



中国民族证券有限责任公司
China Minzu Securities Co., Ltd.

行业业绩稳步增长 分化特点日益明显

——2010年证券行业投资策略

民族证券 宋健

2009年11月

主要内容:

✓ 基础性业务稳定性增强

- ◆ 创新业务继续开闸，成为券商分化的主要原因
- ◆ 2010年行业投资策略和估值分析
- ◆ 重点上市公司推荐

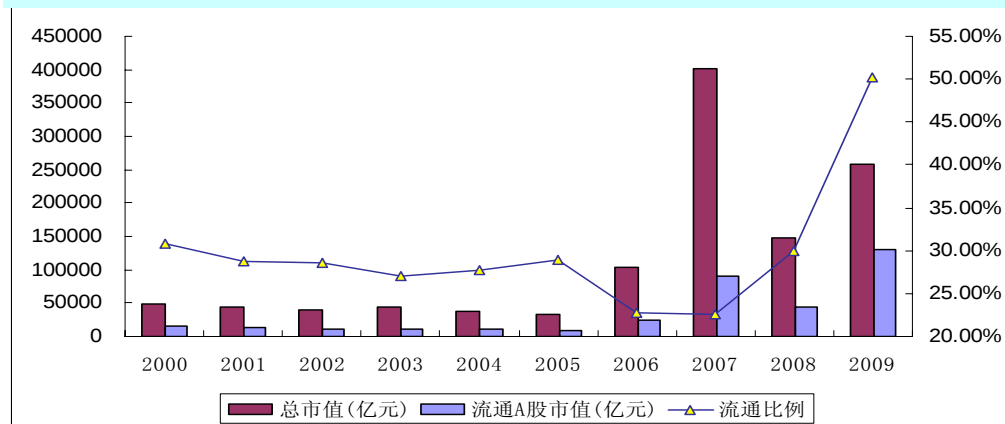
经纪业务：有望持续稳步上升

➤2009年证券行业经纪业务出现超预期增长。由于全年成交量持续活跃，即使行业平均佣金率出现下降，但行业经纪业务收入仍保持快速增长。

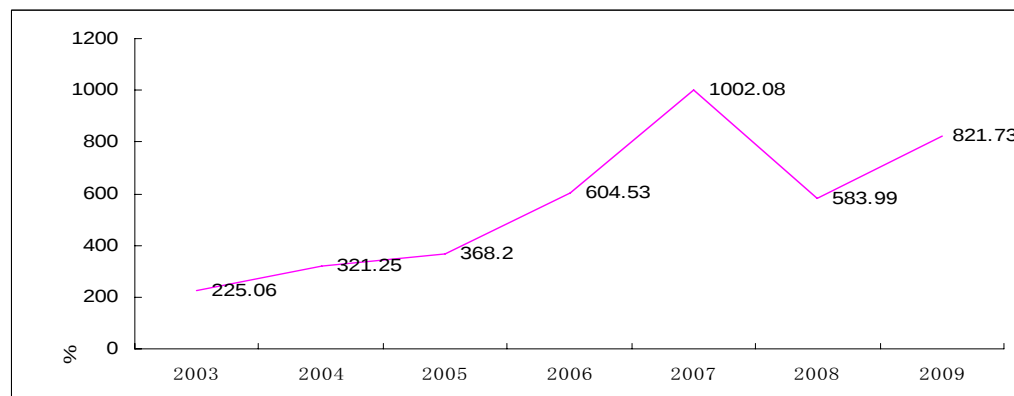
➤证券行业经纪业务在可预期的较长时间内将保持稳步上升。主要原因是构成经纪业务收入的两大重要指标将出现利好于行业的变化。

➤指标之一是：成交量。由于市场容量不断扩大，为券商经纪业务发展奠定基础。近三年，流通股本占总股本比例快速上升，由35%上升到63%。流通市值占总市值的比高达50%。2000年-2009年10年内，年复合增长率达76%。

市场容量不断扩大，流通比例逐年增高



近7年年换手率



数据来源：交易所，WIND

2010年市场成交量增长率敏感性分析

► 换手率标志着市场活跃程度，与市场走势相关，从图2可以看出，牛市中换手率高于熊市。2009年换手率比2008年明显上升，但比2007年还有差距。按照最近三年流通市值年复合增长率45%、换手率下降25%来预计，2010年成交量将比2009年增长8.8%。

2010年成交量增长率敏感性分析

		流通市值增长率						
	成交增长率	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
换手率 变化率	-10%	1.17	1.22	1.26	1.31	1.35	1.40	1.44
	-15%	1.11	1.15	1.19	1.23	1.28	1.32	1.36
	-20%	1.04	1.08	1.12	1.16	1.20	1.24	1.28
	-25%	0.98	1.01	1.05	1.09	1.13	1.16	1.20
	-30%	0.91	0.95	0.98	1.02	1.05	1.09	1.12
	-35%	0.85	0.88	0.91	0.94	0.98	1.01	1.04
	-40%	0.78	0.81	0.84	0.87	0.90	0.93	0.96

数据来源：交易所，WIND

佣金率下滑速度将放慢，继续下降的空间已经有限

- 指标之二是：交易佣金率。目前交易佣金率虽然还处于下降通道，但向下的空间有限。上半年，券商交易佣金出现下降，股票基金佣金率下降了近两成，股基权佣金率下降了近10%。随着证监会对券商新设营业网点壁垒打开，营业部数量将会逐年增加，新增营业部将加剧行业内经纪业务的竞争，从而迫使佣金率出现进一步下降。但佣金率下有封底，佣金率下滑速度将放慢，继续下降的空间已经有限。

2010年三大因素推动市场容量扩张

- 新股IPO、再融资是市场长期扩容的基础。2009年7月新股IPO重新开闸以来，新股发行规模已经累计达到846亿元，全年增发规模累计达到1763亿元。2010年股票融资和再融资将比2009年有明显提升，由于2009年仅有一半的融资期，如果按目前的融资速度，2010年融资规模将比2009年翻一番，有效增加股市容量。
- 限售股解禁释放可流通股份。自股权分置改革后，已经有4800亿限售股有权进入流通领域，尚有2200亿股将在未来几年内解禁，假定市场新股发行和再融资全部停止，那么未来解禁股数也将使得流通股本增大13.8%。
- 创业板不仅完善了资本市场体系，也为券商经纪业务带来收入增长。10月份，创业板在深圳的成交额达到219亿，占深圳市场总成交额的1.71%。随着创业板家数的不断增多，以300家创业板公司计算，创业板成交额有望占深圳市场总成交额的20%，占两市总成交额的6%左右。
- 因此，预计2010年成交额在55.7万亿元左右，同比上升8%，对应的全年日均成交额在2220亿元左右。

自营业务：风险意识增强，波动率下降

- 证券公司综合治理后，证券公司对风险业务的控制明显增强，上半年证券公司自营业务普遍偏谨慎。

部分券商自营证券比例变化

	国元证券		长江证券		国金证券		海通证券	
	比率	同比增减	比率	同比增减	比率	同比增减	比率	同比增减
自营权益类证券/ 净资本	3.76%	2.93%	31.64%	18.97%	0.53%	-91.42%	13.45%	10.25%
自营固定收益类 证券/净资本	8.85%	-30.61%	84.74%	-22.21%	11.16%	-84.57%	19.47%	-12.02%

数据来源：民族证券研发中心

自营业务贡献率降低

- 2009年虽然股市出现大幅上升，但大多数公司降低了对自营业务的依赖，自营业务对主营业务收入的贡献率由平均40%下降到13%。以债券基金为主的持仓结构使得多数证券公司自营业务风险大大下降。预计2010年证券公司将保持谨慎的自营策略，自营业务对收入的贡献率将保持在15%左右。

部分券商自营业务贡献率变化（投资收益+公允价值变动收入/营业收入）

证券简称	20081231	20090930
宏源证券	0.54%	13.35%
中信证券	17.56%	16.10%
国金证券	50.27%	12.63%
海通证券	14.86%	7.23%
太平洋	201.27%	13.68%
东北证券	1.86%	15.52%
国元证券	5.97%	10.09%
长江证券	29.41%	15.87%
平均	40%	13%

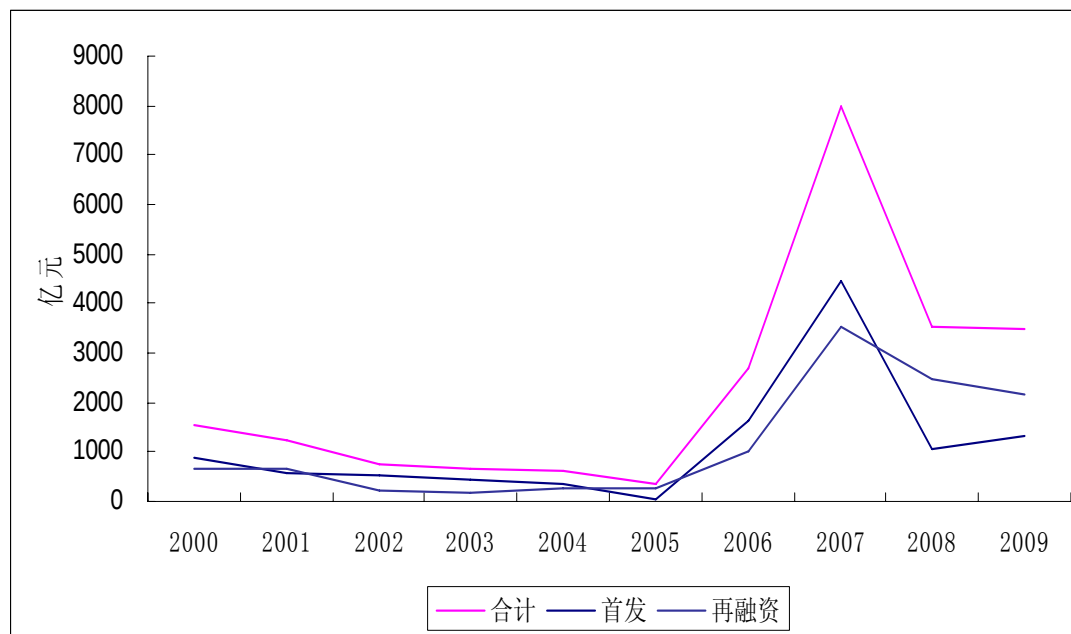
数据来源：民族证券研发中心

投行业务

➤股票融资经过了2006年-2007年的井喷后，2008年-2009年逐渐回落，2009年1-5月，受市场影响，券商承销业务量明显下降，除了增发794亿元融资额外，新股、转债、配股均未实现零的突破。IPO重启始于6月，创业板始于9月。1-10月，新股IPO规模1229亿元，再融资规模2323亿元，债券融资24452亿元，分别是去年全年的1.19倍、96%和1.13倍

➤2010年，以目前的新股发行和再融资速度，2010年新股IPO将比2009年增长100%，再融资和债券比2009年增长20%，券商投行业务收入将有明显提升。

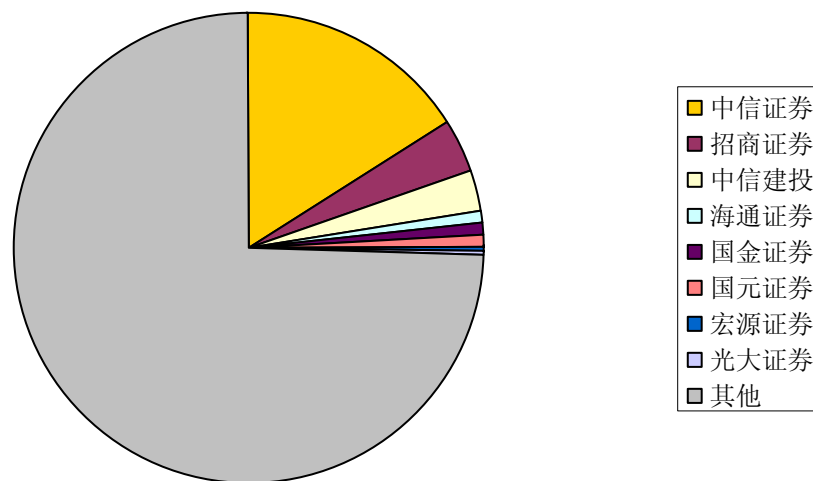
近10年股票融资趋势



数据来源：WIND，交易所

部分上市券商IPO市场份额

►1-10月承销发行市场中，中信证券合计市场份额为7.8%，IPO市场份额为15.98%，排在上市券商之首。国金证券承销业务IPO所占市场份额为0.82%，比2008年0.56%的市场份额提高了46%。



数据来源：WIND，交易所

上市证券公司投行业务市场份额

机构名称	募资金额/发行规模(万元)					
	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信证券	17,280,771	2,141,970	3,584,364	0	0	11,554,437
招商证券	3,280,300	500,924	0	0	300,000	2,479,376
中信建投	2,696,787	379,196	0	212,400	82,100	2,023,091
海通证券	2,334,491	121,774	408,500	64,217	0	1,740,000
国金证券	1,140,534	109,230	300,005	0	0	731,299
宏源证券	1,159,512	39,760	0	43,919	97,500	978,333
光大证券	1,314,839	40,755	35,238	0	0	1,238,846
西南证券	1,218,762	0	548,650	0	0	670,113
太平洋	423,333	0	0	0	0	423,333
长江证券	1,603,575	0	851,942	163,300	0	588,333
国元证券	222,328	97,328	0	0	0	125,000
东北证券	68,400	0	68,400	0	0	0

数据来源：WIND，交易所

主要内容:

◆ 基础性业务稳定性增强

✓ 创新业务继续开闸，成为券商分化的主要原因

◆ 2010年行业投资策略和估值分析

◆ 重点上市公司推荐

创新业务继续开闸，成为券商分化的主要原因

- 证券行业实行分类监管后，行业分化加剧。分化同时也反映在上市公司上。由于实行净资本为核心的管理模式，资本雄厚的券商在业务申请、规模扩大上都比中小券商有更大优势，因此资本规模成为衡量券商竞争实力的核心要素。
- 委托理财。上市券商控股基金管理公司获得管理费收入也是券商资产管理业务重要部分，上市券商中除了国金证券和太平洋外，均参股或控股基金管理公司。资本充足的券商，可以通过扩大控股规模实现低风险收入。

上市券商管理的集合理财计划

公司	净值合计（万元）
中信证券	1582502
光大证券	1051036
招商证券	560744
宏源证券	284980
长江证券	271511
海通证券	155753
国元证券	87376
东北证券	52560

数据来源：WIND，民族证券研发中心

►截至10月底，券商集合资产管理计划共计73只，净值876亿，2009年新发的委托理财产品有38只，与存量的几乎相当。管理层对集合理财计划的批复明显提速。中信证券以158亿净值理财计划占据18%的市场份额，位居行业之首。

直投业务、融资融券和股指期货

- 直投业务。直投业务主要是资本消耗型业务，资本金充足的券商开展这项业务，将有效扩大收入来源，进一步加剧行业分化。
- 目前有15家证券公司取得了直接投资业务资格，许多证券公司成立专门子公司从事直投业务，例如中信证券的直投子公司金石投资。随着两家创业板公司的上市，金石投资已经进入了直投业务的收获期。
- 融资融券和股指期货将极大扩展收入空间。融资融券业务将为券商带来多方面收入的增长，首先，增加券商手续费佣金收入，融资融券产生的息差和由此产生的中介费用也将给券商带来低风险收入。境外成熟市场信用交易规模占市场总交易额的两成，有巨大的收入空间。
- 融资融券有望成为2010年证券市场创新的一步，上市公司中，中信证券、海通证券、招商证券和光大证券都将可能率先试点该项业务。
- 股指期货对券商直接的影响是增加了对期货交易佣金的提成。券商从事IB业务必须控股一家期货公司，目前上市券商中，绝大多数控股期货公司。

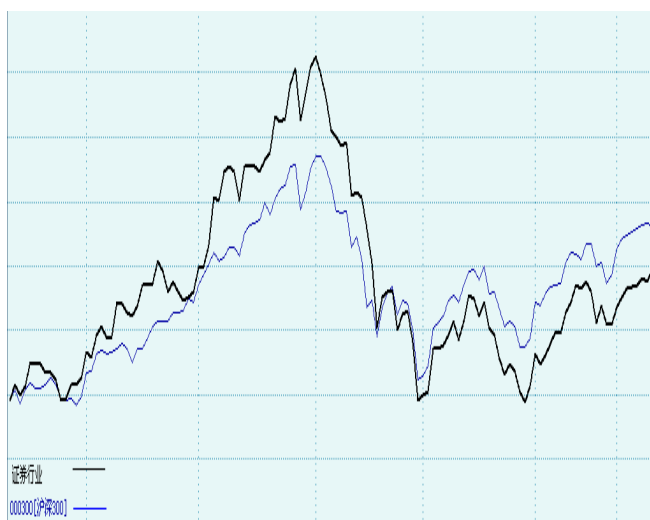
主要内容:

- ◆ 基础性业务稳定性增强
- ◆ 创新业务继续开闸，成为券商分化的主要原因
- ✓ 2010年行业投资策略和估值分析
- ◆ 重点上市公司推荐

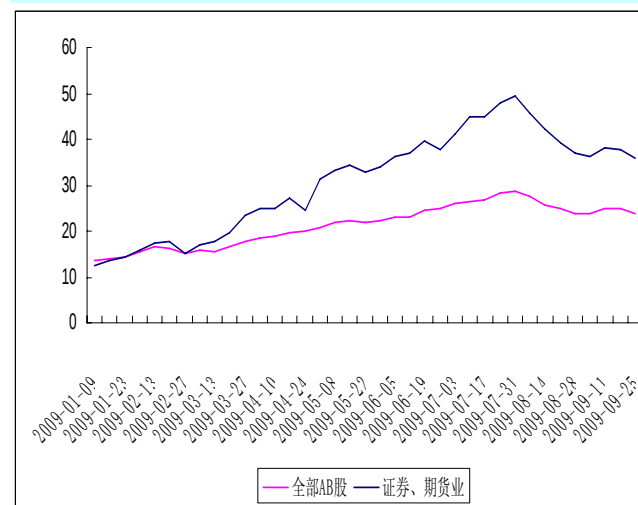
行业估值水平

- 证券类上市公司从2009年8月起，走势落后于大盘。行业平均年化收益率明显下降，行业估值水平逐渐由高于大盘到向大盘平均估值水平靠拢。

证券行业走势与沪深300对比



行业市盈率和大盘市盈率比较



数据来源：沪深交易所，WIND

行业估值水平

证券行业市盈率与全部AB股对比

项 目	证券类上市公司	全部AB股
市盈率	28.42	23.69
市净率	4.12	3.37
每股收益	0.56	0.2
每股净资产	4.12	3

数据来源：民族证券研发中心

► 涨幅落后于大盘的主要原因是，由于行业未来超预期收入减少，行业估值水平逐渐回归。从估值指标上看，行业的平均估值水平由33倍市盈率下降到28倍，全市场整体市盈率由21倍上升到23倍，证券行业估值水平与全市场估值水平差距逐渐缩小。

维持行业“推荐”投资评级

- 行业估值水平与大盘的差距已经下降到一个相对低谷，目前已经有止跌回升迹象，创新空间将进一步打开券商超预期收入的来源，行业估值水平将缓慢抬升。
- 预计2010年行业经纪业务收入同比上升8%，证券公司将保持谨慎的自营策略，自营业务对收入的贡献率将保持在15%左右。券商投行业务收入将有明显提升。2010年，随着更多券商再融资成功，券商资本规模将进一步增大，为券商取得利息收入奠定基础。创新业务继续开闸，使部分券商收入增加。根据对行业各项收入的预测，我们维持对证券行业的“推荐”评级。

未来的投资机会和风险

- 预计2010年成交额在55.7万亿元左右，同比上升8%，对应的全年日均成交额在2220亿元左右。预计2010年证券公司将保持谨慎的自营策略，自营业务对收入的贡献率将保持在15%左右。2010年，以目前的新股发行和再融资速度，2010年新股IPO将比2009年增长100%，再融资和债券比2009年增长20%，券商投行业务收入将有明显提升。2010年，随着更多券商再融资成功，券商资本规模将进一步增大，为券商取得利息收入奠定基础。创新业务继续开闸，成为券商分化的主要原因。
- 创业板为券商股创造交易性投资机会。创业板的启动，使资本雄厚的大券商的直投业务有了用武之地，直投业务收入占比将缓慢提升。融资融券的推出将使得海通证券、光大证券、中信证券等资金收益率提高。

未来的投资机会和风险

- 未来风险：2010年的主要风险是股市可能急剧下跌，导致券商自营亏损从而影响整体业绩，另外证券行业受监管层影响非常大，政策风险仍然存在。除此之外，2010年上市券商股改限售股集中解禁。

2010年证券公司股改限售股解禁情况

公司	可流通起始日	占总股本%
国元证券	2010.11.1	80.52%
东北证券	2010.8.27	69.61
国金证券	2010.3.29	41.31
海通证券	2010.11.8	5.87
西南证券	2010.1.22	0.23%

数据来源：民族证券研发中心

主要内容:

- ◆ 基础性业务稳定性增强
- ◆ 创新业务继续开闸，成为券商分化的主要原因
- ◆ 2010年行业投资策略和估值分析
- ✓ 重点上市公司推荐

中信证券（600030）：安全边际高

►公司1-9月实现净利润62.9亿，同比上升6.6%。按照2100亿元日均交易量估算，中信证券2009年每股收益为1.33元。2010年公司直投业务将进入收获期，融资融券、股指期货的开展将扩大公司业务收入来源，平抑公司股价波动。按照1.33元EPS，公司2009年PE只有22X，在证券板块中处于最低水平，安全边际较高。

►预计公司2010年净利润为92亿，同比增长5%，EPS为1.39元，动态市盈率为16X，目标价42元，给予“谨慎推荐”投资评级。

国元证券（000728）：价值重估带来机会

- 国元证券前三季度实现净利润7.8亿，同比增长73.7%。公司2009年11月完成了上市以后的首次再融资，总股本增至19.64亿股，资产规模增加近百亿，使公司在原有规模基础上增加了186%，公司规模大大增加。从资产规模上看，目前已经位列行业前十。公司2009年取得直接投资业务资格，其他各项业务资格也相对齐备，在资本规模增大的基础上，公司业务范围将扩大，业务收入将进一步增加。
- 预计公司2010年净利润为13亿，同比增长33%，EPS为0.66元，动态市盈率为32X，目标价32元，给予“谨慎推荐”投资评级。

光大证券（601788）：创新业务比重高

- ▶光大证券是第二只IPO上市的证券公司，也是5年来首只IPO发行的证券股。
- ▶公司业务资格齐全，将受益于融资融券、股指期货等创新业务。创新业务对公司收入的贡献率将上升到20%甚至更高。
- ▶预计公司2010年净利润为26.5亿，同比增长10%，EPS为0.90元，动态市盈率为28X，目标价35元，给予“谨慎推荐”投资评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代 码	简 称	每股收益 (EPS)				动态市盈率 (PE)			2009-11-26日 收盘价	目标 价	投资评级
		08	09E	10E	11E	09E	10E	11E			
600030	中信证券	1.10	1.32	1.39	1.59	21.4	20.4	17.8	28.29	34.3	谨慎推荐
600837	海通证券	0.40	0.58	0.61	0.70	26.2	24.9	21.7	15.17	18.6	谨慎推荐
600109	国金证券	1.51	0.50	0.55	0.63	45.2	41.1	35.9	22.62	25.0	谨慎推荐
601099	太平洋	-0.43	0.27	0.29	0.31	60.7	56.6	52.9	16.40	17.6	中性
000686	东北证券	0.71	1.39	1.60	0.96	28.2	24.5	40.8	39.18	48.7	谨慎推荐
000728	国元证券	0.36	0.50	0.66	0.75	39.4	29.8	26.2	19.68	25.5	谨慎推荐
000783	长江证券	0.42	0.57	0.63	0.73	31.7	28.7	24.8	18.08	20.0	谨慎推荐
000562	宏源证券	0.37	0.85	0.89	1.02	26.5	25.3	22.1	22.54	29.8	谨慎推荐
600369	西南证券	0.07	0.45	0.47	0.54	38.7	37.0	32.2	17.41	20.8	中性
601788	光大证券	0.47	0.82	0.90	1.03	28.0	25.5	22.3	22.92	26.2	谨慎推荐
600999	招商证券	0.63	1.05	0.93	1.07	29.8	33.7	29.3	31.31	33.6	中性

谢 谢！

宋健

010-59355925

songj@chinans.com.cn