



1999-2009

国泰君安证券十周年

行 成 于 思 · 专 业 致 远



Providing Diamond Quality Service
Adding To Our Clients' Value

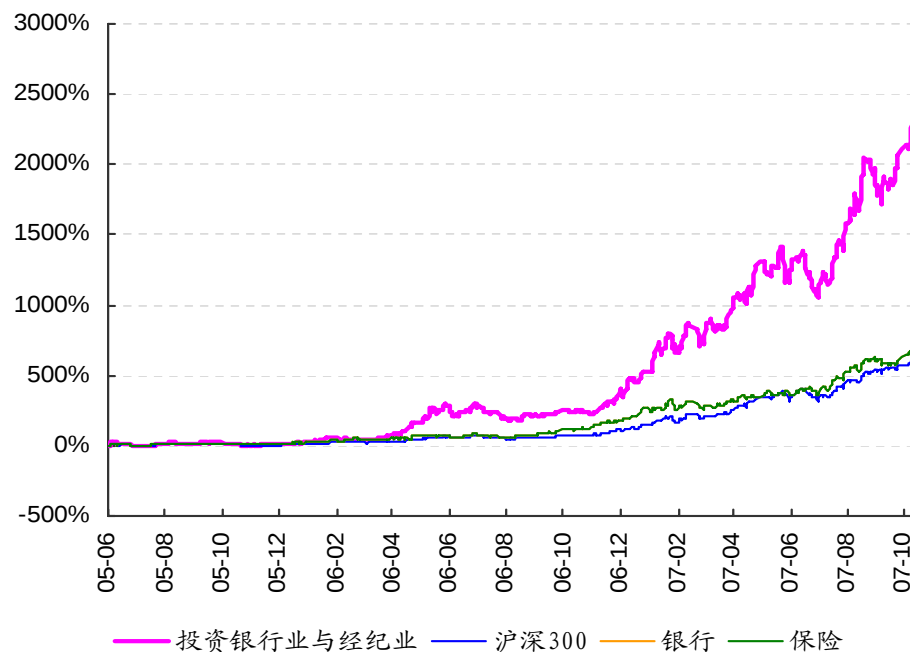
证券行业：创新 ● 革命

梁静

二零零九年十二月



引子:券商股的春天还有吗?





主要观点： 创新革命， 爆发在即

- 创新决定空间:创新将引爆行业的二次革命
- 业绩支撑估值:市场价升量涨趋势确立
- 证券行业增持！
- 大券商： 首推辽宁成大、海通证券
- 中小券商： 关注弹性
- 参股券商： 关注主业支撑和上市进程



主要内容

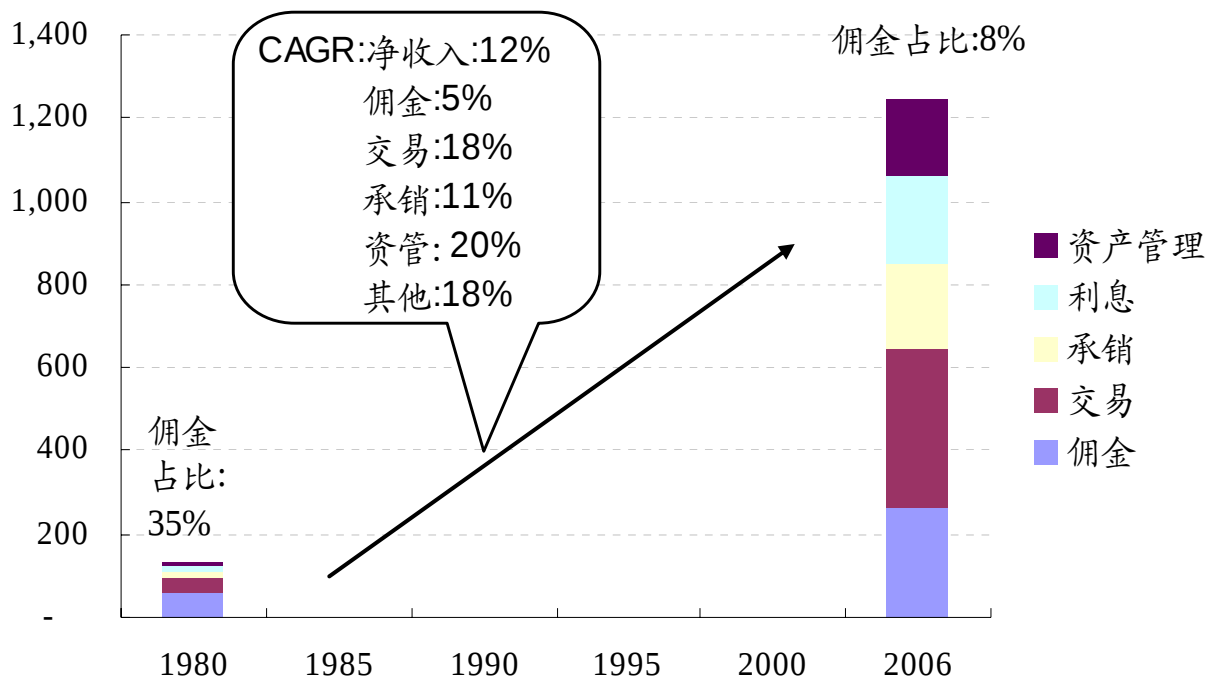
➤ 创新：行业再次爆发的催化剂

- 业绩：传统业务驱动业绩快速增长
- 策略：超配券商股



创新：行业再次爆发的催化剂

- 美国案例：
创新对证券行业的意义无论如何强调都不过分！

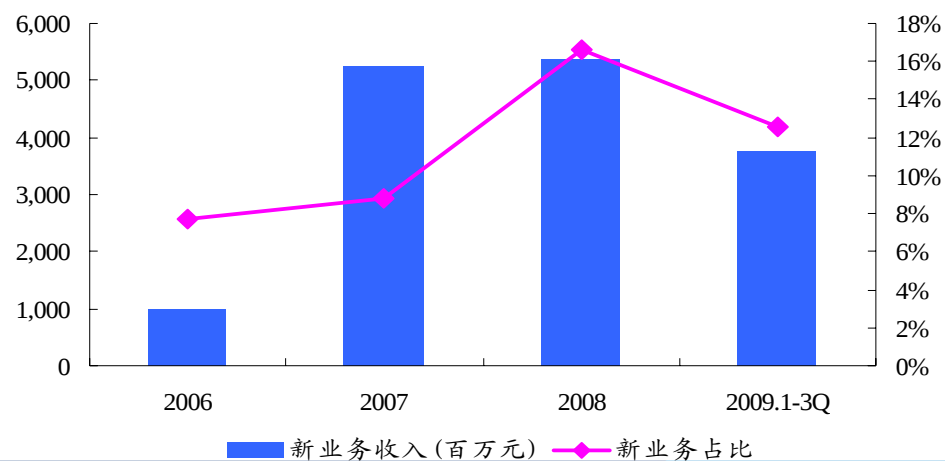
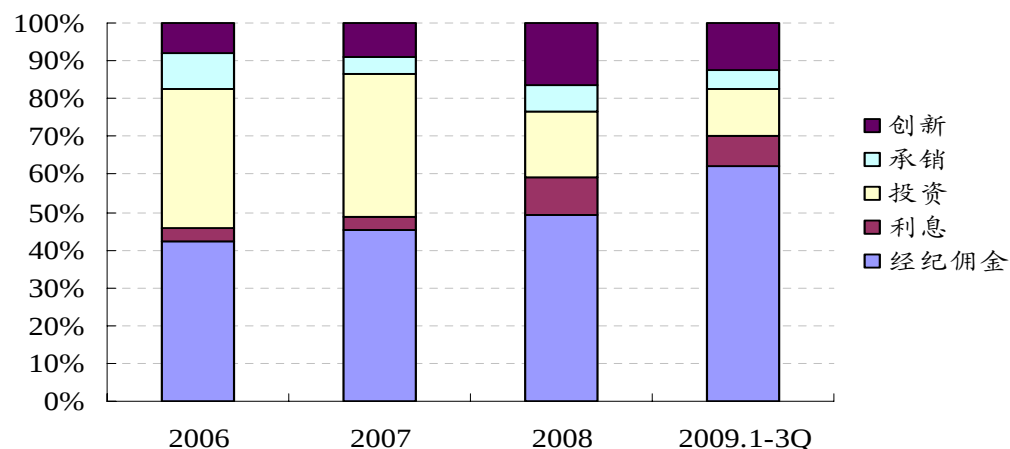




创新：行业再次爆发的催化剂

- 我国券商：新业务全面铺开

传统业务仍为主，但以大资产管理为代表的新业务已经初具规模





创新：行业再次爆发的催化剂

- 2009：创新元年？

- 资产管理规模化
- 直接投资松绑
- 融资融券、股指期货预期渐明朗

持股公司	投资对象	投入时间	持股比例(发行前)	投资成本(万元)	预期收益(百万元,E)		
					承销	直投	小计
中信证券							
金石公司	神州泰岳	2009.5.18	2.22%	2,772	121	229	350
金石公司	机器人	2008.6.3	6.96%	2,560	30	220	250
中信创投	威创科技	2007.8.28	5%	2,941	56	260	315
中信创投	理工监测	2007.6.26	5%	625	10	59	69
合计					217	767	984
海通证券							
中比基金	中元华电	2009.1.22	7.50%	2,362	29.31	173	202
海通开元	银江股份	2009.3.28	2.50%	750	30	61	91
合计				3,112	59	234	293



创新：行业再次爆发的催化剂

- 股指期货和融资融券将成为行业革命的催化剂
- 愈来愈强烈的推出预期：
 - 市场的发展迫切需要市场结构和制度的突破：创业板已经推出，融资融券和股指期货还会远吗？
 - 推出已没有技术障碍：
 - 舆论引导愈来愈强烈：“股指期货将成为下一个市场热点”



创新：行业再次爆发的催化剂

• 股指期货和融资融券将成为行业革命的催化剂

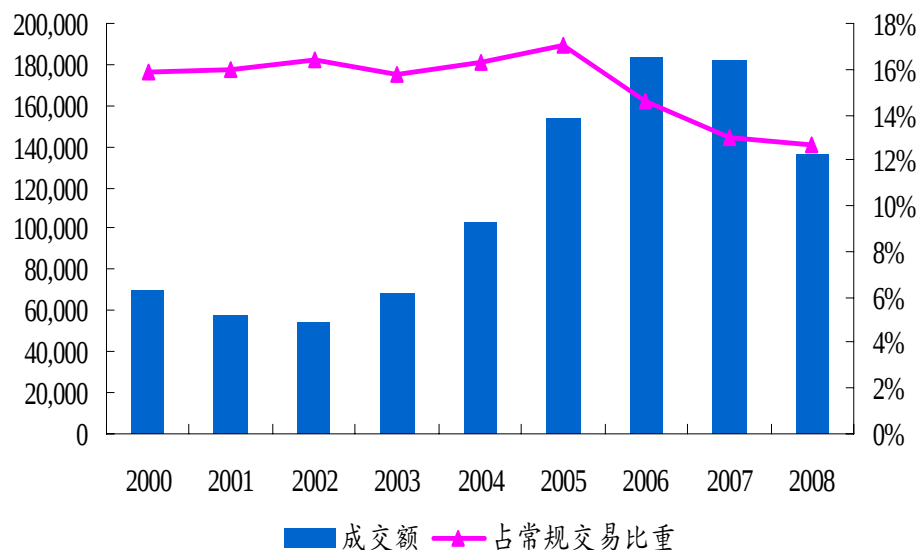
业务类别	直接影响	间接影响
融资融券	(1) 带来利息收入 (2) 增量经纪手续费和管理费收入	(1) 活跃市场，推动市场交易额的提升 (2) 加速经纪份额向试点券商、资本实力雄厚的券商集中，改变经纪竞争格局 (3) 试点券商对佣金率的议价能力开始显现：佣金不打折！ (4) 增大杠杆，提升ROE
股指期货	(1) 带来期货交易额和佣金、以及结算收入的大幅增长； (2) 改变投资业务盈利模式，使得投资业务的套利、避险等将能够实施；	(1) 在牛市中推出股指期货将对现货交易额有较大的推动作用； (2) 为规避承销业务风险提供了可能； (3) 改变了投资业务高风险特征，为投资和资产管理规模化扩张提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



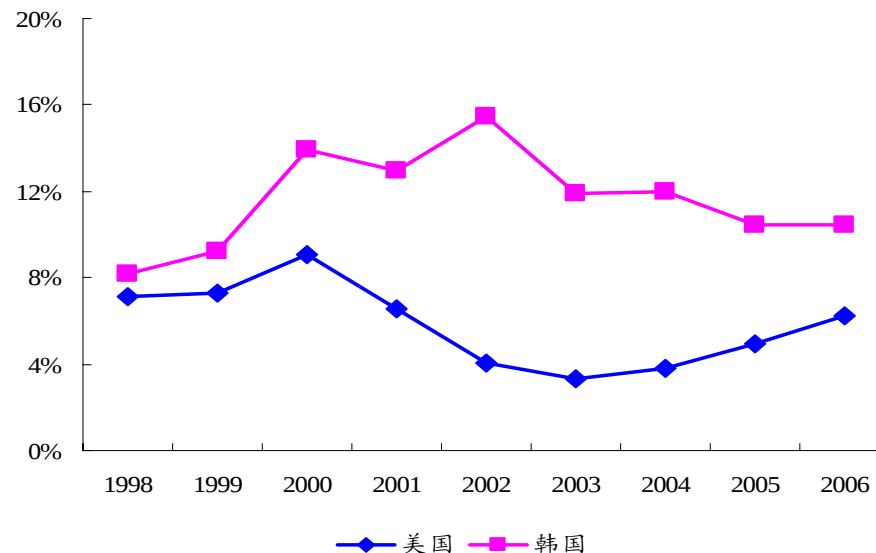
创新：行业再次爆发的催化剂

- **融资融券：** 境外经验，融资交易额占比以及利息收入均可超**10%**！

日本融资融券交易额及其在常规交易中占比



美国和韩国证券行业利息收入对营业净收入的贡献度





创新：行业再次爆发的催化剂

- **融资融券：**长期净收入占比可望超过**20%**！

	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%



创新：行业再次爆发的催化剂

- 融资融券：
 - 资本实力和经纪规模决定受益程度；
 - 海通、光大等弹性高；

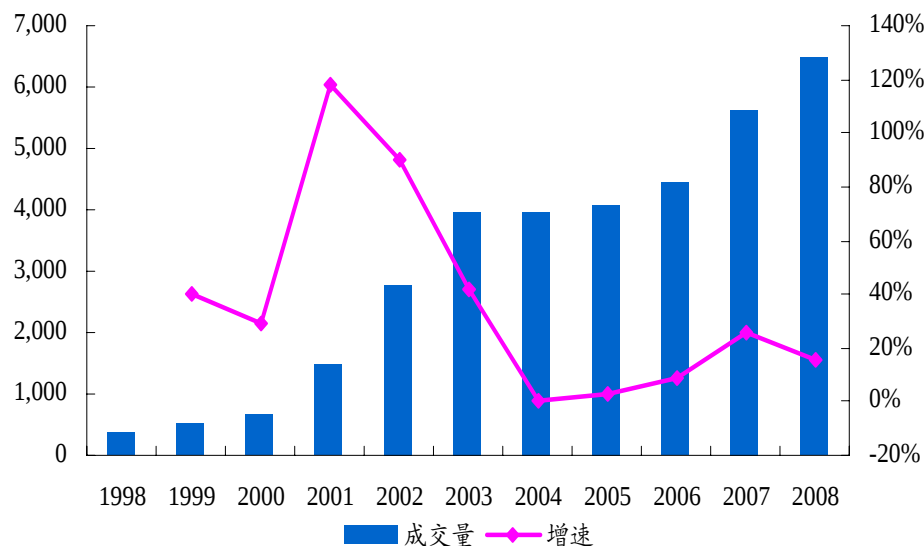
	中信	海通	光大	招商	宏源	长江	国元	东北	国金	广发
融资融券净入(百万元)	705	709	395	311	87	141	264	39	41	198
营业收入占比	2.7%	5.6%	5.4%	3.9%	2.6%	3.9%	8.3%	1.8%	2.8%	1.8%
其中:利息收入	447	449	251	197	55	89	167	25	26	125
融资规模/净资本	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
融资利息	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
手续费收入	258	259	145	114	32	52	97	14	15	72



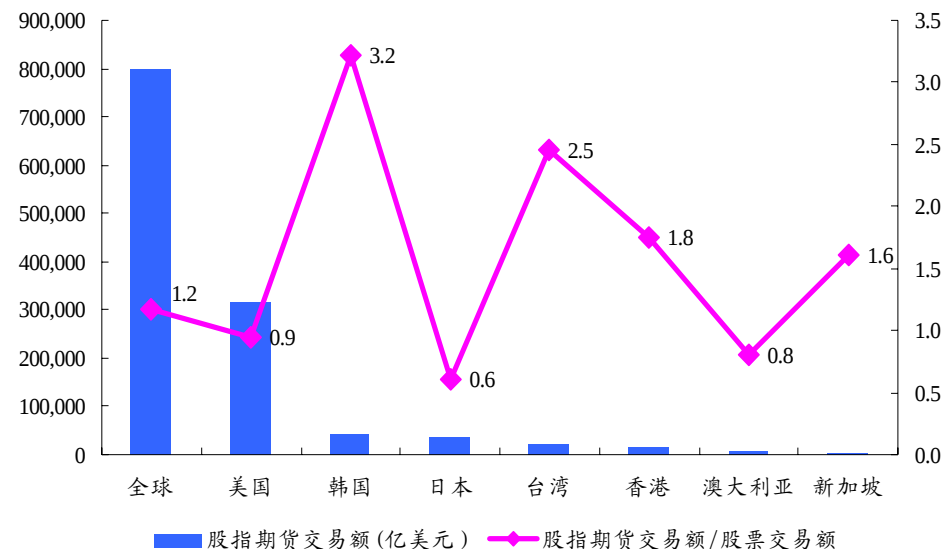
创新：行业再次爆发的催化剂

- **股指期货：**交易额超过现货没有疑问，可望达到**3倍**！

全球金融衍生品交易额快速增长(1998-2008,百万)



金融期货市场规模已经超过现货市场规模 (2006)

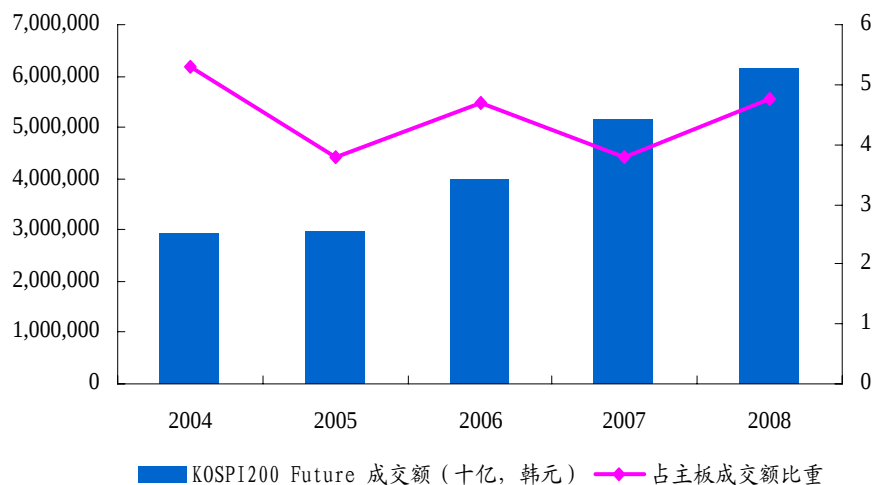




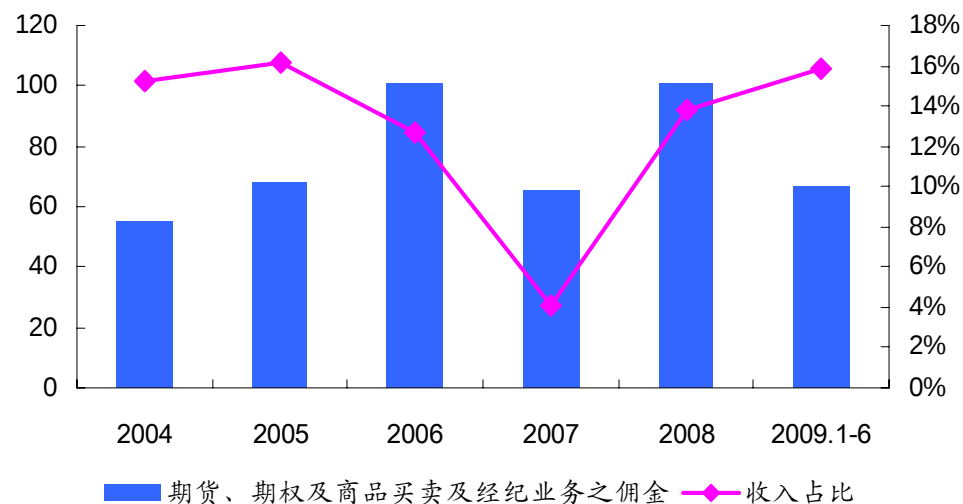
创新：行业再次爆发的催化剂

- **股指期货：**交易额超过现货没有疑问，可望达到**3倍**！

韩国KOSPI200Future期货成交额占主板市场成交额4-5倍



大福证券期货佣金对净收入贡献度达到16%





创新：行业再次爆发的催化剂

- **股指期货：** 收入占比亦可升至**20%**！

	试点期			全面铺开期		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
股指期货	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%

创新：行业再次爆发的催化剂

- 股指期货：

- 资本、经纪、创新、投资管理等多维决定;
- 广发、海通等受益居前

[illegible]



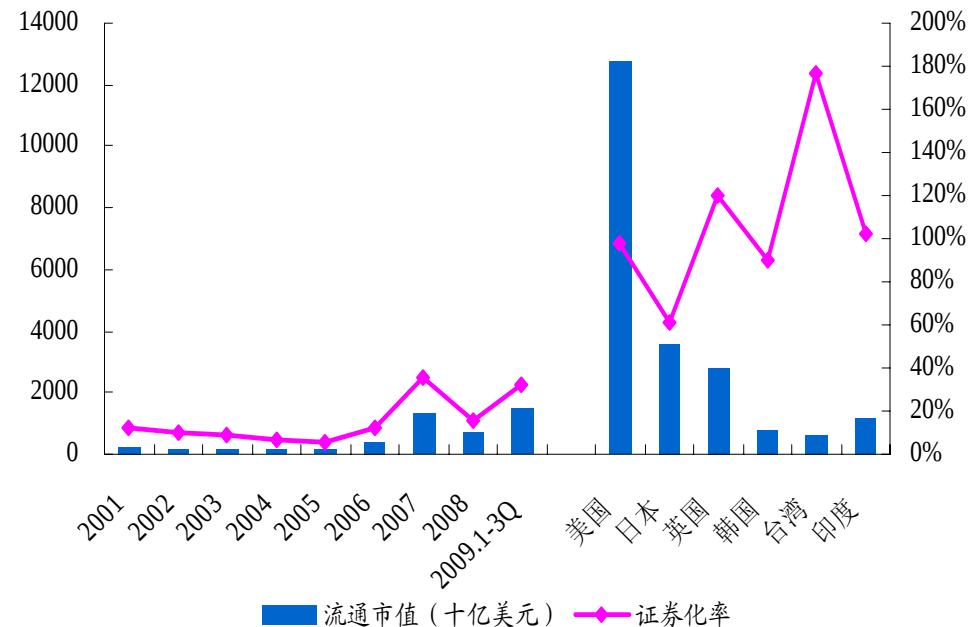
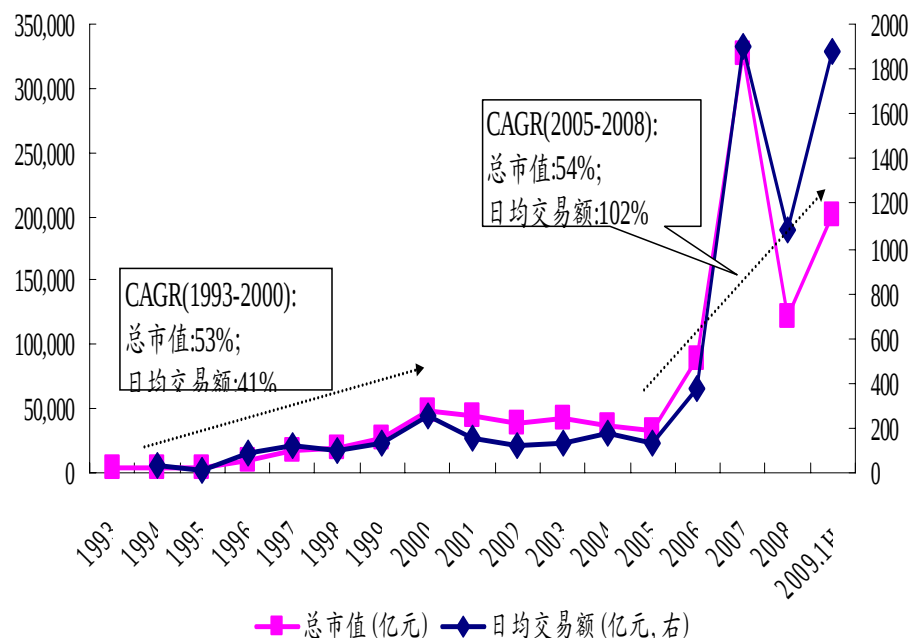
主要内容

- 创新：行业再次爆发的催化剂
- 业绩：传统业务驱动业绩快速增长
- 策略：超配券商股



业绩：传统业务驱动业绩快速增长

- 长期成长无忧：证券化进程驱动成长





业绩：传统业务驱动业绩快速增长

- 长期成长无忧：证券化进程驱动成长

根据证券化率对流通市值增长的测算

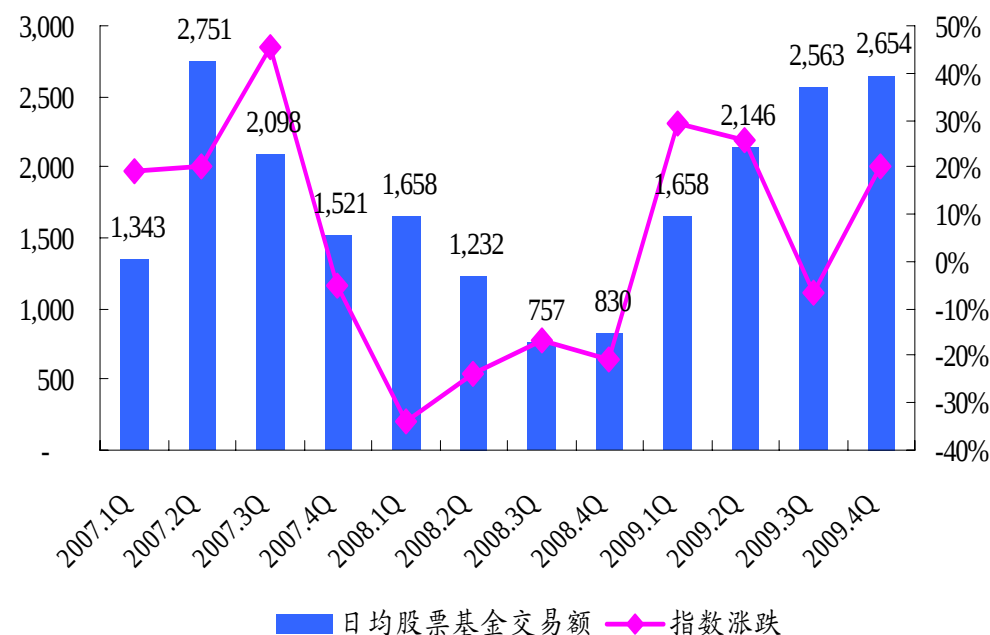
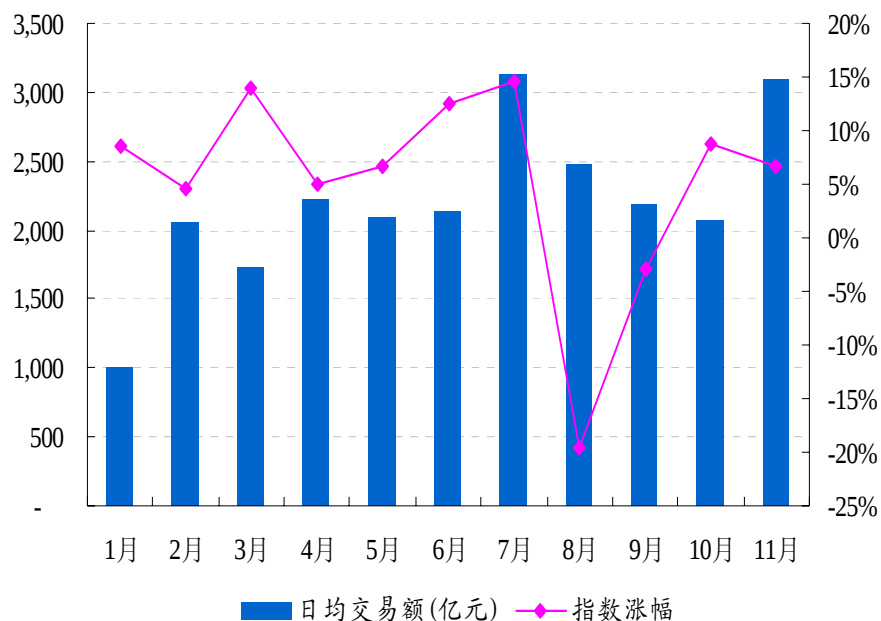
证券化率年均增速假设	5%	10%	15%	20%	25%
2014年流通市值(亿元)	170,860	215,604	269,267	333,119	408,548
2014年的资本化率	52.2%	65.9%	82.3%	101.9%	124.9%
市值复合增速(2010-2014)	13.4%	18.8%	24.2%	29.6%	35.0%



业绩：传统业务驱动业绩快速增长

- **经纪业务：**交易额同比快速增长可期

- 日均交易额逐季上升，4季度2654亿元，11月份超过3000亿元！
- 历史规律来看，1季度交易额环比明显走高；
- **2010年上半年交易额同比增长40%以上！**



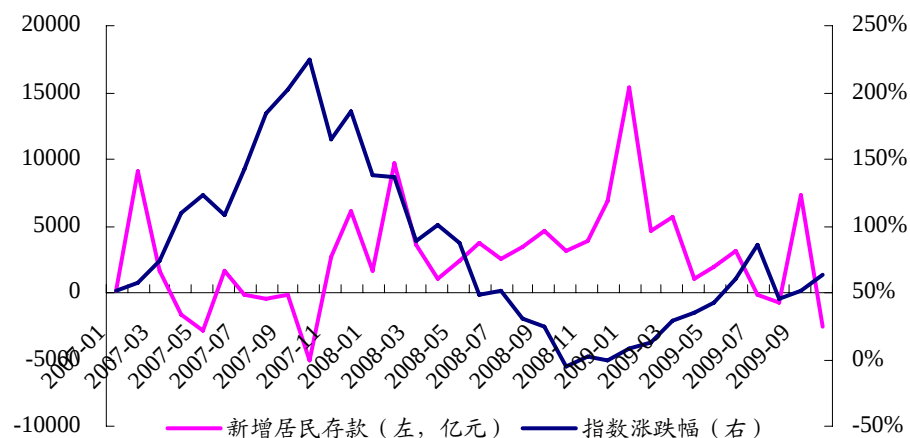
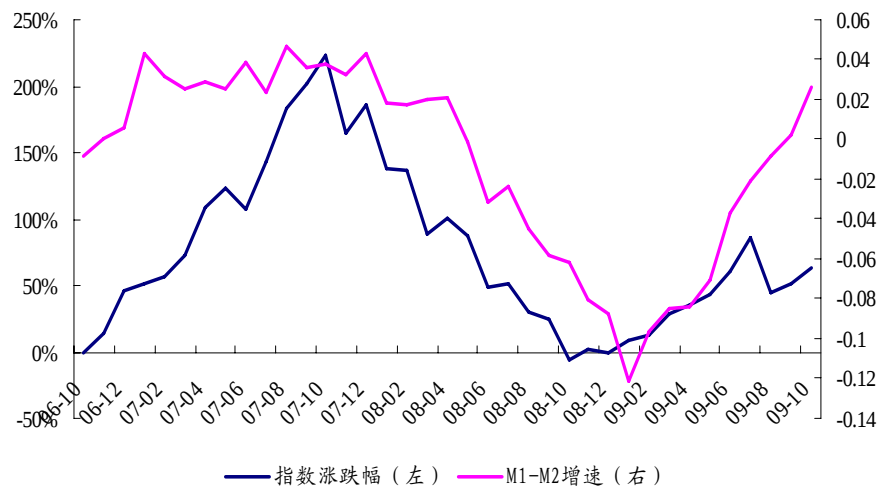


业绩：传统业务驱动业绩快速增长

- **经纪业务：** A股交易量维持高位是大概率事件
 - 2010年适度宽松的货币政策依然，上半年流动性依然宽松
 - 储蓄搬家效应逐步显现

充裕的流通性依然是左右市场趋势的关键因素

新增居民存款转负，储蓄搬家效用开始显现

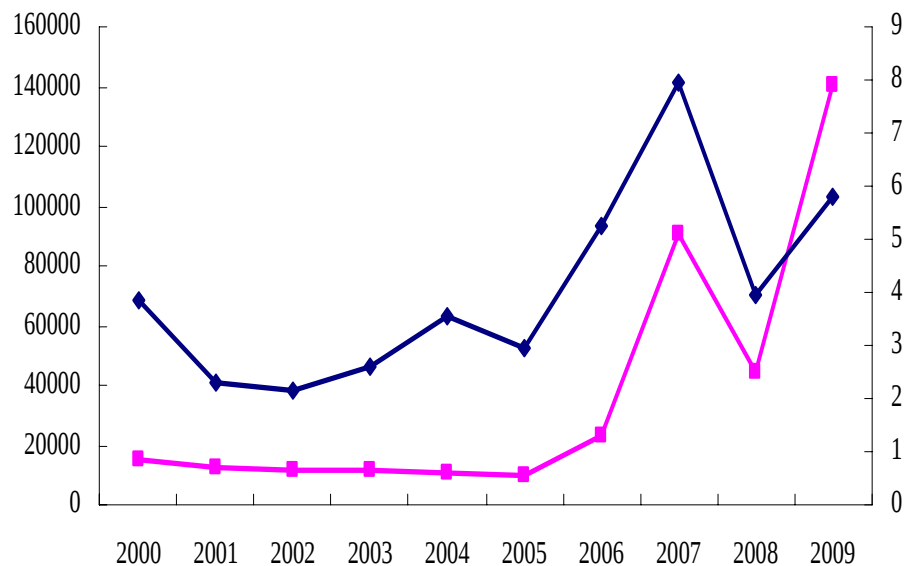




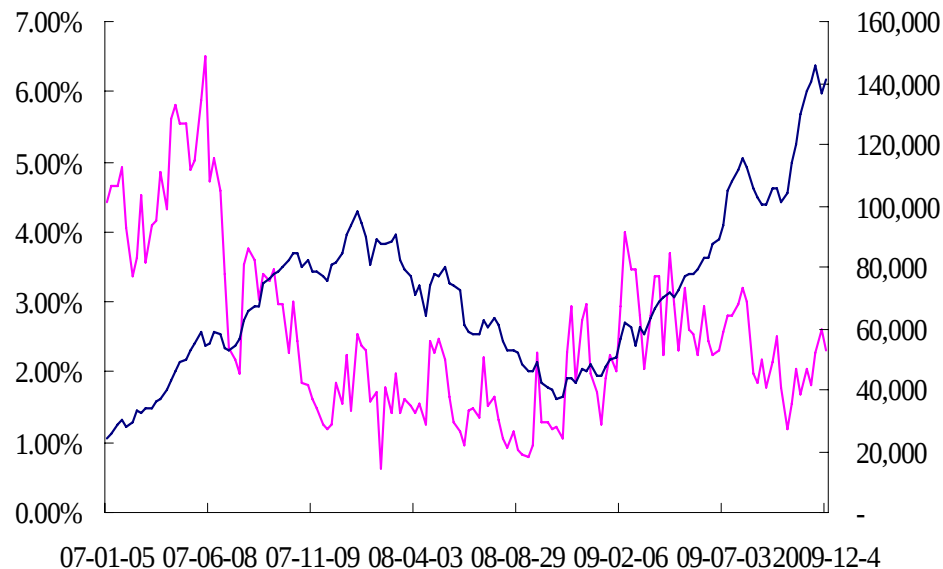
业绩：传统业务驱动业绩快速增长

- 经纪业务：规模扩张驱动成长

- 流通市值决定业务规模
- 换手率并没有显著增长



— 流通市值 (亿元) — 换手率



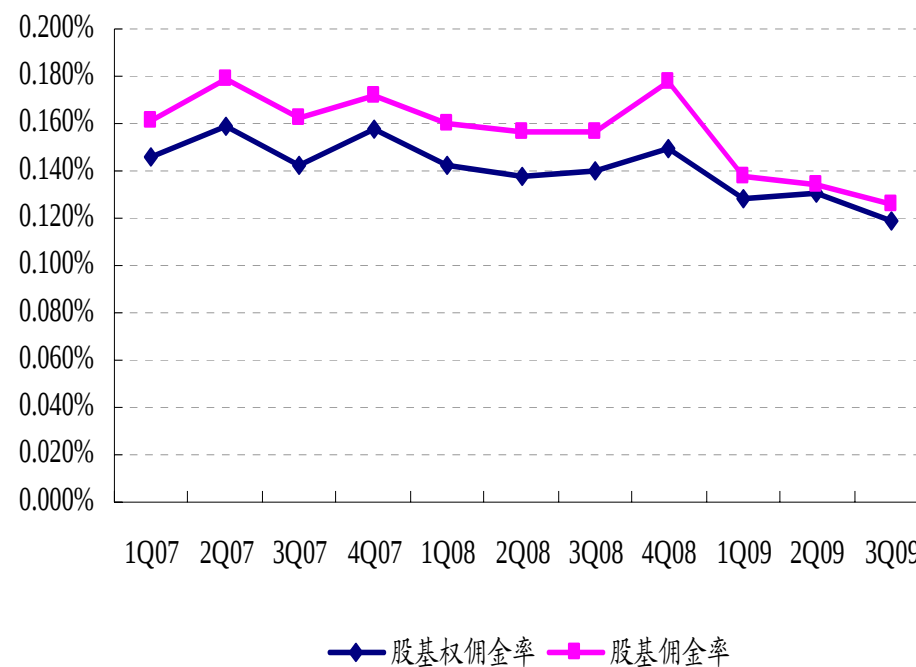
— 日均换手率 — 流通市值 (亿元)



业绩：传统业务驱动业绩快速增长

- **经纪业务：**佣金率风险已基本释放

- 佣金率下降的边际效应下降；
- 市场的悲观预期已反映充分；
- 政策上对营业部有限度放松，佣金率下降趋势将好于市场预期



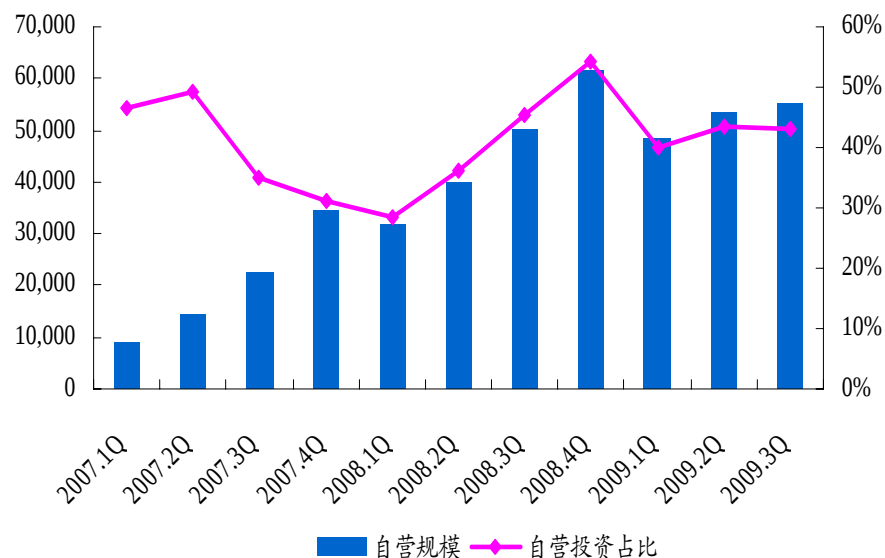


业绩：传统业务驱动业绩快速增长

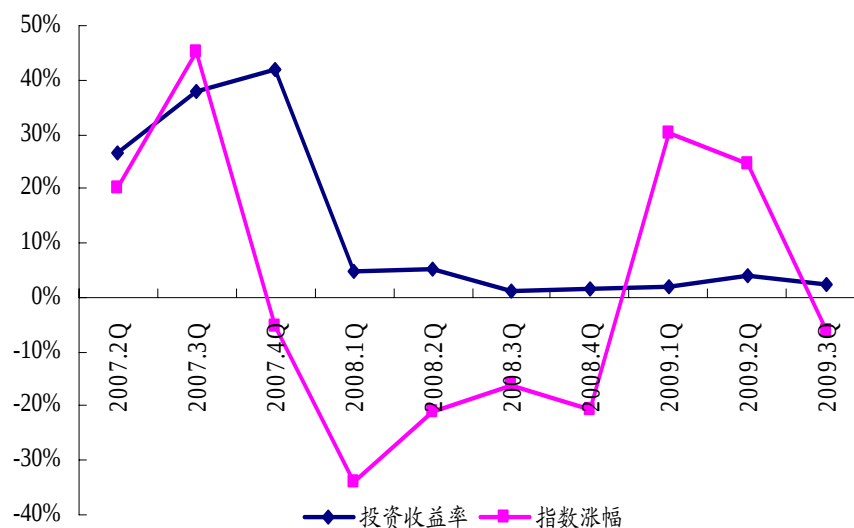
• 自营业务：弹性十足

- 投资规模持续增长，目前仍然保持高位，四季度A股指数上涨超过20%，自营业务的盈利弹性将充分体现；
- 释放空间巨大：可供出售金融资产，基金管理，直接投资

2007-2009年上市证券公司自营规模变化情况



2007年以来上市券商自营投资收益率的变化

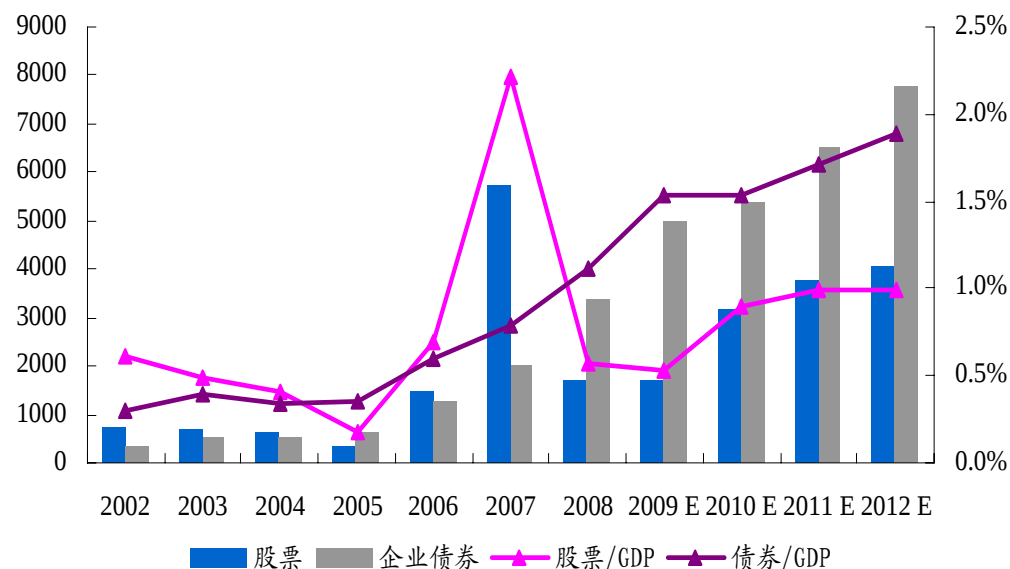




业绩：传统业务驱动业绩快速增长

- **承销业务：** 爆发式增长无悬念，50%-100%！

- 2009:月均近360亿元,同比68%;
- 2009年上半年新股发行暂停, 2010年全年贡献业绩;
- 创业板的增量贡献;
- 国际板?





传统业务规模扩张，持续成长无虞

- 持续成长，提升业绩预期

	中信	海通	光大	招商	宏源	长江	国元	东北	国金	成大	教东
EPS											
2009	1.34	0.63	0.75	0.96	0.86	0.60	0.54	1.46	0.52	1.52	2.38
1700/3000	1.40	0.53	0.63	0.79	0.70	0.47	0.62	1.02	0.45	1.33	1.89
2130/3300	1.44	0.63	0.79	0.94	0.89	0.60	0.71	1.33	0.56	1.57	2.27
2450/4000	1.54	0.76	0.96	1.05	1.05	0.76	0.78	1.71	0.67	1.87	2.73
2770/4500	1.61	0.87	1.10	1.18	1.23	0.90	0.85	2.02	0.73	2.15	3.17



主要内容

- 创新：行业再次爆发的催化剂
- 业绩：传统业务规模扩张，持续成长无虞
- 策略：超配券商股



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

- 证券行业超配：估值吸引力+创新驱动+价升量涨
- 辽宁成大，广发三宝
- 创新受益：海通、中信、光大
- 关注弹性：宏源、锦龙、东北
- 参股券商：北京城建、宏图高科等



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

- 估值仍具备吸引力

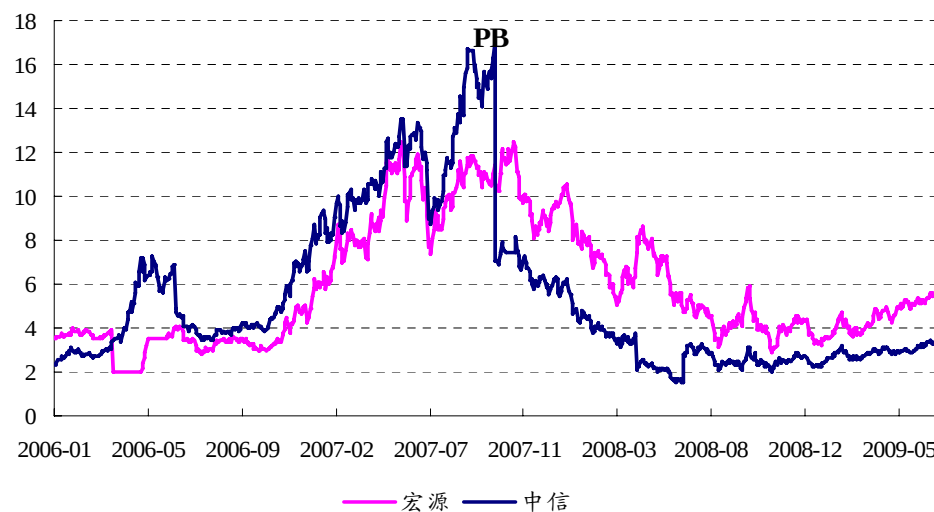
	中信	海通	光大	招商	宏源	长江	国元	东北	国金	成大	教东
PE											
2009	24	29	33	34	29	33	39	29	48	26	21
1700/3000	23	34	39	41	36	42	34	41	56	30	27
2130/3300	22	29	31	35	28	33	29	32	45	25	22
2450/4000	21	24	26	31	24	26	27	25	37	21	18
2770/4500	20	21	23	28	20	22	25	21	34	19	16
PB											
2009	3.41	3.43	3.46	5.20	5.84	3.65	2.37	8.90	9.66	5.84	4.65
1700/3000	2.96	3.12	3.18	4.62	5.01	3.36	2.21	7.32	8.24	4.89	3.95
2130/3300	2.95	3.07	3.12	4.52	4.83	3.29	2.19	6.95	7.95	4.75	3.84
2450/4000	2.93	3.00	3.05	4.45	4.68	3.20	2.18	6.54	7.68	4.59	3.71
2770/4500	2.91	2.95	3.00	4.38	4.53	3.13	2.16	6.24	7.54	4.45	3.59



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

- 估值仍具备吸引力

中信和宏源历史估值的比较 (PE&PB)

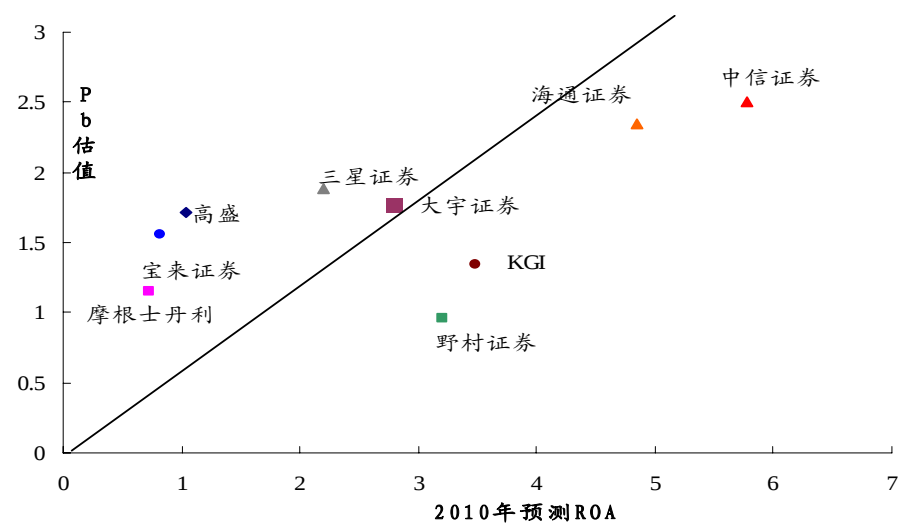
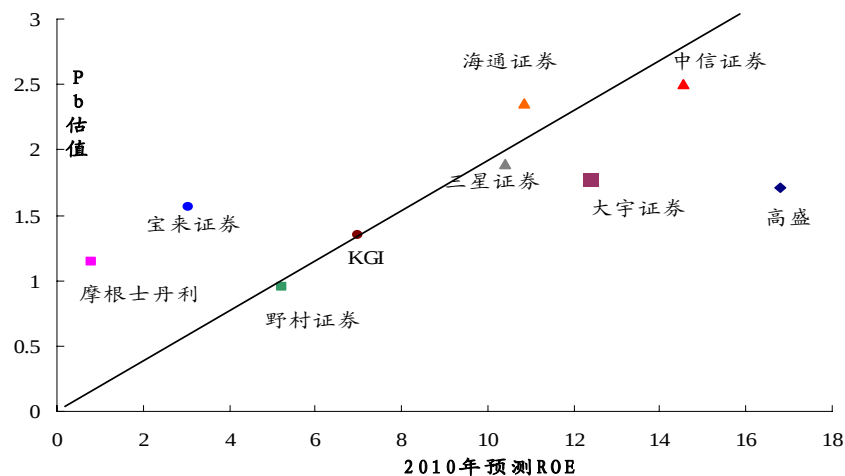




业绩支撑估值,创新放大空间,超配

- 估值仍具备吸引力

境内外证券商PB-ROE与PB-ROA的比较





业绩支撑估值,创新放大空间,超配

辽宁成大：广发和油价双驱动,重估价值翻番,目标价**66元**

- 广发借壳预期渐趋明朗。梅雁股份诉讼广发股权案终审判决是一个关键的时间节点，标志着广发借壳上市的技术障碍将基本解决。广发各项证券业务市场占有率很高，创新能力强，上市概率较大。
- 油业务将促发价值重估。油页岩项目将在明年年中出油，按目前油价油页岩对成大的潜在价值贡献为200-300亿元；油价每上涨10美元，成大潜在价值增加100多亿元，对成大300多亿元总市值而言弹性相当大！
- 生物疫苗价值贡献显著。药监局已开始大力整顿疫苗市场，狂犬疫苗市场竞争环境明年将明显好转，成大生物的业绩将恢复30%以上的快速增长。
- 维持增持建议和66元的目标。我们预期辽宁成大2009-2011年业绩为1.52元、1.87元和2.26元，对应2010年动态PE 21倍，考虑到广发上市预期逐渐明朗以及油业务的巨大潜在价值，我们认为，成大的市值应达到700-800亿元。



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

辽宁成大：广发和油价双驱动,重估价值翻番,目标价**66元**

广发证券不同业绩预期和估值倍数对应的市值（**2010E**）

		估值PE倍数				
		20	25	30	35	40
广发盈利 (亿元)	40	796	995	1,194	1,393	1,591
	45	895	1,119	1,343	1,567	1,790
	50	995	1,243	1,492	1,741	1,989
	55	1,094	1,368	1,641	1,915	2,188
	59	1,194	1,492	1,790	2,089	2,387
	64	1,293	1,616	1,940	2,263	2,586

成大在广发证券不同盈利预期及估值水平下对应的每股价值（**2010E**）

广发盈利 (亿元)	证券业务估值PE倍数				
	20	25	30	35	40
40	31	37	42	48	54
45	34	40	47	53	60
50	37	44	51	58	66
55	40	48	55	63	71
59	42	51	60	69	77
64	45	55	64	74	83



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

辽宁成大：广发和油价双驱动,重估价值翻番,目标价**66元**

成大弘晟油页岩项目在不同油价和储量下带给成大的价值

油价\储油规模(万吨)	1000	2000	3000	4000	5000
60	-	-	-	-	-
70	26	52	78	104	129
80	52	104	156	208	260
90	78	156	234	312	390
100	104	208	312	416	521



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

海通：创新（融资融券）第一股,增持,目标价**21-23元**

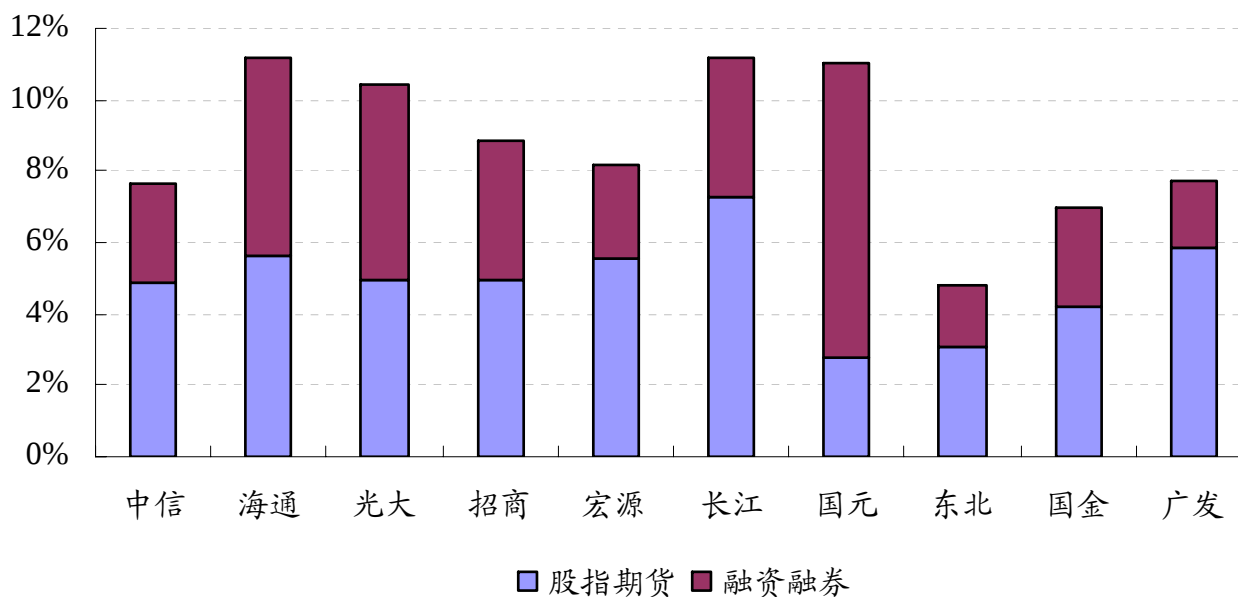
- 综合实力强。在资本实力、创新业务实力上居行业领先地位。
- 可供出售金融资产潜在收益可观。按照目前的价格、约30亿元。
- 创新推进速度超预期，对融资融券的弹性高。净资本居首，争取融资融券牌照优势明显；对融资融券等创新业务弹性最大。
- 持续增长可期。我们预期公司2009-2011年净利润将分别达到51亿元、62亿元及72亿元，增速54%、22%以及16%，对应摊薄后每股收益分别为0.62元、0.75元和0.87元。
- 维持增持评级，目标价可看到21-23元。



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

海通：创新（融资融券）第一股，增持，目标价**21-23元**

海通证券对创新业务的敏感度最高





业绩支撑估值,创新放大空间,超配

海通：创新（融资融券）第一股，增持，目标价**21-23元**

海通证券可供出售金融资产浮盈变化

上市公司	成本价(元)	现价(元, 09/12/4)	持股数量(百 万股)	期末账面值(百 万元)	浮盈(百万元)	限售及兑现情况
浦发银行	16.59	23.20	120	2,784	793	2010-9-29,解禁
京东方A	2.4	5.16	400	2,176	1104	2010-6-21,解禁
深发展A	7.29	25.30	46	1,175	828	
世茂股份	1.03	17.64	13	236	216	
沈阳化工	9.55	9.02	19	167	-10	
青岛碱业	4.84	7.13	13	88	30	
总计				6,626	2,961	



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

推荐公司	推荐理由	EPS(元)	目标价(元)	1季度催化剂
创新受益				
广发三宝	● 广发业绩弹性适中, 攻守兼备; ● 广发上市预期明确, 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: 1.52 公用: 1.24 教东: 2.17	成大: 66 公用: 43 教东: 68	● 梅雁诉讼案的终审判决, 广发推进 ● 主业催化剂: 油价 or 水价; ● 股指期货推出
海通证券	● 对融资融券最敏感; ● 浮盈释放空间较大	0.62	21-23	● 融资融券或股指期货推出
中信证券	● 受益于融资融券和股指期货推出; ● 子公司股权整合仍存不确定性, 但已逐步被市场消化。	1.34	40	● 股指期货或融资融券推出; ● 子公司股权整合超出预期;
光大证券	● 受益于融资融券和股指期货推出; ● 业绩弹性好	0.75	27	● 股指期货或融资融券推出; ● 资金运用超预期
关注弹性				
宏源证券	● 对自营和交易额弹性最高;	0.86	30	● 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	0.60	25	● 市场交易额重新放量; ● 资产注入预期明朗



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

参股受益公司		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	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; 金融资产可能继续注入	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



业绩支撑估值,创新放大空间,超配

	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	20	5.1	332	增持
海通证券	0.30	0.63	0.76	54	25	21	3.0	1,321	增持
中信证券	1.10	1.34	1.54	27	22	19	3.2	1,935	增持
吉林敖东	1.53	2.38	2.73	31	20	18	4.4	275	增持
中山公用	0.91	1.18	1.22	31	24	23	4.2	171	增持
锦龙股份	0.07	0.60	1.00	262	31	18	8.1	56	增持
光大证券	0.38	0.75	0.96	62	31	24	3.7	803	谨慎增持
宏源证券	0.37	0.86	1.05	64	27	22	5.4	345	谨慎增持
东北证券	0.71	1.46	1.71	61	27	23	8.3	253	谨慎增持
国元证券	0.36	0.54	0.78	55	37	26	2.6	392	谨慎增持
招商证券	0.56	0.96	1.05	57	34	31	5.0	1,154	中性
长江证券	0.42	0.60	0.76	43	30	24	4.4	396	中性
国金证券	1.51	0.52	0.67	31	45	35	9.0	232	中性



国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

研 究 创 造 价 值

地址：上海市银城中路 168 号上海银行大厦

电话：021-62580818

网址：www.gtja.com