

## 证券 II

陈剑涛 证券行业分析师

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

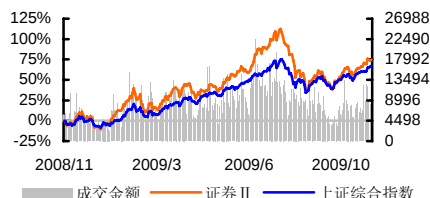
评级调整: 首次

## 行业基本资料

|            |       |
|------------|-------|
| 上市公司家数     | 11    |
| 总市值(亿元)    | 6294  |
| 占 A 股比例(%) | 1.07% |
| 平均市盈率(倍)   | 46.3  |

## 行业表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 证券 II  | 10.62 | 14.45 | 22.91 |
| 上证综合指数 | 9.29  | 19.21 | 24.06 |



## 相关报告

2009 年 4 月份证券行业月报: 退一步, 海阔天空!

证券行业 2009 年 5 月月报: 流动性延迟大盘调整, 券商个股投资机会浮现

证券行业 2009 年中期投资策略-把握脉动, 适时出击

## 证券行业 2010 年投资策略

看好

## 09 年将完美收官, 10 年仍值得期待!

### 投资要点:

- **2009 年证券行业将完美收官**
- 行业复苏路径年内始终保持畅通并持续向纵深发展。
- 券商主营业务基本面非常坚实。
- 2009 年行业业绩将获得确定性增长, 增长率为 44-51%。
- **2010 年不乏亮点, 传统业务将继续保持复苏态势。**
- 经纪业务核心驱动指标继续向好。
- 经纪业务将继续高位运行, 日均交易量将继续保持在 2100 亿以上的规模!
- 承销业务方面, 预计 2010 年股票承销总额 5611 亿元, 全年各项承销收入 189-246 亿元之间, 在现有盈利模式下, 预计贡献行业全年利润的 9.6-10.3%。
- 自营业务不差钱, 在有效把握脉动后, 自营业务收益仍将可观, 在现有盈利模式下, 预计贡献行业全年利润的 13-14%。
- **创新业务是催化剂!**
- 融资融券将在 2010 年为行业带来 94.19—143.17 亿元增量业务收入。
- 股指期货将在 2010 年为行业带来 57.6—63.4 亿元的增量业务收入。
- **2010 年证券行业仍将持续保持快速增长, 成长率在 11%—27%之间!**
- 现有盈利模式条件下, 2010 年证券行业的成长率为 10.9%-17.6%; 现有盈利模式+融资融券条件下, 2010 年证券行业的成长率为 16.8%-23.5%; 现有盈利模式+融资融券+股指期货条件下, 2010 年证券行业的成长率为 19.8%-26.6%。
- **投资建议: 行业复苏路径将继续向纵深挺进, 优选大型券商!**
- 2010 年行业复苏路径将继续保持畅通, 行业增长较为确定, 且存在催化剂, 继续给予行业“看好”评级。
- 选股策略: 大的才美!
- 重点推荐: 中信、海通和光大。

| 股票代码      | 股票名称 | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 11EPS | 08PE | 09PE | 10PE | 11PE | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| 600030.S  | 中信证券 | 1.10  | 1.23  | 1.34  | 1.46  | 27.6 | 24.6 | 22.7 | 20.8 | 推荐   |
| 600837.S  | 海通证券 | 0.40  | 0.57  | 0.63  | 0.65  | 39.0 | 27.5 | 24.9 | 24.1 | 推荐   |
| 600999.S  | 招商证券 | 0.63  | 0.82  | 0.95  | 1.05  | 51.7 | 39.9 | 34.4 | 30.9 | 中性   |
| 601788.S  | 光大证券 | 0.47  | 0.74  | 0.86  | 0.97  | 51.1 | 32.3 | 27.9 | 24.7 | 推荐   |
| 000686.SZ | 东北证券 | 0.71  | 1.31  | 1.32  | 1.44  | 57.9 | 31.5 | 31.2 | 28.6 | 中性   |

## 目 录

|                                                                                               |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 一、2009 年证券行业将完美收官 .....                                                                       | 4  |
| 1、 行业复苏路径年内始终保持畅通并持续向纵深发展。 .....                                                              | 4  |
| 2、 券商主营业务基本面非常坚实。 .....                                                                       | 5  |
| 2.1 经纪业务运行态势非常良好，年内股票日均交易额实现 2000 亿以上的规模，几乎确定无疑。 .....                                        | 5  |
| 2.2 承销业务持续行走在复苏的道路上。 .....                                                                    | 8  |
| 2.3 资产管理业务规模得到快速的恢复。 .....                                                                    | 9  |
| 3、 09 年业绩将获得确定性增长，增长率为 44-51%。 .....                                                          | 12 |
| 二、2010 年不乏亮点，传统业务将继续保持复苏态势.....                                                               | 13 |
| 1、 经纪业务核心驱动指标继续向好。 .....                                                                      | 13 |
| 2、 经纪业务将继续高位运行，日均交易量将继续保持在 2100 亿以上的规模！ .....                                                 | 16 |
| 3、 承销业务方面，预计 2010 年股票承销总额 5611 亿元，全年各项承销收入 189-246 亿元之间，在现有盈利模式下，预计贡献行业全年利润的 9.6-10.3%。 ..... | 16 |
| 4、 自营业务不差钱，在有效把握脉动后，自营业务收益仍将可观，在现有盈利模式下，预计贡献行业全年利润的 13-14%。 .....                             | 19 |
| 三、2010 年创新业务将成为行业的催化剂！ .....                                                                  | 20 |
| 1、 融资融券将在 2010 年为行业带来 94.19—143.17 亿元的增量业务收入。 .....                                           | 20 |
| 2、 股指期货将在 2010 年为行业带来 57.6——63.4 亿元的增量业务收入。 .....                                             | 23 |
| 四、2010 年证券行业仍将继续保持快速增长，成长率在 10.9%—26.6%之间！ .....                                              | 24 |
| 1、 现有盈利模式条件下，2010 年证券行业的成长率为 10.9%-17.6%。 .....                                               | 24 |
| 2、 现有盈利模式+融资融券条件下，2010 年证券行业的成长率为 16.8%-23.5%，融资融券将贡献行业增长 5.9%。 .....                         | 25 |
| 3、 现有盈利模式+融资融券+股指期货条件下，2010 年证券行业的成长率为 19.8%-26.6%，股指期货将贡献行业增长 3.1%。 .....                    | 25 |
| 五、投资建议：行业复苏路径将继续向纵深挺进，优选大型券商！ .....                                                           | 26 |
| 1、 2010 年行业复苏路径将继续保持畅通，行业增长较为确定，且存在行业催化剂，继续给予行业“看好”评级。 .....                                  | 26 |
| 2、 选股策略：大的才美！ .....                                                                           | 26 |
| 3、 重点推荐：中信、海通和光大。 .....                                                                       | 27 |

## 图 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1 2009 年券商各项业务复苏时间预测表.....  | 4  |
| 表 2 2006-2009 年券商承销数量 .....   | 9  |
| 表 3 2006-2009 年券商承销金额 .....   | 9  |
| 表 4 2009 年券商集合理财产品发行明细 .....  | 10 |
| 表 5 2009 年证券行业成长能力预测 .....    | 12 |
| 表 6 2010 年 A 股市场日均股票额测算 ..... | 16 |
| 表 7 2010 年证券行业承销业务收入测算表.....  | 17 |
| 表 8 2010 年证券行业股票承销收入测算表.....  | 17 |

|      |                                            |    |
|------|--------------------------------------------|----|
| 表 9  | 2010 年证券行业债券承销收入测算表.....                   | 18 |
| 表 10 | 2006-2009 年券商承销数量 .....                    | 18 |
| 表 11 | 2006-2009 年券商承销金额 .....                    | 18 |
| 表 12 | 2010 年证券行业自营收入测算表 .....                    | 19 |
| 表 13 | 上市券商 2006-2009（自营资产/净资产）的变化情况.....         | 20 |
| 表 14 | 2008 年证券行业创新类券商明细 .....                    | 21 |
| 表 15 | 2010 年融券融券佣金收入测算表 .....                    | 22 |
| 表 16 | 2010 年融资利息收入测算表 .....                      | 22 |
| 表 17 | 2010 年融券手续费收入测算表 .....                     | 22 |
| 表 18 | 2010 年股指期货收入测算表 .....                      | 23 |
| 表 19 | 2010 年现有盈利模式条件下，证券行业成长能力预测。.....           | 24 |
| 表 20 | 2010 年现有盈利模式+融资融券条件下，证券行业成长能力预测。.....      | 25 |
| 表 21 | 2010 年现有盈利模式+融资融券+股指期货条件下，证券行业成长能力预测。..... | 25 |
| 表 22 | 2010 年上市券商开展融资融券业务的收入分布.....               | 27 |
| 表 23 | 上市公司估值情况（截至 2009 年 11 月 27 日） .....        | 27 |

## 表 目 录

|      |                                        |    |
|------|----------------------------------------|----|
| 图 1  | 证券行业复苏路径 .....                         | 5  |
| 图 2  | 2008 年 10 月-2009 年 10 月股基权债月度成交额 ..... | 5  |
| 图 3  | 2008 年 10 月-2009 年 8 月股基权债日均成交额 .....  | 6  |
| 图 4  | 2008 年 10 月-2009 年 10 月经纪交易额类别结构 ..... | 6  |
| 图 5  | 2008 年 8 月-2009 年 8 月股票日均成交额 .....     | 7  |
| 图 6  | 2008 年 8 月-2009 年 8 月股票承销额及费率 .....    | 8  |
| 图 7  | 2008 年 10 月-2009 年 10 月债券承销额 .....     | 8  |
| 图 8  | 2005 年-2009 年券商集合理财规模分布 .....          | 9  |
| 图 9  | 2005 年-2009 年券商集合理财成立规模情况 .....        | 10 |
| 图 10 | 2009 年股票日均成交额实际值和预测值.....              | 12 |
| 图 11 | 2008-2009 年 A 股月度流通市值分布.....           | 13 |
| 图 12 | 2009 年各月度 A 股流通市值/A 股总市值 .....         | 13 |
| 图 13 | 2009 年各月度 A 股限售股市值/A 股总市值 .....        | 14 |
| 图 14 | 2007-2009 年 A 股月度换手率 .....             | 14 |
| 图 15 | 2008-2009 年券商经纪业务佣金率分布.....            | 15 |
| 图 16 | 2006-2009 年券商（自营资产/净资产）分布情况.....       | 19 |

## 一、2009 年证券行业将完美收官

### 1、行业复苏路径年内始终保持畅通并持续向纵深发展。

2009 年证券行业跟随资本市场的不断上扬，呈现出显著的渐次复苏态势。

从此次券商传统业务相继复苏的进程看，经纪业务的复苏时间为今年的一季度，自营业务复苏时间为 2-3 季度，承销业务和资产管理业务复苏时间主要在 3 季度，相关业务的业绩高点出现时间分别为：经纪业务 2-3 季度；自营、承销和资管为 4 季度。

创新业务方面，随着 9 月 17 日，创业板的正式推出，证券行业的复苏路径继经纪、自营、承销、资产管理之后，开始向纵深延展，我们认为，只要市场行情能够持续，诸如融资融券等和股指期货等创新业务的推出都将是大概率事件，从目前的情况看，融资融券的各项准备工作和氛围已经成熟，相关业务的推出预计将在年内明朗，业务的试点预计在 2010 年初展开。

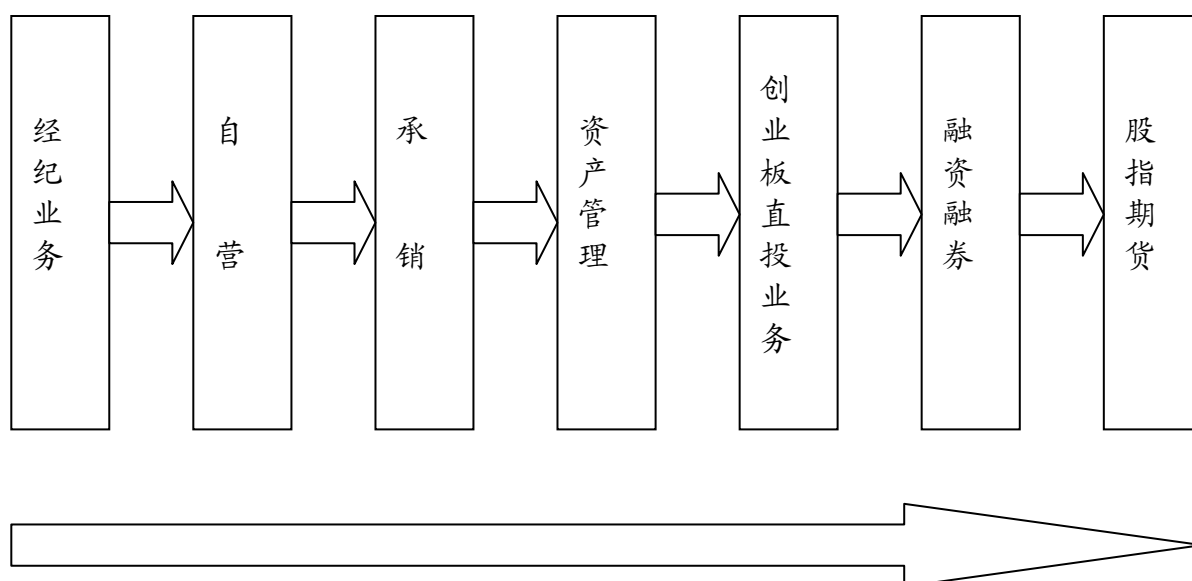
从整体看，2009 年行业复苏路径始终保持畅通并持续在向纵深发展。

表 1 2009 年券商各项业务复苏时间预测表

| 业务类别    | 复苏时间                   | 预计业绩高点时间 | 主要受益券商类型                                                         |
|---------|------------------------|----------|------------------------------------------------------------------|
| 经纪业务    | 1 季度                   | 2-3 季度   | 所有券商，中小型券商受益更多                                                   |
| 自营      | 2-3 季度                 | 4 季度     | 所有券商，中小型券商由于自营风格较为激进将提前受益、大型券商因业务较为均衡、因此作风前期会相对保守，受益时间相对中小型券商为晚； |
| 承销      | 3 季度                   | 4 季度     | 市场份额较高、资本实力较为雄厚的大、中型券商                                           |
| 资产管理    | 3 季度                   | 4 季度     | 资本实力较为雄厚的大型券商及个别中型券商                                             |
| 创业板直投业务 | 9 月份                   | —        | 资本实力雄厚的大型券商                                                      |
| 融资融券    | 预计 4 季度明朗，<br>2010 年试点 | —        | 资本实力雄厚的大型券商                                                      |
| 股指期货    | 2010 年                 | —        | 资本实力雄厚的大型券商                                                      |

资料来源：Wind、中投证券研究所

图 1 证券行业复苏路径



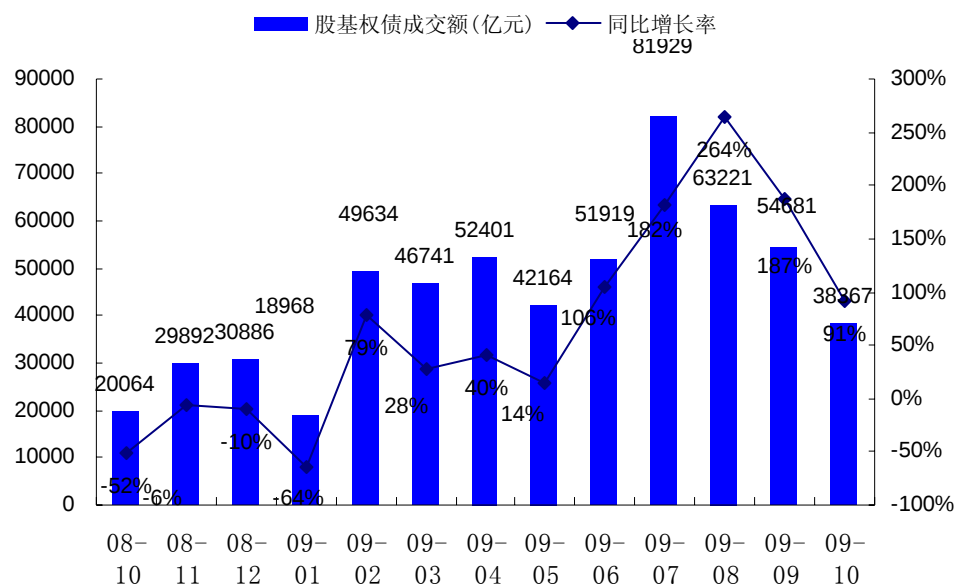
资料来源：Wind、中投证券研究所

## 2、券商主营业务基本面非常坚实。

### 2.1 经纪业务运行态势非常良好，年内股票日均交易额实现 2000 亿以上的规模，几乎确定无疑。

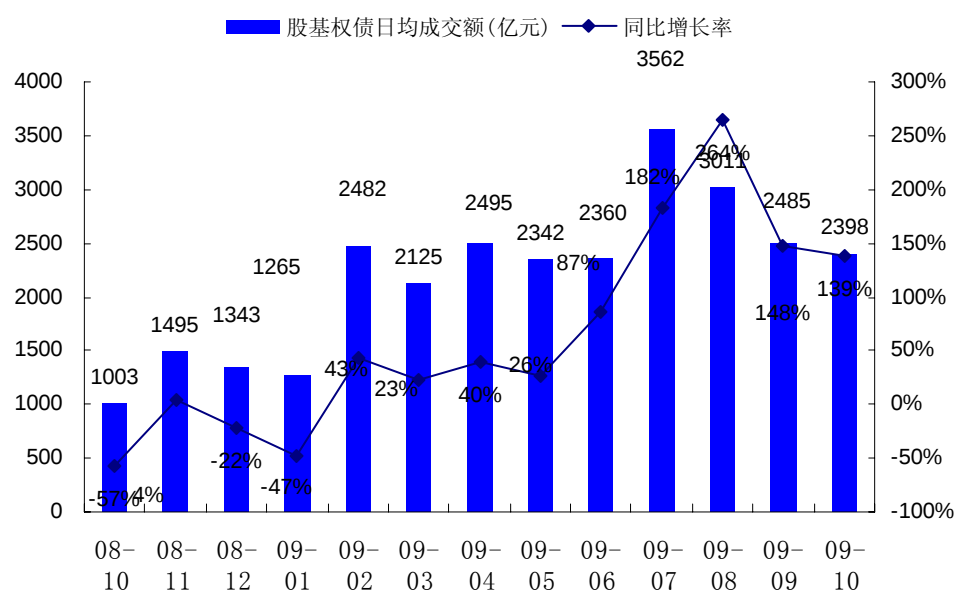
截至 10 月底止，证券行业年内共实现股基权债成交额 50 万亿，同比增长 65.7%；实现股基权债日均成交额 2452 亿元，同比增长 66.46%；成交总额和日均交易额均实现同比大幅上升，相关数据显示，券商经纪业务运行态势非常良好。

图 2 2008 年 10 月-2009 年 10 月股基权债月度成交额



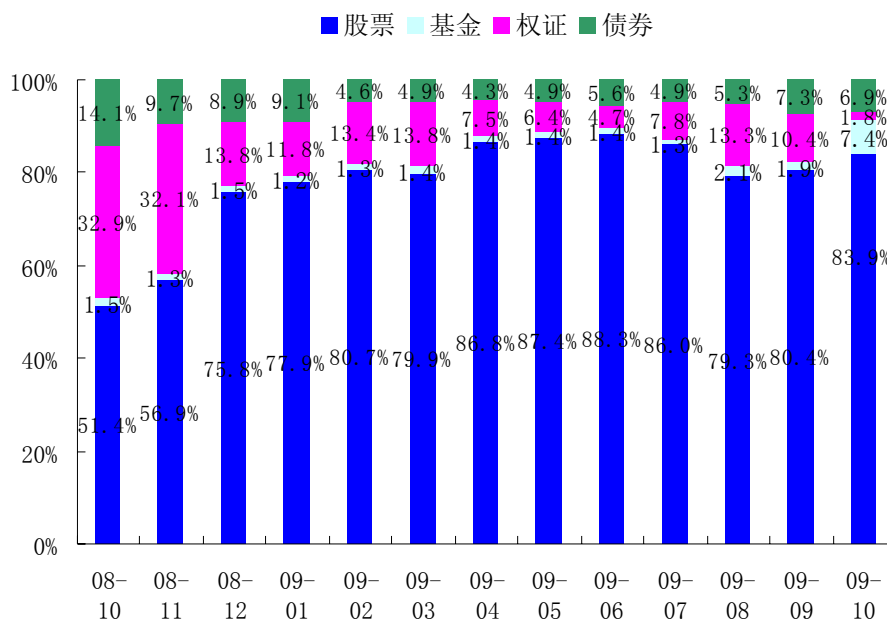
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、中投证券研究所

图 3 2008 年 10 月-2009 年 8 月股基权债日均成交额



资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、中投证券研究所

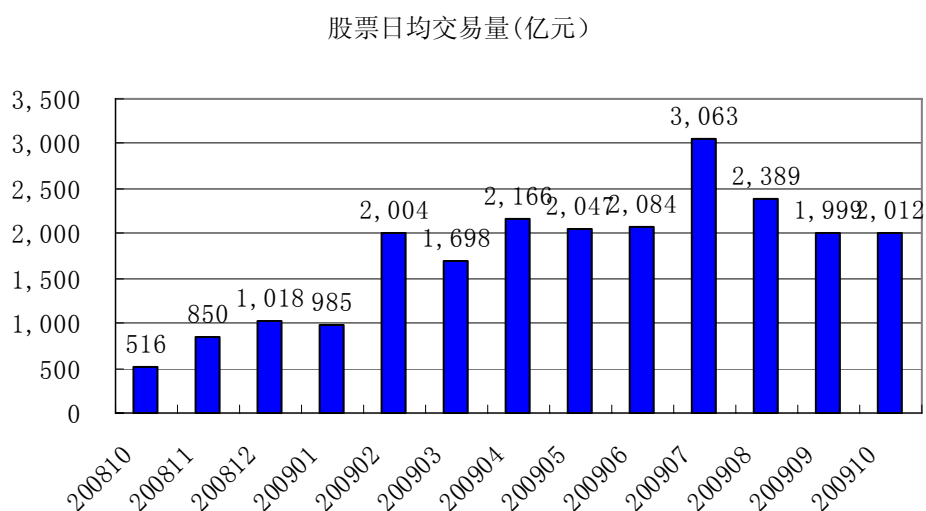
图 4 2008 年 10 月-2009 年 10 月经纪交易额类别结构



资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、中投证券研究所

股票日均交易额方面，截至10月底止，证券行业年内股票日均交易额为2044亿元，由于11月份证券市场活跃再次提高，日均交易量较之10月份又有进一步的改善，因此，我们判断，年内证券行业实现股票日均交易额2000亿以上的规模目标，几乎已确定无疑。

图5 2008年8月-2009年8月股票日均成交额



资料来源：Wind、中投证券研究所

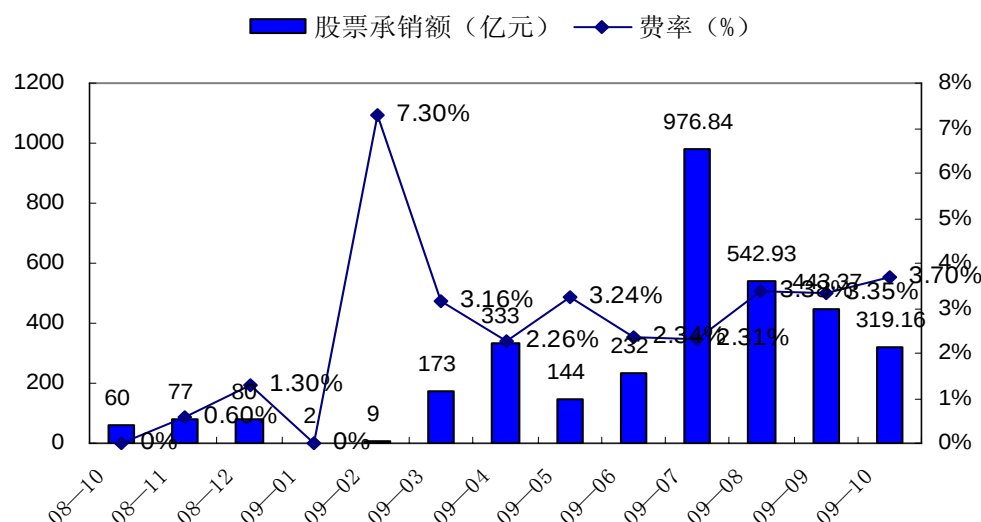
## 2.2 承销业务持续行走复苏的道路上。

继 6 月 29 日，A 股 IPO 的正式开闸，券商承销业务得到了迅速的恢复，股票承销金额快速攀升，截至 10 月底止，证券行业年内已实现各类股票融资额 3175 亿元，同比增长 37.56%，股票融资额的增长在下半年的增长最为迅速，7-10 月份券商实现各类股票融资额 2282 亿元，占 1-10 月份的 72%。

券商承销费率方面，则整体呈现稳中有升，并在 9-10 月加速上扬的态势。今年 1-8 月份，券商各类股票承销费率平均在 2.8-3% 之间，费率水平在正常费率的中等偏上的位置。随着 9 月份创业板的推出，券商各类股票承销费率加速上扬，截至 10 月底止，年内券商各类股票承销费率已高达 3.45%，创业板的高费率承销业务大幅提升了券商承销业务的整体费率水平，券商承销业务弹性凸现。

我们预计，年内证券行业各类股票融资额全年在 3500-3800 亿元之间，在承销费率 3.45% 的假设下，预计全年各类股票承销收入可望达到 120-131 亿元之间。

图 6 2008 年 8 月-2009 年 8 月股票承销额及费率



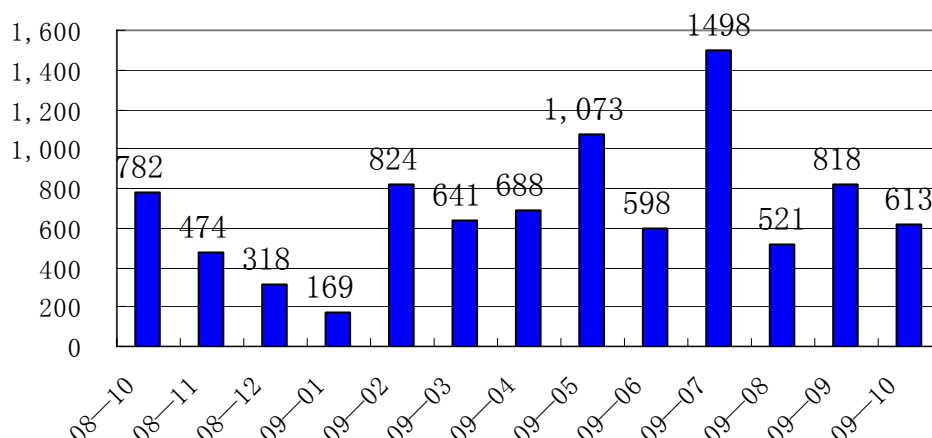
资料来源：Wind、中投证券研究所

债券承销方面，1-10 月份共发行企业债 696 笔，实现融资金额 7444 亿元，预计全年债券承销量将有望达到 835 笔，实现融资金额 8933 亿元，该数据相当于 2006 年的 4.4 倍；2007 年的 2.6 倍；以及 2008 年的 1 倍；债券融资规模将远超 2007 年市场牛市时期的水平，并创出近年的新高。

相关数据显示，券商承销业务已全面复苏，业绩弹性已开始凸现，我们判断，券商承销业务将持续行走复苏的道路上。

图 7 2008 年 10 月-2009 年 10 月债券承销额

债券承销额（亿元）



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 2 2006-2009 年券商承销数量

|                | 总计  | 首发 IPO | 增发  | 配股 | 可转债 | 债券发行 |
|----------------|-----|--------|-----|----|-----|------|
| 2006           | 228 | 79     | 52  | 2  | 10  | 85   |
| 2007           | 417 | 132    | 150 | 6  | 14  | 115  |
| 2008           | 353 | 81     | 94  | 8  | 18  | 152  |
| 2009 年 1-10 月份 | 846 | 64     | 74  | 5  | 7   | 696  |

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 3 2006-2009 年券商承销金额

单位：亿元

|                | 总计        | 首发 IPO   | 增发       | 配股     | 可转债    | 债券发行     |
|----------------|-----------|----------|----------|--------|--------|----------|
| 2006           | 4,347.41  | 1,642.56 | 903.29   | 4.32   | 142.87 | 1,654.37 |
| 2007           | 10,316.94 | 4,454.99 | 2,875.65 | 229.88 | 269.90 | 2,486.52 |
| 2008           | 7,758.12  | 1,040.05 | 1,373.21 | 139.50 | 710.05 | 4,495.31 |
| 2009 年 1-10 月份 | 9,260     | 1,215    | 1,117    | 23     | 77     | 6,828    |

资料来源：Wind、中投证券研究所

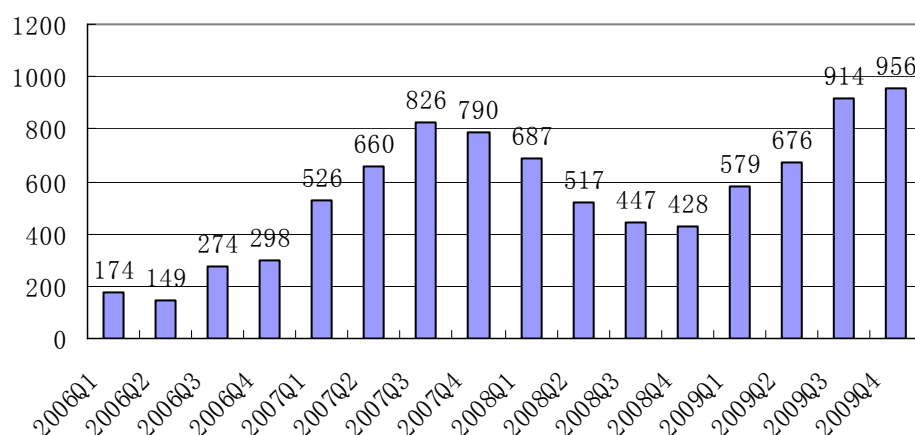
## 2.3 资产管理业务规模得到快速的恢复。

今年以来，受益于市场的走牛和监管审批的加快，券商资产管理业务规模也得到迅速的恢复，截止 11 月 23 日止，券商集合理财产品规模已达 956 亿元，同比增长 123%。相关数据已超过 2007 年 3 季度的历史高点。

此外，今年以来，监管机构共审批成立各类券商集合理财产品 37 只，增量规模 542 亿元。平均每只券商集合理财产品规模 14.26 亿元。

图 8 2005 年-2009 年券商集合理财规模分布（分季度）

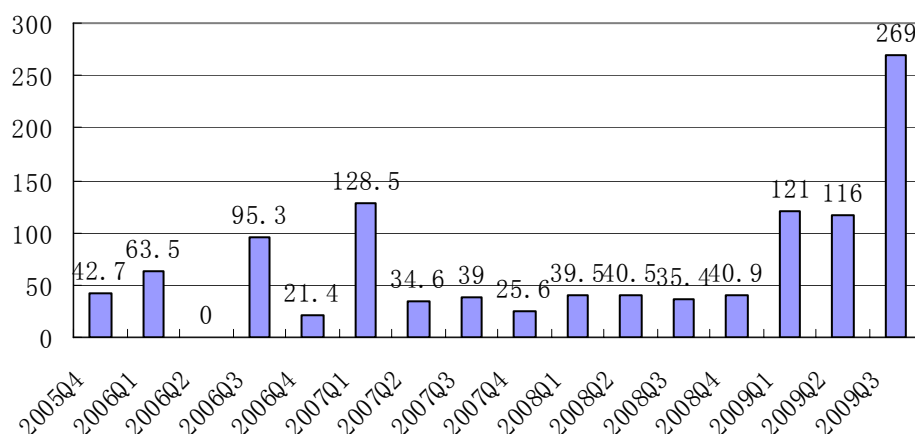
季度集合理财规模（亿元）



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 9 2005 年-2009 年券商集合理财成立规模情况（分季度）

单季度集合理财成立规模（亿元）



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 4 2009 年券商集合理财产品发行明细

| 代码     | 名称          | 管理人    | 投资类型 | 推广起始日    | 成立日期     | 成立规模<br>(亿元) |
|--------|-------------|--------|------|----------|----------|--------------|
| J08018 | 长江超越理财 3 号  | 长江证券   | 混合型  | 20081103 | 20090105 | 2.69         |
| J08019 | 中银国际中国红 1 号 | 中银国际证券 | 混合型  | 20081110 | 20090120 | 2.50         |
| J08021 | 长江超越理财增强债券  | 长江证券   | 债券型  | 20081114 | 20081218 | 1.97         |
| J08024 | 平安年年红债券宝    | 平安证券   | 债券型  | 20081118 | 20090121 | 1.55         |
| J08022 | 海通季季红       | 海通证券   | 债券型  | 20081120 | 20090119 | 10.30        |
| J08023 | 中信债券优化      | 中信证券   | 债券型  | 20081120 | 20090106 | 40.30        |
| J08020 | 光大阳光 5 号    | 光大证券   | 债券型  | 20081215 | 20090121 | 12.91        |

|        |            |        |           |          |          |       |
|--------|------------|--------|-----------|----------|----------|-------|
| J09004 | 中金增强型债券    | 中金公司   | 债券型       | 20090105 | 20090226 | 7.38  |
| J09001 | 银河金星 1 号   | 中国银河证券 | 股票型       | 20090209 | 20090408 | 16.42 |
| J09005 | 华泰紫金鼎锦上添花  | 华泰证券   | FOF       | 20090209 | 20090319 | 17.69 |
| J09003 | 国都 2 号安心理财 | 国都证券   | FOF       | 20090218 | 20090327 | 6.85  |
| J09002 | 兴业卓越 1 号   | 兴业证券   | 债券型       | 20090223 | 20090327 | 18.78 |
| J09006 | 东方红 4 号    | 东方证券   | 混合型       | 20090309 | 20090421 | 6.30  |
| J09010 | 中投汇盈债券优选   | 中国建银   | 债券型       | 20090316 | 20090518 | 7.66  |
| J09013 | 创业 1 号安心回报 | 第一创业   | 债券型       | 20090316 | 20090417 | 10.12 |
| J09007 | 中信稳健收益     | 中信证券   | 债券型       | 20090319 | 20090508 | 23.28 |
| J09008 | 中信积极配置     | 中信证券   | 混合型       | 20090319 | 20090508 | 9.43  |
| J09009 | 中信优选成长     | 中信证券   | 股票型       | 20090319 | 20090508 | 4.31  |
| J09011 | 华泰紫金优债精选   | 华泰证券   | 债券型       | 20090401 | 20090512 | 16.15 |
| J09012 | 安信理财 1 号   | 安信证券   | 债券型       | 20090407 | 20090522 | 17.83 |
| J09014 | 大通星海 1 号   | 大通证券   | 混合型       | 20090508 | 20090630 | 4.39  |
| J09015 | 上海证券理财 2 号 | 上海证券   | 债券型       | 20090511 | 20090710 | 2.01  |
| J09018 | 宏源内需成长     | 宏源证券   | 混合型       | 20090518 | 20090706 | 28.45 |
| J09016 | 申银万国 2 号   | 申银万国   | 混合型       | 20090601 | 20090717 | 24.27 |
| J09019 | 齐鲁金泰山      | 齐鲁证券   | 混合型       | 20090603 | 20090813 | 20.46 |
| J09017 | 东北证券 1 号   | 东北证券   | 混合型       | 20090615 | 20090720 | 6.10  |
| J09020 | 光大阳光基中宝    | 光大证券   | FOF       | 20090622 | 20090728 | 67.57 |
| J09021 | 长江灵活配置     | 长江证券   | 混合型       | 20090629 | 20090805 | 15.09 |
| J09022 | 东海东风 3 号   | 东海证券   | 股票型       | 20090706 | 20090821 | 26.84 |
| J09026 | 中金配置       | 中金公司   | 混合型       | 20090706 | 20090817 | 3.59  |
| J09023 | 海通稳健成长     | 海通证券   | 混合型       | 20090715 | 20090828 | 11.80 |
| J09024 | 国海债券 1 号   | 国海证券   | 债券型       | 20090727 | 20090907 | 10.04 |
| J09025 | 华泰紫金现金管家   | 华泰证券   | 货币市场<br>型 | 20090727 | 20090825 | 52.55 |
| J09027 | 国泰君安君得惠债券  | 国泰君安   | 债券型       | 20090820 | 20090924 | 34.75 |
| J09029 | 平安优质成长中小盘  | 平安证券   | 股票型       | 20090909 | -        |       |
| J09028 | 招商股票星      | 招商证券   | 股票型       | 20090916 | 20091104 |       |
| J09031 | 安信理财 2 号   | 安信证券   | 混合型       | 20091015 | -        |       |
| J09032 | 南京神州 2 号   | 南京证券   | 债券型       | 20091016 | 20091105 |       |
| J09030 | 民生金中宝 1 号  | 民生证券   | 混合型       | 20091026 | -        |       |
| J09034 | 长江超越理财稳健增利 | 长江证券   | 债券型       | 20091026 | -        |       |
| J09036 | 兴业卓越 2 号   | 兴业证券   | 股票型       | 20091026 | -        |       |
| J09037 | 东方红现金宝     | 东方证券   | 债券型       | 20091109 | 20091113 |       |
| J09038 | 光大阳光 6 号   | 光大证券   | 混合型       | 20091116 | -        |       |
| J09035 | 国信金理财多策略   | 国信证券   | 股票型       | 20091117 | -        |       |
| J09039 | 国信金理财收益增强  | 国信证券   | 债券型       | 20091117 | -        |       |
| J09033 | 中银国际中国红基金宝 | 中银国际   | -         | -        | -        |       |

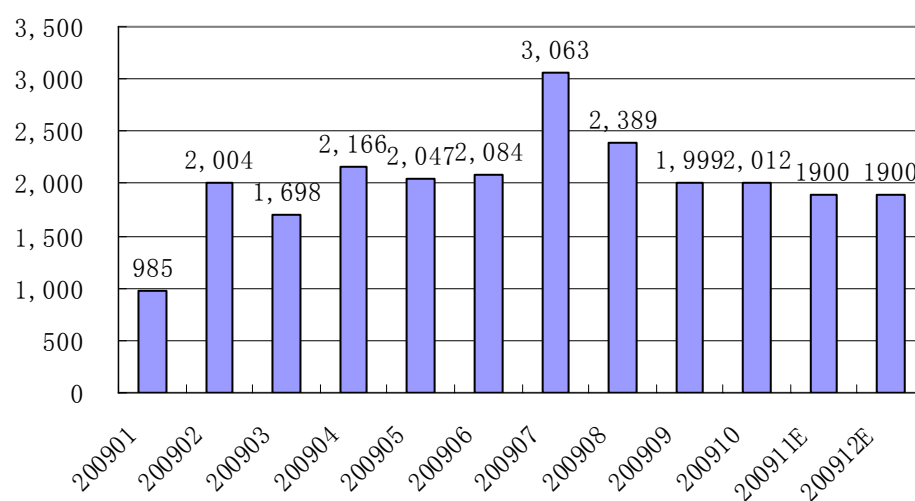
资料来源：Wind、中投证券研究所

### 3、09 年业绩将获得确定性增长，增长率为 44-51%。

2009 年 1-10 月份 A 股日均交易额为 2044 亿元，尽管自 8 月 4 日起资本市场在进入宽幅震荡期后，日均交易额出现一定幅度的下滑，但依然保持在 2000 亿以上的高位水平。此外，考虑到 10 月份市场开始进入解禁高峰期（根据 11 月 23 日收盘价计，我们预计，流通股市值占总市值的比重在今年底将达到 64.19%），以及近期市场再次趋于活跃等因素，我们预计 11-12 月份的 A 股日均交易额将继续保持在 1900 亿以上的水平，全年 A 股日均交易额为 2020 亿元。在全年 A 股日均交易额 1950、2000 和 2050 亿元的假设下，我们预计，证券行业 2009 年将获得同比 44%-51% 的大幅增长。

图 10 2009 年股票日均成交额实际值和预测值

单位：亿元



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 5 2009 年证券行业成长能力预测

单位：亿元

|                | 1900  | 1950  | 2000  | 2050  | 2100  | 2150  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票日均交易额        | 1900  | 1950  | 2000  | 2050  | 2100  | 2150  |
| 股票占比           | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   |
| 总交易额           | 2289  | 2349  | 2410  | 2470  | 2530  | 2590  |
| 综合佣金率          | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% |
| 年交易日           | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   |
| 经纪业务收入         | 1209  | 1240  | 1272  | 1304  | 1336  | 1368  |
| 经纪业务收入占比       | 67%   | 67%   | 67%   | 67%   | 67%   | 67%   |
| 营业收入           | 1804  | 1851  | 1899  | 1946  | 1994  | 2041  |
| 自营收入占比         | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   |
| （营业收入-自营）/营业支出 | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   |
| 营业支出           | 882   | 905   | 928   | 952   | 975   | 998   |
| 利润总额           | 922   | 946   | 971   | 995   | 1019  | 1043  |

|              |        |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 所得税率         | 25%    | 25%    | 25%    | 25%    | 25%    | 25%    |
| 净利润          | 692    | 710    | 728    | 746    | 764    | 783    |
| 2008 年行业利润总额 | 494    | 494    | 494    | 494    | 494    | 494    |
| 同比增长率        | 39.94% | 43.62% | 47.30% | 50.98% | 54.67% | 58.35% |

资料来源：中投证券研究所

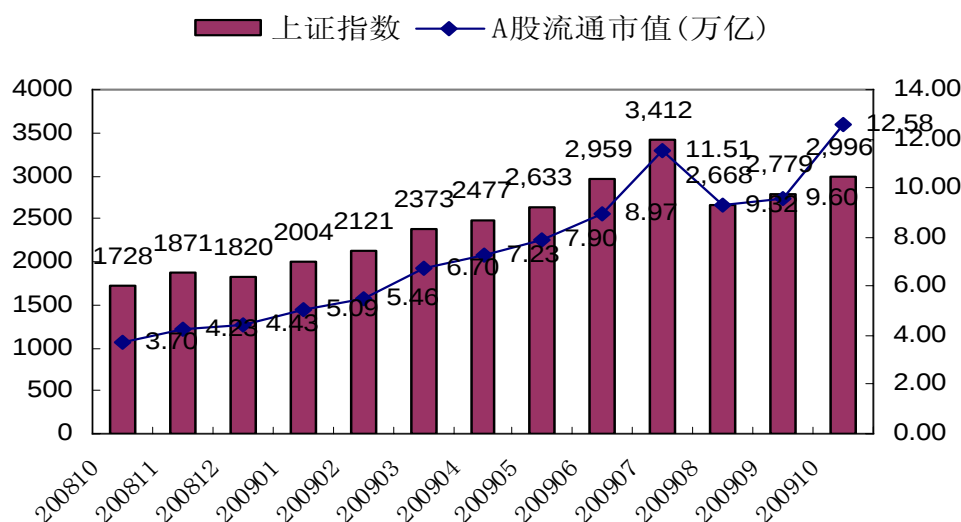
## 二、2010 年不乏亮点，传统业务将继续保持复苏态势

### 1、经纪业务核心驱动指标继续向好。

经纪业务是证券行业盈利创造的绝对大头，对经纪业务核心驱动指标趋势进行判断是进行证券行业研究的起点和核心要务。

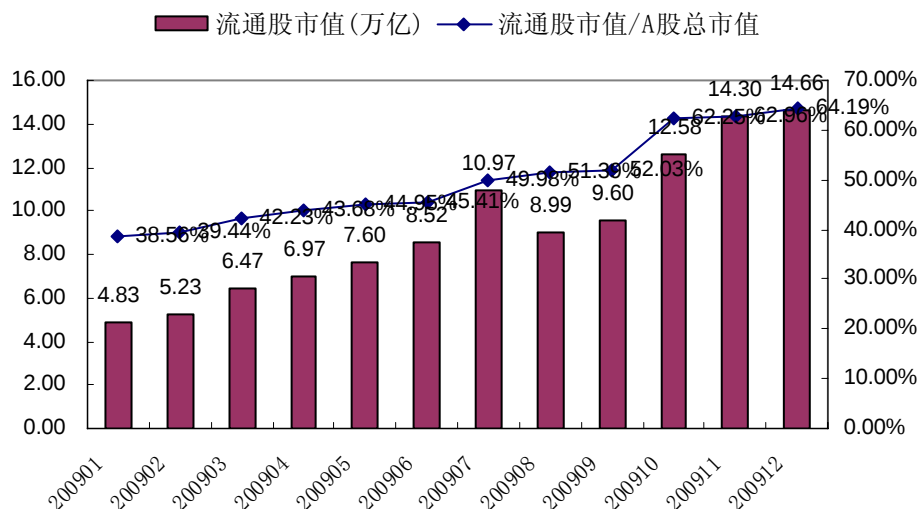
A 股流通市值方面，截至今年 7 月份，A 股流通市值首次突破 10 万亿元大关（录得数据为 10.97 万亿），相关数据超过了 2007 年 12 月份的历史高点 8.59 万亿，此外，A 股市场流通股市值在 7 月份还首次超过了非流通股（根据 11 月 25 日收盘价计），流通股市值占总市值的比重达 50.07%，相关数据在 9 月份更增加到 52%；由于 10 月份市场已进入非流通股的解禁高峰期，因此，预计流通股市值和流通股市值占总市值的比重在今年底还将继续增加，预计流通股市值年底数据为 14.66 万亿，流通股市值占总市值的比重将达 62.2%。

图 11 2008-2009 年 A 股月度流通市值分布



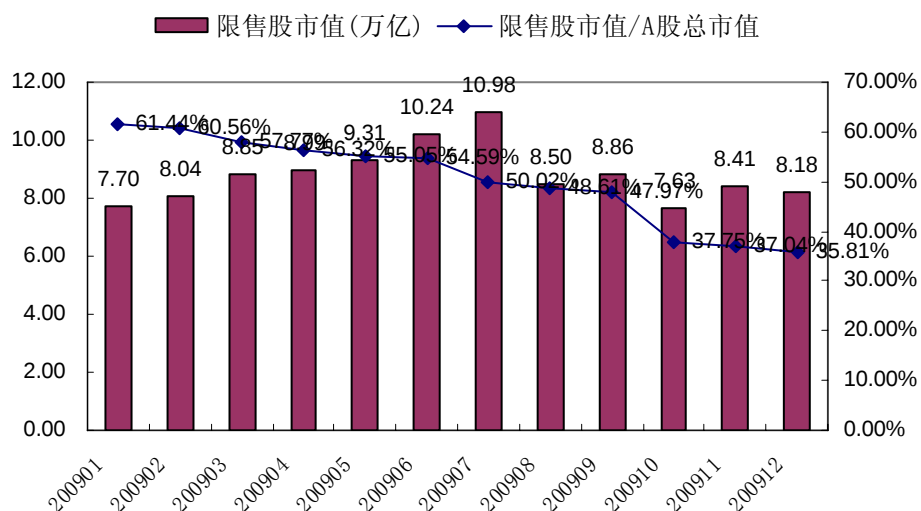
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 12 2009 年各月度 A 股流通市值/A 股总市值（按 2009 年 11 月 23 日市价计）



资料来源: Wind、中投证券研究所

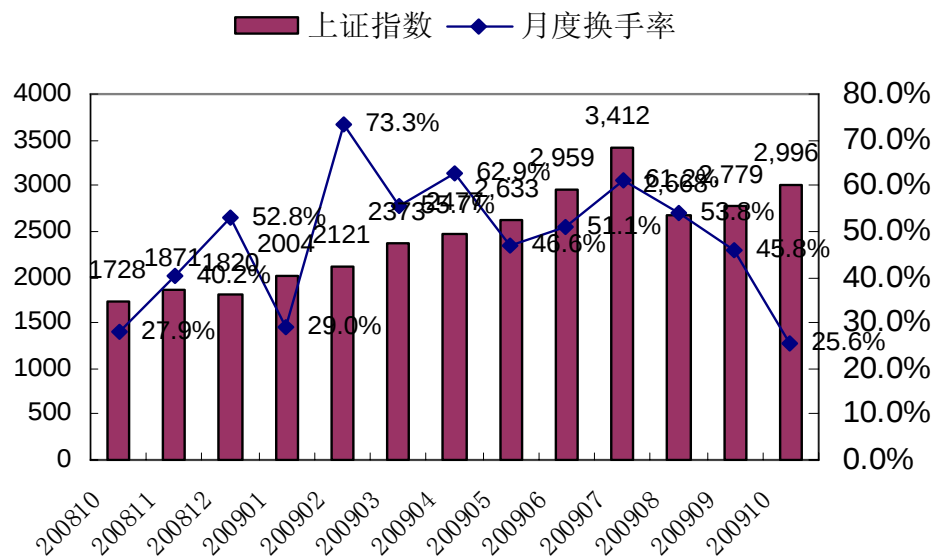
图 13 2009 年各月度 A 股限售股市值/A 股总市值 (按 2009 年 11 月 23 日市价计)



资料来源: Wind、中投证券研究所

换手率方面, 由于 A 股流通市值年内增加较为迅速以及假日因素的影响, A 股流通股换手率在 10 月份继 9 月份出现下滑后, 持续跌势, 录得数据为 25.6%, 但 8-10 月份换手率的平均水平依然高达 41.7%, 还处于 07 年以来的正常范围之内。

图 14 2007-2009 年 A 股月度换手率

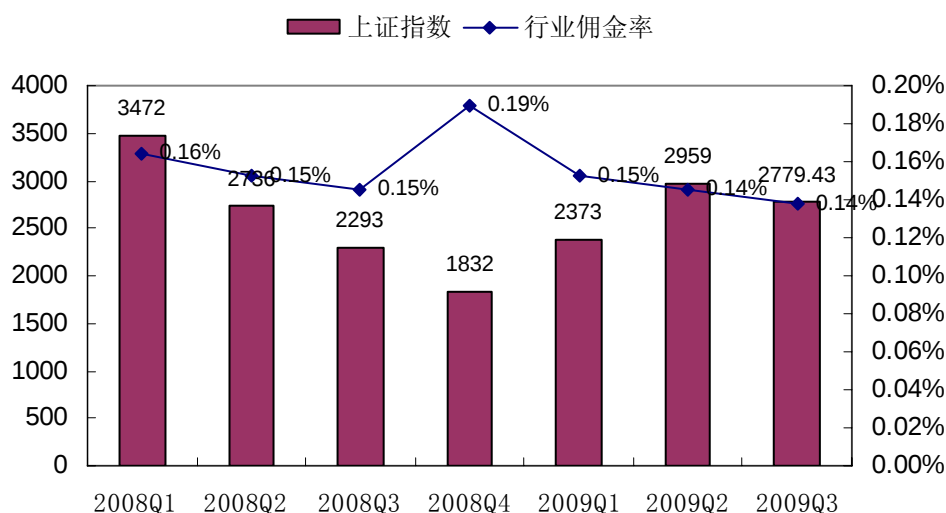


资料来源：Wind、中投证券研究所

佣金率方面，券商 3 季度的佣金率水平基本与 2 季度数据持平，录得数据依然为 0.14%，截至目前为止，1-10 月份券商年内佣金率水平依然高达 0.15%。根据我们前期的研究结论，佣金率与市场趋势正相关，我们继续维持前期的判断，我们认为，只要行情能够延续，佣金率在短期内就不会显著下跌。

综上，我们认为，2010 年券商经纪业务的核心驱动指标将继续向好，相关数据将能够确保券商经纪业务在 2010 年继续保持在高位运行。

图 15 2008-2009 年券商经纪业务佣金率分布



资料来源：Wind、中投证券研究所

## 2、经纪业务将继续高位运行，日均交易量将继续保持在 2100 亿以上的规模！

根据我们前面的研究数据，2009 年 A 股流通市值全年月均 9.23 万亿，月度平均换手率为 48.2%，由于 A 股流通市值在下半年增长较快（今年 7 月份，A 股流通市值首次突破 10 万亿元大关，之后继续保持较快增长），若以 2009 年下半年的 A 股流通市值计算，则 2009 年 A 股月度流通市值为 11.85 万亿；此外，由于 A 股流通市值增加后月度换手率将呈现明显的下降趋势，因此，我们审慎采用 40% 的月度换手率，在 A 股流通市值分别为 11.5、12 和 12.5 万亿的假设条件下，我们预计 2010 年股票日均交易额为 2091—2273 亿之间。

表 6 2010 年 A 股市场日均股票额测算

单位：亿元

| 月度换手率 | A 股 流 通 市 值 |      |      |      |      |      |      |
|-------|-------------|------|------|------|------|------|------|
|       | 10.5        | 11.0 | 11.5 | 12.0 | 12.5 | 13.0 | 13.5 |
| 34%   | 1623        | 1700 | 1777 | 1855 | 1932 | 2009 | 2086 |
| 36%   | 1718        | 1800 | 1882 | 1964 | 2045 | 2127 | 2209 |
| 38%   | 1814        | 1900 | 1986 | 2073 | 2159 | 2245 | 2332 |
| 40%   | 1909        | 2000 | 2091 | 2182 | 2273 | 2364 | 2455 |
| 42%   | 2005        | 2100 | 2195 | 2291 | 2386 | 2482 | 2577 |
| 44%   | 2100        | 2200 | 2300 | 2400 | 2500 | 2600 | 2700 |
| 46%   | 2195        | 2300 | 2405 | 2509 | 2614 | 2718 | 2823 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

## 3、承销业务方面，预计 2010 年股票承销总额 5611 亿元，全年各项承销收入 189-246 亿元之间，在现有盈利模式下，预计贡献行业全年利润的 9.6-10.3%。

在年底对下一年承销业务规模的测算，目前国内业界普遍采用的是与 GDP 挂钩的方法来进行，即根据历史上股票承销额和债券承销额与 GDP 的占比关系，预测判断下一年的股票承销额和债券承销额与 GDP 的占比，并以此推算下一年的股票承销额和债券承销额。

实际上单纯采用这一方法由于承销额与 GDP 的占比关系受研究员主观因素的影响很大，在实践中并不容易把握，因而通常年初的测算结果与后来的实际情况出入较大，甚至会有显著偏离，为了矫正可能出现的误差，我们对 2010 年券商承销业务的预测将采取 GDP + 敏感性分析的综合方法来克服，即通过 GDP 法“锚定”目标值，然后采用敏感性分析方法确定数据的分布区间。

根据 GDP 法，2009 年 1-10 月份券商各类股票融资额为 3174 亿元，根据前面的分析结论，我们预计 2009 年券商各类股票融资额为 3500-3800 亿元之间，若以 3500 亿元的保守数值估计，2009 年券商股票融资额占 GDP 的比例将为 1.1%，考虑到 2009 券商 IPO

业务复苏时间较晚，股票的承销主要在下半年完成（2009 年下半年 7-10 月份的股票融资额占 1-10 月份的 72%），因此若以 571 亿元的下半年实际月均计算 2010 年的股票承销额，2010 年券商各类股票融资额将为 6852 亿元，占 GDP 的比重为 2.1%；

我们依然采取保守数值进行估计，我们认为，470 亿元的月均券商各类股票承销额是一个较为保守和稳妥的分寸把握，若以 470 亿元的保守假设额，我们测算出 2010 年券商各类股票承销额为 5640 亿元，占 GDP 的比重为 1.6%。

我们在券商各类股票融资额占 GDP 的比重分别为 0.15%，0.16%，0.17%；以及股票承销费率为 2.5%，2.5%，2.7% 的保守前提假设下，对券商 2010 年券商股票承销收入进行敏感性分析预测，我们预计 2010 年券商股票承销收入预计在 132-161 亿元之间。

根据同样的方法，我们预计 2010 年券商债券承销额为 8768 亿元，债券承销收入预计在 57-85 亿元之间。

综上，我们认为，2010 年券商承销业务收入将实现收入 189-246 亿元之间，中值为 216 亿元。

表 7 2010 年证券行业承销业务收入测算表

|              | 2008    | 2009    | 2010    |
|--------------|---------|---------|---------|
| GDP（亿元）      | 300,670 | 324,724 | 350,701 |
| GDP 增长率      |         | 8%      | 8%      |
| 股票融资/GDP     | 1.08%   | 1.10%   | 1.60%   |
| 股票融资额（亿元）    | 3,262   | 3,572   | 5,640   |
| 股票融资费用率      | 2.50%   | 2.50%   | 2.60%   |
| 股票承销收入（亿元）   | 81.55   | 89.30   | 145.89  |
| 企业债融资/GDP    | 1.49%   | 2.52%   | 2.50%   |
| 企业债融资额（亿元）   | 4,495   | 8,194   | 8,768   |
| 企业债融资费用率     | 1.00%   | 1.00%   | 0.80%   |
| 企业债券承销收入（亿元） | 44.95   | 81.94   | 70.14   |
| 承销业务收入（亿元）   | 127     | 171     | 216     |
| 承销业务收入增长率    |         | 35.4%   | 26.2%   |

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 8 2010 年证券行业股票承销收入测算表

| 股票承销费率 | 股票承销额/GDP |        |        |        |        |        |
|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 1.40%     | 1.50%  | 1.60%  | 1.70%  | 1.80%  | 1.90%  |
| 2.00%  | 98.20     | 105.21 | 112.22 | 119.24 | 126.25 | 133.27 |
| 2.10%  | 103.11    | 110.47 | 117.84 | 125.20 | 132.57 | 139.93 |
| 2.20%  | 108.02    | 115.73 | 123.45 | 131.16 | 138.88 | 146.59 |
| 2.30%  | 112.93    | 120.99 | 129.06 | 137.12 | 145.19 | 153.26 |
| 2.40%  | 117.84    | 126.25 | 134.67 | 143.09 | 151.50 | 159.92 |
| 2.50%  | 122.75    | 131.51 | 140.28 | 149.05 | 157.82 | 166.58 |
| 2.60%  | 127.66    | 136.77 | 145.89 | 155.01 | 164.13 | 173.25 |
| 2.70%  | 132.57    | 142.03 | 151.50 | 160.97 | 170.44 | 179.91 |
| 2.80%  | 137.47    | 147.29 | 157.11 | 166.93 | 176.75 | 186.57 |

|       |        |        |        |        |        |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2.90% | 142.38 | 152.56 | 162.73 | 172.90 | 183.07 | 193.24 |
| 3.00% | 147.29 | 157.82 | 168.34 | 178.86 | 189.38 | 199.90 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 9 2010 年证券行业债券承销收入测算表

| 债券承销费率 |       | 债券承销收入/GDP |        |        |        |        |
|--------|-------|------------|--------|--------|--------|--------|
|        | 2.30% | 2.40%      | 2.50%  | 2.60%  | 2.70%  | 8.00%  |
| 0.40%  | 29.46 | 32.26      | 35.07  | 37.88  | 39.28  | 42.08  |
| 0.50%  | 36.82 | 40.33      | 43.84  | 47.34  | 49.10  | 52.61  |
| 0.60%  | 44.19 | 48.40      | 52.61  | 56.81  | 58.92  | 63.13  |
| 0.70%  | 51.55 | 56.46      | 61.37  | 66.28  | 68.74  | 73.65  |
| 0.80%  | 58.92 | 64.53      | 70.14  | 75.75  | 78.56  | 84.17  |
| 0.90%  | 66.28 | 72.60      | 78.91  | 85.22  | 88.38  | 94.69  |
| 1.00%  | 73.65 | 80.66      | 87.68  | 94.69  | 98.20  | 105.21 |
| 1.10%  | 81.01 | 88.73      | 96.44  | 104.16 | 108.02 | 115.73 |
| 1.20%  | 88.38 | 96.79      | 105.21 | 113.63 | 117.84 | 126.25 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 10 2006-2009 年券商承销数量

|                | 总计  | 首发 IPO | 增发  | 配股 | 可转债 | 债券发行 |
|----------------|-----|--------|-----|----|-----|------|
| 2006           | 228 | 79     | 52  | 2  | 10  | 85   |
| 2007           | 417 | 132    | 150 | 6  | 14  | 115  |
| 2008           | 353 | 81     | 94  | 8  | 18  | 152  |
| 2009 年 1-10 月份 | 846 | 64     | 74  | 5  | 7   | 696  |

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 11 2006-2009 年券商承销金额

单位：亿元

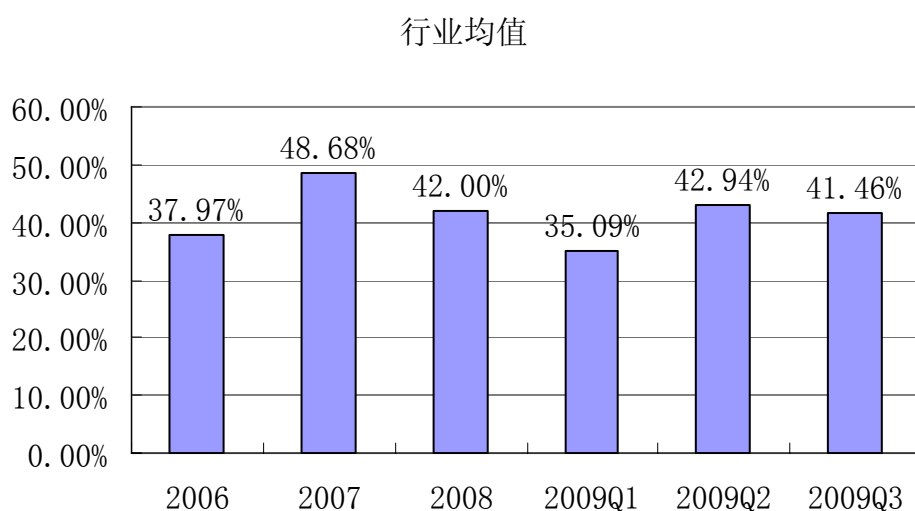
|                | 总计        | 首发 IPO   | 增发       | 配股     | 可转债    | 债券发行     |
|----------------|-----------|----------|----------|--------|--------|----------|
| 2006           | 4,347.41  | 1,642.56 | 903.29   | 4.32   | 142.87 | 1,654.37 |
| 2007           | 10,316.94 | 4,454.99 | 2,875.65 | 229.88 | 269.90 | 2,486.52 |
| 2008           | 7,758.12  | 1,040.05 | 1,373.21 | 139.50 | 710.05 | 4,495.31 |
| 2009 年 1-10 月份 | 9,260     | 1,215    | 1,117    | 23     | 77     | 6,828    |

资料来源：Wind、中投证券研究所

#### 4、自营业务不差钱，在有效把握脉动后，自营业务收益仍将可观，在现有盈利模式下，预计贡献行业全年利润的 13-14%。

根据证券行业上市公司 3 季报数据显示，尽管 8 月 4 日起市场开始正式进入宽幅震荡期，但券商自营资产规模并未出现显著下滑，自营资产规模/净资产的比例依然高达 41.46%，基本与二季度持平，目前上市券商自营资产规模较高，资金仍然较为充裕。我们认为，上市券商的自营能力相对市场众多的参与者而言，其研究能力是具有比较优势的，根据我们金融工程的研究结果，2010 年的中国资本市场仍然将呈现出宽幅震荡的基本运行格局，振荡区间在 2925—3580 之间，我们认为，上市券商若能有效把握住市场宽幅震荡的基本特点，券商自营收益在 2010 年仍然值得期待。

图 16 2006-2009 年券商（自营资产/净资产）分布情况



资料来源：Wind、中投证券研究所

截至 2008 年底止，证券行业净资产规模 3594 亿元，根据我们前面测算的结果，2009 年证券行业将实现净利润 746 亿，若整个行业年度分红率为 30%，同时考虑到光大、招商、国元年内融资 320 亿的因素，我们预计 2009 年底证券行业的净资产规模将达到 4436.2 亿元。

2009 年 3 季末，上市公司的自营资产规模/净资产的占比为 41.46%；2009 年 2 季末止上市公司权益类资产/自营资产占比 63.2%。

根据我们金融工程小组的研究结论，2010 年 A 股市场波动区间在 2925—3580 之间，市场波动率为 22.4%，我们假设 2010 年证券行业自营资产规模/净资产的占比为 41-43%，权益类资产/自营资产占比 60-70%，债券收益率为 4.44%（2009 年 10 年期国债利率），我们预计 2010 年证券行业将实现自营收益 274.7-324.5 亿元，中值 300 亿元。

表 12 2010 年证券行业自营收入测算表

单位：亿元

| 自营资产规模<br>/净资产 | 公司权益类资产/自营资产 |       |       |       |       |       |       |
|----------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 50%          | 55%   | 60%   | 65%   | 70%   | 75%   | 80%   |
| 33%            | 196.5        | 209.6 | 222.8 | 235.9 | 249.0 | 262.2 | 275.3 |
| 35%            | 208.4        | 222.3 | 236.3 | 250.2 | 264.1 | 278.1 | 292.0 |
| 37%            | 220.3        | 235.0 | 249.8 | 264.5 | 279.2 | 294.0 | 308.7 |
| 39%            | 232.2        | 247.7 | 263.3 | 278.8 | 294.3 | 309.9 | 325.4 |
| 41%            | 242.3        | 258.5 | 274.7 | 290.9 | 307.2 | 323.4 | 339.6 |
| 43%            | 256.0        | 273.1 | 290.3 | 307.4 | 324.5 | 341.6 | 358.8 |
| 45%            | 267.9        | 285.8 | 303.8 | 321.7 | 339.6 | 357.5 | 375.5 |
| 47%            | 279.8        | 298.5 | 317.3 | 336.0 | 354.7 | 373.4 | 392.1 |
| 49%            | 291.7        | 311.2 | 330.8 | 350.3 | 369.8 | 389.3 | 408.8 |
| 52%            | 309.6        | 330.3 | 351.0 | 371.7 | 392.4 | 413.2 | 433.9 |

表 13 上市券商 2006-2009（自营资产/净资产）的变化情况

| 证券代码      | 证券简称 | 2006   | 2007    | 2008   | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3  |
|-----------|------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 600999.SH | 招商证券 | 46.98% | 40.96%  | 71.69% | —      | 53.37% | —       |
| 601099.SH | 太平洋  | 36.95% | 35.78%  | 27.65% | 11.80% | 15.62% | 18.99%  |
| 600109.SH | 国金证券 | —      | 169.86% | 70.00% | 26.70% | 10.72% | 25.01%  |
| 000728.SZ | 国元证券 | 52.78% | 64.13%  | 35.38% | 10.19% | 16.67% | 13.82%  |
| 000686.SZ | 东北证券 | 35.28% | 29.28%  | 6.44%  | 23.86% | 38.39% | 31.90%  |
| 600369.SH | 西南证券 | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  | 24.75% | 66.18% | 48.42%  |
| 000562.SZ | 宏源证券 | 13.98% | 22.02%  | 52.66% | 52.52% | 60.78% | 57.29%  |
| 601788.SH | 光大证券 | 47.44% | 58.19%  | 7.41%  | —      | 40.55% | 26.61%  |
| 000783.SZ | 长江证券 | 74.99% | 67.86%  | 89.74% | 91.14% | 90.20% | 111.85% |
| 600030.SH | 中信证券 | 37.29% | 30.38%  | 72.62% | 50.38% | 50.21% | 44.32%  |
| 600837.SH | 海通证券 | 34.02% | 16.98%  | 28.38% | 24.46% | 29.68% | 36.37%  |

资料来源：Wind、中投证券研究所

### 三、2010 年创新业务将成为行业的催化剂！

随着 9 月 27 日创业板的顺利推出，目前市场通过引入做空机制来完善交易制度将成为监管层考虑的重点，融资融券和股指期货经过多年的准备，从目前的情况看，各项业务准备已经就绪，相关业务推出的氛围已经成熟，在 2010 年上半年推出融资融券和股指期货的概率正在不断增加，创新业务将有望成为 2010 年证券行业业绩增长的催化剂。

#### 1、融资融券将在 2010 年为行业带来 94.19—143.17 亿元的增量业务收入。

根据《证券公司融资融券业务试点管理办法》规定，融资融券的试点券商应是创新类

公司，且最近 6 个月净资本均在 12 亿元以上。因此，我们判断，融资融券至少在试点阶段将完全是创新型券商的独享盛宴，与其他非创新类券商无关，目前市场上创新类券商共 25 家，截至 2008 年底，25 家创新类券商净资本 1802 亿元，考虑到 2009 年招商证券、光大证券以及国元证券分别融资 110 亿、111 和 99 亿元，经调整后，我们预计，25 家创新类券商净资本调整后的数额将为 2023 亿元。由于试点初期券商将完全依赖自由资金和自有证券来开展融资融券服务，因此，我们在 25 家创新型券商将全部参与试点的假设下，将融资融券市场放大功能带来的佣金收入、融资带来的利息收入、以及融券带来的手续费收入分开进行测算，并进行汇总，具体如下：

表 14 2008 年证券行业创新类券商明细

| 公司名称 | 是否上市 | 注册资本(亿元) | 创新/规范 | 净资本     |
|------|------|----------|-------|---------|
| 南京证券 | 否    | 17.71    | 创新    | 24.49   |
| 齐鲁证券 | 否    | 52.12    | 创新    | 80.22   |
| 上海证券 | 否    | 15.00    | 创新    | 21.55   |
| 国都证券 | 否    | 26.23    | 创新    | 45.87   |
| 申银万国 | 否    | 67.16    | 创新    | 89.47   |
| 中投证券 | 否    | 25.00    | 创新    | 35.04   |
| 红塔证券 | 否    | 13.87    | 创新    | 25.47   |
| 中银国际 | 否    | 15.00    | 创新    | 27.74   |
| 华欧国际 | 否    | 5.00     | 创新    | 4.92    |
| 西部证券 | 否    | 10.00    | 创新    | 16.75   |
| 国信证券 | 否    | 70.00    | 创新    | 73.10   |
| 广发证券 | 否    | 20.00    | 创新    | 79.58   |
| 平安证券 | 否    | 21.60    | 创新    | 29.42   |
| 第一创业 | 否    | 15.90    | 创新    | 18.83   |
| 东方证券 | 否    | 32.94    | 创新    | 52.06   |
| 兴业证券 | 否    | 19.37    | 创新    | 30.11   |
| 中金公司 | 否    | 10.37    | 创新    | 48.98   |
| 东海证券 | 否    | 16.70    | 创新    | 25.08   |
| 国泰君安 | 否    | 47.00    | 创新    | 132.47  |
| 光大证券 | 是    | 34.18    | 创新    | 191.85  |
| 中信证券 | 是    | 66.30    | 创新    | 387.79  |
| 宏源证券 | 是    | 14.61    | 创新    | 37.70   |
| 国元证券 | 是    | 19.64    | 创新    | 132.35  |
| 海通证券 | 是    | 82.28    | 创新    | 362.28  |
| 招商证券 | 是    | 35.85    | 创新    | 149.12  |
| 总计   |      |          |       | 2122.25 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

### 1.1 佣金收入贡献

在交易额 2000-2200 亿元，融资融券对交易额的放大比例 8-12%，行业佣金率 0.15% 的假设下，我们预计，融资融券市场放大功能带来的佣金收入在 58 亿元—96 亿元之间

表 15 2010 年融资融券佣金收入测算表

| 融资融券对交易<br>额的放大比例 | 股票日均交易额 |        |        |        |        |        |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                   | 1900    | 2000   | 2100   | 2200   | 2300   | 2400   |
| 4%                | 27.59   | 29.04  | 30.49  | 31.94  | 33.40  | 34.85  |
| 6%                | 41.38   | 43.56  | 45.74  | 47.92  | 50.09  | 52.27  |
| 8%                | 55.18   | 58.08  | 60.98  | 63.89  | 66.79  | 69.70  |
| 10%               | 68.97   | 72.60  | 76.23  | 79.86  | 83.49  | 87.12  |
| 12%               | 82.76   | 87.12  | 91.48  | 95.83  | 100.19 | 104.54 |
| 14%               | 96.56   | 101.64 | 106.72 | 111.80 | 116.89 | 121.97 |
| 16%               | 110.35  | 116.16 | 121.97 | 127.78 | 133.58 | 139.39 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

## 1.2 融资利息收入贡献

假设所有创新类券商都参加试点，证券公司将 30%—40% 的净资本用于融资业务，另根据中信证券《关于公司开展融资融券业务可行性分析报告》中的预计，开展融资业务保守利差（融资年利率—金融同业存款利率）将在 5%—6% 的水平，若按 5% 的下限进行测算。则在上述前提的假设下，2010 年券商通过融资带来的利息收入将在 27 亿—36 亿之间。

表 16 2010 年融资利息收入测算表

| 用于融资的资<br>金比例 | 创新类券商用于融资的资金比例 |       |       |       |       |       |
|---------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 25%            | 30%   | 35%   | 40%   | 45%   | 50%   |
| 2%            | 10.61          | 12.73 | 14.86 | 16.98 | 19.10 | 21.22 |
| 3%            | 15.92          | 19.10 | 22.28 | 25.47 | 28.65 | 31.83 |
| 4%            | 21.22          | 25.47 | 29.71 | 33.96 | 38.20 | 42.45 |
| 5%            | 26.53          | 31.83 | 37.14 | 42.45 | 47.75 | 53.06 |
| 6%            | 31.83          | 38.20 | 44.57 | 50.93 | 57.30 | 63.67 |
| 7%            | 37.14          | 44.57 | 52.00 | 59.42 | 66.85 | 74.28 |
| 8%            | 42.45          | 50.93 | 59.42 | 67.91 | 76.40 | 84.89 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

## 1.3 融券手续费收入贡献

我们假设证券公司将 14%—16% 的自有股票用于融券业务，此外，我们初步预计，券商融券手续费率假设为 5%（融券业务的实质与融资无异，均是资金的融通，只是形式不同而已，参照融资利差设定手续费率），则 2010 年券商融资带来的利息收入将在 27 亿—36 亿之间。

表 17 2010 年融券手续费收入测算表

| 融券手续费率 | 创新类券商用于融券的自有股票比例 |      |      |      |      |      |
|--------|------------------|------|------|------|------|------|
|        | 13%              | 14%  | 15%  | 16%  | 17%  | 18%  |
| 2%     | 1.59             | 1.71 | 1.83 | 1.96 | 2.08 | 2.20 |
| 3%     | 2.38             | 2.57 | 2.75 | 2.93 | 3.12 | 3.30 |
| 4%     | 3.18             | 3.42 | 3.67 | 3.91 | 4.16 | 4.40 |
| 5%     | 3.97             | 4.28 | 4.58 | 4.89 | 5.20 | 5.50 |
| 6%     | 4.77             | 5.14 | 5.50 | 5.87 | 6.24 | 6.60 |
| 7%     | 5.56             | 5.99 | 6.42 | 6.85 | 7.27 | 7.70 |
| 8%     | 6.36             | 6.85 | 7.34 | 7.82 | 8.31 | 8.80 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

综上，经全面测算，融资融券将在 2010 年为行业带来 94.19—143.17 亿元的业务收入增量，中值为 118.68 亿元。

## 2、股指期货将在 2010 年为行业带来 57.6—63.4 亿元的增量业务收入。

股指期货方面，经过三年多的酝酿，目前各项业务准备已经基本完成，我们认为，只要行情能够持续，2010 年上半年推出的可能性极大。

目前国际上，金融期货占全球期货交易总量总额的 89%，股指期货是金融期货的绝对大头，占金融期货的 90%。香港 1986 年推出恒生股指期货后，股指期货交易量/股票交易量当年就达到 60%，此后相关数据占比不断增加。

我们假定，2010 年股票日均交易额 2000 亿—2200 之间，借鉴香港 1986 年首次推出恒生股指期货后的经验数据，采用股指期货交易量/股票交易量占比为 60%，以及股指期货交易佣金率 0.02% 的假设进行计算，我们预计 2010 年股指期货将为行业带来增量收入为 57.6—63.4 亿元之间，中值 60.48 亿元。

表 18 2010 年股指期货收入测算表

| 股指期货交易量<br>/股票交易量 | 股票日均交易额 |       |       |       |       |       |
|-------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | 1900    | 2000  | 2100  | 2200  | 2300  | 2400  |
| 45%               | 41.04   | 43.20 | 45.36 | 47.52 | 49.68 | 51.84 |
| 50%               | 45.60   | 48.00 | 50.40 | 52.80 | 55.20 | 57.60 |
| 55%               | 50.16   | 52.80 | 55.44 | 58.08 | 60.72 | 63.36 |
| 60%               | 54.72   | 57.60 | 60.48 | 63.36 | 66.24 | 69.12 |
| 65%               | 59.28   | 62.40 | 65.52 | 68.64 | 71.76 | 74.88 |
| 70%               | 63.84   | 67.20 | 70.56 | 73.92 | 77.28 | 80.64 |
| 75%               | 68.40   | 72.00 | 75.60 | 79.20 | 82.80 | 86.40 |
| 80%               | 72.96   | 76.80 | 80.64 | 84.48 | 88.32 | 92.16 |

资料来源：Wind、中投证券研究所

## 四、2010 年证券行业仍将继续保持快速增长，成长率在 13%—29%之间！

通过对 2010 年证券行业主要业务收入分别进行预测后，我们将对证券行业 2010 年的所有业务收入进行汇总，我们假定 2010 年股票日均交易额在 2000-2200 点之间，自营、承销、融资融券、股指期货按照我们的测算结果取中值，对自营、承销、融资融券、股指期货在 2010 年的表现进行中性判断，我们分三种情况对证券行业 2010 年的增长率进行测算，结论如下：

### 1、现有盈利模式条件下，2010 年证券行业的成长率为 10.9%-17.6%。

表 19 2010 年现有盈利模式条件下，证券行业成长能力预测。

| 股票日均交易额        | 1900  | 2000  | 2100  | 2200  | 2300  | 2400  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票占比           | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   |
| 股基权债交易额        | 2289  | 2410  | 2530  | 2651  | 2771  | 2892  |
| 综合佣金率          | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% |
| 年交易日           | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   |
| 经纪业务收入         | 1209  | 1272  | 1336  | 1400  | 1463  | 1527  |
| 自营收入           | 300   | 300   | 300   | 300   | 300   | 300   |
| 承销业务收入         | 216   | 216   | 216   | 216   | 216   | 216   |
| 资产管理业务占比       | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% |
| 利息收入占比         | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 其他业务收入占比       | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 营业收入           | 2031  | 2106  | 2181  | 2256  | 2331  | 2406  |
| 自营收入占比         | 15%   | 14%   | 14%   | 13%   | 13%   | 12%   |
| （营业收入-自营）/营业支出 | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.8   |
| 营业支出           | 962   | 1004  | 1045  | 1087  | 1128  | 1170  |
| 利润总额           | 1070  | 1103  | 1136  | 1169  | 1203  | 1236  |
| 所得税率           | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   |
| 净利润            | 802   | 827   | 852   | 877   | 902   | 927   |
| 2009 年行业利润总额   | 746   | 746   | 746   | 746   | 746   | 746   |
| 现有业务模式下的同比增长率  | 7.5%  | 10.9% | 14.2% | 17.6% | 20.9% | 24.3% |

资料来源：Wind、中投证券研究所

## 2、现有盈利模式+融资融券条件下，2010 年证券行业的成长率为 16.8%-23.5%，融资融券将贡献行业增长 5.9%。

表 20 2010 年现有盈利模式+融资融券条件下，证券行业成长能力预测。

| 股票日均交易额        | 1900  | 2000  | 2100  | 2200  | 2300  | 2400  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票占比           | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   |
| 股基权债交易额        | 2289  | 2410  | 2530  | 2651  | 2771  | 2892  |
| 综合佣金率          | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% |
| 年交易日           | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   |
| 经纪业务收入         | 1209  | 1272  | 1336  | 1400  | 1463  | 1527  |
| 自营收入           | 300   | 300   | 300   | 300   | 300   | 300   |
| 承销业务收入         | 216   | 216   | 216   | 216   | 216   | 216   |
| 资产管理业务占比       | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% |
| 利息收入占比         | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 其他业务收入占比       | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 融资融券业务收入       | 119   | 119   | 119   | 119   | 119   | 119   |
| 营业收入           | 2150  | 2225  | 2300  | 2375  | 2450  | 2525  |
| 自营收入占比         | 14%   | 13%   | 13%   | 13%   | 12%   | 12%   |
| （营业收入-自营）/营业支出 | 1.81  | 1.81  | 1.81  | 1.81  | 1.81  | 1.81  |
| 营业支出           | 1022  | 1064  | 1105  | 1146  | 1188  | 1229  |
| 利润总额           | 1128  | 1161  | 1195  | 1229  | 1262  | 1296  |
| 所得税率           | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   |
| 净利润            | 846   | 871   | 896   | 921   | 947   | 972   |
| 2009 年行业利润总额   | 746   | 746   | 746   | 746   | 746   | 746   |
| 同比增长率          | 13.4% | 16.8% | 20.1% | 23.5% | 26.9% | 30.3% |

资料来源：Wind、中投证券研究所

## 3、现有盈利模式+融资融券+股指期货条件下，2010 年证券行业的成长率为 19.8%-26.6%，股指期货将贡献行业增长 3.1%。

表 21 2010 年现有盈利模式+融资融券+股指期货条件下，证券行业成长能力预测。

| 股票日均交易额 | 1900  | 2000  | 2100  | 2200  | 2300  | 2400  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票占比    | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   | 83%   |
| 股基权债交易额 | 2289  | 2410  | 2530  | 2651  | 2771  | 2892  |
| 综合佣金率   | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% |
| 年交易日    | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   |
| 经纪业务收入  | 1209  | 1272  | 1336  | 1400  | 1463  | 1527  |

|                |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 自营收入           | 300   | 300   | 300   | 300   | 300   | 300   |
| 承销业务收入         | 216   | 216   | 216   | 216   | 216   | 216   |
| 资产管理业务占比       | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% | 2.10% |
| 利息收入占比         | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 其他业务收入占比       | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 融资融券业务收入       | 113   | 113   | 113   | 113   | 113   | 113   |
| 股指期货           | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| 营业收入           | 2205  | 2280  | 2355  | 2430  | 2505  | 2580  |
| 自营收入占比         | 14%   | 13%   | 13%   | 12%   | 12%   | 12%   |
| （营业收入-自营）/营业支出 | 1.82  | 1.82  | 1.82  | 1.82  | 1.82  | 1.82  |
| 营业支出           | 1047  | 1088  | 1129  | 1170  | 1211  | 1252  |
| 利润总额           | 1158  | 1192  | 1226  | 1260  | 1293  | 1327  |
| 所得税率           | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   |
| 净利润            | 869   | 894   | 919   | 945   | 970   | 995   |
| 2009 年行业利润总额   | 746   | 746   | 746   | 746   | 746   | 746   |
| 同比增长率          | 16.4% | 19.8% | 23.2% | 26.6% | 30.0% | 33.4% |

资料来源：Wind、中投证券研究所

## 五、投资建议：行业复苏路径将继续向纵深挺进， 优选大型券商！

### 1、2010 年行业复苏路径将继续保持畅通，行业增长较为确定， 且存在行业催化剂，继续给予行业“看好”评级。

根据我们前面的分析结论，我们认为 2010 年证券行业的复苏路径还将继续保持畅通，并继续向纵深挺进，证券行业除现有开展的业务还将继续保持较高增长外，2010 年融资融券和股指期货也将对行业的增长锦上添花，支撑行业持续走强的基本因素和催化剂因素都将具备，行业增长在不同条件下，增长率大概在 10.9%—26.6%之间，行业增长较为确定，2010 年整个券商行业仍然具有整体性投资机会，继续给予行业“看好”评级。

### 2、选股策略：大的才美！

根据我们前面的研究结论，尽管融资融券对行业整体的贡献率不高，但由于融资融券将由创新类券商独享收益，因此上市券商中的创新类公司均将受益，受益程度依次是国元、中信、光大、海通、招商和宏源。

此外，股指期货也属于重资本消耗型业务，业务开展与其净资本直接挂钩，根据规定要求，期货公司开展相关业务，净资本将不得低于客户权益总额的 6%，实际上期货业务的开展存在着类似银行资本充足率的资本限制，股指期货业务的开展对期货

公司净资本规模存在着非常高的要求。

综上，2010 年大型券商除继续享有行业现有业务增长外，还将独享融资融券试点收益，受益非常明显，此外，在股指期货方面大型券商也具有压倒性的资金优势。

表 22 2010 年上市券商开展融资融券业务的收入分布

| 上市券商 | 净资本（亿元） | 净资本在创新类券商中的占比 | 预计的融券融券收入 | 总股本  | 每股融资融券增量收入 |
|------|---------|---------------|-----------|------|------------|
| 国元证券 | 132.35  | 6.71%         | 7.8       | 19.6 | 0.40       |
| 中信证券 | 387.79  | 18.19%        | 21.3      | 66.3 | 0.32       |
| 光大证券 | 191.85  | 9.00%         | 10.5      | 34.2 | 0.31       |
| 海通证券 | 362.28  | 17.00%        | 19.9      | 82.3 | 0.24       |
| 招商证券 | 149.12  | 6.92%         | 8.1       | 35.9 | 0.23       |
| 宏源证券 | 37.70   | 1.77%         | 2.1       | 14.6 | 0.14       |

资料来源：Wind、中投证券研究所

### 3、重点推荐：中信、海通和光大。

我们认为，2010 年上市公司中的创新类券商均具有整体性投资机会，但从目前各券商对创新业务的准备情况看，我们认为准备的较为成熟以及获得试点可能把握最大的依次是中信、海通、招商、光大。鉴于，此次招商上市定价过高，目前股价尚处于价值回归的过程之中，我们在本次策略中重点推荐的次序为中信、海通和光大。

表 23 上市公司估值情况（截至 2009 年 11 月 27 日）

| 股票名称 | 收盘价（元）   | 总市值  | 2009 |       | 2010 |       |
|------|----------|------|------|-------|------|-------|
|      | 20091127 |      | EPS  | P/E   | EPS  | P/E   |
| 中信证券 | 27.31    | 1811 | 1.26 | 21.61 | 1.29 | 21.12 |
| 海通证券 | 14.6     | 1201 | 0.57 | 25.74 | 0.63 | 23.30 |
| 光大证券 | 22.46    | 768  | 0.74 | 30.15 | 0.86 | 26.12 |
| 宏源证券 | 22.35    | 327  | 0.78 | 28.65 | 0.83 | 26.77 |
| 东北证券 | 37.34    | 239  | 1.31 | 28.57 | 1.32 | 28.37 |
| 长江证券 | 17.22    | 374  | 0.56 | 30.52 | 0.59 | 29.05 |
| 招商证券 | 31.23    | 1120 | 0.82 | 38.22 | 0.95 | 32.98 |
| 国金证券 | 22.03    | 220  | 0.53 | 41.38 | 0.66 | 33.59 |
| 西南证券 | 16.4     | 312  | 0.41 | 39.87 | 0.47 | 35.05 |
| 国元证券 | 18.84    | 370  | 0.49 | 38.40 | 0.54 | 35.05 |

资料来源：中投证券研究所

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

陈剑涛，中投证券研究所证券行业分析师，产业经济学博士、工商管理硕士，高级经济师，2 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：中信证券、国金证券、国元证券、长江证券、宏源证券、东北证券、西南证券、海通证券、太平洋。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                                 | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |