

经纪“搭台”，创新“唱戏”——2010年证券行业年度投资策略

证券行业

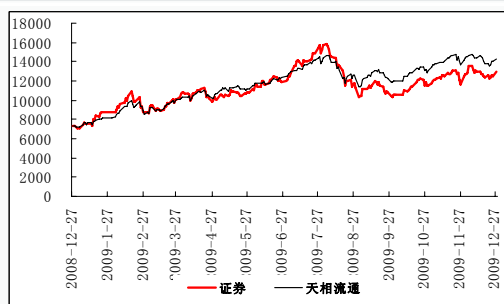
增持（维持）

报告日期：2009年12月29日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅(%)
天相行业指数	12898.32	10.48
天相流通指数	3788.42	4.10
上证指数	3188.78	2.99

行业指数近一年走势图



相关报告：

《券商直投业务进入盈利时代》

2009年9月24日

《关注市场回暖和创业板推出下券商股的投资机会》

2009年9月15日

天相金融房地产组

分析师—姚轶楠（执笔）

010-66045746 yaoyan@txsec.com

首席分析师—石磊

010-66045557 shil@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2010年证券行业将迎来良好发展机遇；
- 成交额和融资额提升支撑券商业绩；
- 融资融券等创新业务的推出将提升券商盈利预期。

投资要点：

- **经纪业务支撑券商股2010年业绩增长。**明、后两年流通市值将大幅增加，日均成交额继续增长的可能性较大。此外，经济恢复等五大因素将推高未来成交额，预计2010年、2011年日均成交额分别为2850亿元和3100亿元。另一方面，佣金率下滑趋缓，下降空间减小。
- **融资融券和股指期货推出提升券商盈利能力。**融资融券业务可以为券商带来增量的手续费和利息收入，并有效提升券商的资金运用效率；另一方面，增量资金的进入有利于带动成交的活跃，提升整体成交金额水平。股指期货的推出不仅可以增加证券公司的收入来源，同时也可以改善自营业务的投资方式。我们认为，新业务的推出将至少为券商带来约为总收入10%左右的增量收入，最高可带来30%以上的增量收入。
- **未来两年将是券商投行业务的黄金时期。**2009年在IPO停摆半年的情况下股权融资规模超过了2008年。随着企业融资需求的恢复以及资本市场的不断扩容，未来两年股权融资规模的增长是可以预见的。相对保守地预测，2010年股权融资规模将超5000亿元。
- **2010年券商股估值有望提升。**2010年券商的盈利增长是大概率事件，同时随着资本市场的成熟，较高水平的成交额或将在未来几年内成为常态，这将提升市场对于券商股的信心。另一方面，直投、融资融券、股指期货等创新业务的陆续推出，将提升券商利润长期增速预期。
- **2010年继续看好证券行业。**我们维持对行业的“增持”评级。投资组合为：稳健组合（中信证券和海通证券）；激进组合（国元证券和东北证券）
- **个股：**中信证券为行业龙头，估值优势明显，创新业务实力领先。海通证券资金利用效率提升，受益创新业务程度高。国元证券资本实力提升，业务发展有望超预期。



目 录

1. 传统业务支撑券商股 2010 年业绩增长	4
1.1 经纪业务收入为券商业绩提供强支撑	4
1.1.1 2009 年 1-11 月证券市场成交活跃	4
1.1.2 2010 年日均成交额有望再创历史新高	5
1.1.3 经纪业务收入支撑券商业绩	6
1.1.4 佣金率短期继续下降空间较小	7
1.2 自营业务收入波动有望减小	8
1.2.1 上市券商整体自营业务风格趋于稳健	8
1.2.2 在股市超预期上行时，关注自营风格激进券商	9
1.3 未来两年将是券商投行业务的黄金时期	10
1.3.1 2009 年股权融资规模超 2008 年	10
1.3.2 未来两年股权融资额有望继续增长	11
1.3.3 关注承销业务市场份额较高的公司	11
2. 创新业务提升业绩增长空间	12
2.1 直投业务进入盈利时代	12
2.2 融资融券业务推出将有效提升券商盈利能力	13
2.3 股指期货推出利好证券公司	15
2.4 基金和资产管理业务有望成为收入稳定器	17
3. 再融资成功提升中小券商竞争力	18
4. 2010 年券商估值有望提升	18
5. 投资策略及行业预测和估值	19
5.1 2010 年继续看好证券行业	19
5.2 行业盈利预测和评级	20

表格目录

表格 1 已获直投业务试点资格上市券商名单	12
表格 2 证券公司投资创业板情况	13
表格 3 上市券商直投业务收益测算	13
表格 4 融资融券对上市券商总营业收入影响测算	14
表格 5 融资融券对上市券商净利润影响测算	14
表格 6 上市券商控股期货公司情况	15
表格 7 上市券商受益股指期货测算	16
表格 8 上市券商控股基金公司情况（截至 2009 年三季度末）	17
表格 9 上市券商资产管理业务比较	17
表格 10 上市券商再融资情况	18
表格 11 2009-2010 年上市券商盈利预测	21
表格 12 上市券商盈利预测和评级表	21

图表目录

图表 1 2001 年以来证券市场总市值与日均成交额变化	4
图表 2 季度 GDP 变化	5
图表 3 月度工业企业利润增速	5
图表 4 月度居民储蓄总额变化	6
图表 5 2007 年-2009 年上市券商合计收入构成	7
图表 6 2009 年前三季度各上市券商收入构成	7
图表 7 2007-2009 年上市券商单季佣金率和代理成交额变化	8
图表 8 上市券商佣金率比较	8
图表 9 2007-2009 年上市券商自营资产构成变化	9
图表 10 上市券商自营资产构成比较	10
图表 11 2003-2009 年股权融资规模变化	10
图表 12 2009 年月度股权融资额变化	11
图表 13 上市券商每亿股对应的承销份额（%）	12
图表 14 最近一年证券板块和天相流通指数比较	19
图表 15 全部 A 股和证券行业 PE 比较	19



1. 传统业务支撑券商股 2010 年业绩增长

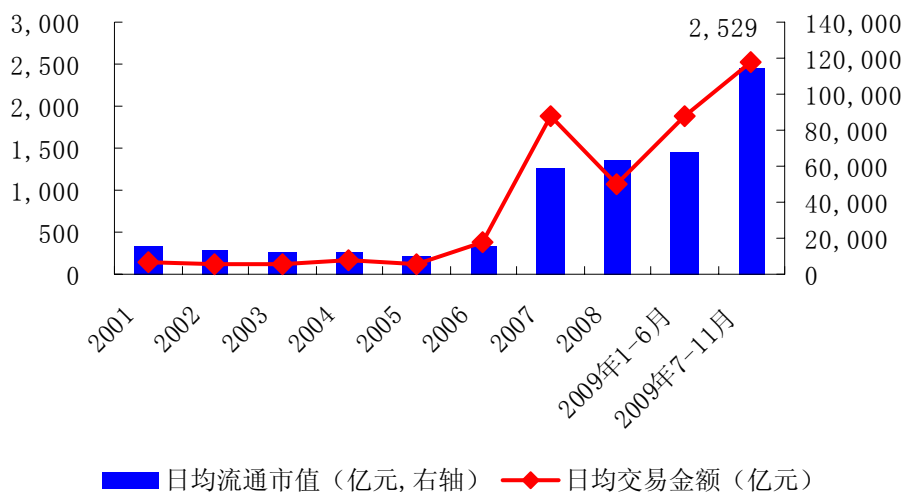
1.1 经纪业务收入为券商业绩提供强支撑

1.1.1 2009 年 1-11 月证券市场成交活跃

2009 年随着宏观经济的持续恢复，上证指数涨幅较大，截至 2009 年 11 月 30 日，上证指数年内涨幅已达 75.49%。相应地，投资者参与股市的热情持续高涨。2009 年 1-11 月新增开户数累计 1757 万户，同比增加 45.42%。截至 11 月底，开户数已达 1.70 亿户，较 2008 年底增加 11.56%。相较股市的快速上涨，日均成交额度的增长甚至超过了股指的抬升，2009 年 1-11 月两市累计成交 48.14 万亿元（单边），同比大幅增加 98.82%，日均成交额为 2178 亿元（单边），较 2008 年的 1079 亿元，增长 101.85%。值得注意的是，2009 年 7-11 月在上证指数涨幅仅为 7.97% 的情况下，日均成交额达到 2529 亿元（单边），较上半年的 1871 亿元增长 35.17%，而上半年上证指数涨幅达到 62.53%。这表明下半年市场的流动性明显高于上半年，同时，市场的震荡对投资者的参与热情影响有限。

流通市值的快速增加是市场成交活跃度增加的重要因素。根据天相投资分析系统数据，今年 1-6 月解禁市值按 11 月 30 日价格计算为 1.60 万亿元，6 月末流通市值为 8.99 万亿元，7-11 月解禁市值按 11 月 30 日价格计算为 3.54 万亿元，11 月末流通市值为 14.19 万亿元，较 6 月末增加 57.78%。同时，我们看到自 2001-2008 年，日均成交额的变化基本与日均流通市值的变化同向。而 2010、2011 年，按 11 月 30 日价格计算，解禁市值分别达到 5.89 万亿元和 1.54 万亿元，相当于 11 月末流通市值的 41.5% 和 10.9%，因此明、后两年流通市值仍将大幅增加，日均成交额继续增长的可能性较大。

图表 1 2001 年以来证券市场总市值与日均成交额变化



资料来源：天相投资分析系统

注：数据截止到 2009 年 11 月 30 日

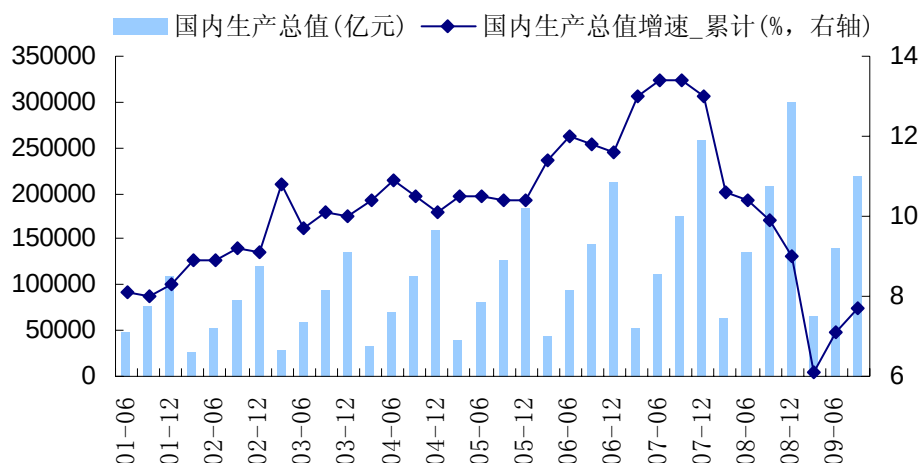


1.1.2 2010 年日均成交额有望再创历史新高

除了流通市值扩大对于市场交易活跃度的影响,仍存在以下一些将刺激成交进一步活跃的因素:

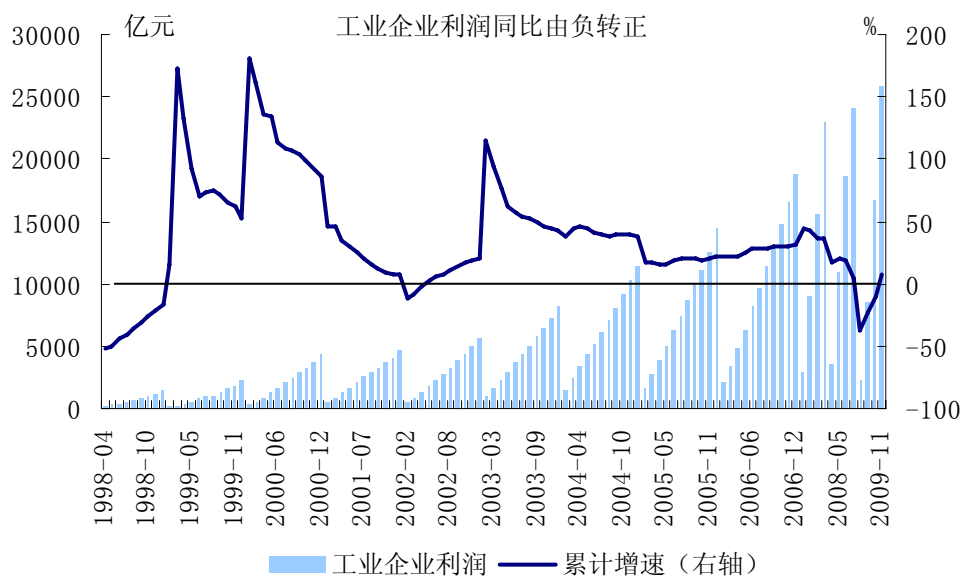
➤ 近期宏观经济数据表明经济持续复苏,企业盈利增加,2010 年持续看好

图表 2 季度 GDP 变化



资料来源: 天相投资分析系统

图表 3 月度工业企业利润增速

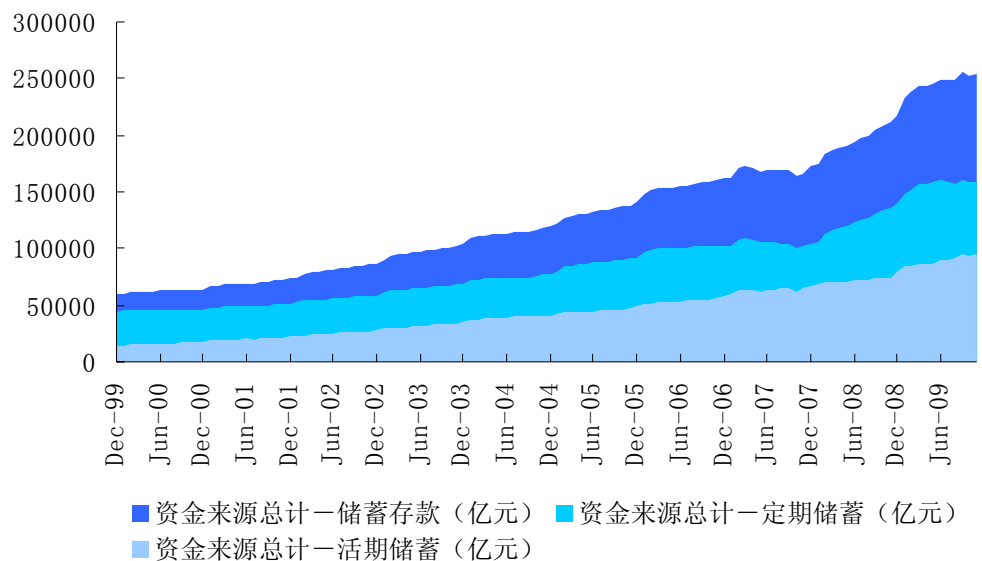


资料来源: 天相投资分析系统

- 宽松的宏观经济政策有望继续维持
- 股市扩容速度较快,投资标的的迅速丰富,吸引各类型资金进场,使得参与的资金增多
- 居民储蓄持续增加,投资需求增长,使得基金等投资工具的规模持续增长



图表 4 月度居民储蓄总额变化



资料来源：中国人民银行

➤ 创业板推出之后，成交活跃度提升。

25 个交易日内，28 只股票平均日换手率高达 18.97%，尽管需要考虑上市初期相对较高的换手率可能无法一直延续，但对于市场气氛活跃的推动作用明显的。随着创业板规模的扩大，这种影响将更加显著。

根据以上证据，我们预计 2009 年、2010 年和 2011 年日均成交额分别为 2150 亿元、2850 亿元和 3100 亿元。

1.1.3 经纪业务收入支撑券商业绩

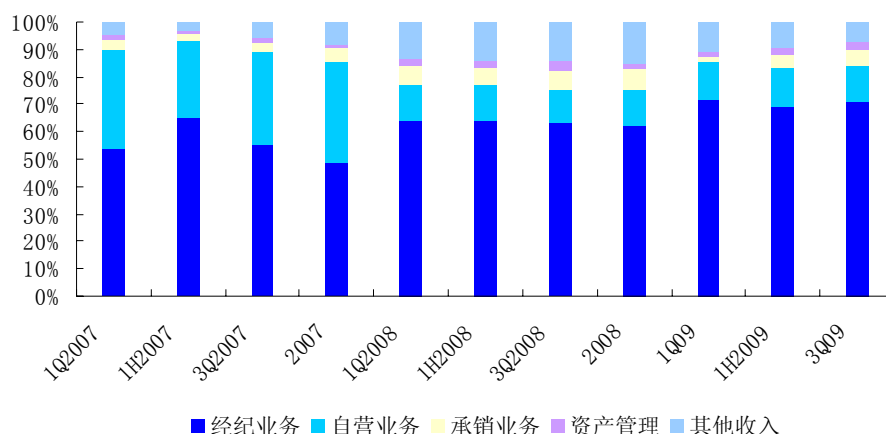
2009 年上市券商三季报显示，经纪业务收入仍是券商的主要业务收入来源。公布三季报的 10 家券商合计实现经纪业务收入 254.20 亿元，同比增长 39.85%，占 10 家券商营业总收入比重为 70.65%，较上半年略有上升，较去年同期提升约 7 个百分点。

分券商来看，2009 年 1-9 月，上市券商中经纪业务在总收入中占比都超过了 50%，最低的是西南证券，占比为 58.88%，最高为太平洋，占比为 83.38%。经纪业务仍然是券商主要收入来源。

我们认为，2010 年成交的活跃将为券商经纪业务收入的增长奠定基础，从而也为券商业绩提供了保证。

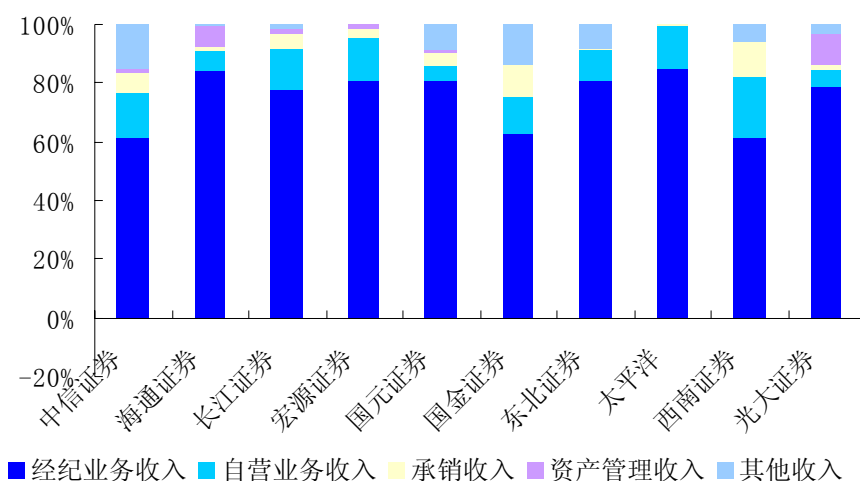


图表 5 2007 年-2009 年上市券商合计收入构成



资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 6 2009 年前三季度各上市券商收入构成



资料来源：公司公告，天相投顾整理

1.1.4 佣金率短期继续下降空间较小

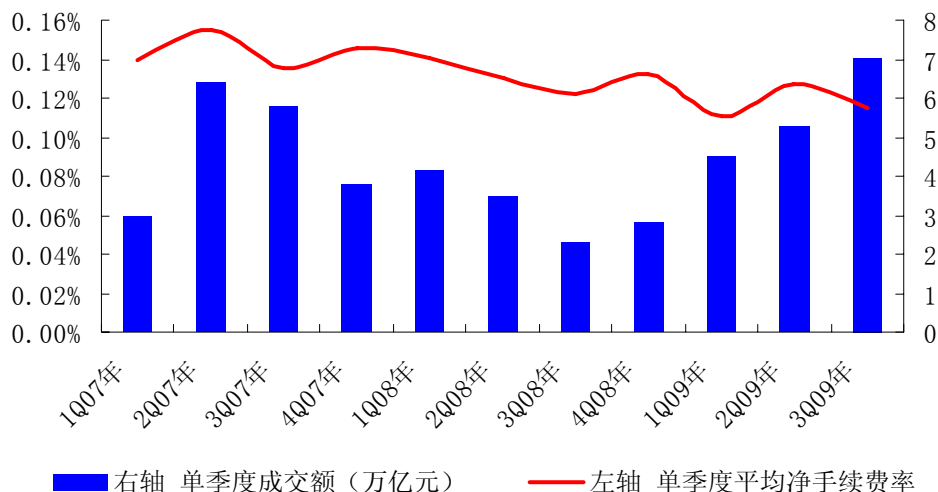
证监会 10 月份下调证券公司设立营业网点的要求，这可能使证券公司之间的竞争升级，不过，考虑到券商布点进度受到各种条件制约，两到三年内证券行业竞争格局大幅变动的可能性较小。佣金率在竞争升级的情况下处于下行趋势，不过目前部分上市券商的佣金率已下降到较低水平，考虑成本因素，券商继续降佣抢市场的意愿较低。因此，这些券商佣金率短期继续向下的空间十分有限，这对于代理成交额的增长有效转化为经纪业务收入增长十分有利。

从单个券商的佣金水平来看，国金证券、光大证券和招商证券都低于 1%，低于上市券商平均水平，预计未来继续下降的意愿和空间都相对较小，因此 2010 年成交额的增长将使其获益最高。

区域集中度较高、并在区域内享有一定垄断利益的券商，如太平洋、宏源证券、东北证券等，如区域内其他券商新设网点增多，从而使得行业竞争加剧，那么其佣金

率下滑则不可避免，幅度也可能高于其他券商，对经纪业务收入的冲击较大。

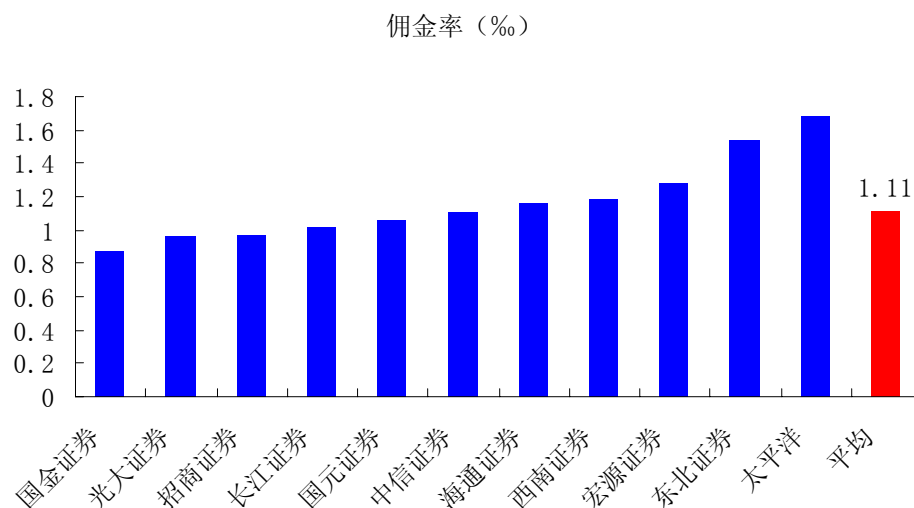
图表 7 2007-2009 年上市券商单季佣金率和代理成交额变化



资料来源：上交所、深交所、天相投顾整理

注：数据包括 2007-2009 年具备完整季度数据的 8 家券商（即不包括西南证券、光大证券和招商证券）

图表 8 上市券商佣金率比较



资料来源：上交所、深交所、天相投顾整理

注：招商证券为 2009 年上半年数据

1.2 自营业务收入波动有望减小

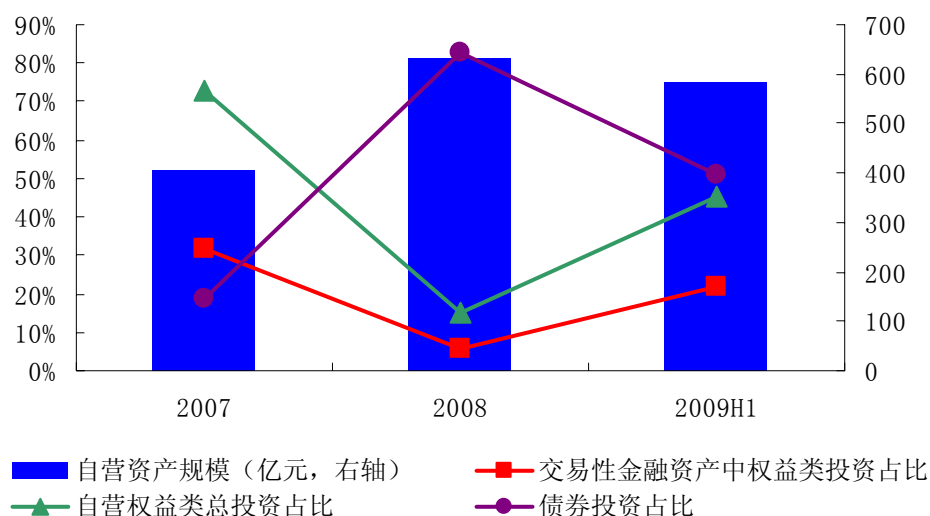
1.2.1 上市券商整体自营业务风格趋于稳健

2009 年 1-6 月上证指数涨幅为 62.53%，2009 年 6 月末券商自营投资中的权益类资产占比也较 2008 年末有所上升。不过，值得注意的是，尽管股市涨幅较大，但券

商自营投资中的主要品种仍为固定收益类产品，而代表中短期股票投资的交易性金融资产中的权益类投资占比仍处于相对较低水平。这种资产构成的变化显示了券商渐趋稳健的自营投资策略，上市券商整体自营投资规模显著上升，在风险下降的情况下，券商通过扩大规模来实现绝对收益。这种变化将可以一定程度上降低自营收益的波动性，提升券商未来业绩的确定性。

此外，由于可供出售金融资产中的权益类投资主要为参与增发或 IPO 等获得，获利空间较大，预计随着股权融资的进行，这部分投资所占份额将继续加大，这将提升券商未来的业绩潜力。

图表 9 2007-2009 年上市券商自营资产构成变化



资料来源：公司年报、天相投顾整理

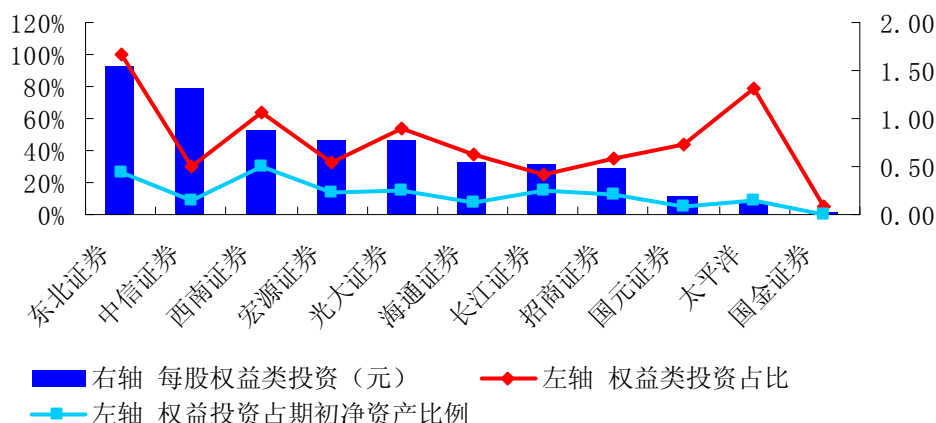
1.2.2 在股市超预期上行时，关注自营风格激进券商

对券商投资风格的判断主要基于权益投资在总投资中的比重以及权益投资占期初净资产的比重，权益投资在总投资中占比越高、权益投资占期初净资产比重越大，券商的自营风格越激进。

我们将用量化的指标来考量券商的自营投资风格和券商自营业务收入相对于股市变化的弹性。在券商自营投资中，权益类投资相对规模越大，业绩弹性越强。

从上市券商 2009 年 6 月末的数据来看，东北证券和中信证券的每股权益类投资超过 1 元，假设券商权益投资收益与上证指数完全同步，那么这两家券商对于上证指数变化最为敏感，同时，业绩上的反应也最大。因此，在股市超预期上行时，东北证券、中信证券自营业务收入的向上弹性最高。

图表 10 上市券商自营资产构成比较



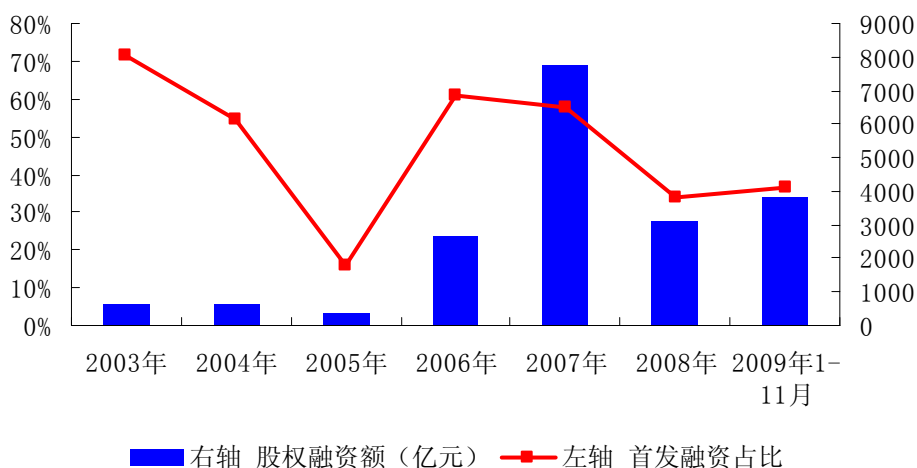
资料来源：公司年报、天相投顾整理

1.3 未来两年将是券商投行业务的黄金时期

1.3.1 2009 年股权融资规模超 2008 年

自 2009 年 6 月末 IPO 重启，股权融资明显加速，前 11 个月，已经达到 3788 亿元，较 2008 年全年融资规模增长 23%。同时，IPO 重启后的 5 个月，融资总额达到 2803 亿元，较上半年增加了 185%。

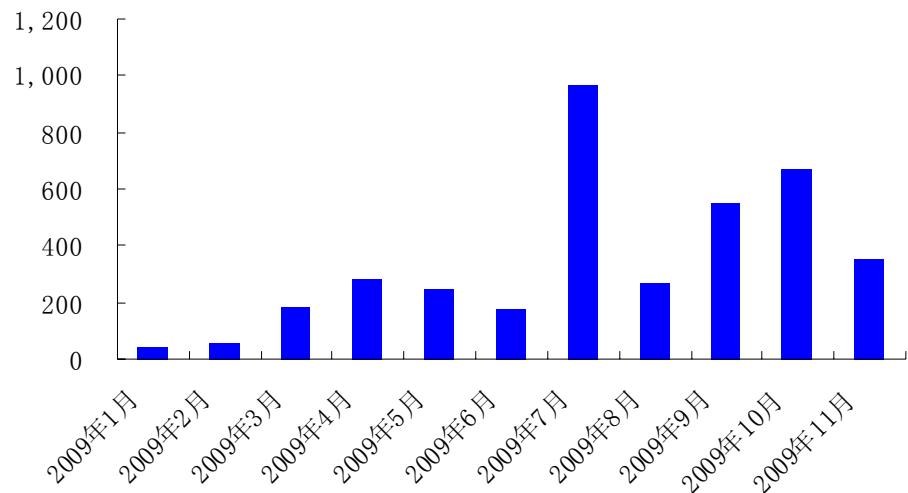
图表 11 2003-2009 年股权融资规模变化



资料来源：天相投资分析系统



图表 12 2009 年月度股权融资额变化



资料来源：天相投资分析系统

1.3.2 未来两年股权融资额有望继续增长

企业的融资需求以及我国资本市场的发展方向都决定了未来两年股权融资规模的增长。首先，宏观经济持续向好使得企业融资需求提升，可以预见的包括以下几个方面：

- 农行、国开、光大银行等大型金融企业仍等待上市融资，其他中资银行由于资本充足率要求存在较大规模的再融资需求
- 非金融大型央企进一步上市融资的需求
- 国内未上市券商由于资本需求欲谋求上市融资，已上市券商也存在一定的再融资需求
- 国际板或于明年推出
- 创业板继续扩大规模

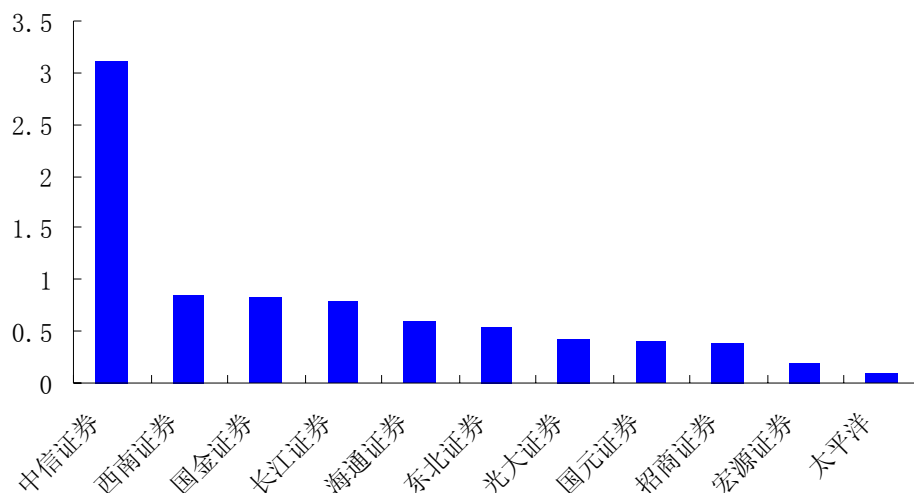
其次，今年的中央经济工作会议要求积极扩大直接融资，引导和规范资本市场健康发展。在信贷规模有可能缩减的背景下，扩大资本市场直接融资将巩固经济发展，为企业带来继续发展的动力。

综合考虑，我们认为 2010 年股权融资规模有望超过 5000 亿元。

1.3.3 关注承销业务市场份额较高的公司

由于承销业务的盈利能力取决于券商保荐实力和获取项目能力。同时我们认为，短期内行业内的实力格局很难发生较大改变。因此，我们以近三年平均市场份额计算券商每亿股对应的市场份额，以此判定券商承销业务收益股权融资规模增长的程度高低。在下图中我们可以看到，中信证券每亿股承销市场份额超过 3%，股权融资规模扩大获益最高。

图表 13 上市券商每亿股对应的承销份额（%）



资料来源：天相投资分析系统，天相投顾整理

2. 创新业务提升业绩增长空间

2.1 直投业务进入盈利时代

创业板的推出为券商直投业务提供了退出渠道，使得已在直投业务提前布局的券商开始进入收获阶段。目前上市公司中具备直投业务试点资格的券商有 6 家（见下表），其中中信、海通控股的直投子公司投资的公司已成功在创业板上市。

目前券商直投业务的模式主要为“直投+保荐”，由于人员结构的原因，券商直投子公司更多投资于 Pre-IP0 项目，利用在承销业务上的优势，保证直投业务高额的收益率。

由于直投业务高额收益率的示范效应，必将吸引更多资金进入该领域。以中信证券为例，按照未来每年有 10 家投资的创业板公司上市，平均投资规模在 2000-3000 万元，投资回报为 2-3 倍，则每年能够贡献投资收益约为 4-9 亿元，将可以增厚中信证券每股收益为 0.06-0.14 元，约为 2008 年每股收益 1.10 元的 5%-13%。

如果券商可以以净资本的 15%投资于直投业务，以 2009 年中期的净资本数据计算，同时，我们假设 20%的收益率，目前具备直投业务资格的上市券商中，海通证券盈利增长最为明显。考虑到我们是按照固定假设进行地测算，实际中，每个券商可能会因为资金投入的规模而与预测数据有所出入。

表格 1 已获直投业务试点资格上市券商名单

券商名称	直投子公司	控股比例	注册资本 (亿元)	设立时间
中信证券	金石投资	100%	30	2007 年 10 月
	中信产业基金	69%	0.69	2008 年 3 月



海通证券	海通开元投资有限公司	100%	10	2008 年 10 月
	海富产业投资基金管理有限公司	67%	0.2	2004 年 10 月
光大证券	光大资本投资有限公司	100%	2	2008 年 11 月
招商证券	招商资本投资有限公司	100%	1	2009 年 8 月
长江证券	长江成长资本投资有限公司	-	2 (预计)	未设立
国元证券	未设立	-	5--10	未设立

资料来源：公司公告，天相投顾整理

表格 2 证券公司投资创业板情况

券商名称	入股方	主承销商	出资额 (万元)	持股数量 (万股)	占发行前比 例 (%)
神州泰岳	金石投资	中信证券	2772	210	2.20
沈阳新松	金石投资	中信证券	2560	320	6.96
银江电子	海通开元	海通证券	750	150	2.50
中元华电	中比基金	海通证券	2362.5	365	7.50
钢研高纳	国信宏胜	国信证券	1400	350	3.99
金龙机电	国信宏胜	国信证券	1876	700	6.54

资料来源：创业板公司招股意向书，天相投顾整理

表格 3 上市券商直投业务收益测算

单位：亿元	中信证券	海通证券	长江证券	国元证券	招商证券	光大证券
净资本	358.43	360.31	39.11	35.36	48.50	93.97
直投业务规模上限	53.76	54.05	5.87	5.30	7.27	14.10
直投业务收益占 2010 年预测净利润的比重	10.09%	20.99%	7.18%	6.60%	3.90%	7.81%

资料来源：公司半年报，天相投顾预测

2.2 融资融券业务推出将有效提升券商盈利能力

融资融券的推出，对于券商来说，直接和间接上都有助于提升盈利水平和经营效率。一方面，融资融券业务可以为券商带来增量的手续费和利息收入，并有效提升券商的资金运用效率；另一方面，由于融资的规模将远超融券规模，增量资金的进入有利于推升股指，从而带动成交的活跃，提升整体成交金额水平，使券商获益。

目前，各大券商都已经做好了融资融券系统、技术和人才各方面准备，且交易所去年、今年都对此进行过验收，只要监管部门放开这项业务，该项业务就可以启动。融资融券明年推出的概率较高。

我们就融资融券于明年推出对上市券商经营业绩的影响做一简单测算。由于在净资本计算中，融资融券总规模对净资本的扣减比例为 5%，因此，我们以券商投入融资融券业务的净资本及业务规模相对于净资本的杠杆倍数来测算融资融券产生的净

利息收入占上市券商总收入的比重。我们假设融资融券利差为 6%，从下表可以看到，融资融券利息收入占总收入的比重随着规模扩大而成倍增加，

表格 4 融资融券对上市券商总营业收入影响测算

净资产 杠杆倍数	5%	10%	20%
5倍	2.4%	4.8%	9.1%
10倍	4.8%	9.1%	16.7%
15倍	7.0%	13.1%	23.2%

资料来源：天相投顾预测

我们对各上市券商受益融资融券分两种情境进行测算，情景一中我们假设融资融券在推出初期，业务仍处于推广期。假设条件为，券商投入净资本的 5%，同时形成 5 倍杠杆，融资利差 6%，融资融券对于成交额的刺激可使成交增加约 5%，以此计算，2010 年对上市券商收入的贡献约在 3-7%。情景二我们假设融资融券处于业务成熟期，券商投入净资本的 10%，同时形成 10 倍杠杆，融资利差 6%，融资融券对于成交额的刺激可使成交增加约 20%，以此计算，2010 年对上市券商收入的贡献约在 10%-25%。由于我们是以固定假设条件对每个券商的受益程度进行测算，因此，实际中仍需考虑每个券商投入的净资本规模以及对客户的开发程度。

表格 5 融资融券对上市券商净利润影响测算

情景一

	融资规模 /净资本	成交 增幅	融资 利差	利息收入 (亿元)	增量手续费 收入(亿元)	合计收入 (亿元)	占 2010 年总 收入比重
国元证券	25%	5%	6%	2.02	0.58	2.60	7.35%
海通证券	25%	5%	6%	5.40	2.19	7.60	6.48%
长江证券	25%	5%	6%	0.96	0.69	1.65	4.20%
太平洋	25%	5%	6%	0.21	0.20	0.41	4.01%
宏源证券	25%	5%	6%	0.75	0.71	1.46	3.85%
光大证券	25%	5%	6%	1.41	1.54	2.95	3.64%
西南证券	25%	5%	6%	0.45	0.32	0.77	3.63%
中信证券	25%	5%	6%	5.38	3.87	9.25	3.49%
国金证券	25%	5%	6%	0.31	0.28	0.59	3.30%
招商证券	25%	5%	6%	0.73	2.03	2.76	3.00%
东北证券	25%	5%	6%	0.19	0.46	0.65	2.85%
合计	-	-	-	17.81	12.87	30.68	4.15%

情景二

	融资规模 /净资本	成交 增幅	融资 利率	利息收入 (亿元)	增量手续费 收入(亿元)	合计收入 (亿元)	占 2010 年总 收入比重
国元证券	100%	20%	6%	8.06	2.32	10.38	24.09%
海通证券	100%	20%	6%	21.62	8.77	30.39	21.72%
长江证券	100%	20%	6%	3.85	2.75	6.60	14.91%
太平洋	100%	20%	6%	0.85	0.79	1.64	14.31%
宏源证券	100%	20%	6%	2.99	2.86	5.84	13.82%



光大证券	100%	20%	6%	5.64	6.15	11.78	13.12%
西南证券	100%	20%	6%	1.79	1.29	3.08	13.08%
中信证券	100%	20%	6%	21.51	15.50	37.01	12.64%
国金证券	100%	20%	6%	1.25	1.10	2.35	12.01%
招商证券	100%	20%	6%	2.91	8.12	11.03	11.01%
东北证券	100%	20%	6%	0.78	1.84	2.62	10.49%
合计	-	-	-	71.23	51.48	122.72	14.75%

资料来源：公司公告，天相投顾预测

注：东北证券净资本为 2008 年末数据

2.3 股指期货推出利好证券公司

如果股指期货推出，一方面可以提升市场的参与度，从而提高交易活跃度，另一方面，从国外的经验来看，股指期货的交易量占全部期货交易的约 40%-50%，这就意味着，在目前期货交易量的基础上增加一倍。股指期货的开通将大幅提升期货交易量，从而提升期货公司的盈利能力。

我们认为，股指期货推出证券公司将从两方面获利：

- 通过期货 IB 业务获取一定佣金
- 控股的期货公司盈利水平提升获取利润或投资收益。

股指期货的推出可能改变券商自营投资的模式。作为机构投资者之一，券商可以通过股指期货与现货市场的配合降低自营投资的风险，有利于降低券商自营业务收入的波动风险。

我们对股指期货推出对上市券商业绩影响进行测算。我们将分两种情况进行测算，首先，情景一中我们假设股指期货交易额 of 现货市场的 50%，期货交易手续费率为万分之 0.5，期货交割费率为万分之 0.5。自营方面，我们假设，券商将使用约 20% 的自营规模用于现货和期货的套利投资业务，年获利约 8%。在此情景下，股指期货相关收入将占上市券商整体收入的约 3-4%。情景二中，我们假设股指期货交易额为现货市场的 200%，相关手续费率同情景一，自营假设与情景一相同。以此计算，股指期货对总收入贡献约为 8-9%。我们的测算是以固定假设为依据，实际受益程度仍需考虑券商的自营水平、客户开发程度等因素。

表格 6 上市券商控股期货公司情况

	是否获得期货 IB 业务资格	参、控股的期 货公司名称	控股比例 (%)	期货公司注册 资本金 (万元)
中信证券	是	中证期货	100	15,000
	-	中信建投期货	通过中信建投证券 控股 100%	15,000
海通证券	是	海通期货	63.6	10,000
长江证券	是	长江期货	100	10,000
宏源证券	是	宏源期货	100	10,000



国金证券	是	国金期货	95.5	8,000
招商证券	是	招商期货	100	12,000
光大证券	是	光大期货	100	15,000
东北证券	-	渤海期货	96	10,000
国元证券	-	国元期货	55	10,000
西南证券	-	-	-	-
太平洋	-	-	-	-

资料来源：公司公告，天相投顾整理

表格 7 上市券商受益股指期货测算
情景一

	期货业务手续费收入 (亿元)	自营收入 (亿元)	合计收入 (亿元)	占总收入比重
长江证券	0.86	1.07	1.93	4.87%
海通证券	2.30	2.68	4.98	4.35%
招商证券	2.26	1.40	3.66	3.94%
宏源证券	0.71	0.61	1.33	3.52%
国元证券	0.64	0.53	1.17	3.46%
光大证券	1.77	1.01	2.78	3.44%
中信证券	4.32	4.52	8.85	3.34%
西南证券	0.32	0.36	0.68	3.23%
国金证券	0.38	0.11	0.48	2.73%
东北证券	0.39	0.15	0.54	2.37%
太平洋	0.16	0.06	0.22	2.16%
合计	14.12	11.10	25.22	3.43%

情景二

	期货业务手续费收入 (亿元)	自营收入 (亿元)	合计收入 (亿元)	占总收入比重	占比较情景一 增加值
招商证券	9.03	1.40	10.43	10.47%	6.53%
光大证券	7.09	1.01	8.10	9.40%	5.96%
国金证券	1.50	0.11	1.61	8.56%	5.83%
长江证券	3.44	1.07	4.51	10.69%	5.82%
海通证券	9.20	2.68	11.88	9.78%	5.43%
国元证券	2.58	0.53	3.11	8.67%	5.21%
宏源证券	2.86	0.61	3.47	8.70%	5.18%
东北证券	1.55	0.15	1.70	7.08%	4.71%
中信证券	17.30	4.52	21.82	7.86%	4.52%
太平洋	0.64	0.06	0.70	6.65%	4.49%
西南证券	1.29	0.36	1.65	7.47%	4.23%
合计	56.47	11.10	67.57	8.70%	5.27%

资料来源：天相投顾预测

2.4 基金和资产管理业务有望成为收入稳定器

由于基金公司与证券公司不同的盈利模式，券商通过参股基金公司，可获得相对稳定的投资收益。尽管目前我国证券市场中有为数众多的散户投资者，但基金投资作为一种重要的投资方式，在资本市场中所占比重将逐步提升。同时，随着 A 股市场交易的持续活跃，基金规模不断扩大，其盈利能力也不断增强。

表格 8 上市券商控股基金公司情况（截至 2009 年三季度末）

	参、控股的基金公司名称	控股比例 (%)	封闭基金数量	最新规模 (亿份)	开放基金数量	最新规模 (亿份)
中信证券	华夏基金	100	2	50	23	1564.51
海通证券	海富通基金	51			12	460.77
	富国基金	27.775	3	69.98	13	502.23
长江证券	长信基金	49			7	283.48
	诺德基金	30			4	53.84
国元证券	长盛基金	41	4	196.87	10	246.61
东北证券	银华基金	21			13	535.25
	东方基金	46			6	111.99
西南证券	银华基金	29			13	535.25
招商证券	博时基金	49	3	55	15	1341.29
	招商基金	33.3			12	331.91
光大证券	光大保德信基金	67			9	391.86
	大成基金	25	3	96.74	15	938.08

资料来源：公司公告，天相投顾整理

截至 11 月，2009 年券商集合理财产品发行加速，上市券商中，西南、东北证券都将或已经首次发行集合理财产品。而海通、光大证券也发行了规模超过 50 亿元的集合理财产品。资产管理业务收益相对稳定，有望在将来成为收入的重要组成。

表格 9 上市券商资产管理业务比较

	资管业务收入占比	2009 年 11 月末受托管理资本金总额 (亿元)
光大证券	10.00%	128.26
海通证券	6.10%	89.94
长江证券	1.86%	8.7
宏源证券	1.18%	28.45
中信证券	1.09%	126.04
国元证券	0.79%	13.34
招商证券	0.63%	48.3
东北证券	0.27%	6.1
国金证券	-	-
太平洋	-	-

西南证券

资料来源：公司公告，天相投顾整理

3. 再融资成功提升中小券商竞争力

2009 年多家上市券商成功实施再融资计划或已发布再融资计划。在目前以净资本为核心的监管体系中，融资成功使得券商提升了资本实力，从而可以顺利扩展各项业务规模，提升盈利能力，因此使得 2010 年存在业绩表现超预期的可能：

- 能够顺利实施营业网点的布点计划，提升经纪业务覆盖区域
- 扩大自营业务投资规模，提高绝对收益
- 投资创新业务，开拓收入来源

表格 10 上市券商再融资情况

	融资方式	实施日期	融资金额
国元证券	公开增发	2009 年 11 月	99 亿元
长江证券	配股	2009 年 11 月	32 亿元
东北证券	配股	已公告，未实施	不超过 40 亿元
西南证券	非公开增发	已公告，未实施	不超过 60 亿元

资料来源：公司公告，天相投顾整理

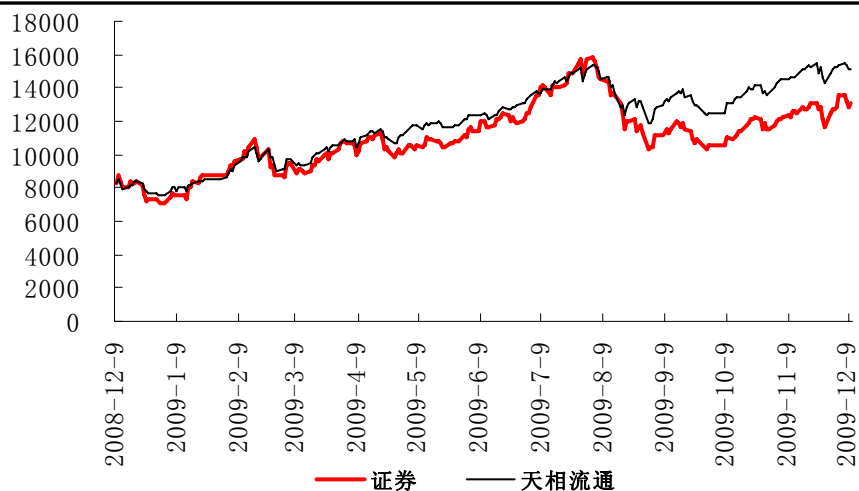
4. 2010 年券商估值有望提升

2008 年以前券商股滚动市盈率较高，反映了市场对于券商盈利增长的良好预期，但 2008 年股指大幅下跌挫伤了市场对于券商股的信心，使得券商股估值回归理性。因此，2009 年，尽管券商股业绩复苏，但由于股价涨幅较小以及 2008 年的深幅调整，因此估值仍处于较低区间。

2010 年经纪和承销等传统业务将为券商盈利打下良好基础，同时随着资本市场的成熟，较高水平的成交额或将在未来几年内成为常态，这将提升市场对于券商股的信心。另一方面，直投、融资融券、股指期货等创新业务的陆续推出，将提升券商利润长期增速预期。基于以上判断，我们预计，明年券商股的估值水平将在今年的基础上有所提升。

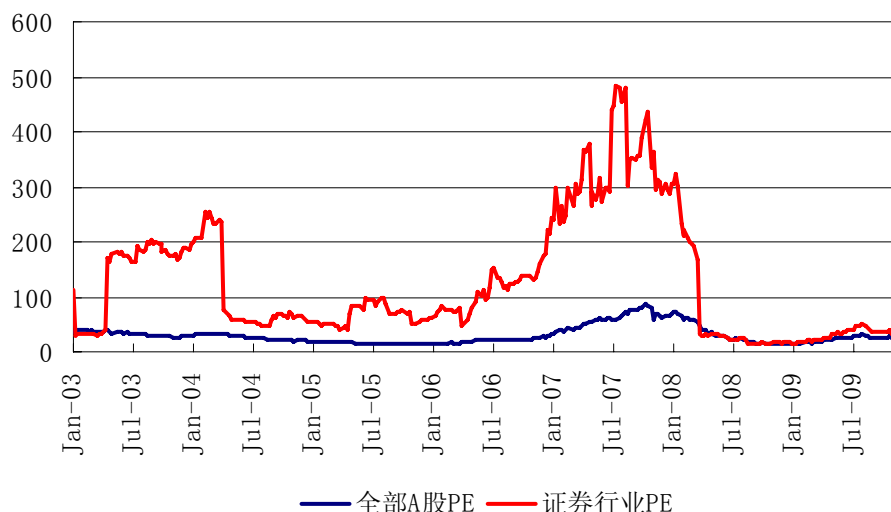


图表 14 最近一年证券板块和天相流通指数比较



资料来源：天相投资分析系统

图表 15 全部 A 股和证券行业 PE 比较



资料来源：天相投资分析系统

5. 投资策略及行业预测和估值

5.1 2010 年继续看好证券行业

2010 年我国宏观经济整体向好，政策对资本市场健康发展十分有利，融资融券和股指期货等完善资本市场结构的业务有望推出，证券行业收入结构逐步改善、盈利能力逐步增强，前景十分看好，因此我们维持对行业的“增持”评级。

在选股方面，根据我们上述对行业的分析，2010 年券商股的投资可以从四条主线进行把握：



1. 受益创新业务推出程度较高。
2. 成功实施融资计划，业务规模扩大，业绩有望超预期增长的中小券商。
3. 受益成交额和股权融资额提升程度较高。
4. 参股券商公司中估值较低，同时，参股的券商存在上市预期。

我们的投资组合为：稳健组合（中信证券和海通证券）；激进组合（国元证券和东北证券）

中信证券在证券行业各领域均保持一定优势，综合实力强劲，抗风险能力强于其他券商，有效降低业绩的不确定性。公司股票的估值优势明显，按 12 月 28 日收盘价计算，2009 年动态 PE 仅为 22 倍，远低于行业平均的 29 倍。尽管仍需解决旗下券商“一参一控”以及华夏基金超限持股等问题，但创新业务方面的发展潜力有助于提升长期盈利能力。

海通证券 2009 年中期净资本规模超越中信证券成为行业第一，雄厚的净资本实力使其受益直投、融资融券等创新业务程度较高。创新业务的拓展也能够提升公司的资金运用效率，逐步解决曾受诟病的资金闲置问题。公司为上海上市的唯一一家券商，有望在上海金融资产整合过程中做大做强。此外，公司对百瑞信托和香港大福证券的收购，将提升公司的综合竞争能力。

国元证券 2009 年成功实施增发，融资近百亿元，大幅提升了资本实力，未来有望提升各项业务规模。公司已获得直投业务资格，随着资本金的到位，创新业务的拓展即将展开。如融资融券、股指期货等业务推出，公司凭借资本实力的提升，在中小券商中将显现一定的竞争优势。

东北证券激进的自营风格决定了在上升的市场中，公司的盈利能力将十分明显。如果股指期货推出，公司自营业务风险将有明显下降，盈利确定性的提升将提升公司的估值水平。公司 2009 年公布了再融资计划，如 2010 年顺利实施，对公司各项业务的发展都十分有利。

参股券商的股票中，辽宁成大、吉林敖东估值较低，广发证券借壳上市有望，具备一定的投资价值，维持辽宁成大的“增持”评级。同时，建议关注参股国信证券的北京城建，由于国信证券上市有望，公司资产存在重估需求。

5.2 行业盈利预测和评级

我们预计 10 家上市券商 2009 年归属母公司净利润同比增长 19%左右，2010 年增长 35%左右。其中，2009 年东北证券和宏源证券分别同比增长 132%和 121%左右，增速最高；2010 年考虑融资融券和股指期货等新业务推出的情况下，国元证券增速最高。



表格 11 2009-2010 年上市券商盈利预测

券商简称	归属母公司净利润（亿元）				归属母公司净利润同比增速		
	2008A	2009E	2010E （不考虑 新业务）	2010E （考虑新业 务）	2009E （不考虑 新业务）	2010E （不考虑 新业务）	2010E （考虑新 业务）
中信证券	73.05	89.51	118.02	130.92	22.53%	31.85%	46.26%
海通证券	33.02	42.96	51.50	62.14	30.13%	19.87%	44.64%
光大证券	13.68	26.10	36.10	40.15	90.87%	38.29%	53.83%
招商证券	20.21	26.20	37.27	40.89	29.68%	42.23%	56.05%
长江证券	7.02	12.49	16.33	18.70	78.04%	30.76%	49.73%
国元证券	5.21	10.21	16.08	19.36	96.06%	57.41%	89.55%
东北证券	4.10	9.51	10.02	10.93	132.02%	5.29%	14.94%
宏源证券	5.42	11.95	13.05	15.11	120.69%	9.18%	26.39%
国金证券	7.56	5.07	5.63	6.46	-33.01%	11.04%	27.56%
太平洋	-6.45	5.01	5.27	5.85	-	5.30%	16.87%
西南证券	1.42	8.08	9.16	10.22	469.07%	13.34%	26.44%
合计	164.22	247.11	318.43	360.74	50.47%	28.86%	45.98%

资料来源：天相投顾预测

表格 12 上市券商盈利预测和评级表

券商简称	EPS（元）			PE（X）			投资评级
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
中信证券	1.10	1.35	1.78	27.10	22.12	16.78	增持
海通证券	0.40	0.54	0.67	45.80	34.13	27.25	增持
光大证券	0.40	0.76	1.06	60.38	31.65	22.90	增持
宏源证券	0.37	0.82	0.89	60.98	27.65	25.31	增持
东北证券	0.63	1.49	1.57	59.66	25.06	23.78	增持
国元证券	0.27	0.52	0.82	76.44	39.22	24.89	增持
国金证券	0.76	0.51	0.56	30.44	45.41	40.89	中性
长江证券	0.32	0.58	0.75	57.74	32.39	24.74	中性
太平洋	-0.33	0.33	0.35	-53.87	53.17	50.47	中性
西南证券	0.07	0.44	0.48	249.91	42.27	38.73	中性
招商证券	0.56	0.73	1.03	50.97	39.48	27.77	中性
	-	-	-	45.72	29.13	24.36	-

资料来源：天相投顾预测

注：股价为 2009 年 12 月 28 日数据

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100