

证券 II

王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

陈剑涛 (研究员)

执业证书编号: S0960109064007

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

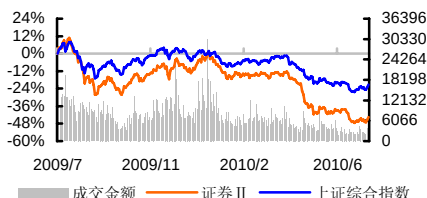
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	13
总市值 (亿元)	5939
占 A 股比例 (%)	1.29%
平均市盈率 (倍)	-543.15

行业表现

(%)	1M	3M	6M
证券 II	-5.34	-31.54	-38.73
上证综合指数	0.62	-15.13	-19.77



相关报告

《证券行业 2010 年中期投资策略-创新业务的贡献或不能覆盖传统业务的下滑》

《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

2010 年 7 月份证券 II 行业月报

中性

在艰难岁月中踟蹰前行

投资要点:

- **传统业务经营数据方面:** 6 月份, 券商经纪业务核心指标随着资本市场的下行持续恶化, 其中, 股基权债成交额同比下滑 40%; 日均股基权债成交额同比下滑 30%, 股票日均交易额同比下滑 36.5%, 环比下降 18.83%; 承销业务方面, 按照我们预期, 券商股票承销业务景气度持续上升, 债券承销业务景气度继续下滑, 其中, 6 月份共实现各类股票承销额 973 亿元, 同比上升 484.51%, 券商股票承销情况符合我们之前的预期, 并继续维持在高景气度水平。债券承销方面, 6 月份共发行企业债 17 笔, 实现融资金额 170 亿元, 承销金额按照我们预期继续下滑; 资产管理业务方面, 6 月份进入推广期的券商集合理财产品共 4 单, 目标规模 85 亿, 预计实际募集金额将为 23 亿元。
- **创新业务经营数据方面:** 6 月份股指期货成交总额为 4.49 万亿, 与 5 月份 4.71 万亿相比, 环比下滑 4.75%; 日均交易额方面, 6 月份股指期货日均交易额为 2361 亿元, 与 5 月份 2355 亿, 环比轻微上升 0.26%; 根据 4 月 16 日-6 月 30 日股指期货实际日均交易额的统计看, 截至 6 月 30 日止, 股指期货日均实际交易额为 2114 亿元, 股指期货交易量/股票交易量的比值为 112.08%, 显著高于我们在半年度策略的预期, 股指期货表现开始持续上演超预期; 融资融券方面, 由于资本市场低迷, 融资融券规模继续低位运行。截至 6 月底止, 券商融资融券余额 14.98 亿元, 相对于 5 月份 10.42 亿, 环比上升 43.71%, 但就绝对值来看, 整体规模依然偏低, 大概占第一批试点券商可用规模的 4.05%, 资本市场的低迷, 严重制约了券商融资融券规模的持续扩大。
- **投资建议: 在艰难岁月中踟蹰前行。**
- 6 月份, 资本市场在低位进行一段时间盘整后, 开始出现破位下行, 在全月市场跌幅-7.48%的情况下, 证券行业整体录得-6.99%的跌幅, 行业整体股价表现略好于市场。券商股今年以来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。然而, 根据我们中期策略观点, 我们认为, 市场对券商股业绩的悲观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, 证券行业的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。
- 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。在当下资本市场持续下滑的过程中, 证券行业危与机并存, 行业目前将在艰难岁月中踟蹰前行。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、行业动态	3
1、融资融券试点券商增至 11 家 投资者融资首选金融股。	3
二、传统业务经营数据分析	3
1、经纪业务核心业务指标随着资本市场的下行持续恶化。	3
2、按照我们的预期，6 月份券商股票承销业务景气度持续上升，债券承销业务景气度持续下滑。	6
3、资产管理：6 月份进入推广期的券商集合理财产品共 4 单，目标规模 85 亿，预计实际募集金额将为 23 亿元。	10
三、创新业务经营数据分析	11
1、股指期货持续上演超预期。	11
2、融资融券：由于资本市场低迷，融资融券规模继续低位运行。	12
四、本月行情表现及未来投资机会	13
1、行情表现：6 月份行业整体股价表现略好于市场。	13
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。	14
3、市场趋势性下跌拐点未现，券商股投资机会将继续存在。	15
4、后市展望：在艰难岁月中踟蹰前行。	15

一、行业动态

1、融资融券试点券商增至 11 家 投资者融资首选金融股。

继申银万国、东方证券、招商证券、华泰证券、银河证券等五家券商于 6 月 8 日正式获得证监会批复, 获准开展融资融券试点业务以来, 融资融券试点券商已增至 11 家。有统计显示, 第二批 5 家券商预计用于融资融券业务的资金总量约在 250 亿元左右, 连同首批 6 家试点券商 340 亿元的额度, 11 家券商融资融券业务资金规模将可达到 590 亿元。

根据上证报资讯统计明细显示, 两融市场新投资者的进场使日融资额超千万的个股迅速增多, 而估值处于低位的金融类标的证券成为其融资建仓的首选对象。

(摘自: 2010 年 07 月 8 日 金融网)

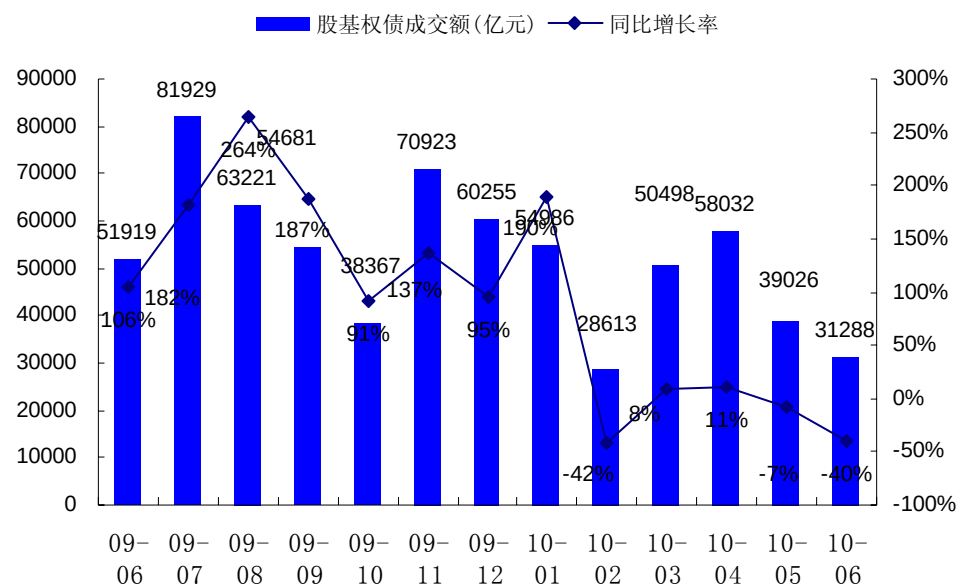
二、传统业务经营数据分析

1、经纪业务核心业务指标随着资本市场的下行持续恶化。

2010 年 6 月份证券行业共实现股基权债成交额 3.13 万亿, 同比下滑 40%; 实现日均股基权债成交额 1647 亿元, 同比下滑 30%, 成交总额和日均交易额同比降幅显著。主要原因系由于 6 月份资本市场持续在下降通道运行, 导致经纪业务相关成交总额和日均交易额继续恶化。

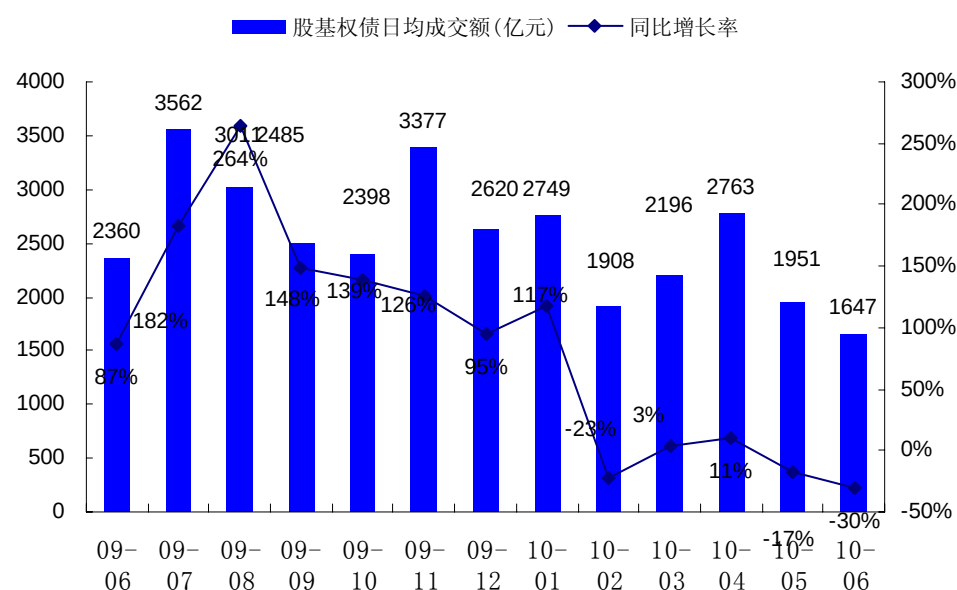
2010 年 1-6 月份证券行业共实现股基权债成交额 26.24 万亿, 比 2009 年同期 26.18 万亿, 轻微增长 0.24%, 考虑到证券行业所赖以生存的市场环境已出现明显恶化, 我们认为, 2010 年证券行业经纪业务将开始在艰难岁月中踟躅前行。

图 1 2009 年 6 月-2010 年 6 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

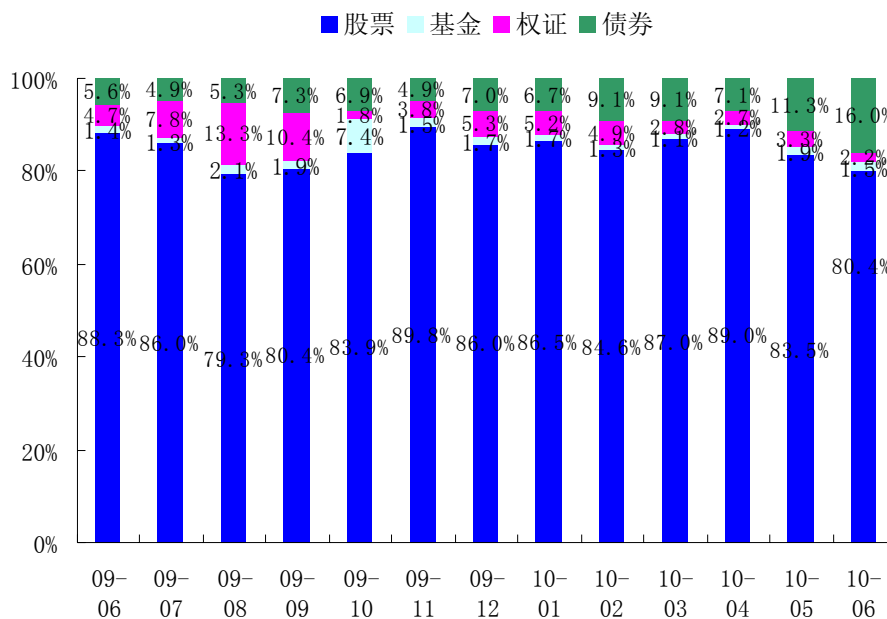
图 2 2009 年 6 月-2010 年 6 月股基权债日均成交额



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

从券商经纪业务交易类别结构看, 6 月份券商股票交易额在股基权债中的占比出现明显下滑, 录得数据为 80.4%, 下滑 3.1 个百分点, 降幅 3.71%; 而债券交易额在股基权债中的占比出现明显上升, 录得数据为 16%, 上升 4.7 个百分点, 升幅 41.59%; 权证和基金方面的占比情况相对平稳, 整体看, 6 月份经纪业务的高价值业务比重出现下降, 而相对低价值业务比重出现上升, 相关数据的变化将可能进一步恶化经纪业务佣金率的运行走势。

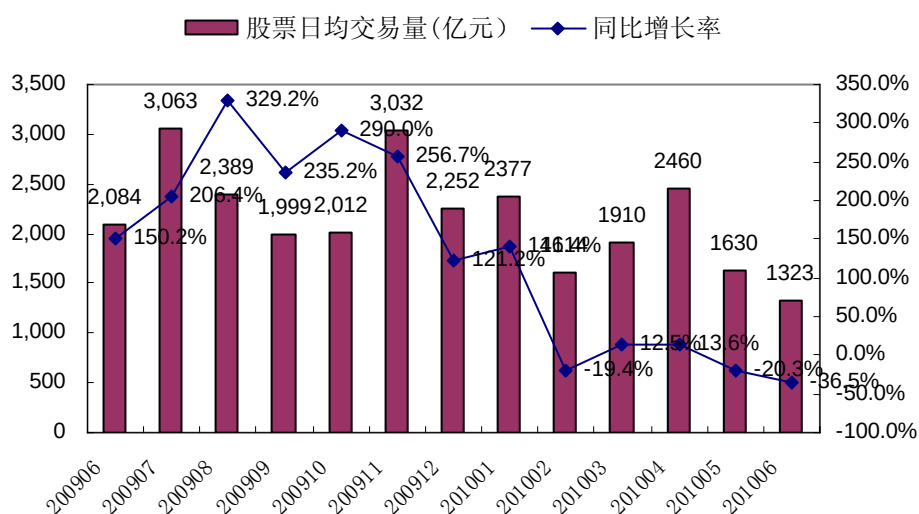
图 3 2009 年 6 月-2010 年 6 月经纪交易额类别结构



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，6 月份录得数据为 1323 亿元，股票日均交易额同比下滑 36.5%，环比下降 18.83%，下滑幅度超出我们之前的预期，下滑原因与股基权债成交总额和日均交易额的情况相同，由于资本市场持续下行，导致股票日均交易额持续恶化。

图 4 2009 年 6 月-2010 年 6 月股票日均成交额



资料来源：Wind、中投证券研究所

重点关注券商方面:

6 月份各券商经纪业务市场份额总体相对平稳, 仅中国银河、申银万国和招商证券分别出现了-0.59%、-0.52%和-0.35%的显著下滑。从 2010 年 1-6 月份的整体情况看, 中国银河、中国建银、国泰君安和招商证券的市场份额下滑最为明显, 分别下滑 0.85%, 0.58%, 0.51%和 0.37%; 而华泰、联合和中信建投市场份额则分别上升 0.42%、0.38%、0.23%。

表 1 重点关注券商经纪业务市场份额

会员	08 年		09 年		10 年 1-6 月		月度变化	年度变化
	份额	排名	份额	排名	份额	排名	份额	份额
国泰君安	7.18%	1	5.80%	1	5.29%	1	0.03%	-0.51%
中国银河	6.31%	2	5.62%	2	4.77%	2	-0.59%	-0.85%
申银万国	3.96%	7	4.20%	5	4.15%	5	-0.52%	-0.05%
国信证券	4.22%	5	4.49%	3	4.36%	4	-0.04%	-0.13%
海通证券	4.60%	3	4.27%	4	4.37%	3	-0.02%	0.10%
招商证券	3.98%	6	4.02%	6	3.65%	8	-0.35%	-0.37%
华泰证券	4.32%	4	3.27%	8	3.69%	7	-0.02%	0.42%
中国建银	3.37%	9	2.87%	11	2.29%	13	-0.23%	-0.58%
广发证券	3.61%	8	3.76%	7	3.81%	6	-0.02%	0.05%
中信建投	3.35%	10	3.22%	9	3.45%	9	0.01%	0.23%
光大证券	3.05%	11	3.20%	10	3.01%	10	-0.03%	-0.19%
中信证券	2.79%	12	2.46%	14	2.55%	12	0.05%	0.09%
联合证券	2.22%	14	1.59%	18	1.97%	16	0.00%	0.38%
长江证券	1.46%	19	1.57%	19	1.78%	17	0.02%	0.21%
宏源证券	1.02%	23	1.29%	23	1.26%	24	-0.02%	-0.02%
中信金通	1.28%	20	1.52%	20	1.74%	18	0.01%	0.22%
国元证券	0.88%	29	1.15%	24	1.20%	26	0.00%	0.04%
中信万通	0.70%	33	0.70%	39	0.69%	43	0.00%	-0.02%
东北证券	0.64%	36	0.71%	38	0.71%	41	-0.01%	0.00%
国金证券	0.58%	40	0.68%	42	0.78%	38	0.01%	0.10%
广发华福	0.71%	32	0.69%	41	0.70%	42	0.00%	0.01%
太平洋证	0.22%	78	0.28%	71	0.24%	75	-0.02%	-0.04%
西南证券	0.54%	44	0.61%	47	0.63%	45	-0.06%	0.02%
兴业证券			1.41%	21	1.34%	23	-0.16%	-0.07%

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

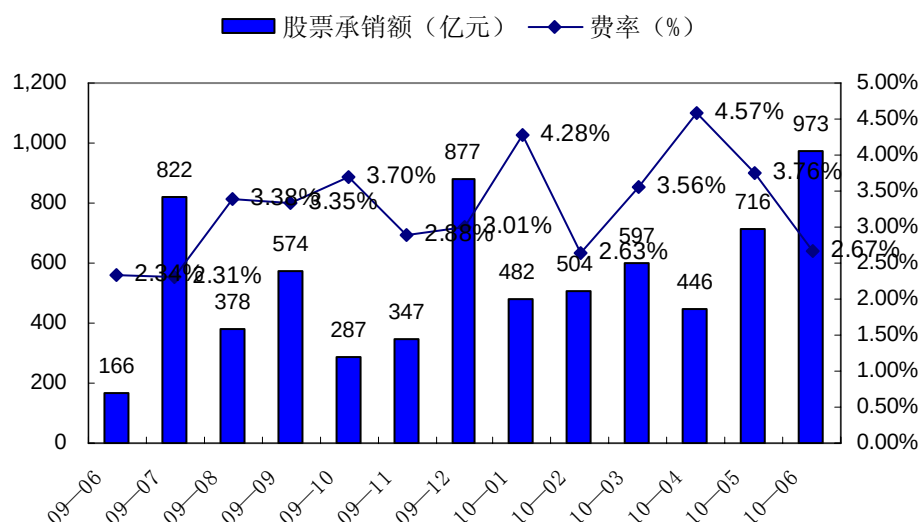
2、按照我们的预期, 6 月份券商股票承销业务景气度持续上升, 债券承销业务景气度持续下滑。

2010 年 6 月份资本市场共实现各类股票承销额 973 亿元, 同比上升 484.51%, 券商

股票承销情况符合我们之前的预期，并继续维持在高景气度水平，运行态势非常好。

承销费率方面，2010年6月份录得数据为2.67%，相对于4月份4.57%的高点，下滑趋势明显，但依然位于2%-3%的正常费率的中上水平。其下滑的主要原因，在于6月份交通银行实施171.25亿的配股，而承销费率仅为0.73%，大规模的配股和较低的承销费率显著拉低了当月券商承销费率的总体水平。

图5 2009年6月-2010年6月股票承销额及费率



资料来源：Wind、中投证券研究所

表2 2010年6月IPO发行明细

单位：亿元

代码	名称	上市板	实际 募资	发行 用	承销费率	主承销商	网上发行日 期	Wind 行业
300094.SZ	国联水产	创业板	11.50	0.67	5.85%	平安证券有限责任公司	2010-6-28	Wind 食品、饮料与烟草
300093.SZ	金刚玻璃	创业板	4.86	0.30	6.15%	中国民族证券	2010-6-28	Wind 材料II
300092.SZ	科新机电	创业板	3.68	0.29	7.80%	东北证券股份有限公司	2010-6-28	Wind 资本货物
300091.SZ	金通灵	创业板	5.92	0.43	7.19%	平安证券有限责任公司	2010-6-11	Wind 资本货物
300089.SZ	长城集团	创业板	5.13	0.52	10.05%	广发证券股份有限公司	2010-6-11	Wind 耐用消费品与服装
300090.SZ	盛运股份	创业板	5.44	0.31	5.77%	太平洋证券	2010-6-11	Wind 资本货物
002440.SZ	闰土股份	中小企板	23.03	1.61	6.98%	海通证券股份有限公司	2010-6-23	Wind 材料II
002443.SZ	金洲管道	中小企板	7.37	0.30	4.10%	安信证券股份有限公司	2010-6-23	Wind 材料II
002442.SZ	龙星化工	中小企板	6.25	0.43	6.88%	国信证券股份有限公司	2010-6-23	Wind 材料II
002441.SZ	众业达	中小企板	11.57	0.62	5.32%	中信证券股份有限公司	2010-6-23	Wind 资本货物
002439.SZ	启明星辰	中小企板	6.25	0.36	5.76%	中德证券有限责任公司	2010-6-7	Wind 软件与服务
002438.SZ	江苏神通	中小企板	5.72	0.39	6.86%	华泰证券股份有限公司	2010-6-7	Wind 资本货物
002437.SZ	誉衡药业	中小企板	17.50	0.81	4.66%	国信证券股份有限公司	2010-6-7	Wind 制药、生物科技
002396.SZ	星网锐捷	中小企板	10.21	0.36	3.49%	广发证券股份有限公司	2010-6-7	Wind 技术硬件与设备
002435.SZ	长江润发	中小企板	5.12	0.55	10.67%	国海证券有限责任公司	2010-6-2	Wind 资本货物
002434.SZ	万里扬	中小企板	12.75	0.65	5.08%	国信证券股份有限公司	2010-6-2	Wind 汽车与汽车零部件

002436.SZ	兴森科技	中小企业板	10.19	0.53	5.18%	华泰联合证券	2010-6-2	Wind 技术硬件与设备
002433.SZ	皮宝制药	中小企业板	7.46	0.64	8.62%	广发证券股份有限公司	2010-6-2	Wind 制药、生物科技
601000.SH	唐山港	主板	16.40	0.49	2.98%	申银万国证券	2010-6-18	Wind 运输
002444.SZ	巨星科技	中小企业板	18.42			第一创业证券	2010-6-30	
002447.SZ	壹桥苗业	中小企业板	4.93			平安证券有限责任公司	2010-6-30	
002445.SZ	中南重工	中小企业板	5.83			国信证券股份有限公司	2010-6-30	
002446.SZ	盛路通信	中小企业板	4.63			西部证券股份有限公司	2010-6-30	

资料来源: Wind、中投证券研究所

表 3 2010 年 6 月 增发、配股承销明细

单位: 亿元

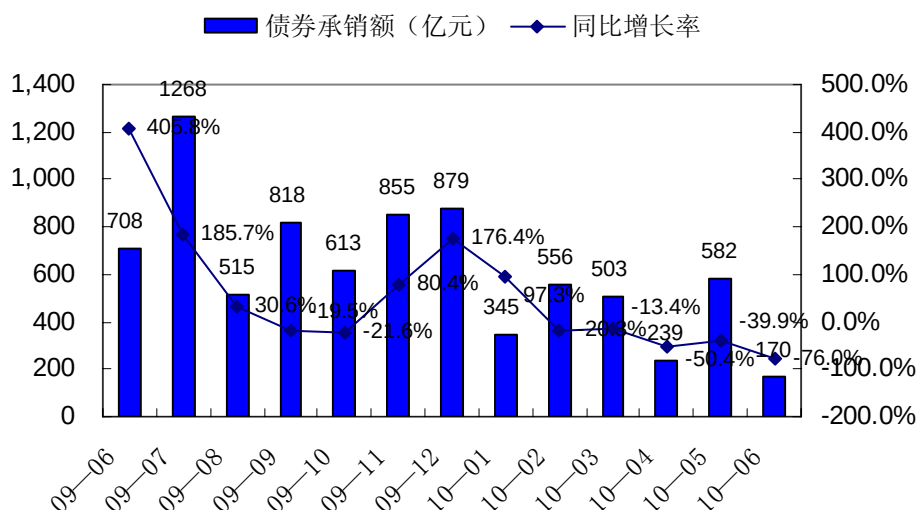
代码	名称	发行方式	募资合计 (亿元)	发行费用 (亿元)	费率	主承销商	发行日期	Wind 行业
600795.SH	国电电力	定向	49.69	0.08	0.16%	中国国际金融公司	2010-6-29	Wind 公用事业 II
000001.SZ	深发展 A	定向	69.31	0.24	0.34%	中信证券, 海通证券	2010-6-29	Wind 银行
600122.SH	宏图高科	定向	14.13	0.32	2.25%	西南证券	2010-6-17	Wind 零售业
000906.SZ	南方建材	定向	5.46	0.14	2.48%	国泰君安证券	2010-6-21	Wind 资本货物
600432.SH	吉恩镍业	定向	7.75	0.20	2.61%	安信证券	2010-6-30	Wind 材料 II
600116.SH	三峡水利	定向	4.00	0.13	3.25%	中信建投证券	2010-6-29	Wind 公用事业 II
600551.SH	时代出版	定向	5.18	0.17	3.30%	平安证券	2010-6-25	Wind 媒体 II
002070.SZ	众和股份	定向	4.33	0.15	3.51%	兴业证券	2010-6-10	Wind 耐用消费品与服装
002010.SZ	传化股份	定向	5.23	0.19	3.73%	华泰联合证券	2010-6-29	Wind 材料 II
000997.SZ	新大陆	定向	4.34	0.17	3.92%	华泰联合证券	2010-6-22	Wind 软件与服务
002228.SZ	合兴包装	定向	3.43	0.18	5.31%	平安证券	2010-6-29	Wind 材料 II
600252.SH	中恒集团	定向	3.82	0.22	5.81%	万联证券	2010-6-10	Wind 制药、生物科技
002089.SZ	新海宜	定向	3.20	0.19	6.04%	平安证券	2010-6-11	Wind 技术硬件与设备
002223.SZ	鱼跃医疗	定向	2.68	0.17	6.44%	平安证券	2010-6-17	Wind 医疗保健设备与服务
002132.SZ	恒星科技	定向	2.53	0.16	6.47%	海通证券	2010-6-18	Wind 材料 II
600298.SH	安琪酵母	定向	6.47				2010-6-29	Wind 食品、饮料与烟草
002111.SZ	威海广泰	定向	0.57				2010-6-22	Wind 资本货物
001896.SZ	*ST 豫能	定向	8.51				2010-6-21	Wind 公用事业 II
600170.SH	上海建工	定向	46.86				2010-6-2	Wind 耐用消费品与服装
000801.SZ	四川湖山	定向	4.98				2010-6-2	Wind 耐用消费品与服装
601328.SH	交通银行	配股	171.2514	1.25	0.73%	瑞银证券, 海通证券, 中国国际金融, 瑞信 方正证券		Wind 银行

资料来源: Wind、中投证券研究所

债券承销方面, 6 月份共发行企业债 17 笔, 实现融资金额 170 亿元, 承销金额按照我们的预期继续下滑。根据我们中期策略的观点, 我们认为, 券商股票承销额和债券承销额“涨跌互现”的运行态势, 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较大程度的提高, 相关情况将导致企业发债融资需求出现下滑。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 6 2009 年 6 月-2010 年 6 月债券承销额



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 4 2010 年 6 月债券承销明细

机构名称	承销家数	承销金额 (亿元)	市场份额
国海证券有限责任公司	1	2.67	1.57%
南京证券有限责任公司	1	2.67	1.57%
东莞证券有限责任公司	1	2.67	1.57%
国泰君安证券股份有限公司	1	4.33	2.55%
渤海证券股份有限公司	1	4.33	2.55%
华融证券股份有限公司	1	4.33	2.55%
长江证券承销保荐有限公司	1	5.00	2.94%
中信建投证券有限责任公司	1	6.00	3.53%
中国银河证券股份有限公司	1	6.25	3.68%
宏源证券股份有限公司	1	6.25	3.68%
中国建银投资证券有限责任公司	1	10.00	5.88%
广发证券股份有限公司	2	16.25	9.56%
齐鲁证券有限公司	1	20.00	11.76%
中信证券股份有限公司	2	21.25	12.50%
海通证券股份有限公司	1	58.00	34.12%

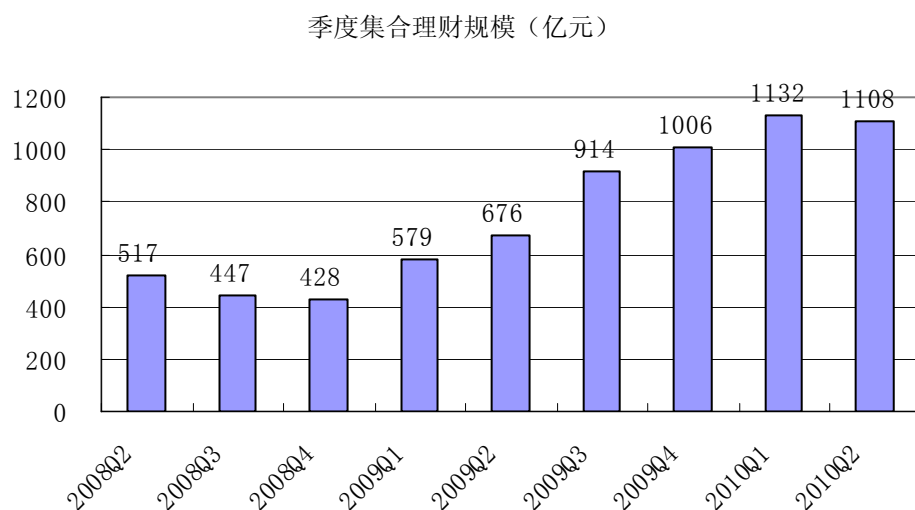
资料来源：Wind、中投证券研究所

3、资产管理：6 月份进入推广期的券商集合理财产品共 4 单，目标规模 85 亿，预计实际募集金额将为 23 亿元。

6 月份进入推广期的券商集合理财产品共 4 单，目标规模 85 亿，根据 2010 年 1-5 月份券商集合理财产品发行的目标达成率仅为 27.5% 的实际情况看，预计实际募集金额将为 23 亿元。

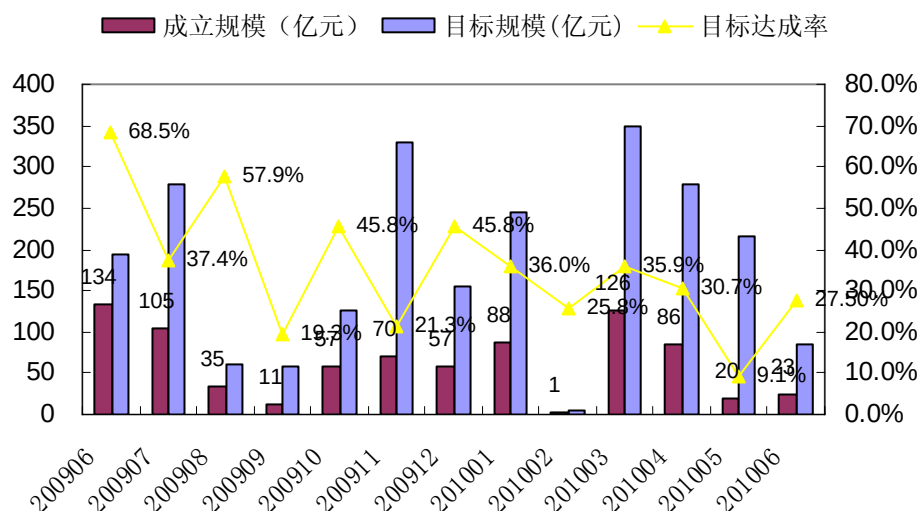
2010 年 1-6 月份券商共发行集合理财产品 41 只，新增集合理财规模 373.1 亿元，同比增长 57.54%，截至 2010 年 6 月底止，券商集合理财产品规模 1108 亿元，相对于 1 季度 1132 亿元，总量出现下滑，我们认为，下滑的主要原因在于，资本市场处于下降通道时，券商集合理财产品存量资产净值缩水所致。

图 7 2008Q2-2010Q2 券商集合理财规模



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 8 2009 年 6 月-2010 年 6 月 券商理财产品发行情况



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 5 2010 年 6 月份券商集合理财产品发行规模

产品代码	产品简称	管理人	托管人	投资类型	推广起始日	管理费率 (%)	目标规模 (亿元)
J10041.0F	金惠 1 号	浙商证券	中国光大银行	平衡混合型基金	2010-6-7	1.20	10.00
J10038.0F	东方红先锋 3 号	东方证券	中国银行	平衡混合型基金	2010-6-18	1.30	5.00
J10023.0F	宏源金之宝	宏源证券	中国建设银行	平衡混合型基金	2010-6-28	1.20	60.00
J10043.0F	锦诚 1 号	华西证券	深圳发展银行	平衡混合型基金	2010-6-28		10.00

资料来源：Wind、中投证券研究所

三、创新业务经营数据分析

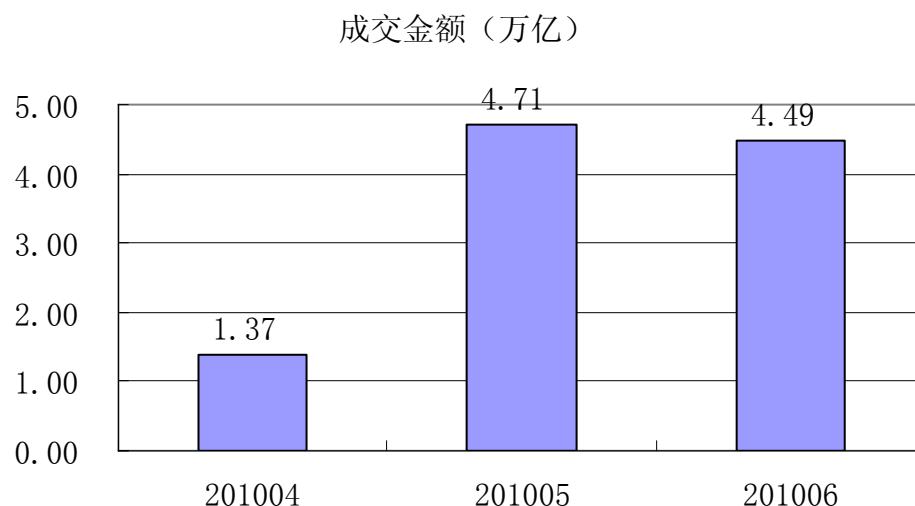
1、股指期货持续上演超预期。

6 月份股指期货成交总额为 4.49 万亿，与 5 月份 4.71 万亿相比，环比下滑 4.75%；日均交易额方面，6 月份股指期货日均交易额为 2361 亿元，与 5 月份 2355 亿，环比轻微上升 0.26%；

根据 4 月 16 日-6 月 30 日股指期货实际日均交易额的统计看,截至 6 月 30 日止,股指期货日均实际交易额为 2114 亿元,股指期货交易量/股票交易量的比值为 112.08%,显著高于我们在半年度策略的预期(我们当时预计 2010 年股指期货交易量/股票交易量的比值为 67.84%),股指期货表现开始持续上演超预期,

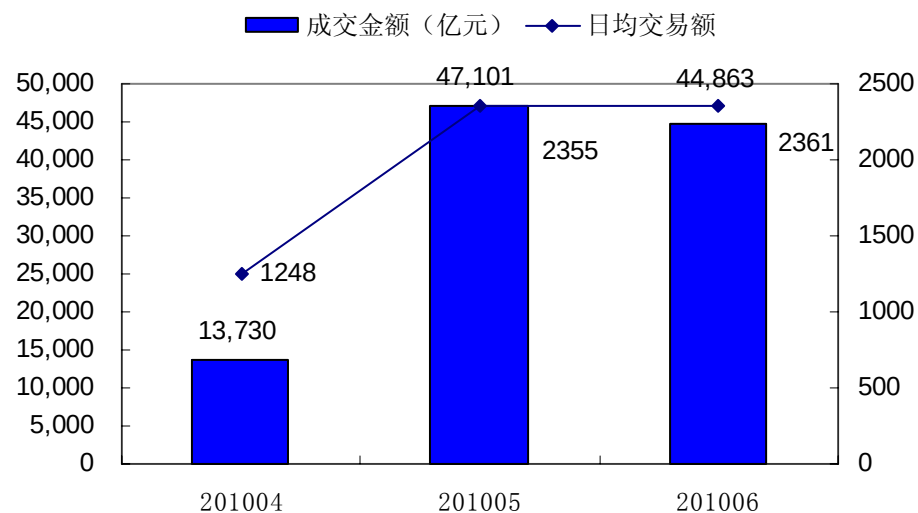
图 9 股指期货成交金额

单位: 万亿



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 10 股指期货日均交易额分布



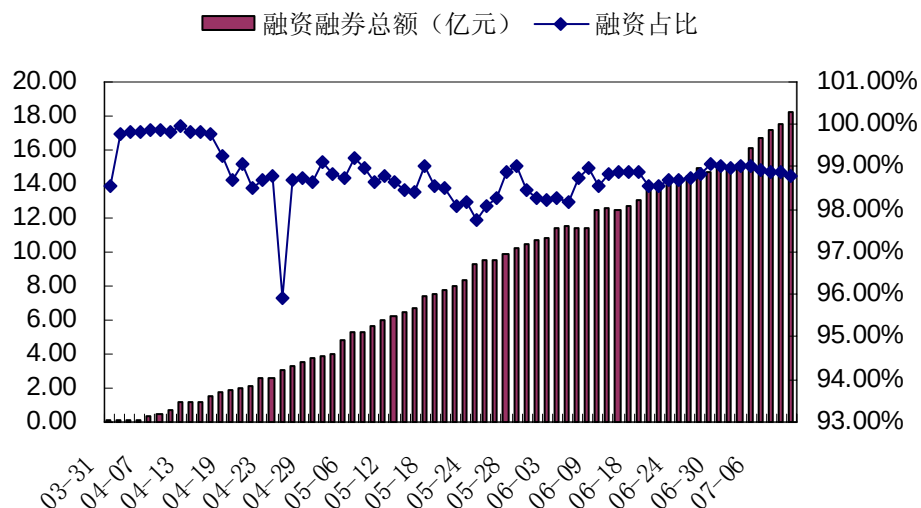
资料来源: Wind、中投证券研究所

2、融资融券: 由于资本市场低迷, 融资融券规模继续低位运行。

截至 6 月底止, 券商融资融券余额 14.98 亿元, 相对于 5 月份 10.42 亿, 环比上升 43.71%, 但就绝对值来看, 整体规模依然偏低, 大概占第一批试点券商可用规模的

4.05%，资本市场的低迷，严重制约了券商融资融券规模的持续扩大。此外，目前券商融资融券业务主要以融资为主，融资规模占到融资融券总规模的98.81%。

图 11 融资融券总额分布



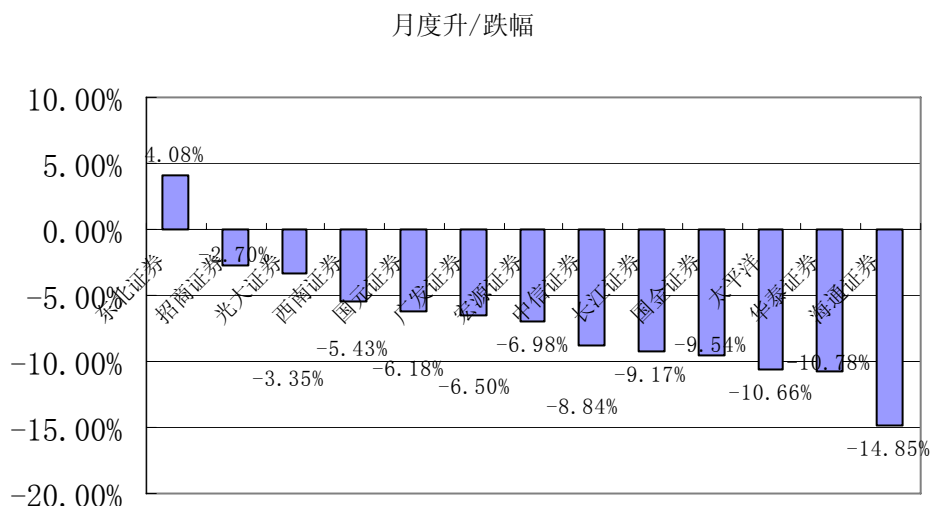
资料来源：Wind、中投证券研究所

四、本月行情表现及未来投资机会

1、行情表现：6月份行业整体股价表现略好于市场。

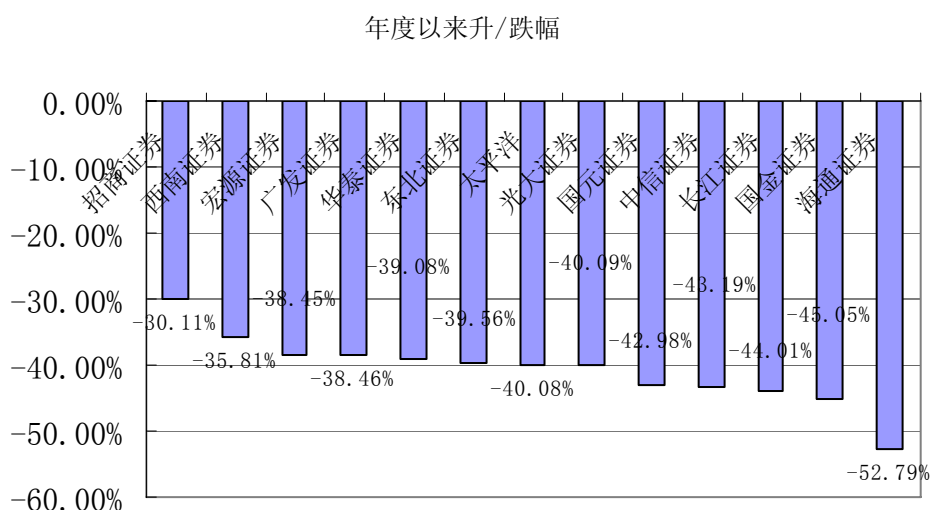
2010年6月，资本市场在低位进行一段时间盘整后，开始出现破位下行，在全月市场跌幅-7.48%的情况下，证券行业整体录得-6.99%的跌幅，整体看，证券行业股价表现略好于市场。其中，东北证券录得4.08%的升幅，而其他券商则录得大小不等的跌幅。

图 12 2010年6月份各券商股涨跌幅



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 13 2010 年 1-6 月份各券商股涨跌幅

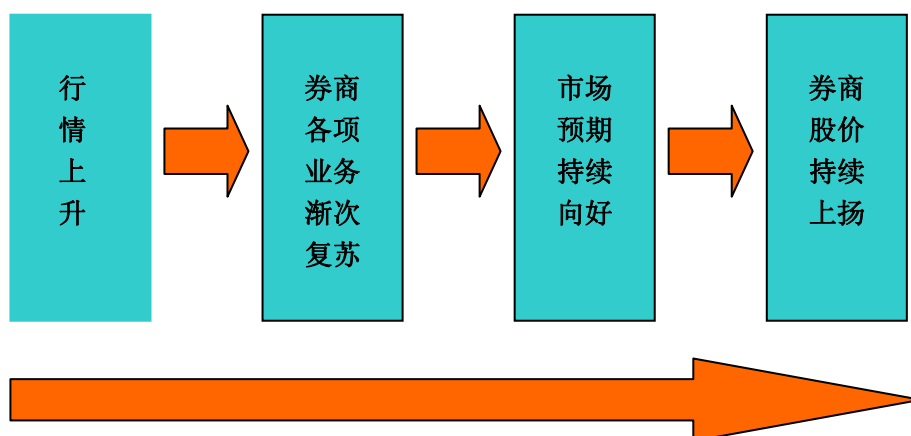


资料来源: Wind、中投证券研究所

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。

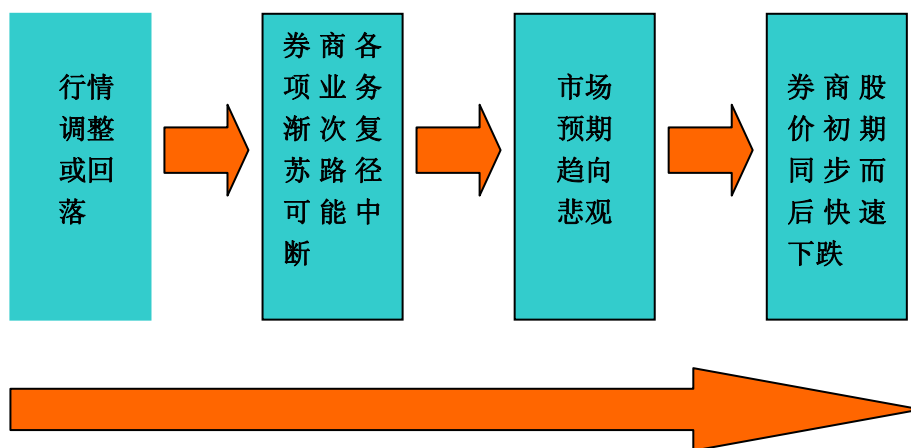
我们认为, 券商股今年以来的糟糕表现, 主要与其对资本市场的高度依赖性密切相关, 根据我们的券商股价传导模型, 我们可以清晰地看到, 当资本市场出现滞涨和调整时, 投资者将出现对券商盈利预期发生悲观的情况, 如此, 其股价上升的传导路径将会中断, 而股价下跌的传导路径将会发生作用, 其结果将导致券商股价在初期与市场同步, 随后出现超越大盘的加速下跌现象, 目前券商股股价表现充分体现了券商股价传导模型的基本运行规律。

图 14 券商股价上升的传导路径



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 15 券商股价下跌的传导路径



资料来源：Wind、中投证券研究所

3、市场趋势性下跌拐点未现，券商股投资机会将继续存在。

根据我们的中期策略观点，我们认为，市场对券商股业绩的悲观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，证券行业的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。

4、后市展望：在艰难岁月中踽踽前行。

我们认为，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。在当下资本市场持续下滑的过程中，证券行业危与机并存，行业目前将在艰难岁月中踽踽前行。

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。

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

表 7 上市券商目前股价对应的估值水平（截至 2010 年 6 月 30 日）

证券代码	证券简称	总股本 (亿元)	流通 A 股 (亿元)	限售 A 股 (亿元)	每股净资产 (元)	收盘价 (元)	市盈率 (PE, TTM)	市净率 (PB, 最新)
600837.SH	海通证券	82.28	47.66	34.62	5.44	9.06	16.33	1.83
000728.SZ	国元证券	19.64	7.85	11.79	7.33	12.15	20.40	1.83
600030.SH	中信证券	99.46	98.56	0.90	9.55	11.70	12.96	2.00
601688.SH	华泰证券	56.00	7.85	48.15	5.41	12.83	18.36	2.62
601788.SH	光大证券	34.18	5.20	28.98	6.67	15.29	20.31	2.65
000783.SZ	长江证券	21.71	11.07	10.65	4.41	10.80	15.05	2.87
000562.SZ	宏源证券	14.61	14.61	0.00	4.72	14.65	17.04	3.26
600999.SH	招商证券	35.85	3.59	32.27	6.50	20.54	18.51	3.61
000686.SZ	东北证券	6.39	1.94	4.45	5.04	23.19	16.46	4.54
600369.SH	西南证券	19.04	3.79	15.24	2.57	12.19	25.29	4.84
600109.SH	国金证券	10.00	4.27	5.74	2.69	13.27	26.42	5.20

000776.SZ	广发证券	25.07	0.92	24.15	6.46	30.80	89.78	6.92
601099.SH	太平洋	15.03	2.59	12.44	1.24	10.90	44.98	9.59

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 2010-6-30)

	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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434