

证券 II

陈剑涛 S0960109064007

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

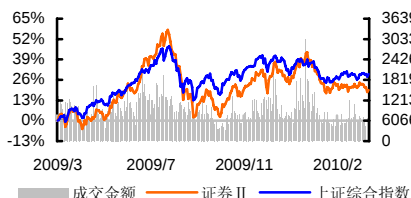
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	13
总市值 (亿元)	9080
占 A 股比例 (%)	1.38%
平均市盈率 (倍)	41.44

行业表现

(%)	1M	3M	6M
证券 II	-1.34	-6.06	11.03
上证综合指数	0.25	-2.60	7.78



相关报告

证券行业 2010 年 1 月月报—融资融券和股指期货预期明朗, 行业成长率上限迁移!

证券行业 2010 年投资策略—09 年将完美收官, 10 年仍值得期待!

证券行业 2009 年 11 月月报—行业复苏路径将继续向纵深挺进!

证券行业 2010 年 2 季度投资策略

看好

创新革命将点燃行业增长引擎

投资要点:

- 证券行业景气依然。
- 券商经纪业务同比录得大幅增长。其中, 今年 1-2 月份证券行业共实现股基权债成交额 8.36 万亿, 同比上升 21.86%; 股基权债日均成交额 2328 亿元, 同比上升 24.31%, 此外, 股票日均交易额 1996 亿元, 同比增长 33.56%。
- 承销业务方面, 股票承销额同比增长 2620.61%, 债券承销额同比增长 3.22%;
- 资产管理业务方面, 预计一季末券商集合理财产品总规模将为 1174.5 亿元, 可望同比增长 102.85%, 券商资产管理业务已迎来快速增长期。
- 行业运行趋势继续向好。
- 证券行业创新革命将主要在 2 季度拉开序幕;
- 经纪业务核心驱动指标总体趋势看好;
- 券商自营业务规模增加显著, 鉴于 2 季度市场整体趋势向上, 券商自营业务收益应可观;
- 此外, 预计股票承销业务仍将保持快速增长, 但债券承销业务运行将相对平稳。
- 创新革命将点燃行业增长引擎!
- 1 季度券商股股价整体下滑趋势明显, 券商股的大幅下跌主要在于市场调整时投资者对券商盈利预期发生悲观所导致;
- 2010 年证券行业增长确定, 创新革命将点燃行业增长引擎, 实际业绩并不支持市场的悲观预期。根据最新的测算结果, 我们预计, 在现有盈利模式+融资融券+股指期货的最优条件下, 2010 年证券行业的成长率将为 17.5%-24.1%, 行业增长非常确定。
- 投资建议: 大的才美, 重点关注大型券商在 2 季度的投资机会。
- 根据我们最新的测算结果, 2010 年融资融券将为行业利润增长贡献 5.2 个百分点, 股指期货将贡献 2.4 个百分点, 从绝对值来看两项数据对行业的贡献并不高。但由于融资融券将由少数创新类券商独享, 受益非常明显, 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, 因此, 我们认为, 2010 年大型券商除继续享有行业现有业务的增长外, 还将独享融资融券试点收益, 此外, 在股指期货方面大型券商也具有压倒性的资金优势。总体看, 我们认为在 2010 年的行情中, 大型券商将充分受益于行业的快速增长, 继续维持对海通和光大的“推荐”评级。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601788.	光大证券	0.47	0.83	0.95	1.07	57.43	32.64	28.37	25.28	推荐
600837.	海通证券	0.40	0.57	0.63	0.65	42.68	30.10	27.25	26.40	推荐
000686.	东北证券	0.71	1.43	1.42	1.53	47.54	23.64	23.76	22.00	推荐
000728.	国元证券	0.36	0.53	0.59	0.70	50.25	34.26	30.63	25.93	推荐
601688.	华泰证券	0.28	0.68	0.86	0.90	79.28	32.47	25.64	24.59	推荐
600030.	中信证券	1.10	1.09	1.11	1.17	25.74	26.11	25.58	24.34	中性
000562.	宏源证券	0.37	0.79	0.82	0.87	57.49	26.99	25.96	24.43	中性
600999.	招商证券	0.63	0.82	0.95	1.05	45.33	34.95	30.16	27.08	中性
600369.	西南证券	0.09	0.54	0.43	0.49	183.33	30.37	38.14	34.02	中性

目 录

一、证券行业景气依然.....	4
1、券商经纪业务同比录得大幅增长，环比数据则涨跌互现.....	4
2、股票承销额同比增长 2620.61%，债券承销额同比增长 3.22%.....	6
3、券商资产管理业务迎来快速增长期.....	7
二、行业运行趋势继续向好.....	9
1、证券行业创新革命将主要在 2 季度拉开序幕.....	9
2、经纪业务核心驱动指标总体趋势看好.....	10
3、券商自营业务规模增加显著，鉴于 2 季度市场整体趋势向上，券商自营业务收益应将可观.....	12
4、预计股票承销业务仍将保持快速增长，但债券承销业务运行将相对平稳.....	13
三、创新革命将点燃行业增长引擎！.....	14
1、1 季度券商股股价整体下滑趋势明显.....	14
2、券商股的大幅下跌主要在于市场调整时投资者对券商盈利预期发生悲观所导致.....	15
3、2010 年证券行业增长确定，创新革命将点燃行业增长引擎，实际业绩并不支持市场悲观预期.....	16
四、投资建议：大的才美，重点关注大型券商在 2 季度的投资机会！.....	17

图 表

图 1 2009 年 2 月-2010 年 2 月股基权债月度成交额.....	4
图 2 2009 年 2 月-2010 年 2 月股基权债日均成交额.....	4
图 3 2009 年 2 月-2010 年 2 月经纪交易额类别结构.....	5
图 4 2009 年 2 月-2010 年 2 月 股票日均成交额.....	5
图 5 2009 年 2 月-2010 年 2 月股票承销额及费率.....	6
图 6 2009 年 2 月-2010 年 2 月债券承销额.....	7
图 7 2007 年-2010 年券商集合理财规模分布（分季度）.....	8
图 8 2005 年-2009 年券商集合理财成立规模情况（分季度）.....	8
图 9 2008 年 3 月-2010 年 3 月 A 股月度流通市值分布.....	10
图 10 2007-2009 年 A 股月度换手率.....	11
图 11 2008-2009 年券商经纪业务佣金率分布.....	11
图 12 2008 年 3 月-2010 年 3 月 A 股流通市值（按 2010 年 3 月 25 日市价计）.....	11
图 13 2010 年各月度流通股增量（按 2010 年 3 月 25 日市价计）.....	12
图 14 2007-2009 年券商（自营资产/净资产）分布情况（行业均值）.....	13
图 15 2010 年 1 季度各券商股涨跌幅.....	14
图 16 券商股价上升的传导路径.....	15
图 17 券商股价下跌的传导路径.....	16

表 1	2010 年 1-2 月份年券商集合理财产品发行明细.....	8
表 2	2009-2010 年券商各项业务复苏时间预测表.....	9
表 3	上市券商 2007-2009（自营资产/净资产）的变化情况.....	13
表 4	2006-2009 年券商承销数量	14
表 5	2006-2009 年券商承销金额	14
表 6	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。.....	16
表 7	上市券商目前股价对应的估值水平（截至 2010 年 3 月 26 日）	17
表 8	券商限售股解禁时间表（截至 2010-3-26）	18

一、证券行业景气依然

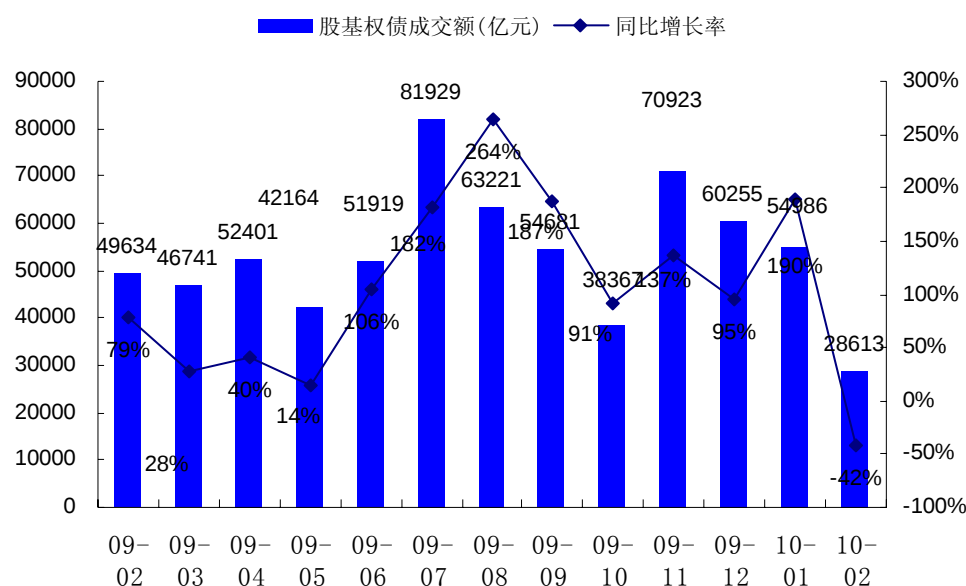
1、券商经纪业务同比录得大幅增长，环比数据则涨跌互现。

今年 1-2 月份证券行业共实现股基权债成交额 8.36 万亿，同比上升 21.86%；实现日均股基权债成交额 2328 亿元，同比上升 24.31%，此外，今年 1-2 月份股票日均交易额 1996 亿元，同比增长 33.56%。

尽管券商经纪业务同比数据良好，但环比数据却涨跌互现，其中，股基权债交易额 1 月份环比下降 8.74%，2 月份环比下降 47.96%；股票日均交易额方面，1 月份环比上升 5.54%，2 月份环比下降 32.08%

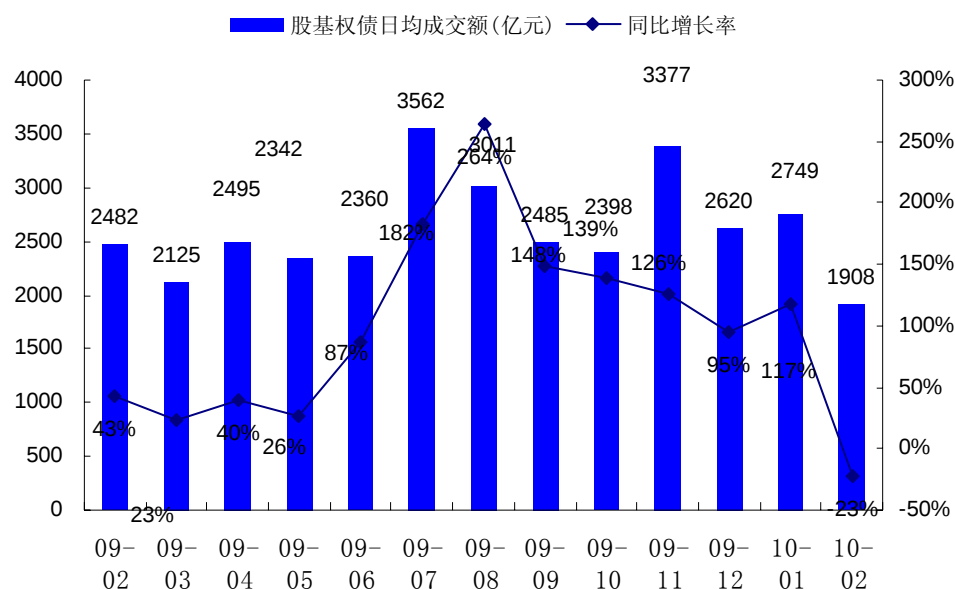
我们认为，股基权债交易额 1 月份环比下降幅度尚处于统计学的正常波动范围之内，而 2 月份的环比下降则主要受春节因素和小月份因素影响，2 月份资本市场交易日仅 15 天，相较其它 22 个交易日的正常月份，减少 31.82%，与 2 月份的环比降幅大体相当。

图 1 2009 年 2 月-2010 年 2 月股基权债月度成交额



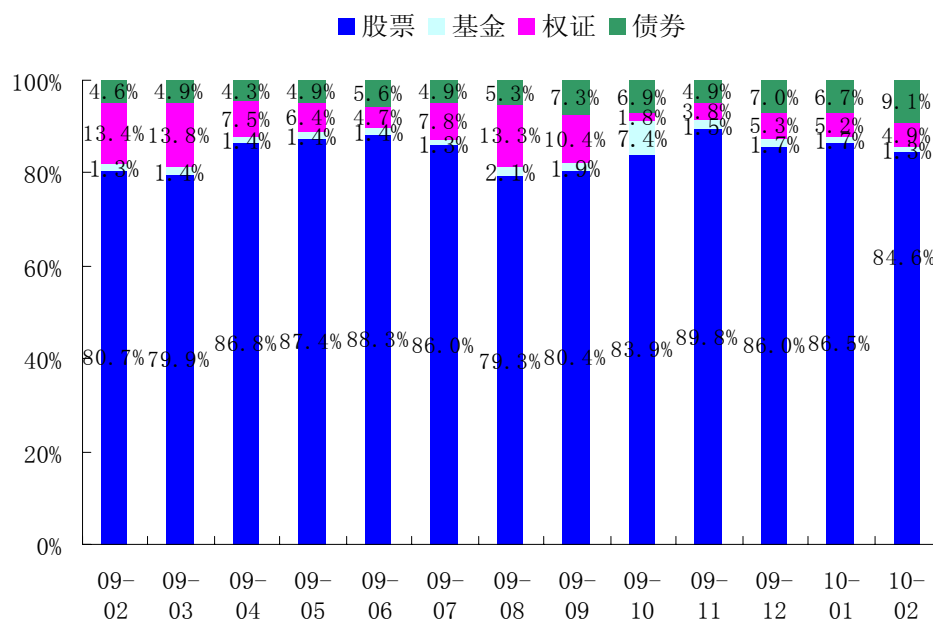
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、中投证券研究所

图 2 2009 年 2 月-2010 年 2 月股基权债日均成交额



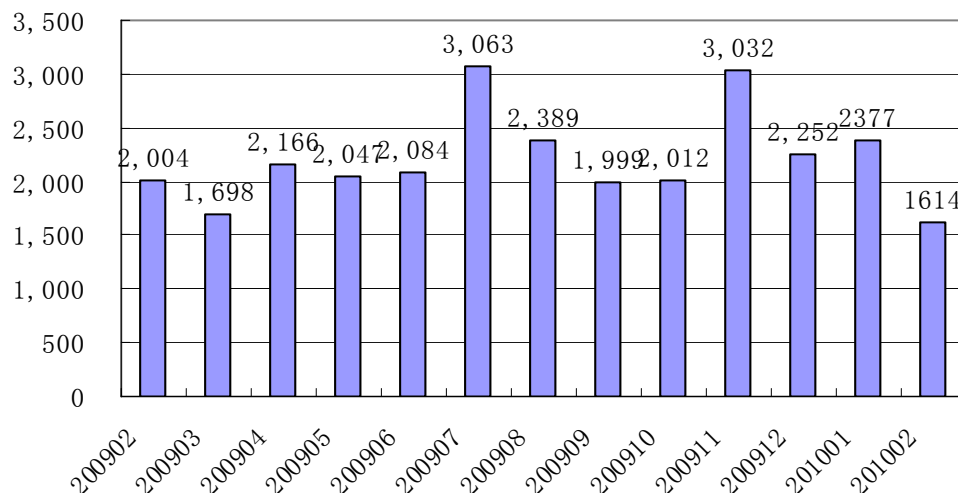
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、中投证券研究所

图 3 2009 年 2 月-2010 年 2 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

图 4 2009 年 2 月-2010 年 2 月 股票日均成交额



资料来源：Wind、中投证券研究所

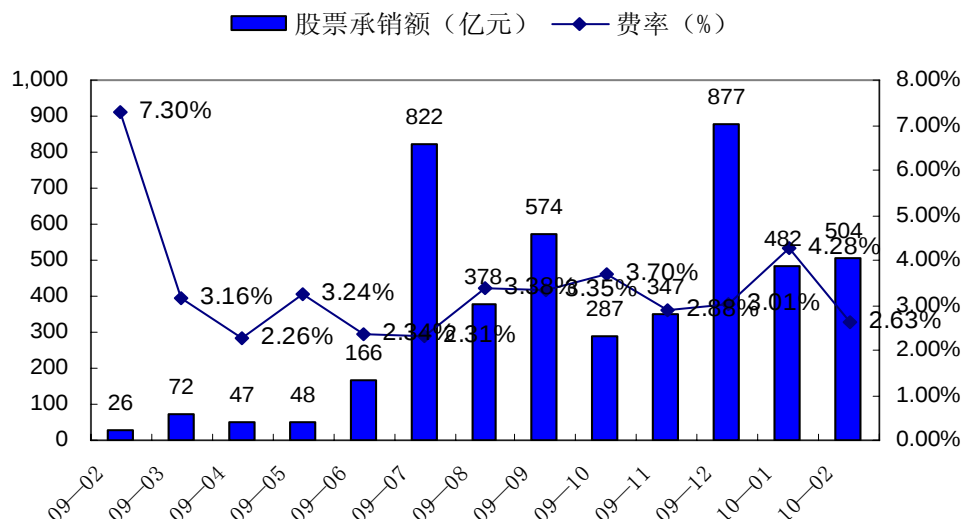
2、股票承销额同比增长 2620.61%，债券承销额同比增长 3.22%。

股票承销方面，2010 年 1-2 月份证券行业共实现各类股票承销额 986 亿元，相对于去年同期的 38 亿元，同比增长 2620.61%。

股票承销额月度数据方面，2010 年 1 月份承销额 482 亿元，相较于 2009 年 12 月份 877 亿的天量，显著回落 45.08%，2 月份券商股票承销额开始回升，录得数据为 504 亿元，环比上升 4.66%。从整体看，若剔除 2009 年 7 月和 12 月份等异常数据，2009 年以来，证券行业股票承销额总体呈现稳步攀升的态势，目前这种趋势依然在持续。

承销费率方面，券商股票承销费率总体运行态势稳中有升，2010 年 1 月份录得 IPO 开闸以来的最高记录 4.28%，2 月份股票承销费率有所滑落，录得数据为 2.63%，但费率水平依然保持在正常费率中等偏上的位置。

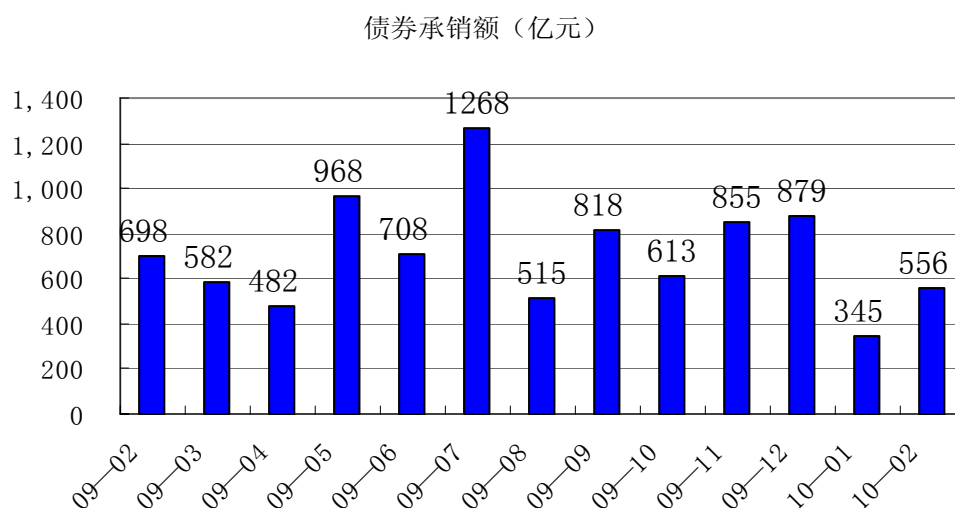
图 5 2009 年 2 月-2010 年 2 月股票承销额及费率



资料来源：Wind、中投证券研究所

债券承销方面，2010 年 1-2 月份券商共承揽各类债券融资 104 笔，实现融资金额 901.44 亿元，相对于去年同期的 873 亿元，同比增长 3.22%。债券承销额月度数据方面，2010 年 1-2 月份债券承销额分别为 345 亿和 556 亿，其中，1 月份环比下滑 60.75%，2 月份环比上升 61.26%，承销金额波幅剧烈，若剔除 2 月份的春节因素和小月份影响，我们预计，2 月份债券承销正常金额应为 815.47 亿元，与其它月份的承销金额基本相当。

图 6 2009 年 2 月-2010 年 2 月债券承销额



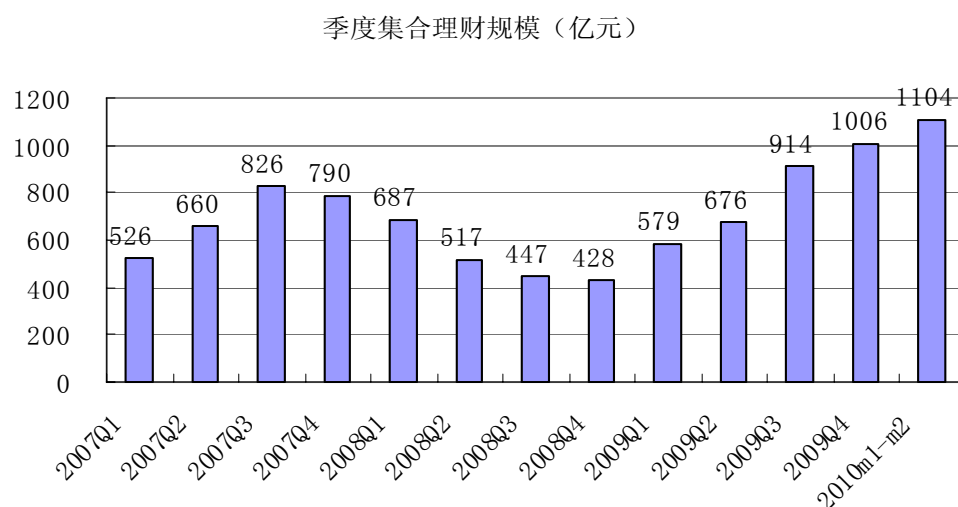
资料来源：Wind、中投证券研究所

3、券商资产管理业务迎来快速增长期。

截至 2010 年 2 月底止，券商集合理财产品规模 1104 亿元，考虑到 2010 年 1-2 月份券商集合理财发行规模 141 亿，预计 2010 年 1 季度券商集合理财产品发行规模为 211.5 亿元，如此，一季末券商集合理财产品总规模将达到 1174.5 亿元，可望同比

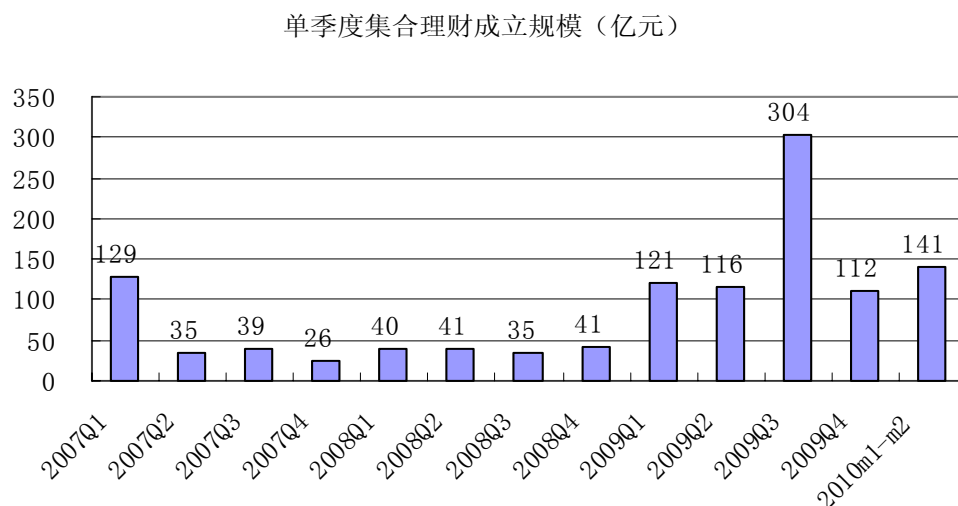
增长 102.85%，环比增长 88.84%，券商资产管理业务已迎来快速增长期。

图 7 2007 年-2010 年券商集合理财规模分布（分季度）



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 8 2005 年-2009 年券商集合理财成立规模情况（分季度）



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 1 2010 年 1-2 月份年券商集合理财产品发行明细

代码	名称	管理人	投资类型	成立日期	成立规模
J09035.OF	国信金理财多策略	国信证券	股票型	2010-1-5	22.6
J09039.OF	国信金理财收益增强	国信证券	债券型	2010-1-5	4.5
J09040.OF	创业 2 号稳健回报	第一创业证券	混合型	2010-1-5	2.1
J09047.OF	东方红先锋 1 号	东方证券	混合型	2010-1-7	2.1

J09045.0F	招商智远稳健 1 号	招商证券	债券型	2010-1-13	1.9
J10004.0F	中金一号	中金公司	债券型	2010-1-13	5.3
J09042.0F	中信建投精彩理财	中信建投	混合型	2010-1-20	10.4
J09048.0F	光大阳光集结号	光大证券	混合型	2010-1-28	1.5
J09043.0F	中金基金优选	中金公司	FOF	2010-1-29	2.4
J10008.0F	东方红 5 号	东方证券	混合型	2010-2-5	16.0
J09049.0F	国联金如意 1 号	国联证券	债券型	2010-2-8	4.6
J10007.0F	华泰紫金策略优选	华泰证券	混合型	2010-2-9	2.8
J10001.0F	长江证券超越理财基金 管家 II	长江证券	FOF	2010-2-10	9.0
J10010.0F	东吴财富 1 号	东吴证券	混合型	2010-2-11	7.6
J10002.0F	国泰君安明星价值	国泰君安证券	股票型	2010-2-12	21.8
J10012.0F	东方红先锋 2 号	东方证券	混合型	2010-2-24	1.3
J10006.0F	中信稳健回报	中信证券	混合型	2010-2-25	22.5
J10009.0F	中山金汇 1 号	中山证券	混合型	2010-2-25	3.1

资料来源: Wind、中投证券研究所

二、行业运行趋势继续向好

1、证券行业创新革命将主要在 2 季度拉开序幕。

1 月 8 日证监会网站披露, 国务院日前已原则同意开展证券公司融资融券业务试点和推出股指期货品种, 至此, 2010 年开展融资融券和股指期货的预期开始明朗, 证券行业的催化剂因素即将开始发挥作用, 证券行业即将迎来快速发展的黄金时期。

我们当时大胆预测融资融券的试点时间为 2010 年的一季度(2-3 月份的可能性最大), 股指期货的推出时间为 2010 年的二季度(4-5 月份的可能性最大)。从目前的情况看, 融资融券和股指期货的推出时间与我们之前预期完全一致, 截至 3 月 19 日已有 6 家券商获得了融资融券的试点资格, 预计相关业务将在 3 月底和 4 月初开展; 此外, 股指期货的推出时间也已经明确在 4 月 16 日, 我们预计, 证券行业的创新革命将主要在 2 季度拉开序幕。

表 2 2009-2010 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	2009 年 1 季度	2009 年 2-3 季度	所有券商, 中小型券商受益更多
自营	2009 年 2-3 季度	2009 年 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	2009 年 3 季度	2009 年 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	2009 年 3 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	2009 年 9 月份	—	资本实力雄厚的大型券商
融资融券	2010 年 1 季度	—	资本实力雄厚的大型券商
股指期货	2010 年 2 季度	—	资本实力雄厚的大型券商

资料来源：Wind、中投证券研究所

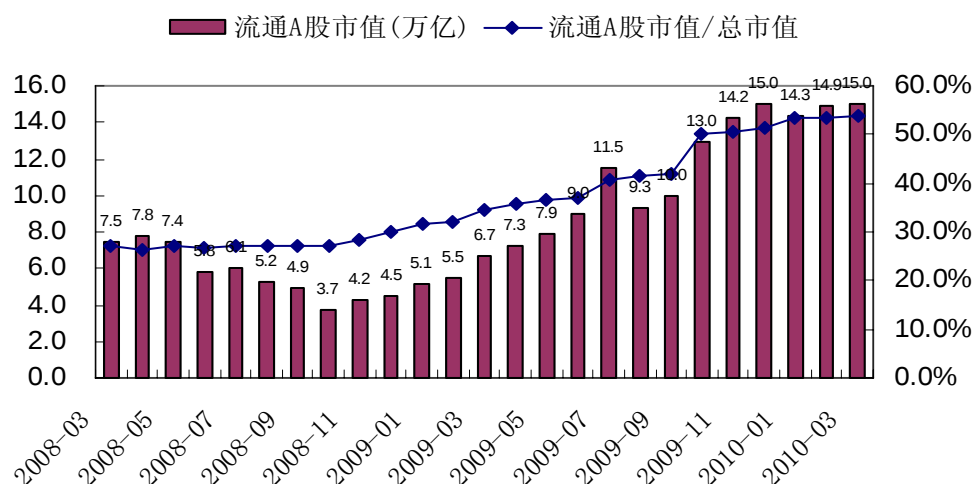
2、经纪业务核心驱动指标总体趋势看好。

流通市值方面，截止 2 月底至，A 股流通市值 14.9 万亿，根据 3 月 25 日收盘价计，预计 A 股流通市值在 3 月末将达 15 万亿，将再次回到 2009 年 12 月份的历史高点；考虑到 2 季度证券市场将有 7038 亿元非流通股进入流通，预计 2 季末证券市场流通市值可望达到 15.7 万亿，流通市值增长态势不改。

换手率方面，1 月份换手率继去年 12 月份显著下跌后有所启稳，录得数据为 33.2%；2 月份换手率，则由于假日因素和市场牛皮行情因素共同作用，再次出现显著回落，录得数据为 16.7%，数据显著低于 2007 年以来 40% 的平均水平，根据我们策略方面观点，2 季度证券市场总体趋势向上，因此我们认为，随着相关因素的逐渐消除，市场换手率将可望恢复到市场的正常水平。

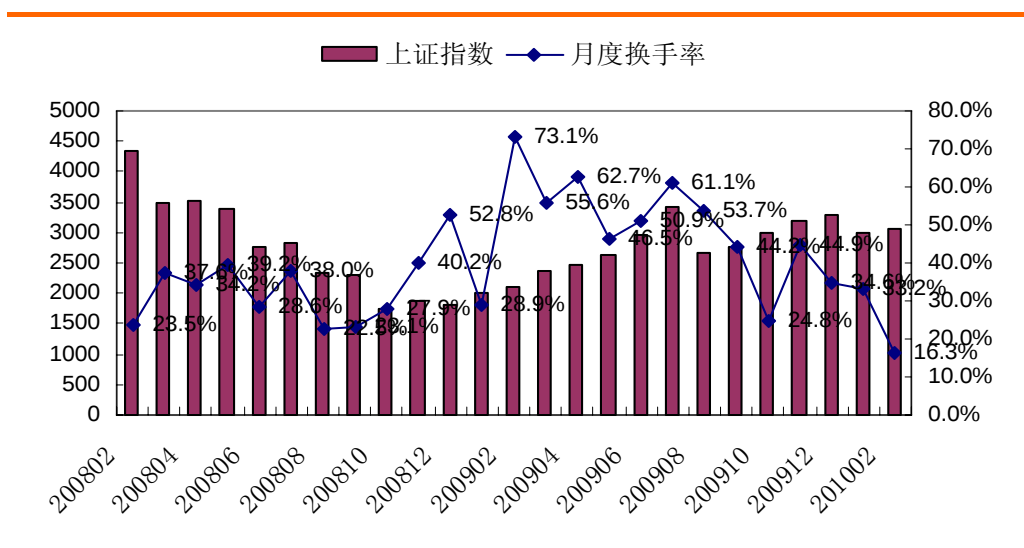
佣金率方面，2009 年 1-3 季度佣金率分别为 0.15%、0.14% 和 0.14%，从目前已经发布年报的 5 家券商 4 季度情况看，4 季度券商佣金率涨跌互现，但整体情况与 2009 年 3 季度持平。我们继续维持之前判断，我们认为，佣金率与市场趋势正相关，在目前市场整体处于高位横盘期间，2 季度佣金率将继续保持平稳，短期内不会显著下跌。

图 9 2008 年 3 月-2010 年 3 月 A 股月度流通市值分布



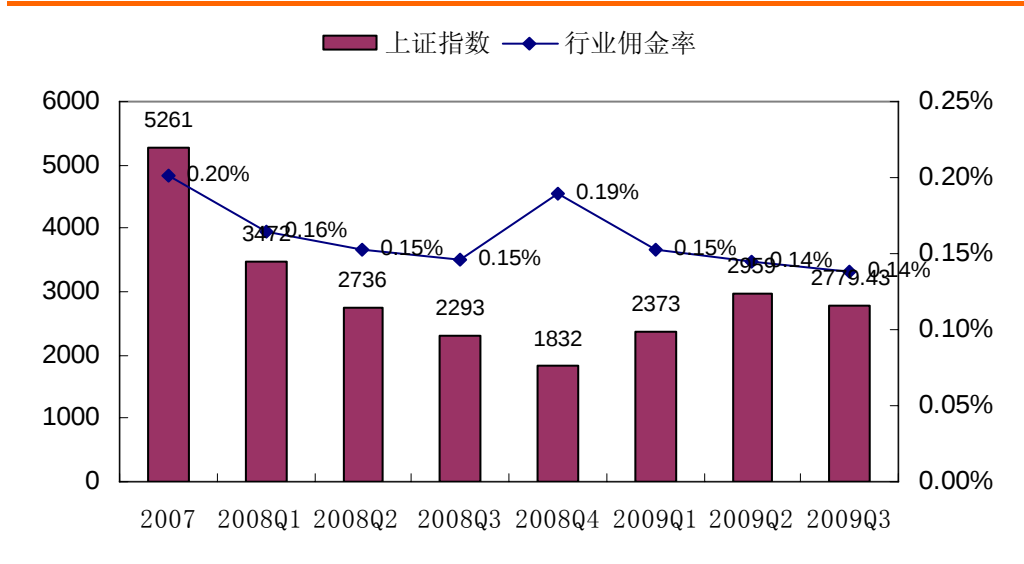
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 10 2007-2009 年 A 股月度换手率



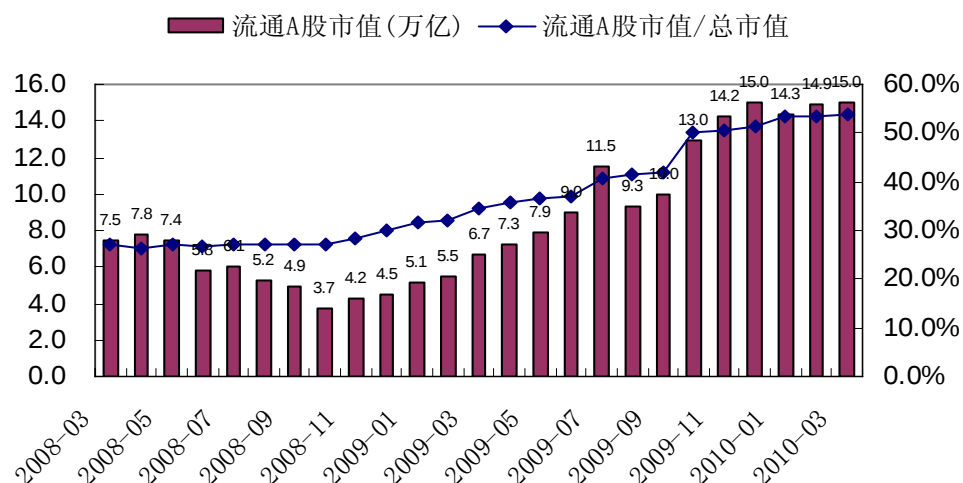
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 11 2008-2009 年券商经纪业务佣金率分布



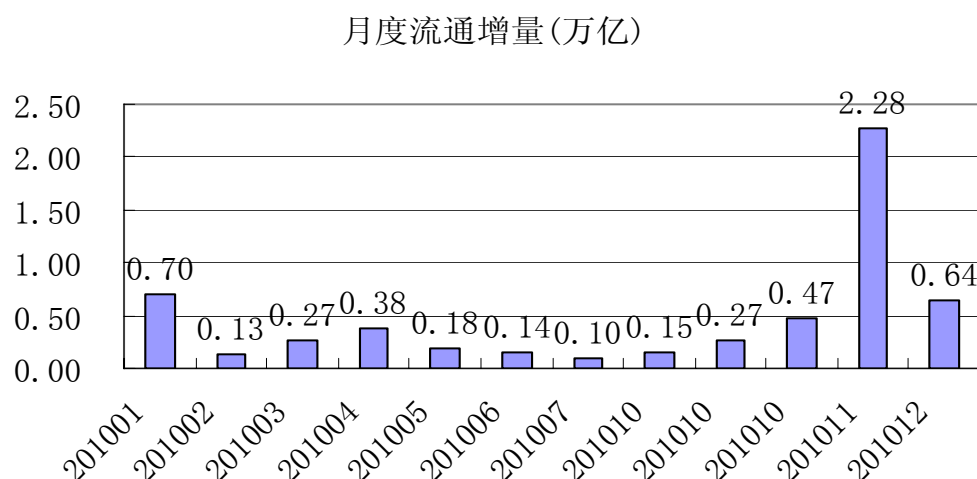
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 12 2008 年 3 月-2010 年 3 月 A 股流通市值 (按 2010 年 3 月 25 日市价计)



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 13 2010 年各月度流通股增量 (按 2010 年 3 月 25 日市价计)



资料来源: Wind、中投证券研究所

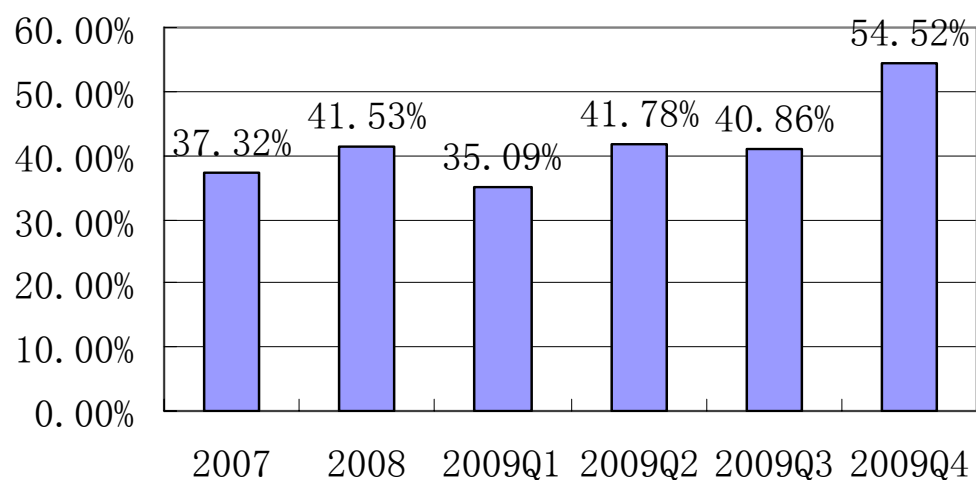
3、券商自营业务规模增加显著, 鉴于 2 季度市场整体趋势向上, 券商自营业务收益应将可观。

根据 5 家已发布上市公司 2009 年报数据显示, 截至 2009 年底止, 5 家上市公司平均自营仓位 54.52%, 相对于 3 季度行业平均 40.86% 的仓位比例, 4 季度券商自营加仓 13.66 个百分点, 仓位升幅显著。

根据我们策略观点, 2010 年 2 季度上证指数运行目标区间为 3300-3400 点, 距离目前点位存在 7.84-11.11% 升幅 (3 月 26 日收盘点位 3059.72), 2 季度券商自营收益

仍将可观。

图 14 2007-2009 年券商（自营资产/净资产）分布情况（行业均值）



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 3 上市券商 2007-2009（自营资产/净资产）的变化情况

证券代码	证券简称	2007	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
000562.SZ	宏源证券	22.02%	52.66%	52.52%	60.78%	57.29%	86.84%
600030.SH	中信证券	30.38%	72.62%	50.38%	50.21%	44.32%	—
600109.SH	国金证券	—	70.00%	26.70%	10.72%	25.01%	—
600369.SH	西南证券	0.00%	0.00%	24.75%	66.18%	48.42%	62.07%
600837.SH	海通证券	16.98%	28.38%	24.46%	29.68%	36.37%	—
600999.SH	招商证券	40.96%	71.69%	—	53.37%	—	—
601099.SH	太平洋	35.78%	27.65%	11.80%	15.62%	18.99%	—
601688.SH	华泰证券	44.98%	36.41%	—	29.01%	34.90%	53.29%
601788.SH	光大证券	58.19%	7.41%	—	40.55%	26.61%	35.85%
000686.SZ	东北证券	29.28%	6.44%	23.86%	38.39%	31.90%	75.98%
000728.SZ	国元证券	64.13%	35.38%	10.19%	16.67%	13.82%	13.07%
000776.SZ	广发证券	—	—	—	—	—	—
000783.SZ	长江证券	67.86%	89.74%	91.14%	90.20%	111.85%	—

资料来源：Wind、中投证券研究所

4、预计股票承销业务仍将保持快速增长，但债券承销业务运行将相对平稳。

由于目前券商股票承销数量和金额依然保持较快增长势头，我们判断，2 季度券商各类股票月度承销额应能保持在 500 亿以上的水平，预计 2 季度可望实现各类股票承

销额 1500 亿左右，相关业务收益在 37.5-45 亿元之间。

债券方面，由于 2 月份剔除假日因素后，承销额已恢复到正常水平，1 月份的下降趋势已经得到扼制，我们预计，2 季度券商债券月度承销额可望保持在 800 亿元的水平，预计 2 季度可实现各类债券承销额 2400 亿左右，相关业务收益 19.2 亿元。

表 4 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	1152	114	94	11	7	926
2010 年 1-2 月份	169	55	8	2	0	104

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 5 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	12,219	2,022	1,452	106	77	8,562
2010 年 1-2 月份	1887.31	819.50	146.74	19.64	0.00	901.44

资料来源：Wind、中投证券研究所

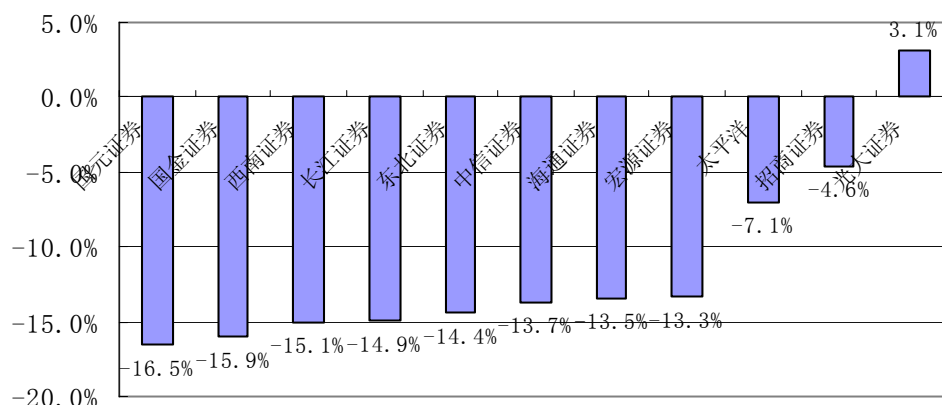
三、创新革命将点燃行业增长引擎

1、1 季度券商股股价整体下滑趋势明显。

1 季度市场出现调整，在市场整体下跌幅度 6.6% 的情况下，除光大证券录得 3.1% 的升幅外，其他券商股则平均录得 11.5% 的跌幅，其中，跌幅最小的为招商证券，跌幅为 4.6%；跌幅最大的为国元证券，跌幅达到 16.5%，1 季度券商股股价整体下滑趋势明显。

图 15 2010 年 1 季度各券商股涨跌幅

股价升/跌幅

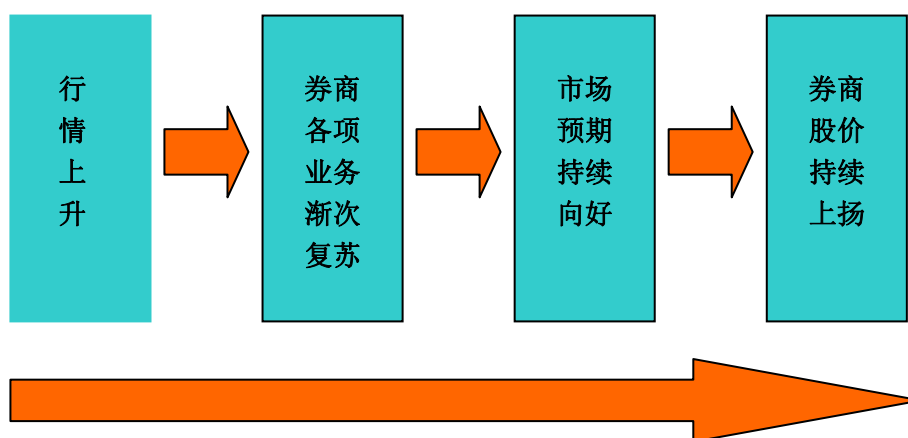


资料来源：Wind、中投证券研究所

2、券商股大幅下跌主要在于市场调整时投资者对券商盈利预期发生悲观导致。

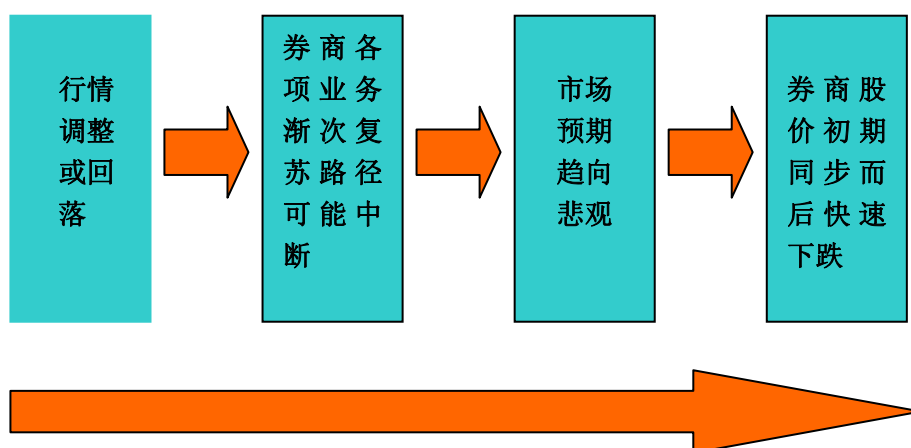
我们认为，券商股作为高贝塔投资标的对证券市场具有高度依赖性，根据我们的券商股股价传导模型，我们可以清晰地看到，当资本市场出现滞涨和调整时，投资者将出现对券商盈利预期发生悲观的情况，如此，其股价上升的传导路径将会中断，而股价下跌的传导路径将会发生作用，这将导致券商股价在初期与市场同步，随后出现超越大盘的加速下跌现象，1 季度券商股股价表现充分体现了券商股股价传导模型的基本运行规律。

图 16 券商股价上升的传导路径



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 17 券商股价下跌的传导路径



资料来源：Wind、中投证券研究所

3、2010 年证券行业增长确定，创新革命将点燃行业增长引擎，实际业绩并不支持市场悲观预期。

尽管 1 季度由于市场调整使得市场出现对券商股的业绩悲观预期，但从我们前面的分析来看，目前证券行业复苏路径依然在持续并继续在向纵深延展，随着 4 月份，融资融券和股指期货等证券行业创新革命的序幕拉开，证券行业的增长引擎亦将被点燃。

根据我们年度报告的测算，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。同时，我们根据行业最新的运行数据情况，将 2010 年股票日均交易额的假设区间上调至 2200—2400 亿元一线（我们在年度报告中曾将 2010 年股票日均交易额的假设区间设定在 2000—2200 点之间，从目前的情况看，假设区间明显偏保守。），根据最新的测算结果，我们预计，在现有盈利模式+融资融券+股指期货的最优条件下，2010 年证券行业的成长率将为 17.5%—24.1%，行业增长非常确定，证券行业业绩实际运行情况并不支持市场的悲观预期。

表 6 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（单位：亿元）

股票日均交易额	2100	2200	2300	2400	2500	2600
股票占比	83%	83%	83%	83%	83%	83%
股基权债交易额	2530	2651	2771	2892	3012	3133
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	1336	1400	1463	1527	1590	1654
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	2355	2430	2505	2580	2654	2729
自营收入占比	13%	12%	12%	12%	11%	11%
(营业收入-自营)/营业支出	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
营业支出	934	968	1002	1036	1070	1104
利润总额	1421	1462	1503	1543	1584	1625
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	1066	1096	1127	1158	1188	1219
2009 年行业利润总额	933	933	933	933	933	933
同比增长率	14.2%	17.5%	20.8%	24.1%	27.4%	30.7%

资料来源：中投证券研究所

四、投资建议：大的才美，重点关注大型券商在 2 季度的投资机会！

根据我们最新的测算，2010 年融资融券将为行业利润增长贡献 5.2 个百分点，股指期货将贡献 2.4 个百分点，从绝对值来看两项数据对行业的贡献并不高。但由于融资融券将由少数创新类券商独享收益，受益非常明显，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，因此，我们认为，2010 年大型券商除继续享有行业现有业务的增长外，还将独享融资融券试点收益，此外，在股指期货方面大型券商也具有压倒性的资金优势。总体看，我们认为在 2010 年的行情中，大型券商将充分受益于行业的快速增长，继续维持对海通和光大的“推荐”评级。

表 7 上市券商目前股价对应的估值水平（截至 2010 年 3 月 26 日）

（单位：亿元/股）

证券代码	证券简称	总股本	流通 A 股	限售 A 股	每股净资产	收盘价	市盈率 (PE, TTM)	市净率 (PB, 最新)
000686.SZ	东北证券	6.4	1.9	4.5	4.78	34.15	23.01	6.87
600109.SH	国金证券	10.0	2.7	7.3	2.43	20.28	46.66	8.34
000562.SZ	宏源证券	14.6	14.6	0.0	4.48	21.43	26.18	4.61
601099.SH	太平洋	15.0	2.6	12.4	1.12	16.26	133.18	15.12
600369.SH	西南证券	19.0	3.8	15.2	2.51	16.70	30.47	6.56
000728.SZ	国元证券	19.6	7.9	11.8	7.70	18.14	33.71	2.31
000783.SZ	长江证券	21.7	11.1	10.6	3.24	17.49	37.79	6.57
000776.SZ	广发证券	25.1	0.9	24.1	1.41	54.28	—	10.48
601788.SH	光大证券	34.2	5.2	29.0	6.57	26.58	31.81	4.00

600999.SH	招商证券	35.9	3.6	32.3	—	28.87	46.12	4.98
601688.SH	华泰证券	56.0	5.5	50.5	2.89	21.06	31.99	4.12
600030.SH	中信证券	66.3	65.7	0.6	8.75	27.32	23.61	3.13
600837.SH	海通证券	82.3	40.0	42.3	5.09	17.07	32.43	3.26

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 8 券商限售股解禁时间表（截至 2010-3-26）

（单位：亿元/股）

	总股本	流通 A 股	解禁数量					
			2010		2011		2012	
			具体时间	数量	具体时间	数量	具体时间	数量
东北证券	6.4	1.9	2010-8-27	4.45				
国金证券	10.0	2.7	2010-3-29	4.13	2011-2-1	3.19		
宏源证券	14.6	14.6						
太平洋	15.0	2.6	2010-12-29	12.38				
西南证券	19.0	3.8					2012-2-17	9.72
国元证券	19.6	7.9	2010-11-1	11.79				
长江证券	21.7	11.1	2010-12-27	10.65				
广发证券	25.1	0.9			2011-2-14	6.83		
光大证券	34.2	5.2	2010-8-18	5.73	2012-8-20	23.25		
招商证券	35.9	3.6	2010-11-16	15.30			2012-6-18	0.30
							2012-11-16	16.67
华泰证券	56.0	5.5	2010-5-26	2.35	2011-2-28	9.87	2012-7-30	3.13
							2012-12-31	1.44
中信证券	66.3	65.7			2011-9-6	0.44		
海通证券	82.3	40.0	2010-6-29	7.63				

资料来源：Wind、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 邮编: 518000 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 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434