

证券 II

王鹏 (研究主管)

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

陈剑涛 (研究员)

S0960109064007

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

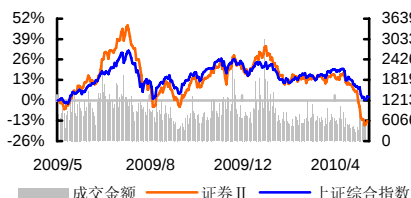
评级调整: 下调

行业基本资料

上市公司家数	13
总市值 (亿元)	6801
占 A 股比例 (%)	1.35%
平均市盈率 (倍)	

行业表现

(%)	1M	3M	6M
证券 II	-25.43	-24.16	-26.19
上证综合指数	-14.26	-10.19	-14.97



相关报告

《证券行业 2010 年 2 季度投资策略-创新革命将点燃行业增长引擎》2010-3-30

证券行业 2010 年中期投资策略

中性

创新业务的贡献或不能覆盖传统业务的下滑

投资要点:

- 证券行业上半年经营回顾。
- 证券行业上半年的基本运行态势主要有三个特点, 1、经纪业务“量升价跌”; 2、股票承销额和债券承销额“涨跌互现”; 3、券商资产管理业务上行趋势开始受阻; 由于股权综合佣金率的同比大幅下滑和管理费用率的同比大幅上升, 预计全行业现有业务上半年净利润同比下滑 4.1%; 然而, 考虑到融资融券和股指期货的强力补充, 预计 2010 年上半年行业仅同比轻微下滑 0.11%。
- 券商传统业务运行趋势展望。
- 展望 2010 年下半年, 我们认为, 券商经纪业务核心驱动指标“好坏参半”, 预计经纪业务 2010 年股票日均交易额为 2058 亿元; 由于 1 季末券商自营业务规模减仓明显, 预计 2 季度市场下行过程中的资产敞口风险, 可部分得到规避; 此外, 我们认为, 市场趋势引领承销业务的发展方向, 若市场趋势持续向下, 股票承销的景气度可能下滑, 而债券承销的景气度可望回升。
- 证券行业已踏上创新革命的征程, 由于佣金率和管理费用率的恶化, 预计 2010 年证券行业利润增长率的运行区间在-9.29%- -0.73%之间。
- 证券行业已于 1 季末踏上创新革命的征程; 预计 2010 年股指期货将贡献行业净利润 39.83 亿, 融资融券将贡献行业净利润 28.43 亿; 由于佣金率和管理费用率的恶化, 尽管有创新业务的补充, 2010 年证券行业也已经存在下滑的可能, 利润增长率的运行区间在-9.29%- -0.73%之间。
- 2010 年下半年券商股投资策略选择: 把握脉动, 适时出击。
- 上半年券商股跌幅显著, 主要原因在于市场调整时投资者对券商盈利表现趋于悲观所导致。我们认为, 券商股投资机会的彻底丧失, 系以市场趋势性下跌拐点为标志, 否则, 券商股投资机会将继续存在; 市场处于下跌过程时需要积极回避券商股, 市场下跌企稳并呈现上升的趋势时是介入券商股的良机。
- 投资建议: 关注估值和创新
- 目前证券行业景气度的下滑, 系由于市场下跌过程中, 券商传统业务的收入项和成本项数据出现急剧恶化所导致, 然而, 根据我们的持续观察和研究, 相关情况可望在市场趋势得到恢复时获得迅速缓解, 行业年内的小幅下滑预期, 在年内存在被扭转的可能。个股方面, 我们建议重点关注, 估值相对便宜安全边际较高, 以及创新业务受益程度较大的大型券商, 如: 华泰、光大和海通。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601688.S	华泰证券	0.68	0.89	0.91	0.96	23.76	18.25	17.72	16.86	推荐
601788.S	光大证券	0.79	0.90	1.01	1.10	22.47	19.50	17.45	15.98	推荐
600837.S	海通证券	0.55	0.62	0.62	0.66	21.15	18.81	18.83	17.80	推荐
600999.S	招商证券	1.04	1.10	1.17	1.22	21.21	19.97	18.84	18.11	推荐
000728.SZ	国元证券	0.63	0.78	0.79	0.87	22.35	18.05	17.88	16.19	推荐
000783.SZ	长江证券	0.63	0.78	0.79	0.87	20.26	16.36	16.21	14.68	推荐
000562.SZ	宏源证券	0.77	0.81	0.88	0.93	21.20	20.18	18.67	17.69	推荐

目 录

一、证券行业上半年经营回顾	4
1、券商经纪业务“量升价跌”。	4
2、股票承销额和债券承销额“涨跌互现”。	7
3、券商资产管理业务上行趋势开始受阻。	8
4、由于股基权综合佣金率的同比大幅下滑和管理费用率的同比大幅上升，预计全行业现有业务上半年净利润同比下滑 4.1%；然而，考虑到融资融券和股指期货的强力补充，预计 2010 年上半年行业仅同比轻微下滑 0.11%。	10
二、券商传统业务运行趋势展望	12
1、经纪业务核心驱动指标“好坏参半”	12
2、预计经纪业务 2010 年股票日均交易额为 2058 亿元。	14
3、市场趋势引领承销业务的发展方向，若市场趋势持续向下，股票承销的景气度存在下滑的风险，而债券承销的景气度将可望回升。	15
4、券商自营业务规模减仓明显，预计 2 季度市场下行过程中的资产敞口风险，可部分得到规避。	16
三、证券行业已踏上创新革命的征程，由于佣金率和管理费用率的恶化，预计 2010 年证券行业利润增长率的运行区间在-9.29%- -0.73%之间	17
1、证券行业已踏上创新革命的征程。	17
2、预计 2010 年股指期货将贡献行业净利润 39.83 亿，融资融券将贡献行业净利润 28.43 亿。	18
3、由于佣金率和管理费用率的恶化，尽管有创新业务的补充，2010 年证券行业也已经存在下滑的可能，利润增长率的运行区间在-9.29%—0.73%之间。	21
四、上半年券商股跌幅显著，主要原因在于市场调整时投资者对券商盈利表现趋于悲观所导致。	22
1、券商股今年以来录得较大跌幅。	22
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。	23
五、2010 年下半年券商股投资策略选择：把握脉动，适时出击。	24
1、券商股投资机会的彻底丧失系以市场趋势性下跌拐点为标志，否则，券商股投资机会将继续存在。	24
2、市场处于下跌过程时需要积极回避券商股。	24
3、市场下跌企稳并呈现上升的趋势时是介入券商股的良机！	25
六、投资建议：关注估值和创新	25

图 表

图 1 2009 年 4 月-2010 年 4 月股基权债月度成交额	4
图 2 2009 年 4 月-2010 年 4 月股基权债日均成交额	4
图 3 2009 年 4 月-2010 年 4 月经纪交易额类别结构	5
图 4 2009 年 4 月-2010 年 4 月 股票日均成交额	5
图 5 2009Q1-2010 Q1 券商经纪业务佣金率分布	6
图 6 2009 年 4 月-2010 年 4 月股票承销额及费率	7
图 7 2009 年 4 月-2010 年 4 月债券承销额	8

图 8 2007 年-2010 年券商集合理财规模分布	8
图 9 2005 年-2009 年券商集合理财成立规模情况	9
图 10 2010 年 1-6 月份股票交易额预测	11
图 11 2009 年 4 月-2010 年 4 月 A 股月度流通市值分布	12
图 12 2009 年 4 月-2010 年 4 月 A 股月度换手率	13
图 13 2008 年 4 月-2010 年 4 月 A 股流通市值	13
图 14 2010 年各月度流通股增量	13
图 15 2010 年 1-12 月份股票交易额预测	14
图 16 2007-2010 年 1 季度 券商（自营资产/净资产）分布情况（行业均值）	16
图 17 2010 年 1 月 1 日-2010 年 5 月 5 日券商股涨跌幅	22
图 18 券商股价上升的传导路径	23
图 19 券商股价下跌的传导路径	23
图 20 证券行业复苏路径	24

表 1 2010 年 1-3 月份年券商集合理财产品发行明细	9
表 2: 2010 年 1 季度证券行业盈利预测表	11
表 3 2006-2010 年 1 季度 券商承销数量	15
表 4 2006-2010 年 1 季度 券商承销金额	16
表 5 上市券商 2007-2010 年 1 季度（自营资产/净资产）的变化情况	16
表 6 2009-2010 年券商各项业务复苏时间预测表	17
表 7: 2010 年证券行业股指期货业务盈利预测表	18
表 8: 2010 年证券行业（第一批试点券商）融资融券业务盈利预测表	19
表 9 2010 年证券行业（第二批试点券商）融资融券业务盈利预测表	19
表 10 2010 年证券行业（第三批试点券商）融资融券业务盈利预测表	20
表 11 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	21
表 12 上市券商目前股价对应的估值水平	25
表 13 券商限售股解禁时间表	26

一、证券行业上半年经营回顾

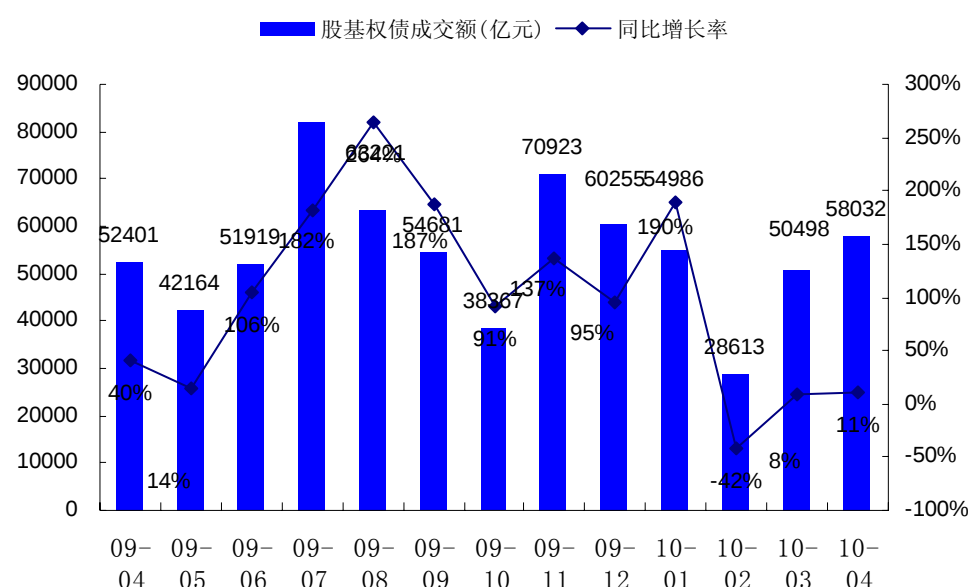
1、券商经纪业务“量升价跌”。

截至 2010 年 4 月底止，证券行业共实现股基权债成交额 19.21 万亿，同比上升 14.54%；实现日均股基权债成交额 2404 亿元，同比上升 14.94%，此外，今年 1-4 月份股票日均交易额 2091 亿元，同比增长 22.05%。

从今年 1-4 月份券商经纪业务整体运行情况看，券商股基权债月度成交额除 2 月份录得同比-42%的下降外，其他月份同比数据均升幅显著，其中，1 月份同比升幅 190%，3 月份同比升幅 8%，4 月份同比升幅 11%。

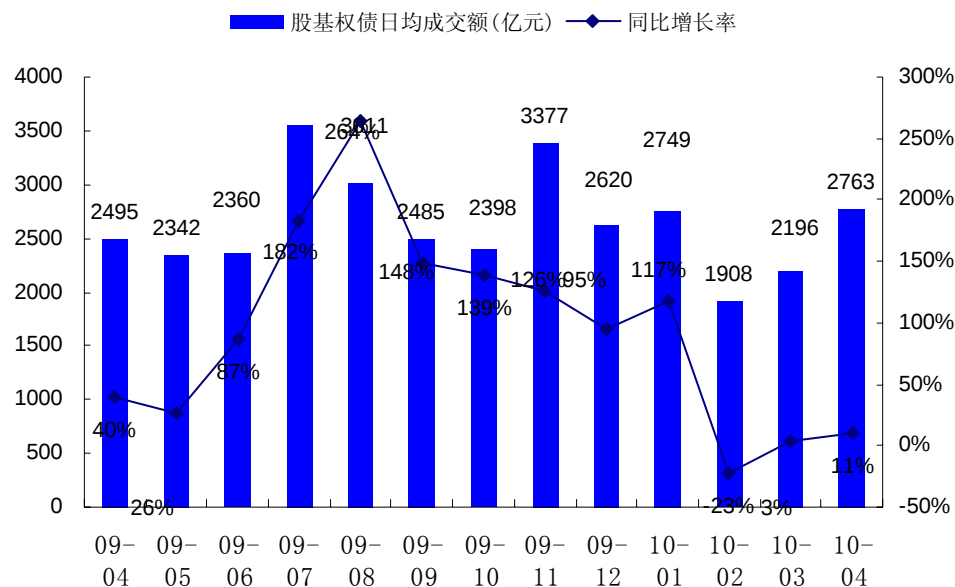
整体看，证券行业 1-4 月份经纪业务运行情况尚可，但股票日均交易额未达预期，我们预计上半年券商经纪业务股票日均交易额为 2300，股票日均交易额实际数据显著低于我们之前预期 9.1%。

图 1 2009 年 4 月-2010 年 4 月股基权债月度成交额



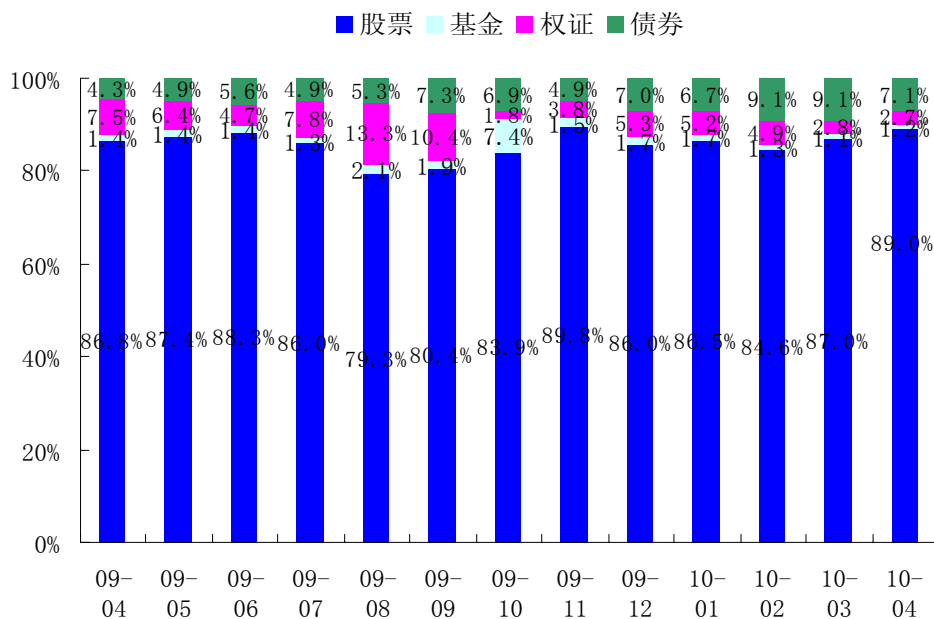
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、中投证券研究所

图 2 2009 年 4 月-2010 年 4 月股基权债日均成交额



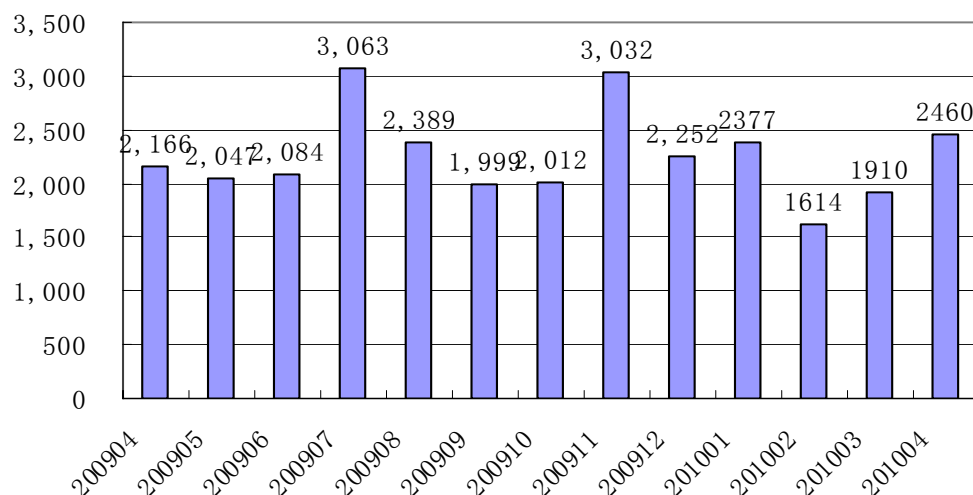
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、Wind、中投证券研究所

图 3 2009 年 4 月-2010 年 4 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 4 月-2010 年 4 月 股票日均成交额

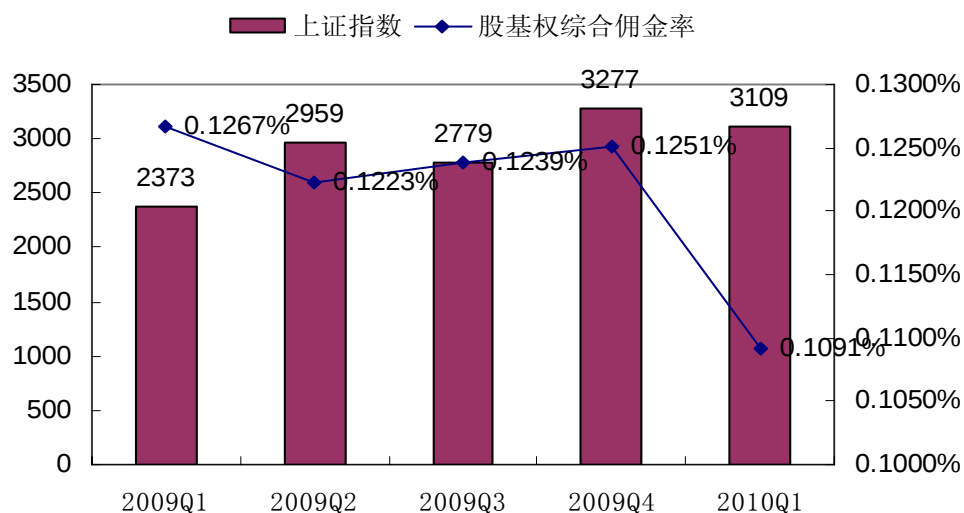


资料来源：Wind、中投证券研究所

相对于券商经纪业务显著的“量升”态势，2010年1-4月份，券商经纪业务的毛利率指标“佣金率”则出现了显著的下滑，根据券商1季报数据测算，券商在2010年1季度股基权综合佣金率为0.1091%，相对于2009年同期的0.1267%，同比下滑13.89%，相关情况使得券商经纪业务开始呈现出显著的“量升价跌”的运行格局。

事实上，关于佣金率下滑的传闻充斥着2009年全年，然而根据我们持续的跟踪和观察，2009年经纪业务“佣金率”指标运行相当平稳，整体看，波澜不惊，与我们之前的基本判断一致。佣金率只是到了2010年1季度的时候才出现显著下滑，而且下滑的主要原因与资本市场在1季度持续下滑有关。根据我们一贯的逻辑和观点，我们认为，券商佣金率与市场趋势正相关，因此，券商佣金率的下滑也只有市场下滑趋势得到扼制时才能够扭转。从目前的情况看，若市场继续走弱，我们认为，不排除券商佣金率继续下滑的可能。

图5 2009Q1-2010 Q1 券商经纪业务佣金率分布



资料来源：Wind、中投证券研究所

2、股票承销额和债券承销额“涨跌互现”。

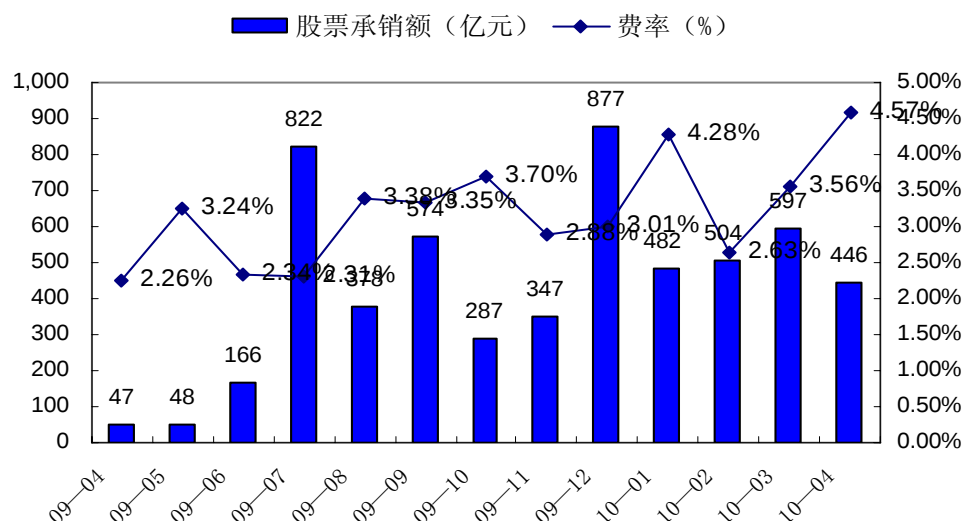
股票承销方面，2010年1-4月份证券行业共实现各类股票承销额2029亿元，相对于去年同期的157亿元，同比增长1193.01%。

整体看，若剔除2009年7月和12月份等异常数据，实际上自2009年以来，证券行业股票承销额总体呈现稳步攀升的态势，今年4月份，股票承销额446亿，相对于3月份的597亿有所回落，但依然处于高位运行状态之中。

承销费率方面，目前券商股票承销费率总体运行态势稳中有升，2010年4月份券商股票承销费率4.57%，为IPO开闸以来11个月的新高，此外，今年1-4月份券商股票承销费率为3.76%，承销费率高于主板费率上限25.33%。

整体看，券商股票承销业务景气度依然高企。

图6 2009年4月-2010年4月股票承销额及费率



资料来源：Wind、中投证券研究所

与券商股票承销高景气度相反，2010年1-4月份券商共承揽各类债券融资211笔，实现融资金额1644亿元，相对于去年同期的1937亿元，同比下滑15.14%。整体看，2010年1-4月份债券承销额逐月下滑态势明显，各月份债券承销额均显著低于2009年713亿元的月度均值，其中，2010年1月和4月还分别录得12个月和15个月以来的新低，债券承销额下滑趋势显著。

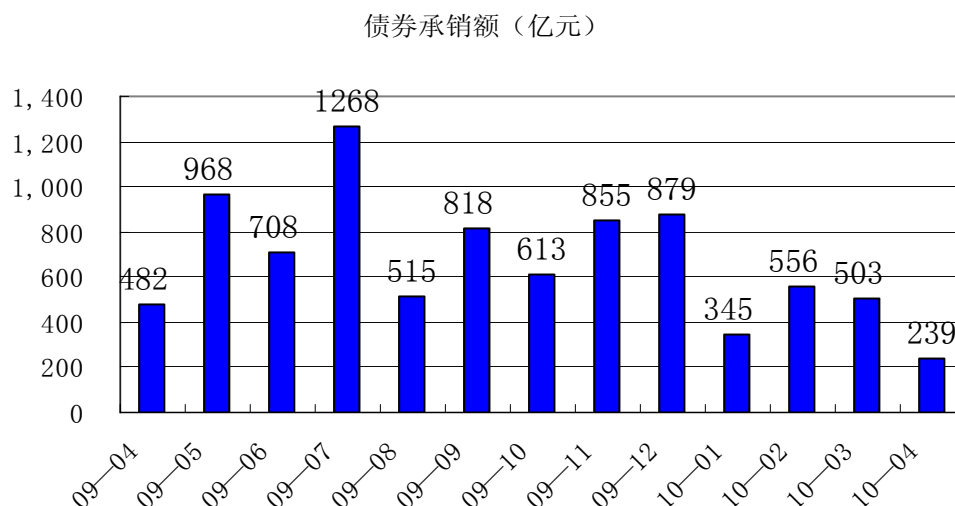
关于券商股票承销额和债券承销额“涨跌互现”的运行态势，我们认为，相关原因主要在于当券商股票承销业务处于高景气度时期，企业股票融资的便利性将得到提高，此外又由于1季度银行贷款激增，导致企业发债融资需求下滑。

此外，我们认为，当券商股票承销业务处于高景气度时期，券商投行力量向高业务价值的股票承销业务进行倾斜和配置，而相对低业务价值的债券承销业务会因为券

商投行力量的调整而受到影响，也是其下滑因素之一。

鉴于目前券商股票承销业务景气度依然高企，我们认为，券商债券承销业务下滑可能还会持续。

图 7 2009 年 4 月-2010 年 4 月债券承销额



资料来源：Wind、中投证券研究所

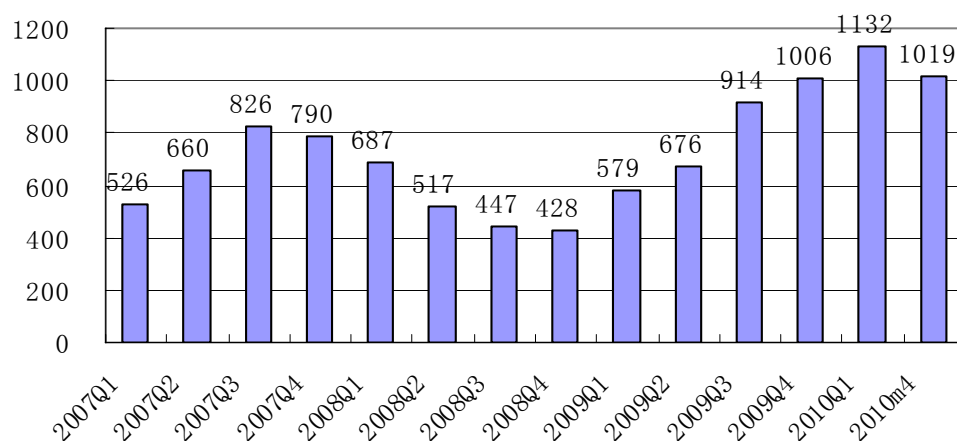
3、券商资产管理业务上行趋势开始受阻。

截至 2010 年 3 月底止，券商集合理财产品规模 1132 亿元，相对于 2009 年同期的 579 亿，同比增长 95.47%，整体看，自 2009 年 1 季度-2010 年 1 季度，券商集合理财产品规模呈现稳步攀升的态势。然而，随着时间进入 2010 年的 4 月份，由于大盘的显著大幅下挫，尽管券商当月集合理财产品规模新增 76 亿，然而由于券商集合理财产品净值缩水，券商集合理财产品规模下滑至 1019 亿，若剔除当月集合理财产品规模新增因素，我们预计，券商集合理财产品规模在四月份环比大幅下滑了 16.6%，券商资产管理业务上行趋势开始受阻。

我们认为，券商资产管理业务系券商渐次复苏路径上的重要环节，其景气度与资本市场运行趋势息息相关，市场趋势若持续下滑，将不但会直接导致券商券商集合理财产品净值缩水，而且还会影响券商集合理财新产品的发售，我们将对相关情况进行持续关注。

图 8 2007 年-2010 年券商集合理财规模分布（分季度）

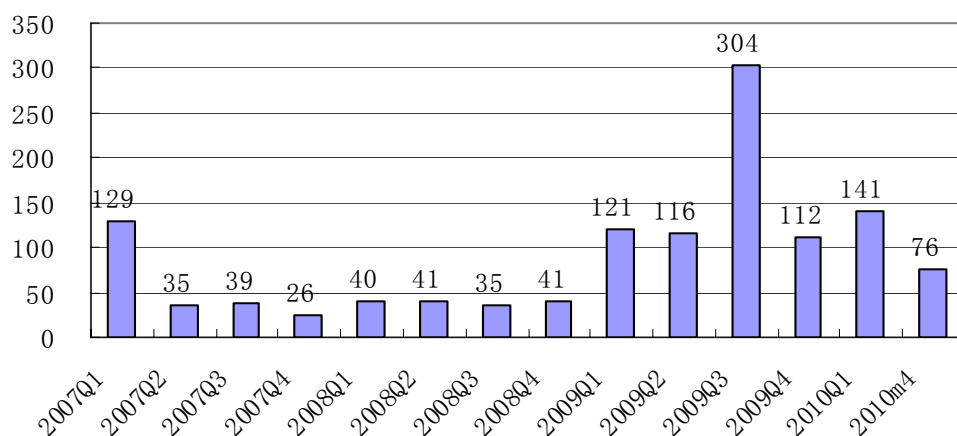
季度集合理财规模（亿元）



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 1 2010 年 1-3 月份年券商集合理财产品发行明细

产品代码	产品简称	管理人	投资类型	成立日期	成立规模(亿份)
J09035.OF	国信金理财多策略	国信证券	股票型	2010-1-5	22.58
J09039.OF	国信金理财收益增强	国信证券	债券型	2010-1-5	4.52
J09040.OF	创业 2 号稳健回报	第一创业	混合型	2010-1-5	2.10
J09047.OF	东方红先锋 1 号	东方证券	混合型	2010-1-7	2.09
J09045.OF	招商智远稳健 1 号	招商证券	债券型	2010-1-13	1.86
J10004.OF	中金一号	中金公司	债券型	2010-1-13	5.26

J09042.0F	中信建投精彩理财	中信建投	混合型	2010-1-20	10.36
J09048.0F	光大阳光集结号	光大证券	混合型	2010-1-28	1.52
J09043.0F	中金基金优选	中金公司	FOF	2010-1-29	2.35
J10008.0F	东方红 5 号	东方证券	混合型	2010-2-5	15.97
J09049.0F	国联金如意 1 号	国联证券	债券型	2010-2-8	4.65
J10007.0F	华泰紫金策略优选	华泰证券	混合型	2010-2-9	2.82
J10001.0F	长江超越理财基金管家 II	长江证券	FOF	2010-2-10	8.96
J10010.0F	东吴财富 1 号	东吴证券	混合型	2010-2-11	7.65
J10002.0F	国泰君安明星价值	国泰君安	股票型	2010-2-12	21.82
J10012.0F	东方红先锋 2 号	东方证券	混合型	2010-2-24	1.29
J10006.0F	中信稳健回报	中信证券	混合型	2010-2-25	22.51
J10009.0F	中山金汇 1 号	中山证券	混合型	2010-2-25	3.09
J10003.0F	申银万国宝鼎一期	申银万国	混合型	2010-3-26	1.79
J10019.0F	华西证券融诚 1 号	华西证券	混合型	2010-3-26	21.08
J10014.0F	中金安心回报	中金公司	混合型	2010-3-29	3.41

资料来源: Wind、中投证券研究所

4、由于股基权综合佣金率的同比大幅下滑和管理费用率的同比大幅上升，预计全行业现有业务上半年净利润同比下滑 4.1%；然而，考虑到融资融券和股指期货的强力补充，预计 2010 年上半年行业仅同比轻微下滑 0.11%。

根据我们前面的分析，并结合 13 家上市券商 2010 年 1 季报的相关数据，我们进行模型模拟，经测算，我们预计，上半年全行业经纪业务同比下滑 4.34%，自营业务同比下滑 16.95%，承销业务同比上升 242.79%，我们认为，券商经纪业务的同比下滑主要源自券商股基权综合佣金率的同比大幅下跌，而自营业务同比下降则主要在于 1 季度资本市场的趋势性大幅下挫，综合各种因素后，我们预计证券行业上半年营业收入可望同比增长 6.73%。

管理费用率方面，2010 年 1 季度证券行业管理费用率为 40.46%，相对于 2009 年同期的 34.40%，上升 6.06 个百分点，升幅 17.62%，鉴于券商管理费用率的升幅快于营业收入的同比升幅，经测算，我们预计，证券行业现有业务上半年成长性将可能同比下滑 4.1%。

然而，考虑到融资融券已在今年的 3 月底和 4 月初正式展开；此外，股指期货也已于在 4 月 16 日正式推出，综合相关因素，我们预计在融资融券和股指期货的强力补充下，也就是说，在现有业务收益+股指期货+融资融券的条件下，2010 年上半年证券行业实际仅可能同比小幅下滑 0.11%。

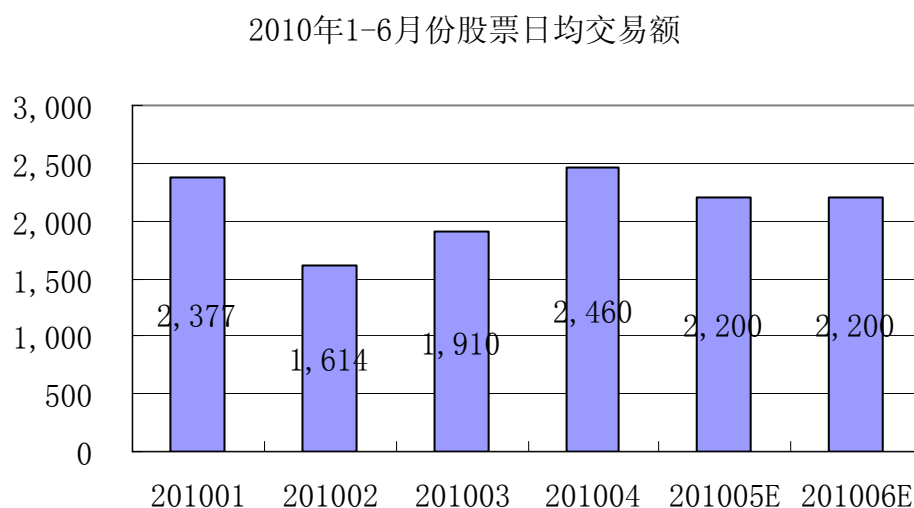
然而，需要指出的是，若 2 季度券商佣金率，或券商管理费用率，二者之中有一个出现向好趋势的话，我们认为，证券行业亦存在同比正增长的较大可能，然而，所

有这一切，都将视整个市场的运行趋势而定，从目前的情况看，我们认为，还存在着一定的不确定性。

整体看，券商股基权综合佣金率的同比大幅下滑和管理费用率的同比大幅上升的现实，已经对证券行业的业绩改进构成强力压制。

图 10 2010 年 1-6 月份股票交易额预测

单位：亿元



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 2：2010 年 1 季度证券行业盈利预测表

单位：亿元

单位：亿元	2009 年上半年	2010 年上半年	成长率	备注
股票日均交易额（亿元）	1,830	2,127	16.23%	实际值
股票/股基权的占比	88.73%	94.50%		1-4 月份实际均值
股基权日均交易额（亿元）	2,062	2,251	9.13%	测算值
佣金率	0.1245%	0.1091%		上市公司 1 季度实际均值
上半年交易日	121	121		预测值
经纪业务收入（亿元）	621.39	594.43	-4.34%	测算值
经纪业务收入占比	64.63%	57.93%		上市公司 1 季度实际均值
营业收入（亿元）	961	1026	6.73%	测算值
自营业务收入占比	15.77%	12.27%		上市公司 1 季度实际均值
自营业务收入	151.62	125.92	-16.95%	测算值
承销业务收入占比	3.20%	10.28%		上市公司 1 季度实际均值
承销业务收入	30.77	105.47	242.79%	
（营业收入-自营）/营业支出	2.18	1.96		上市公司 1 季度实际均值
管理费用率	35.14%	40.46%		上市公司 1 季度实际均值
营业支出（亿元）	371	460		测算值
利润总额（亿元）	590	566		测算值

所得税率	25%	25%		实际值
现有业务净利润	442.48	424.36	-4.10%	测算值
股指期货净利润	0	6.16		测算值
融资融券净利润	0	11.47		测算值
现有+股指期货+融资融券 净利润	442.48	442.00	-0.11%	测算值

资料来源：Wind、中投证券研究所

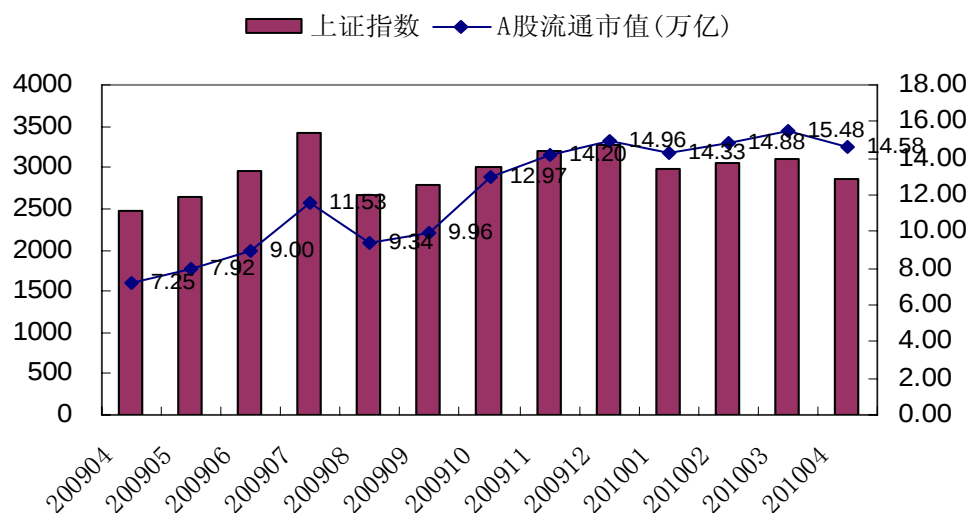
二、券商传统业务运行趋势展望

1、经纪业务核心驱动指标“好坏参半”。

流通市值方面，截止4月底止，A股流通市值14.58万亿，流通市值继续保持在高位，此外，根据5月11日市场收盘价计，预计A股流通市值在5月底将达14.75万亿，相对于4月份的相关数据，将出现小幅回升。事实上，股票流通市值=（股票流通股目前市值+解禁股目前市值）×指数波动率，股票流通市值与市场趋势正相关，若市场下跌趋势持续向下，纵然有解禁股的不断补充，流通市值上升的趋势也有可能受到扼制。

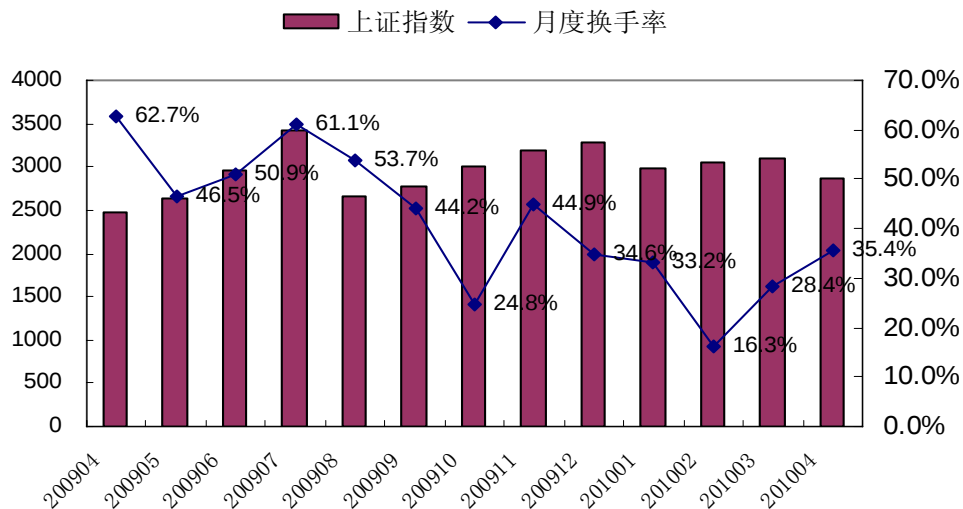
换手率方面，在今年1-4月份的时间里，由于春节因素，2月份市场换手率下滑的趋势最为明显，录得数据为16.3%，自3月份开始，市场换手率已连续两个月出现显著攀升，其中，3月份市场换手率升至28.4%，4月份升至35.4%，已开始接近2007年以来40%的均值位置。换手率与流通市值一样，与市场趋势正相关，若市场下跌趋势持续向下，随着解禁股的不断增加，预计换手率将可能将转头向下。

图 11 2009年4月-2010年4月A股月度流通市值分布



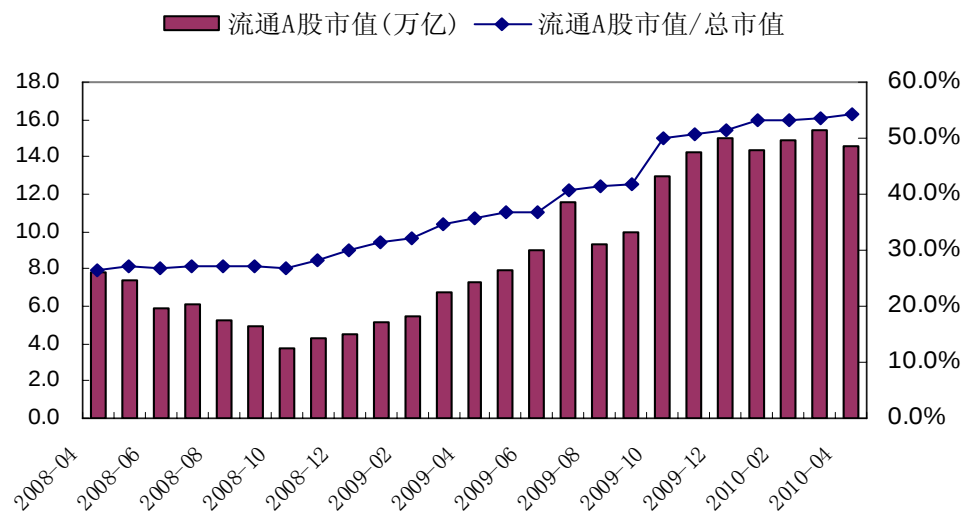
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 12 2009 年 4 月-2010 年 4 月 A 股月度换手率

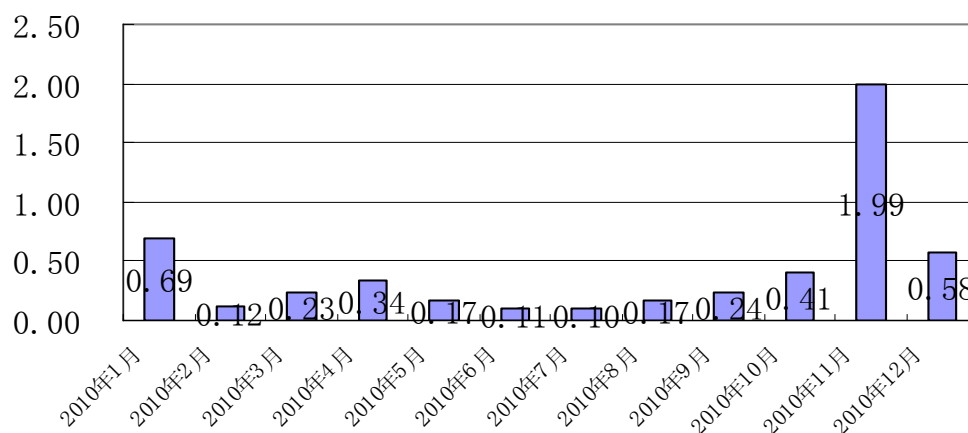


资料来源：Wind、中投证券研究所

图 13 2008 年 4 月-2010 年 4 月 A 股流通市值（按 2010 年 5 月 10 日市价计）



月度流通增量(万亿)



资料来源: Wind、中投证券研究所

2、预计经纪业务 2010 年股票日均交易额为 2058 亿元。

证券行业 1-4 月份月度换手率均值为 28.3%，此外，根据 5 月 11 日市场收盘价计，我们预计 A 股流通市值 5-12 月的月度均值为 15.87 万亿，综合相关因素，我们预计 2010 年 5-12 月份股票日均交易额为 2042 亿元。

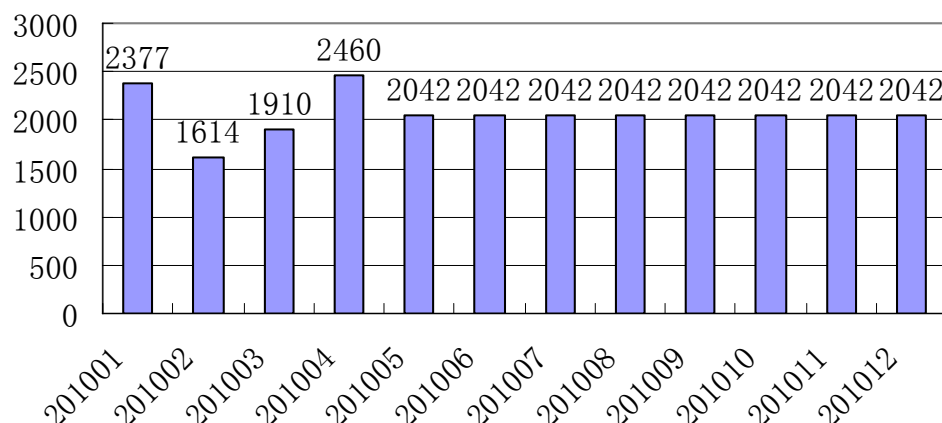
考虑到 2010 年 1-4 月份股票日均的实际情况，我们预计，2010 年全年股票日均交易额为 2058 亿元。

月度换手率	A 股 流 通 市 值						
	14.4	14.9	15.4	15.9	16.4	16.9	17.4
22.3%	1457	1507	1558	1609	1659	1710	1761
24.3%	1587	1643	1698	1753	1808	1864	1919
26.3%	1718	1778	1838	1897	1957	2017	2077
28.3%	1849	1913	1977	2042	2106	2170	2235
30.3%	1979	2048	2117	2186	2255	2324	2392
32.3%	2110	2183	2257	2330	2404	2477	2550
34.3%	2241	2319	2397	2474	2552	2630	2708

图 15 2010 年 1-12 月份股票交易额预测

单位: 亿元

股票日均交易额



3、市场趋势引领承销业务的发展方向，若市场趋势持续向下，股票承销的景气度存在下滑的风险，而债券承销的景气度将可望回升。

从今年 1-4 月份，券商承销业务的情况看，券商股票承销额和债券承销额“涨跌互现”，总体来看，我们认为股票承销的景气度较高，而债券承销则基本处于趋势性下滑之中。然而，根据我们的持续研究与观察，我们认为，市场趋势将引导承销业务的发展方向，若市场趋势持续向下，股票承销的景气度存在下滑的风险（这个我们可以从近期主板 IPO 暂停的传言中可以得到证实），而债券承销额却可能显著回升。

其背后的逻辑在于，当市场持续下跌到一定幅度时，出于“维稳”的需要，管理层将可能适时对发行节奏进行控制，并在必要时终止股票 IPO 发行，届时，企业的融资渠道将被迫向债券融资进行转移，此外，券商的承销力量亦将不得不再次向债券承销方面进行调整，如此，券商债券承销的景气度将可望回升。

根据今年 1-4 月份券商股票融资和债券融资的情况，我们预计，2010 年全年，券商可望实现股票融资额 6084 亿元，债券融资额 4932 亿元。

表 3 2006-2010 年 1 季度 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 1-4 月份	361	117	27	6	0	211
---------------	-----	-----	----	---	---	-----

资料来源: Wind、中投证券研究所

表 4 2006-2010 年 1 季度 券商承销金额

单位: 亿元

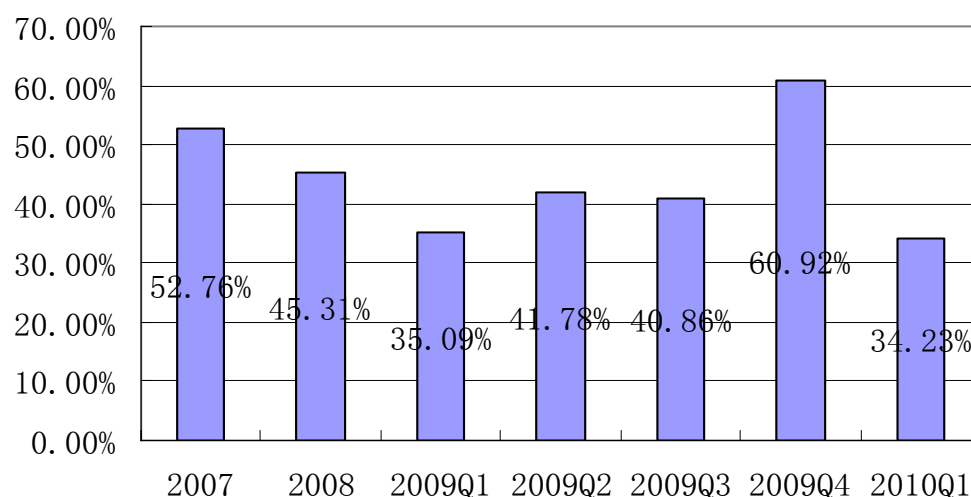
	总计	首发 IPO	增发	配股	可转债	债券发行
2006	4,347.41	1,642.56	903.29	4.32	142.87	1,654.37
2007	10,316.94	4,454.99	2,875.65	229.88	269.90	2,486.52
2008	7,758.12	1,040.05	1,373.21	139.50	710.05	4,495.31
2009	12,219	2,022	1,452	106	77	8,562
2010 年 1-4 月份	3,672.40	1,482.52	346.03	200.13	0.00	1,643.73

资料来源: Wind、中投证券研究所

4、券商自营业务规模减仓明显，预计 2 季度市场下行过程中的资产敞口风险，可部分得到规避。

根据 13 家已发布 2010 年 1 季报上市券商数据显示，截至 2010 年 1 季度止，13 家上市公司平均自营仓位 34.23%，相对于 2009 年 4 季末的 60.92%的仓位比例，2010 年 1 季度，券商自营仓位下降 26.69 个百分点，降幅 43.81%，券商自营仓位下滑趋势明显，预计 2 季度市场下行过程中的资产敞口风险，可部分得到规避。

图 16 2007-2010 年 1 季度 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 5 上市券商 2007-2010 年 1 季度（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	2010Q1
000562.SZ	宏源证券	22.02%	52.66%	52.52%	60.78%	57.29%	86.84%	29.65%

000686.SZ	东北证券	29.28%	6.44%	23.86%	38.39%	31.90%	75.98%	13.12%
000728.SZ	国元证券	64.13%	35.38%	10.19%	16.67%	13.82%	13.07%	15.96%
000776.SZ	广发证券	—	—	—	—	—	—	35.96%
000783.SZ	长江证券	67.86%	89.74%	91.14%	90.20%	111.85%	92.28%	60.13%
600030.SH	中信证券	30.38%	72.62%	50.38%	50.21%	44.32%	88.98%	81.60%
600109.SH	国金证券	169.86%	70.00%	26.70%	10.72%	25.01%	28.50%	109.31%
600369.SH	西南证券	—	—	24.75%	66.18%	48.42%	62.07%	32.49%
600837.SH	海通证券	16.98%	28.38%	24.46%	29.68%	36.37%	44.15%	22.50%
600999.SH	招商证券	40.96%	71.69%	—	53.37%	—	85.70%	20.74%
601099.SH	太平洋	35.78%	27.65%	11.80%	15.62%	18.99%	64.30%	0.11%
601688.SH	华泰证券	44.98%	36.41%	—	29.01%	34.90%	53.29%	10.73%
601788.SH	光大证券	58.19%	7.41%	—	40.55%	26.61%	35.85%	12.70%

资料来源：Wind、中投证券研究所

三、证券行业已踏上创新革命的征程，由于佣金率和管理费用率的恶化，预计 2010 年证券行业利润增长率的运行区间在-7.15%-1.4%之间

1、证券行业已踏上创新革命的征程。

2010 年 1 月 8 日证监会网站披露，国务院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，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 日全行业已有 6 家券商获得了融资融券的试点资格，相关业务已在今年的 3 月底和 4 月初正式展开；此外，股指期货也已于在 4 月 16 日正式推出，至此，证券行业已在 2 季度正式踏上创新革命的征程。

表 6 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、预计 2010 年股指期货将贡献行业净利润 39.83 亿，融资融券将贡献行业净利润 28.43 亿。

根据我们对 4 月 16 日-5 月 11 日股指期货实际日均交易额的统计看，截至 5 月 11 日止，股指期货日均实际交易额为 1443 亿元，股指期货交易量/股票交易量的比值为 67.84%，高于我们在年度报告的预期（我们当时预计股指期货推出的当年，股指期货交易量/股票交易量的比值为 60%）。

经测算，我们预计股指期货将在 2010 年上半年为行业带来 11.47 亿的利润增量。

表 7：2010 年证券行业股指期货业务盈利预测表

单位：亿元

股指期货交易佣金收入预测	2010E	备注
股票日均交易额（亿元）	2,085	1-4 月实际值+5-12 月份预测值
交易日	184	预测值
股指期货交易量	1443	4 月 16 日-5 月 11 日实际日均
股指期货交易量/股票交易量	69.21%	测算值
股指期货交易佣金率	0.015%	实际值
股指期货交易佣金收入（亿元）	79.65	测算值
营业利润率	65%	预测值
营业利润	51.77	测算值
净利润率	50%	预测值
净利润	39.83	测算值

资料来源：Wind、中投证券研究所

融资融券方面，截至 5 月 11 日止，目前证券行业共有 6 家券商获得融资融券的试点资格，相关券商分别为中信、海通、光大、广发、国信和国泰君安。预计第二批试点券商将有 5 家，分别为申银万国、东方、招商、华泰和银河，5 家券商为融资融券的第二梯队，其业务资格的获得时间预计在 5 月底，相关业务可望在 6 月初正式开展。此外，我们预计融资融券的第三梯队，为国元和长江，其业务资格获得时间预计为 8 月份，相关业务开展时间为今年的 9 月份。

目前融资融券第一批试点券商，已公布的融资规模为 370 亿元，我们初步预计，融资规模占比为 90%，融券规模占比为 10%；此外，根据目前试点券商公布的数据，融资利率为 7.86%，融券费率为 9.9%，依据上述假设，我们预计 2010 年上半年融资融券将为证券行业创造利润增量 6.16 亿元。

表 8：2010 年证券行业（第一批试点券商）融资融券业务盈利预测表 单位：亿元

项目	(单位：亿元)	中信证券	海通证券	光大证券	广发证券	国信证券	国泰君安
净资本		349	343.91	182.46	108.26	107.18	180.66
公布规模上限		120	80	50	50	30	40
融资融券/净资本比率		34.38%	23.26%	27.40%	46.19%	27.99%	22.14%
融资规模占比		90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
融资规模		108	72	45	45	27	36
融资利率		7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%
融资时间 4-12 月（年）		0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
融资收入		6.37	4.24	2.65	2.65	1.59	2.12
融券规模占比		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
融券规模		12.00	8.00	5.00	5.00	3.00	4.00
融券手续费率		9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
融券时间 4-12 月（年）		0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
融券收入		0.89	0.59	0.37	0.37	0.22	0.30
融资+融券 收入		7.26	4.84	3.02	3.02	1.81	2.42
所得税率		25%	25%	25%	25%	25%	25%
融资+融券 净利润		5.44	3.63	2.27	2.27	1.36	1.81
换手率		8	8	8	8	8	8
佣金率（行业均值）		0.1155%	0.1155%	0.1155%	0.1155%	0.1155%	0.1155%
佣金收入		1.11	0.74	0.46	0.46	0.28	0.37
佣金收入营业利润率		65%	65%	65%	65%	65%	65%
佣金收入营业利润		0.72	0.48	0.30	0.30	0.18	0.24
佣金收入净利润率		50%	50%	50%	50%	50%	50%
佣金收入净利润		0.55	0.37	0.23	0.23	0.14	0.18
融资+融券+佣金收入 净利润		6.00	4.00	2.50	2.50	1.50	2.00

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 9 2010 年证券行业（第二批试点券商）融资融券业务盈利预测表 单位：亿元

项目	申银万国	东方	招商	华泰	银河
净资本（亿元）	113.31	72.13	179.76	239.08	100.29
融资融券规模上限（亿元）	33.99	21.64	53.93	71.73	30.09
融资融券/净资本比率（已试点机构均值）	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
融资规模占比	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
融资规模（亿元）	31	19	49	65	27
融资利率	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%	7.86%
融资时间 6-12 月（年）	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58

融资收入	1.40	0.89	2.23	2.96	1.24
融券规模占比	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
融券规模（亿元）	3.40	2.16	5.39	7.17	3.01
融券手续费率	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
融券时间 6-12 月（年）	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
融券收入	0.20	0.12	0.31	0.41	0.17
融资+融券 收入	1.60	1.02	2.54	3.37	1.42
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%
融资+融券 净利润	1.20	0.76	1.90	2.53	1.06
换手率	8	8	8	8	8
佣金率（行业均值）	0.1155%	0.1155%	0.1155%	0.1155%	0.1155%
佣金收入	0.31	0.20	0.50	0.66	0.28
佣金收入营业利润率	65%	65%	65%	65%	65%
佣金收入营业利润	0.20	0.13	0.32	0.43	0.18
佣金收入净利润率	50%	50%	50%	50%	50%
佣金收入净利润	0.16	0.10	0.25	0.33	0.14
融资+融券+佣金收入 净利润	1.36	0.86	2.15	2.86	1.20

资料来源：Wind、中投证券研究所

表 10 2010 年证券行业（第三批试点券商）融资融券业务盈利预测表

单位：亿元

项目	国元	长江
净资本（亿元）	127.88	73.89
融资融券规模上限（亿元）	38.36	22.17
融资融券/净资本比率（已试点机构均值）	30.00%	30.00%
融资规模占比	90.00%	90.00%
融资规模（亿元）	35	20
融资利率	7.86%	7.86%
融资时间 9-12 月（年）	0.33	0.33
融资收入	0.90	0.52
融券规模占比	10.00%	10.00%
融券规模（亿元）	3.84	2.22
融券手续费率	9.90%	9.90%
融券时间 9-12 月（年）	0.33	0.33
融券收入	0.13	0.07
融资+融券 收入	1.03	0.60
所得税率	25%	25%
融资+融券 净利润	0.77	0.45
换手率	8	8
佣金率（行业均值）	0.1155%	0.1155%
佣金收入	0.35	0.20
佣金收入营业利润率	65%	65%
佣金收入营业利润	0.23	0.13
佣金收入净利润率	50%	50%

佣金收入净利润	0.18	0.10
融资+融券+佣金收入 净利润	0.95	0.55

资料来源：Wind、中投证券研究所

3、由于佣金率和管理费用率的恶化，尽管有创新业务的补充，2010 年证券行业也已经存在下滑的可能，利润增长率的运行区间在-9.29%--0.73%之间。

由于券商佣金率和管理费用率已经出现明显恶化的趋势，尽管 2010 年证券行业存在创新业务的强力补充，但由于券商佣金率的显著下滑和管理费用率的大幅上升对券商传统业务盈利的破坏程度已然超过创新业务的贡献，我们认为，2010 年证券行业已然存在下滑的可能，在股票日均交易额在 2000-2200 亿元的假设下，预计 2010 年证券行业利润增长率的运行区间在-9.29%--0.73%之间，整个行业能否实现正增长，将取决于券商佣金率是否止跌回升和管理费用率能够得到有效的控制。

表 11 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）

单位：亿元	2010E					备注
股票日均交易额	1850	1950	2050	2,150	2,250	实际值
股票/股基权的占比	94.50%	94.50%	94.50%	94.50%	94.50%	1-4 月份实际均值
股基权日均交易额	1,958	2,063	2,169	2,275	2,381	测算值
佣金率	0.1091%	0.1091%	0.1091%	0.1091%	0.1091%	上市公司 1 季度实际均值
上半年交易日	242	242	242	242	242	预测值
经纪业务收入	1034.04	1089.94	1145.83	1201.72	1257.62	测算值
经纪业务收入占比	57.93%	57.93%	57.93%	57.93%	57.93%	上市公司 1 季度实际均值
营业收入	1785	1882	1978	2075	2171	测算值
自营业务收入占比	12.27%	12.27%	12.27%	12.27%	12.27%	上市公司 1 季度实际均值
自营业务收入	219.04	230.88	242.71	254.55	266.39	测算值
承销业务收入占比	10.28%	10.28%	10.28%	10.28%	10.28%	上市公司 1 季度实际均值
承销业务收入	183.46	193.38	203.30	213.21	223.13	
（营业收入-自营）/营业支出	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	上市公司 1 季度实际均值
管理费用率	40.46%	40.46%	40.46%	40.46%	40.46%	上市公司 1 季度实际均值
营业支出	801	844	887	931	974	测算值
利润总额	984	1037	1091	1144	1197	测算值
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	实际值
现有业务净利润	738.19	778.09	817.99	857.90	897.80	测算值
股指期货净利润	39.83	39.83	39.83	39.83	39.83	测算值

融资融券净利润	28.43	28.43	28.43	28.43	28.43	测算值
现有+股指期货+融资融券 净利润	806.45	846.35	886.25	926.16	966.06	测算值
2009 年行业净利润	933	933	933	933	933	实际值
2010 年行业成长率	-13.56%	-9.29%	-5.01%	-0.73%	3.54%	测算值

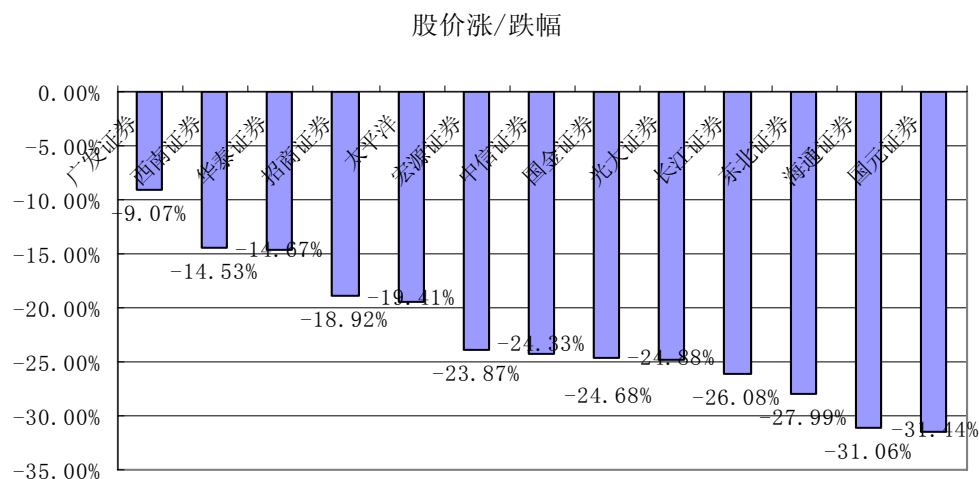
资料来源：Wind、中投证券研究所

四、上半年券商股跌幅显著，主要原因在于市场调整时投资者对券商盈利表现趋于悲观所导致。

1、券商股今年以来录得较大跌幅。

截至 2010 年 5 月 5 日，资本市场在整体下跌 12.82% 的情况下，券商股平均整体录得 22.38% 的跌幅，其中，跌幅最小的为广发证券，跌幅为 9.07%；跌幅最大的为国元证券，跌幅达到 31.44%，今年上半年，券商股跌幅显著。

图 17 2010 年 1 月 1 日-2010 年 5 月 5 日券商股涨跌幅

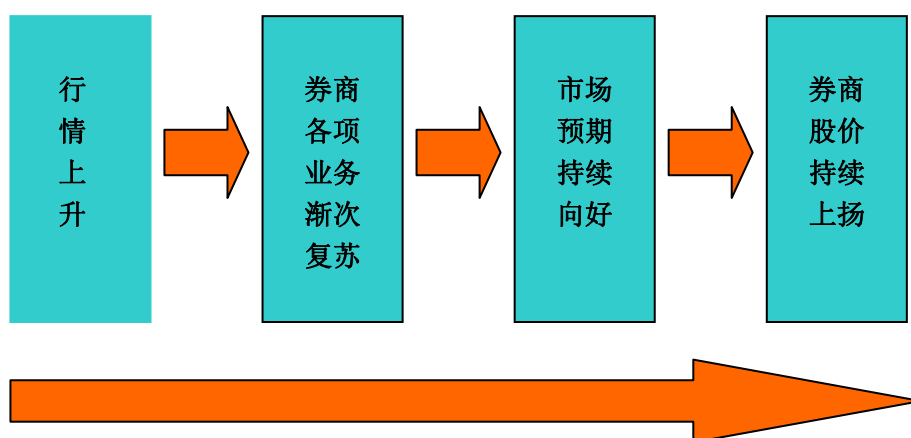


资料来源：Wind、中投证券研究所

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。

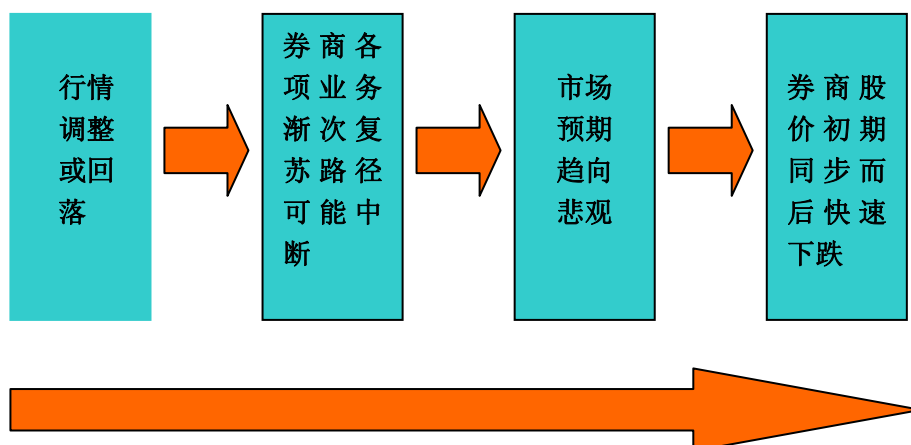
我们认为，券商股作为高贝塔投资标的对资本市场是具有高度依赖性的，根据我们的券商股价传导模型，我们可以清晰地看到，当资本市场出现滞涨和调整时，投资者将出现对券商盈利预期发生悲观的情况，如此，其股价上升的传导路径将会中断，而股价下跌的传导路径将会发生作用，这将导致券商股价在初期与市场同步，随后出现超越大盘的加速下跌现象，目前券商股股价表现充分体现了券商股价传导模型的基本运行规律。

图 18 券商股价上升的传导路径



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 19 券商股价下跌的传导路径



资料来源：Wind、中投证券研究所

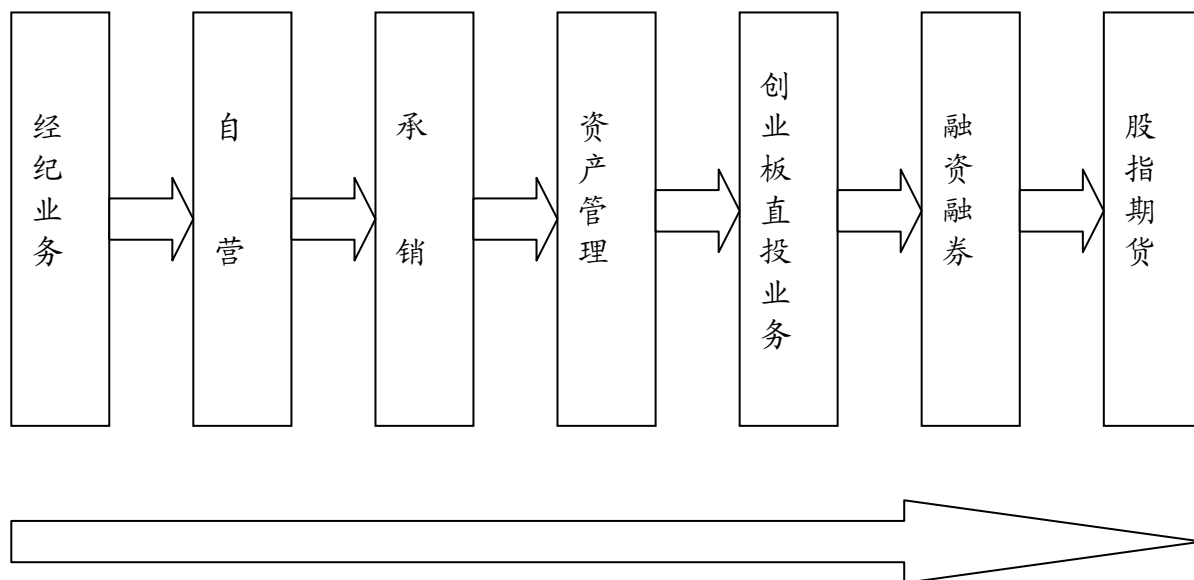
五、2010年下半年券商股投资策略选择：把握脉动，适时出击。

1、券商股投资机会的彻底丧失系以市场趋势性下跌拐点为标志，否则，券商股投资机会将继续存在。

根据我们的券商股股价传导模型的展示，我们认为，市场预期是否能够转变为现实，系以市场趋势性下跌拐点为标志的，若拐点未现，行业复苏路径将会继续持续，市场预期将不会转变为现实，如此，券商股的投资机会将继续存在。从目前的情况看，市场趋势性下跌拐点是否来临，市场各界尚未达成统一和共识，因此，我们认为，券商股投资机会目前仍存。

我们认为，证券行业目前出现的景气度下滑情况，系由于市场下滑过程中，收入项和成本项数据出现恶化所导致，然而，根据我们的持续观察和研究，我们认为，相关情况将可望在市场趋势得到恢复时迅速得到缓解，行业年内小幅下滑的情况，在年内存在被扭转的可能。

图 20 证券行业复苏路径



资料来源：Wind、中投证券研究所

2、市场处于下跌过程时需要积极回避券商股。

根据我们的券商股股价传导模型，由于当市场滞涨和出现调整时股价上升的传导路径会发生中断，券商股价下跌的传导路径将会发生作用，因此，相关情况将导致券

商股的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。因而，市场处于下跌过程时需要积极回避券商股。

3、市场下跌企稳并呈现上升的趋势时是介入券商股的良机！

基于同样的逻辑，我们认为，当市场下跌企稳并呈现上升的趋势时，券商股价上升路径将重新得到恢复，券商股价亦将随着券商业绩的再次向好，再次超越大盘，此时为介入券商股的良机！。

六、投资建议：关注估值和创新

根据我们前面的分析，鉴于券商佣金率和管理费用率恶化情况明显，尽管有创新业务的补充，根据我们的测算，我们认为，2010 年证券行业也已经存在下滑的可能，我们下调行业评级至“中性”。此外，我们认为，券商股投资机会的彻底丧失系以市场趋势性下跌拐点为标志，否则，券商股投资机会将继续存在。目前证券行业景气度下滑，主要系由于市场下滑过程中，券商传统业务的收入项和成本项数据出现急剧恶化所导致，然而，根据我们的持续观察和研究，相关情况可望在市场趋势得到恢复时得到迅速缓解，行业年内的小幅下滑情况，在年内存在被扭转的可能。个股方面，我们建议重点关注，估值相对便宜安全边际较高，同时创新业务受益程度较大的大型券商，如：华泰、光大以及海通。

推荐理由在于，大型券商资本实力雄厚、业务链条布局完整，盈利增长点贯穿行业复苏路径的始终，在当下资本市场处于下行的过程中，大型券商盈利波动相对较小，防御性以及对抗周期的能力都要显著强于中小券商，此外，2010 年是证券行业的创新革命年，融资融券和股指期货本身就是券商股股价的重要刺激因素。

表 12 上市券商目前股价对应的估值水平（截至 2010 年 5 月 13 日）（单位：亿元/股）

大型券商	收盘价	总股本	2010		2011	
			EPS	P/E	EPS	P/E
600030.SH 中信证券	21.61	66.30	1.31	16.52	1.47	14.70
000776.SZ 广发证券	34.91	25.07	1.87	18.62	2.17	16.06
601688.SH 华泰证券	16.54	56.00	0.89	18.68	0.91	18.14
601788.SH 光大证券	18.04	34.18	0.95	18.96	1.07	16.90
600837.SH 海通证券	11.93	82.28	0.62	19.19	0.62	19.22
600999.SH 招商证券	22.29	35.85	1.10	20.19	1.17	19.05
中小券商	收盘价	总股本	2010		2011	

				EPS	P/E	EPS	P/E
000783.SZ	长江证券	12.92	21.71	0.78	16.51	0.79	16.36
000686.SZ	东北证券	23.82	6.39	1.42	16.77	1.53	15.53
000562.SZ	宏源证券	16.48	14.61	0.82	20.11	0.87	18.93
000728.SZ	国元证券	14.04	19.64	0.59	23.77	0.70	20.12
600109.SH	国金证券	16.68	10.00	0.52	31.86	0.56	30.04
600369.SH	西南证券	15.09	19.04	0.43	34.88	0.49	31.11
601099.SH	太平洋	13.7	15.03	0.28	49.19	0.28	48.31

资料来源: Wind、中投证券研究所

表 13 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