

## 市场与政策环境促进行业增长

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

- 股票市场行情回暖，行业经营环境改善。近日，关于解除限售存量股份转让的指导意见及下调印花税等缓解市场压力、增强投资者信心的政策连续出台。政策出台后，市场信心逐渐恢复，股票交易量明显提升。根据我们宏观和策略组的分析，市场下一阶段行情仍将趋暖。因而，证券行业经纪和自营业务的经营环境将得到改善。
- 管理层加快推进资本市场制度与产品创新。进入2008年，关于证券公司定向资产管理业务、创业板、证券公司直接股权投资业务、营业网点规范、解除限售存量股份转让、证券公司监督管理、风险控制等的制度、措施、办法或其征求意见稿相继发布，表明管理层正积极稳妥的推进资本市场建设。我们认为，未来3-5年是我国资本市场快速发展的关键时期，不断推出的创新制度与产品将打开行业增长的新通道、抬高行业运行发展的平台。
- 资本市场的发展和创新的将做大证券行业收入的蛋糕。就营业收入而言，若不考虑融资融券、股指期货等创新业务对2008年的业绩贡献，2008年或将成为2007-2010年阶段的底部，而2009-2010年，市值规模的增长与新业务的推出将使行业重现高速增长。至2010年，证券行业自营证券投资外营业收入可达到2007年的1.8倍。
- 我们给予行业推荐的投资评级。我们认为具有较强的业务能力和资本实力的中信证券、海通证券、广发证券将更有机会分享行业的高增长。结合当前市场价格，重点推荐吉林敖东、辽宁成大和中信证券。不考虑股指期货、融资融券等业务对2008年业绩贡献，我们预测中信证券、广发证券2008年自营证券投资外营业收入较2007年略微下降1%和4%，而2009-2010年复合增速将分别达到43%和34%。使用分部加总法估值，我们认为吉林敖东、辽宁成大和中信证券三家公司的合理价值分别为55-70、40-50和46-53元。

### 分析师

迟晓辉

✉: chixiaohui@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8286

### 相关研究

1. 证券行业：步入理性繁荣与创新驱动的时代（2008.01.01）
2. 证券行业：长期增长值得关注，投资价值明显低估（2008.04.24）

### 需要关注的重点公司（基于行业一般预测，详情见正文）

单位:	自营证券投资外业务			自营证券投资			总价值	总股本	每股价值
	百万元, 元	净利润	PE	非自营价值	净资产	PB			
吉林敖东									
广发证券	1,148.34	32.00	36,746.91	2,718.01	1.25	3,397.52	40,144.43	573.36	70.02
辽宁成大									
广发证券	1,155.51	32.00	36,976.40	2,734.99	1.25	3,418.74	40,395.14	897.21	45.02
生物医药	136.00	30.00	4,080.00				4,080.00	897.21	4.55
合计							44,475.14	897.21	49.57
中信证券	7,840.52	40.00	313,620.99	32,406.89	1.25	40,508.62	354,129.60	6,630.47	53.41

资料来源: 中国银河证券研究所

## 股票市场行情回暖，行业经营环境改善

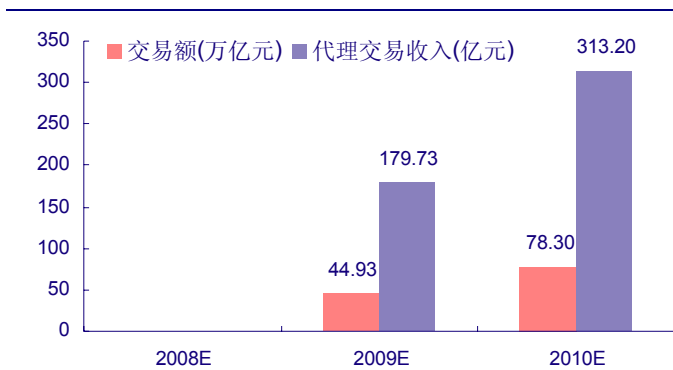
近日，缓解市场压力、增强投资者信心的政策连续出台。4月20日，证监会发布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》；4月23日，财政部将证券交易印花税税率由千分之三调整为千分之一。政策出台后，市场信心逐渐恢复，股票交易量明显提升。根据我们宏观和策略组的分析，经济增长回归常态、宏观调控压力减轻、一季度上市公司业绩高速增长、高估值风险释放、股票供给压力减轻等因素将有助于恢复市场信心、推动市场上涨。在这样的市场环境下，证券交易量将得以提升，证券行业经纪和自营业务的经营环境将得到改善。

## 管理层加快推进资本市场制度与产品创新

进入2008年，管理层加快了研究和推出资本市场制度与产品创新的步伐。《证券公司定向资产管理业务实施细则》征求意见稿、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（征求意见稿）、关于进一步规范证券营业网点若干问题的征求意见稿、《证券公司风险控制指标管理办法》修订稿征求意见稿、《证券公司监督管理条例》、《证券公司风险处置条例》、《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》等相继发布，证券公司开展直接投资业务试点工作也逐步推进。这些措施都表明管理层正积极稳妥的推进资本市场建设，包括资本市场制度建设和多层次市场体系建设。我们认为，未来3-5年是资本市场快速发展的关键时期，制度与产品创新将源源不断的推出。而创新的制度与产品将不断的打开行业增长的新通道、抬高行业运行发展的平台。

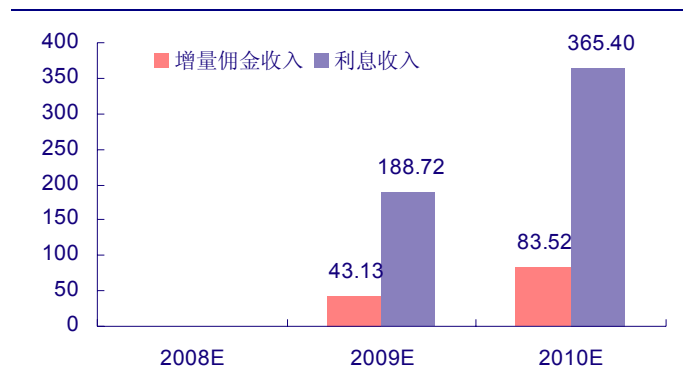
根据当前的市场发展进程和业务准备情况，我们认为股指期货、融资融券等创新业务可在2009年以前推出。我们在盈利预测中假设股指期货、融资融券等业务将在2009年贡献收入，而未考虑其对2008年的业绩贡献。

图 1 股指期货业务增加代理交易业务手续费收入



资料来源：中国银河证券研究所

图 2 融资融券业务将带来增量佣金收入与利息收入



资料来源：中国银河证券研究所

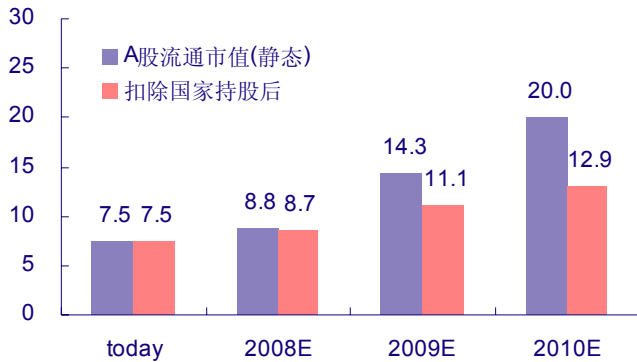
## 流通市值显著增长，交易总量得以抬升

限售股流通是促使流通市值快速增长的首要因素。以当前估值水平静态计算，不考虑上市公司盈利增长和新增股份，即日起至2010年底将有约12.6万亿市值解除限售，剔除国家或国

有法人持有的重点上市公司限售股约 7.1 万亿元后,实际流通市值将增加约 5.5 万亿元,到 2010 年底达到约 12.9 万亿元。

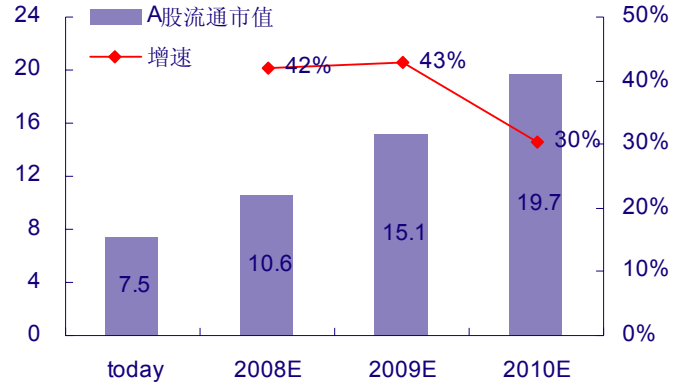
另外考虑到上市公司盈利增长和新发行股份的因素,估计未来三年流通 A 股市值将以 38% 的年复合增速增长。

图 3 限售股流通提升流通 A 股市值 (万亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 4 实际流通 A 股市值快速增长 (万亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

我们假设市场估值水平不发生明显变化,保持与当前相当的水平,考虑到换手率逐渐回落的因素,预计 2009 - 2010 年股票日均交易量将从 2008 年的底部以 23%和 16%的速度回升,而 2008 年股票日均交易量可在 1635 亿元左右。

表 1 股票交易量预测

	2007	2008E	2009E	2010E
调整后流通市值(百万元)		11,626,887	16,616,221	21,663,587
换手率		400%	350%	300%
股票日均交易额(百万元)	187,100	163,485	201,736	234,366
股票日均交易额增速		-13%	23%	16%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

## 股改限售股流通打开新的增长通道

股改限售股解除限售,以及证监会近日公布的《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》为证券行业的业绩增长打开了新的通道。

以当前的估值水平静态计算,2008 - 2010 年将有总计约 12 万亿的股改限售股解除限售,剔除国家和国有法人持有的重点上市公司股份约 7.1 万亿元,将有约 4.9 万亿市值的股份将要进入流通领域。如果考虑到上市公司盈利增长,解除限售的股份市值还要增加。大规模的股份减持如果完全通过场内市场直接进行,必将极大的提高交易成本,降低减持的效率。证券公司作为专业机构,则可在大额限售股减持的交易中提供附加服务。

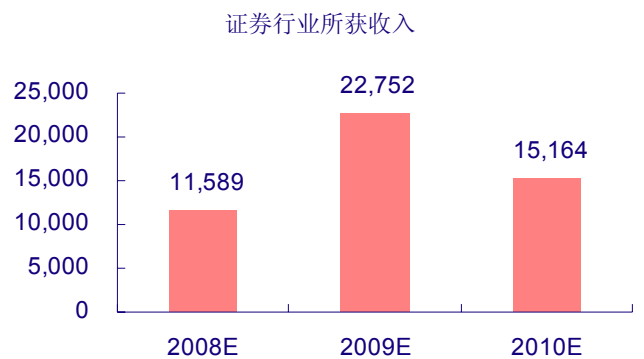
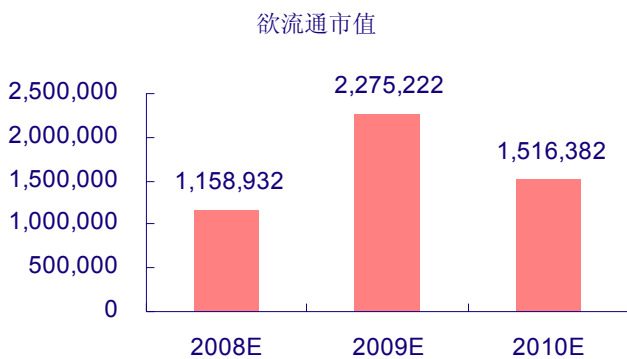
关于股改限售股的减持,近日,证监会又公布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意

见》，鼓励公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数 1%时通过证券交易所大宗交易系统转让股份。并且，在《指导意见》公布后，沪深交易所随即发布《关于实施〈上市公司解除限售存量股份转让指导意见〉有关问题的通知》，明确参与大宗交易系统的投资者范围将会扩大，并允许以存量股份配售或公开发售的方式转让股份。

至此，证券公司参与股改限售股流通业务的方式就增加至至少四种：为小额减持股份提供场内交易、为大额减持股份寻找买方机构并提供大宗交易、提供存量股份的配售或公开发售服务，或为急于减持股份的股东提供市值管理服务（属资产管理业务）。我们以平均手续费率 1%来计算（场内交易平均佣金率双边合计 0.3%；大宗交易因证券公司提供交易对手搜寻等附加服务并可降低交易成本，因此手续费率可能高于场内交易；存量股份配售或公开发售费用可能略低于增发承销费用；市值管理的管理费率平均约 1%，此外还可获得可观的业绩提成收入），在不考虑盈利增长而带来股份市值增加的情况下，2008-2010 年股改限售股流通将为证券行业带来总计约 495 亿元的收入。

图 5 股改限售股流通市值（单位：百万元）

图 6 股改限售股流通业务行业收入（单位：百万元）



资料来源：中国银河证券研究所

资料来源：中国银河证券研究所

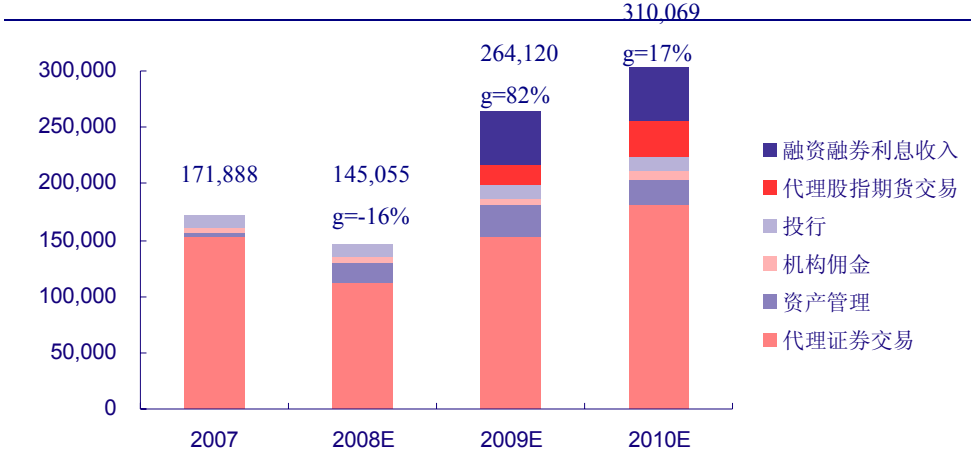
除此以外，我们认为《指导意见》所鼓励的股改限售股大宗交易还只是场外市场发展的开端。从本质上说，它预示着证券市场交易制度的进一步完善，将为股票大宗交易的发展提供有力的支持，有利于场外交易市场的进一步发展。对于证券公司而言，指导意见则进一步拓展了其作为中介机构参与大宗交易的盈利模式，也引发了证券公司配售和公开发售存量股份的新的盈利模式。大宗交易进一步发展演进的结果将是证券公司更加积极的发挥中介机构的作用，不仅动用其广泛的渠道资源寻找交易对手，还可能以自有资金暂时承接客户出售的股份，再择机卖出，而不仅是现时仅有的交易通道功能。未来的大宗交易业务服务将把经纪、投行、交易业务的特点集于一身，附加值不断提升。而在大宗交易需求方面，股改限售股减持也不是大宗交易的唯一机会。事实上，股改限售股减持使得流通领域出现了更多的机构投资者，而随着机构投资者（包括金融机构和一般企业）的增多，市场对于大宗交易的需求也会越来越广泛。

## 证券行业进入新增长时代

资本市场的发展和创新将做大证券行业收入的蛋糕。就营业收入而言，2008 年或将成为 2007-2010 年阶段的底部，而 2009-2010 年，市值规模的增长与新业务的推出将使行业重现

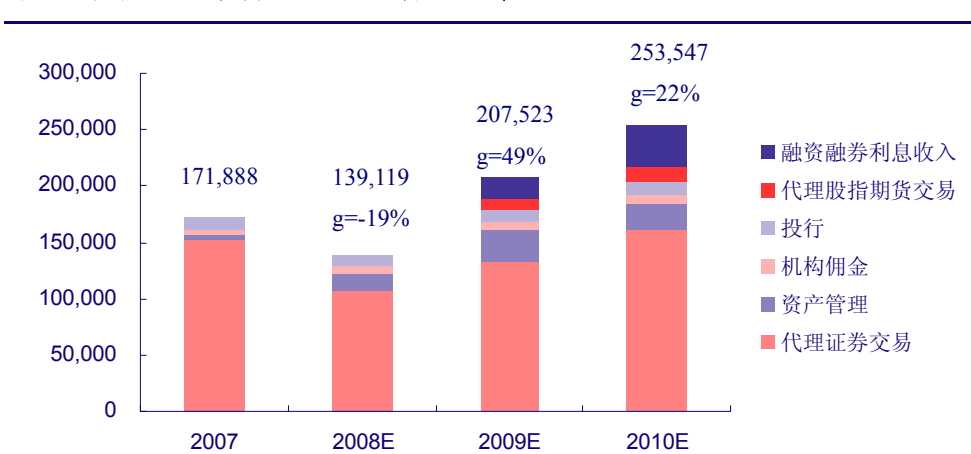
高速增长。

图 7 证券行业进入新增长时代——一般预测 (单位: 百万元)



资料来源: 中国银河证券研究所

图 8 证券行业进入新增长时代——谨慎预测 (单位: 百万元)



资料来源: 中国银河证券研究所

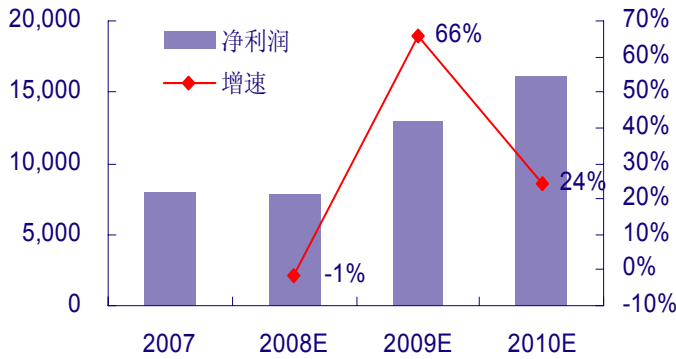
## 重点推荐吉林敖东、辽宁成大、中信证券

我们认为在资本市场发展和创新、证券行业成长空间不断拓宽的背景下,在监管层风险控制和扶优限劣的监管思路下,具有较强的业务能力和资本实力的公司将会明显受益。中信证券、海通证券、广发证券将有机会分享行业的高增长,拓展盈利空间。结合当前市场价格,我们重点推荐吉林敖东、辽宁成大和中信证券。不考虑股指期货、融资融券等业务对 2008 年业绩贡献,我们预测中信证券、广发证券 2008 年自营证券投资外营业收入较 2007 年略微下降 1%和 4%,而 2009-2010 年复合增速将分别达到 43%和 34%。使用分部加法估值,我们认为吉林敖东、辽宁成大和中信证券三家公司的合理价值分别为 55-70、40-50 和 46-53 元。

图 9 中信证券自有资金投资外净利润预测 (基于行业一般假设)

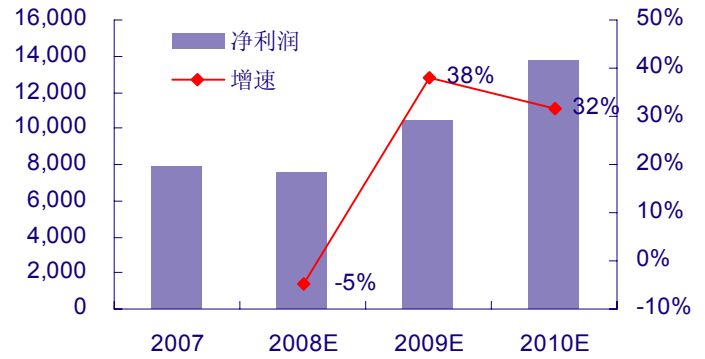
图 10 中信证券自有资金投资外净利润预测 (基于行业谨慎假设)

百万元)



资料来源: 中国银河证券研究所

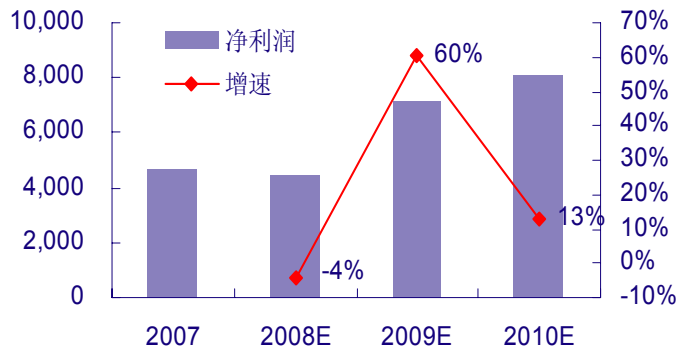
百万元)



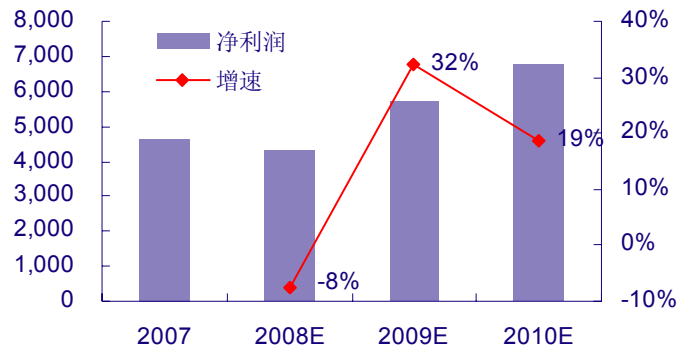
资料来源: 中国银河证券研究所

图 11 广发证券自有资金投资外净利润预测 (基于行业一般假设, 百万元)

图 12 广发证券自有资金投资外净利润预测 (基于行业谨慎假设, 百万元)



资料来源: 中国银河证券研究所



资料来源: 中国银河证券研究所

表 2 重点公司估值 (单位: 百万元, 元)

一般预测	自营证券投资外业务			自营证券投资		总价值	总股本	每股价值	
	净利润	PE	非自营价值	净资产	PB				自营价值
吉林敖东									
广发证券	1,148.34	32.00	36,746.91	2,718.01	1.25	3,397.52	40,144.43	573.36	70.02
辽宁成大									
广发证券	1,155.51	32.00	36,976.40	2,734.99	1.25	3,418.74	40,395.14	897.21	45.02
生物医药	136.00	30.00	4,080.00				4,080.00	897.21	4.55
合计							44,475.14	897.21	49.57
中信证券	7,840.52	40.00	313,620.99	32,406.89	1.25	40,508.62	354,129.60	6,630.47	53.41

谨慎预测	自营证券投资外业务			自营证券投资		总价值	总股本	每股价值	
	净利润	PE	非自营价值	净资产	PB				自营价值
吉林敖东									
广发证券	1,107.34	25.50	28,237.07	2,718.01	1.25	3,397.52	31,634.58	573.36	55.17
辽宁成大									
广发证券	1,114.25	25.50	28,413.41	2,734.99	1.25	3,418.74	31,832.15	897.21	35.48
生物医药	136.00	30.00	4,080.00				4,080.00	897.21	4.55
合计							35,912.15	897.21	40.03
中信证券	7,548.55	35.00	264,199.36	32,319.65	1.25	40,399.57	304,598.92	6,630.47	45.94

注1: 自营证券投资是对公司其他业务所占有的资本以外的资产的估值, 包括已购买证券和可用于购买证券的现金以及为此所支付的保证金;

注2: 辽宁成大生物医药业务估值采用静态市盈率法; 由于油页岩项目具有一定不确定性, 我们的估值中未考虑这部分业务贡献

资料来源: 中国银河证券研究所

## 分析师简介

---

迟晓辉

中国银河证券研究所证券信托行业分析师。北京大学光华管理学院金融学硕士，2007 年加入中国银河证券研究所，负责证券信托行业研究。

## 评级标准

---

**银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究所**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908