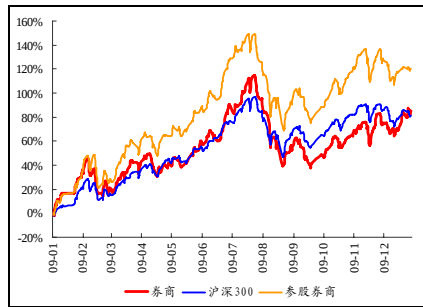
细分行业评级

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

海通证券	增持
中信证券	增持
辽宁成大	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
宏源证券	谨慎增持
东北证券	谨慎增持
国元证券	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

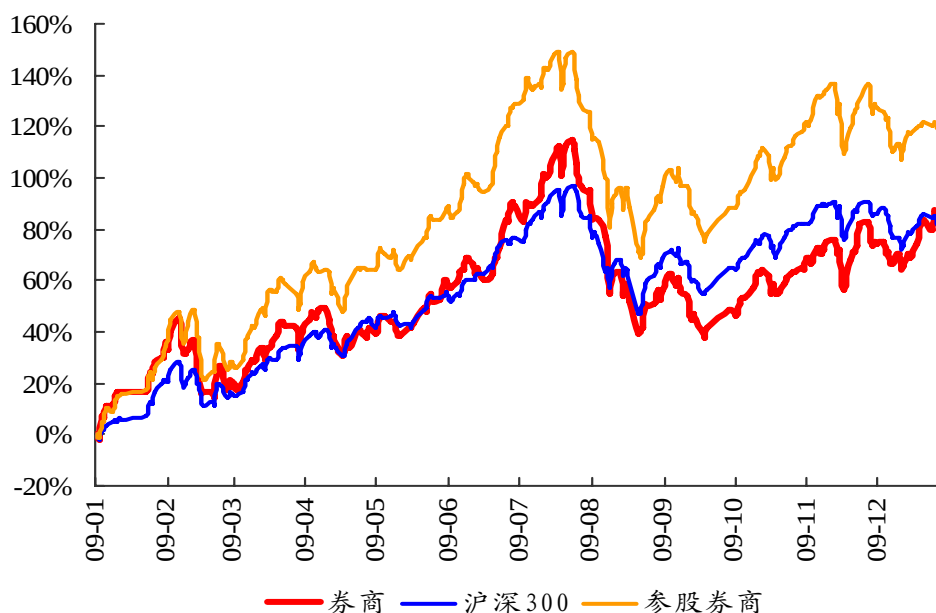


相关报告

- 2009年及4季度上市券商业绩预测
(10.01.06)
- 创新业务推出水到渠成
(10.01.04)
- 券商股是股指期货最大的受益者
(09.12.30)
- 更新报告：广发预期已明，三宝重估在即
(09.12.27)
- 行业周报：全年日均交易额翻番无疑
(09.12.27)
- 更新报告：创新和业绩双驱动，行业前景依然
(09.12.21)
- 行业周报：创新为明年投资主线
(09.12.12)
- 年度策略报告：创新，革命
(09.12.01)

1. 券商持续跑赢大盘

图 1 本周（1.4-1.8）在沪深 300 下跌 2.67% 的背景下，券商行业上涨 1.17%；强于大盘，在广发三宝停牌的背景下，参股券商略跌 0.53%，同样强于大盘。创新预期渐趋明朗是券商股表现好于市场的主要驱动因素。

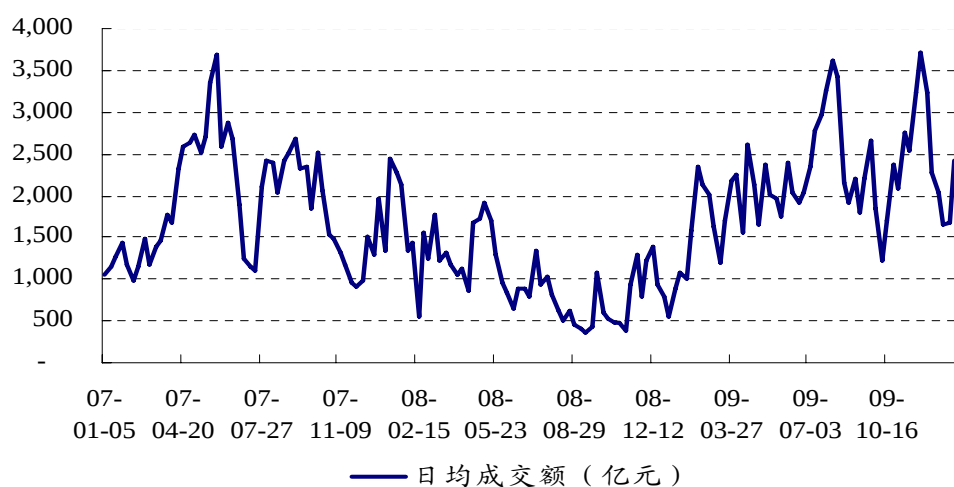


数据来源：WIND，国泰君安证券

2. 业务数据

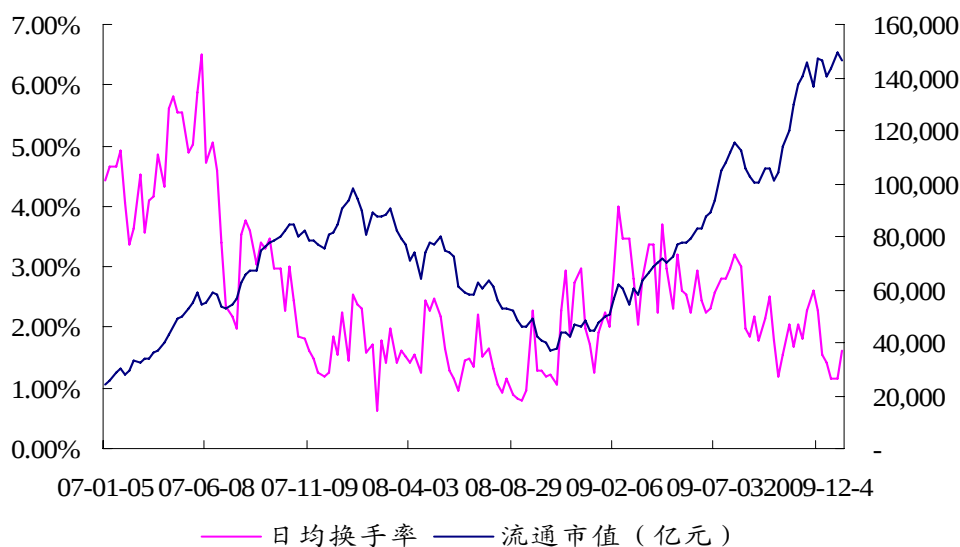
2.1. 经纪业务

图 2 本周日均股票基金成交额为 2456 亿元、环比上涨 4.33%。



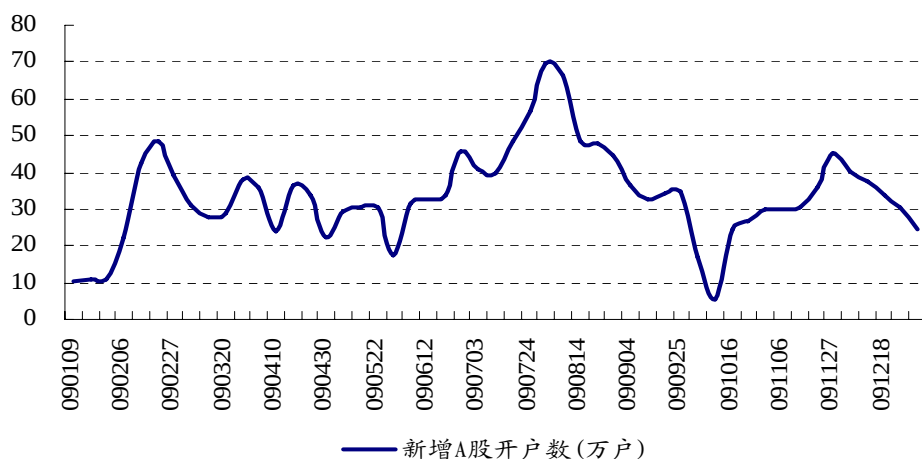
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 3 换手率和市值变化。本周日均换手率 1.63%、较上周大幅上涨 42.5%。流通市值为 14.6 万亿元、较上周下降 2.2%，换手率的上升为本周交易额增加的主要因素。



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 4 上周（12.28-12.31）新增 A 股开户数达 24.4 万户，较上周下降 20.4%。



数据来源：WIND，国泰君安证券

表 1 2009 年宏源证券经纪份额同比增长 25.5%，在我们所覆盖的上市券商中增幅第一，广发证券市场份额增长 16.7%，在前 10 大券商中，增幅居首。在 2009 年市场交易气氛活跃，散户交易占比明显增加，佣金战日趋激烈的背景下，经纪业务市场集中度有所下滑，前 10 大券商集中度由 2008 年的 49.6%，下降至 2009 年的 48.8%，10 家公司中仅 3 家市场份额有所增长。中信、海通、光大市场份额分别下降 1.67%、3.22%与 6.61%。

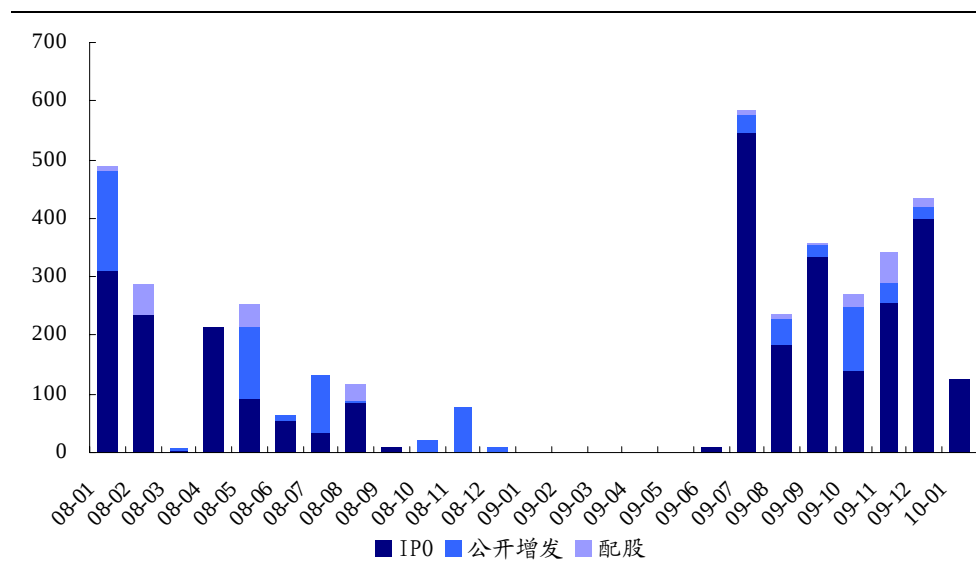
排名	券商	股票基金成交金额 (亿元)	市场份额	市场份额较 前 3 季度变化	市场份额较 2008 年变化
1	中信证券	90,685	8.30%	-1.09%	-1.67%
2	华泰证券	62,483	5.72%	0.17%	-5.54%

3	银河证券	59,581	5.45%	-1.18%	-4.84%
4	国泰君安	53,841	4.93%	-1.64%	-5.55%
5	国信证券	51,376	4.70%	0.03%	2.54%
6	广发证券	51,317	4.70%	0.87%	16.69%
7	海通证券	44,937	4.11%	-0.32%	-3.22%
8	招商证券	44,288	4.05%	0.65%	5.85%
9	申银万国	41,721	3.82%	-0.14%	-9.59%
10	光大证券	33,600	3.07%	-0.15%	-6.61%
11	齐鲁证券	28,990	2.65%	1.56%	32.69%
12	安信证券	28,533	2.61%	0.15%	15.98%
13	中投证券	27,304	2.50%	0.06%	0.45%
14	方正证券	19,083	1.75%	0.47%	58.04%
15	长江证券	16,134	1.48%	2.66%	3.24%
16	东方证券	15,792	1.45%	-0.36%	-10.51%
17	兴业证券	15,396	1.41%	0.25%	-2.48%
18	宏源证券	13,924	1.27%	0.47%	25.51%
19	华西证券	12,946	1.18%	0.94%	6.43%
20	中金公司	12,615	1.15%	-4.02%	-22.27%
22	国元证券	11,657	1.07%	1.48%	13.88%
36	东北证券	8,195	0.75%	-0.24%	2.32%
37	国金证券	8,055	0.74%	-1.18%	7.36%
44	西南证券	6,813	0.62%	4.92%	14.81%
63	太平洋	3,288	0.30%	1.09%	18.32%

数据来源：沪、深交易所，国泰君安证券

2.2. 承销业务

图 5 本周完成皖新传媒等 15 单 IPO 发行，募集资金合计 127 亿元，上市券商中，中信、广发、招商、国元、海通、宏源、东北证券均有项目发行，本周无公开增发或配股项目。



数据来源：WIND，国泰君安证券

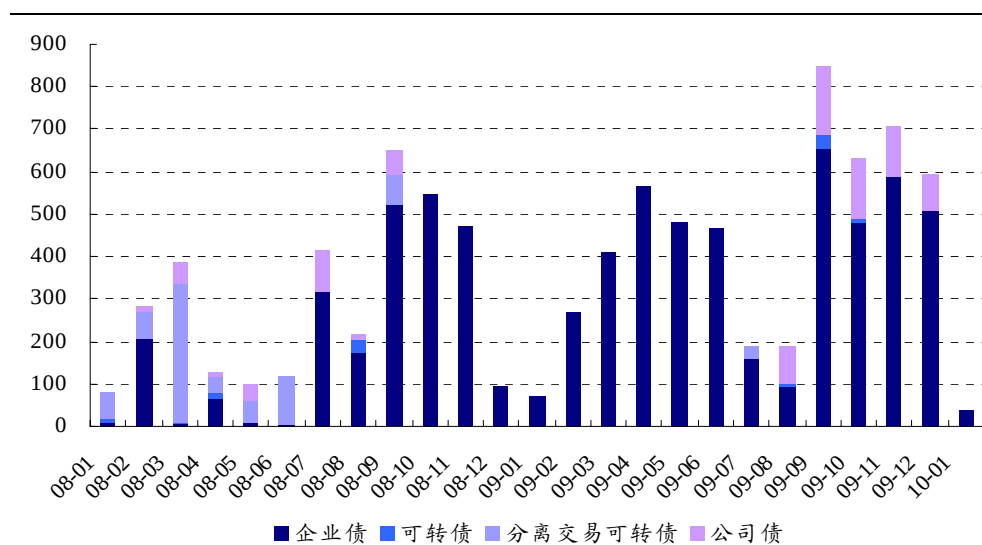
发行审批方面，本周过会 4 家 IPO 项目，预计募集资金 11.4 亿元左右。

表 2 2010 年上市券商公开发行承销规模

	募集资金（亿元）	市场份额
平安证券	38.9	21.2%
安信证券	27.0	14.7%
国泰君安	25.2	13.7%
招商证券	16.9	9.2%
国元证券	13.0	7.1%
中信证券	10.2	5.6%
渤海证券	9.3	5.1%
国信证券	7.7	4.2%
中德证券	7.5	4.1%
金元证券	6.2	3.4%
广发证券	5.8	3.2%
海通证券	5.5	3.0%
东北证券	5.3	2.9%
宏源证券	5.2	2.8%

数据来源：WIND，国泰君安证券

图 6 本周完成华润电力债 2 家企业债完成发行，募集资金 38 亿元，由中金公司完成。



数据来源：WIND，国泰君安证券

3. 行业与公司动态

表 3 行业动态

日期	事件	影响及简要评述
2010.1.8	证监会公告，融资融券与股指期货已获国务院原则同意	对于融资融券，证监会将按照“试点先行、逐步推开”的原则，择优选择优质证券公司进行融资融券业务的首批试点。相关法律法规以及操作规则已基本准备就绪，预计随后即可开始试点。 对于股指期货，证监会将统筹股指期货上市前的各项准备工作，预计3月后即可正式启动。 券商将成为融资融券与股指期货推出的最大受益者（详见我们的相关报告）。

表 4 公司动态预测

公司	事件	影响及简要评述
广发证券 (000776)	广发证券借壳方案不变，“广发三宝”11日起复牌，延边路仍需走重组流程，继续停牌。	借壳方案维持不变符合预期，广发借壳上市后的合理定位在30-35倍之间，保守估计对应市值在1640-1740亿元，对应于广发三宝目前的市值约有50%甚至于更高的溢价空间。
光大证券 (601788)	光大证券发布业绩快报，2009年EPS0.84元	公司业绩好于预期，我们推测公司4季度将中国远洋全部出售，兑现浮亏并冲回资产减值损失，未来减值风险得以完全释放。
招商证券 (600999)	招商证券发布业绩预增公告，2009年不含非经常性损益同比增长60%以上。	我们预计公司2009年扣除博时基金股权转让后EPS0.9元，好于预期。
宏源证券 (000562)	公司获批设立北京资产管理分公司	公司已完成一支集合理财产品的发现，分公司的设立有利于公司更好经营资产管理业务。
长江证券 (000783)	长江证券获准新设4家营业部	长江证券获准在北京市、河南省新乡市、湖北省黄石市、湖北省恩施市各设立1家证券营业部

4. 投资策略

4.1. 维持行业增持

对行业我们维持增持的评级。其主要理由有两个：(1) 创新预期已基本明确，股指期货和融资融券不仅为券商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。(2) 券商4季度业绩增长预期十分明确。1月份将进入业绩预增的高峰期。

4.2. 大好，推荐辽宁成大、中信、海通、光大

我们仍然承继4季度策略的观点，大好。首先，大券商对创新相对敏感，在目前市场对融资融券与股指期货推出预期十分明确的背景下，大券商受益程度最高；其次，大券商的估值相对便宜；而随着市场走好，大券商的弹性也将显现出来。

- “广发三宝”复牌，估值水平较目前股价将50%以上的溢价空间，除广发证券上市对“三宝”估值提升外，广发证券本身也较大程度的受益于股指期货与融资融券的推出。

- 中信证券将双重受益于股指期货的推出，中信建投与华夏基金股权转让预期将逐步明朗，即便考虑股权转让对业绩的负面影响，2010年 PE23 倍，PB2.8 倍，在券商股中估值优势明显。
- 海通证券资本实力行业领先，将最大程度的受益于融资融券与股指期货的推出，目前 2010 年 PE25 倍、PB3.6 倍
- 在完成 IPO 融资后，光大资本实力大幅提升，公司自营风格较为激进，在 4 季度市场指数大幅增长的背景下，公司 4 季度业绩将实现快速增长，目前股价对应 2009 年 PE27 倍，具备估值优势。

表 5 对个股的选择和推荐

推荐公司	推荐理由	EPS(元)	目标价(元)	催化剂
首推				
广发三宝	● 广发业绩弹性适中，攻守兼备； ● 广发上市预期明确，将推动估值提升； ● 油价上涨推动成大价值重估； ● 受益于创新业务预期明朗	成大：1.84； 公用：1.22； 教东：2.73	成大：66； 公用：43； 教东：68；	● 梅雁诉讼案的终审判决； ● 市场趋势修复，交易额重新放量； ● 创新业务超出预期
稳健组合				
中信证券	● 估值已经接近安全边际； ● 创新溢价将逐步体现在业绩中； ● 子公司股权整合仍存不确定性，但已逐步被市场消化。	1.54	40	● 市场趋势修复，交易额重新放量； ● IPO 及创业板提速； ● 子公司股权整合超出预期； ● 创新业务超出预期
海通证券	● 估值已经接近安全边际； ● 创新溢价将逐步体现在业绩中； ● 金融控股或上海国际金融中心的实质性推动	0.76	20	● 市场趋势修复，交易额重新放量； ● IPO 及创业板提速； ● 创新业务超出预期； ● 上海国际金融中心建设的加速推进。
光大证券	● 受益于融资融券和股指期货推出； ● 自营将超出预期，业绩弹性好	0.99	30	● 市场趋势修复，交易额重新放量； ● IPO 及创业板提速； ● 创新业务超出预期；
进取组合				
宏源证券	● 对自营和交易额弹性最高；	1.05	25	● 市场趋势修复，交易额重新放量；
锦龙股份	● 对交易额敏感度最高； ● 有进一步的金融资产整合预期	1.00	22	● 市场交易额重新放量； ● 资产注入预期明朗
国元证券	● 中小券商中最有可能受益于融资融券 ● 有进一步的并购整合预期 ● PB 估值有优势	0.78	27	● 市场趋势修复，交易额重新放量 ● 创新业务超预期 ● 并购整合超预期

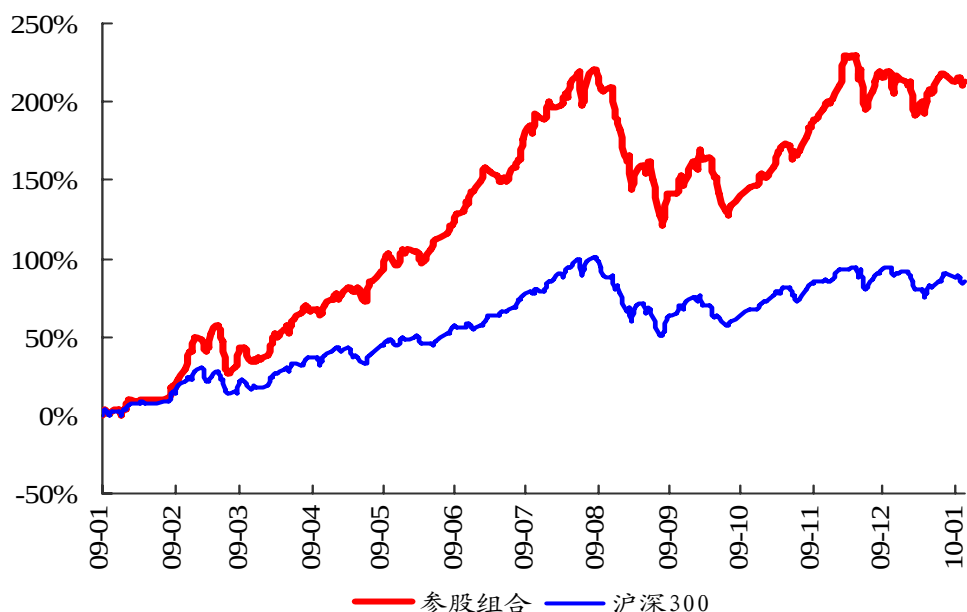
表 6 广发三宝业绩及估值（2009E）

	持股广发比例	每股广发含量(股)	EPS(元)	PE	BVPS	PB	隐含广发市值(亿元)
辽宁成大	25.94%	0.58	1.52	24.2	5.51	6.91	1,255
吉林敖东	25.78%	0.90	2.38	21.9	8.45	5.82	1,063
中山公用	14.25%	0.48	1.18	22.7	5.64	5.40	1,241

注：持有广发股权比例是基于广发借壳上市前，且考虑到股权激励的情况。

4.3. 参股券商投资策略

图 7 我们上周推荐的参股券商组合下跌 1.47%，略强于大盘 2.67% 的涨幅。自 7 月初推出参股组合以来，我们推荐的组合上涨 20.89%，强于大盘 9.91% 的涨幅。目前 4 家公司估值水平仍处安全水平，市场反弹的继续、相关参股券商上市预期的明朗将继续成为其股价的催化剂。



数据来源：WIND，国泰君安证券

表 7 本周我们仍然维持北京城建、宏图高科、锦龙股份以及桂东电力作为参股投资组合。

上市公司		北京城建	宏图高科	锦龙股份	桂东电力
主业情况	所属行业	房地产	商业零售	公用事业	电力
	主业业绩(EPS,元)	0.6	0.3	0	0.55
	估值倍数(PE)	27	35	25	25
参股券商情况	券商	国信	华泰	东莞	国海
	参股比例	4.9%	3.28%	40%	14.80%
	第几大股东	5	7	1	2
	每股含量(股)	0.46	0.33	0.72	0.76
	每股券商市值(元)	9	8-9	25	19
推荐情况	目标价	25	20	25	33
	推荐理由	未反映所含券商价值 北京区域地产龙头 具备创投概念	主业安全边际高; 未反映所含券商 价值	业绩对交易额弹性高于所 有上市券商; 金融资产有继续注入可能	券商含量极高; 未完全反映所含券 商价值
	催化剂	国信上市预期明朗	华泰将于 11 月 30 日上会	交易额继续放量; 金融资产注入预期明朗	国海借壳向前推进

表 8 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	1.48	1.84	37	26	21	5.3	344	增持
海通证券	0.30	0.64	0.76	63	30	25	3.6	1,558	增持
中信证券	1.10	1.35	1.54	29	24	21	3.5	2,139	增持
吉林敖东	1.53	2.38	2.73	32	21	18	4.5	282	增持
中山公用	0.91	1.18	1.22	33	26	25	4.5	183	增持
锦龙股份	0.07	0.60	1.00	309	36	22	9.6	66	增持
光大证券	0.38	0.84	0.97	74	33	29	4.3	961	谨慎增持
宏源证券	0.37	0.89	1.05	66	27	23	5.5	355	谨慎增持
国元证券	0.36	0.61	0.78	61	36	28	2.8	430	谨慎增持
招商证券	0.56	0.90	1.05	55	34	29	4.8	1,095	中性
长江证券	0.42	0.62	0.76	49	33	27	4.9	444	中性
东北证券	0.71	1.47	1.71	58	26	22	7.9	241	增持
国金证券	1.51	0.52	0.67	32	46	36	9.4	242	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