

证券业 (440201)

信托业 (440301)

2008年12月09日

资产周期轮换 创新溢价弱化

——证券信托行业 2009 年投资策略

相关研究

《市场重新聚焦业绩——证券信托行业三季报业绩前瞻》2008/10/14

《信托行业深度研究及四季度投资策略报告》2008/10/22

分析师

孙健

sunjian@sw108.com

联系人

杨艳

(8621)63295888x348

yangyan@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

投资要点：

- 我们从经济周期和资产轮换的角度诠释证券行业投资逻辑。目前的宏观经济环境决定了 A 股市场 09 年以区间震荡行情为主要运行趋势，而大类资产周期可能由股权类资产向商品和现金转换，09 年日均交易额可能出现较大幅度萎缩。在上述背景下，我们判断证券行业重点公司业绩将出现同比 20% 以上的下降。此外，资产周期轮换和创新预期弱化可能导致券商股估值向市场平均水平回归，券商股 09 年将同时遭遇来自业绩和估值的压力。
- 信托是最大程度受益于资产周期轮换的金融子行业。信托行业 2009 年的投资主题在于：在各金融子行业中的相对确定性、扩大内需政策导向带来政信合作的空间以及产业基金、Reits 等产品和制度创新带来的创新机会。当然，在市场占有率加速分化、信托资产规模波动性加大、以及监管部门对信托公司上市尚存在一定疑虑的大背景下，中小信托公司在 09 年可能面临被边缘化的情况。
- 我们给予证券及信托行业以中性评级。目前板块估值相对于市场平均有一定估值溢价，这主要反映了对创新溢价和稀缺性溢价。但是，09 年外部金融市场动荡导致创新预期下降、优质券商和信托公司陆续上市导致稀缺性溢价下降，09 年板块估值水平有向 A 股平均估值水平回归的风险。
- 由于板块估值偏高、不同公司之间估值差异很大，我们在选择公司时遵循两条标准：(1) 有明确的估值底线可循，目前股价与估值底线价格差异不大。(2) 选择大公司和排名行业前列的公司，可有效避免企业的存续风险。
- 维持辽宁成大、安信信托和中信证券的增持评级。(1) 我们认为无论是在券商股中，还是两家广发“影子股”中，成大的动态 PE 和 PB 都严重偏低，这种估值优势已经足以弥补公司在多元化及广发上市不确定性上的风险。(2) 安信信托定向增发并不涉及主营业务变更以及再融资，不确定性非常小。公司 08 年以来主动管理型产品占比不断上升，长周期、大规模信托项目不断涌现，保证了在大项目上的竞争力，未来上海业务的拓展及相关税收优惠将成为又一大看点。(3) 我们提示投资者关注中信证券资产管理业务的整合风险以及经纪业务交易效率能否有效提升的风险。

投资案件

投资评级与估值

我们给予证券及信托行业以中性投资评级。从股价安全边际的角度看，辽宁成大、安信信托和中信证券 3 家公司的市价已经与估值底线较为接近，我们仍维持增持评级。

目前证券信托板块估值相对于市场平均有一定估值溢价，这种溢价主要反映了对创新溢价和稀缺性溢价。外部金融市场动荡导致创新预期下降、优质券商和信托公司陆续上市导致稀缺性溢价下降，09 年板块估值水平有向 A 股平均估值水平回归的风险。

原因和逻辑

经济周期决定资产价格、资产轮换决定交易数量，资产价格和交易数量决定证券、信托公司业绩，这是我们的基本推导逻辑。

根据我们对整个宏观经济运行和资产轮换规律的考察，2009 年 A 股市场以区间震荡为主要运行趋势、A 股日均成交额有进一步萎缩的趋势，我们判断重点公司业绩下降超过 20%。估值水平和盈利预期的双重下降将对券商股价产生向下牵引力，我们选择是成大和中信这类股价安全边际较高的公司。

信托公司多元化的投资范围使其最大限度受益于资产周期轮换、扩大内需的政策导向为信托公司拓展基建类信托创造了良好条件（该业务有旺盛的市场需求支撑）。但在行业分化加剧、信托规模和业绩的波动性加大及监管部门对信托上市尚存疑虑的背景下，选择中信、中海这类大型优质信托公司无疑更为安全。

有别于大众的认识

市场认为创新业务的持续推出会为券商股估值提供支撑，我们认为目前宏观经济和政策监管环境都不支持大面积大规模推进创新，从近期海通公告的融资融券试点规模看，创新业务初期规模可能大大低于预期。从境外市场看，券商股价对新业务的反映往往是提前的，正式兑现消息后，估值溢价可能相反出现下降。

市场认为近期银监会对信托公司持续的窗口指导和风险提示将使信托公司明年业绩大幅下降，并质疑部分信托公司重组和上市是否能否完成。我们认为，明年对众多中小型信托公司而言将非常困难，但对中信、中海、深国投等大型信托公司而言，业绩稳定增长的问题并不大。证监会对信托上市的主要质疑在于：盈利模式、募投用途、信息披露和关联交易，我们认为真正对信托公司上市构成障碍的因素在于信息披露。

目录

2008, 创新溢价战胜业绩因素	5
1、核心议题：经济周期&资产轮换	5
1.1 宏观环境决定 09 年A股以区间震荡为主	6
1.2 资产周期由股票向商品、现金轮换	8
2、券商：创新溢价弱化、明年业绩下降 20%	10
2.1 长期增长空间依然明确	10
2.2 估值篇：创新溢价下降&资产周期轮换	12
2.3 业绩篇：重点公司下降 20%以上	15
2.4 券商经纪业务保本点为 300-400 亿元	17
3、信托：强弱分化明显、业绩波动加剧	19
3.1 银信合作有所减弱，政信合作成为新亮点	20
3.2 信托规模和业绩波动性可能加剧	22
3.3 监管部门对信托上市的态度及疑虑	24
3.4 信托公司当下应采取何种竞争策略？	25
4、投资逻辑&公司推荐	25
4.1 中信证券：明确的业绩和估值底线	25
4.2 辽宁成大：广发影子股投资首选	28
4.3 安信信托：定向增发不确定性很小	30

图表目录

图 1、2008 年中信海通跑赢大盘、成大跑输	5
图 2、2008 年信托股全部小幅跑赢大盘	5
图 3、证券信托板块动态估值（左轴）较市场高	5
图 4、卖方分析师不断下调盈利预测	5
图 5、CPI和PPI运行趋势（%）	6
图 6、宏观经济 2010 年才有转暖迹象（%）	6
图 7、上证指数涨幅（左）与CPI（右）和经济周期的关系	7
图 8、S&P500 指数涨幅（左）与交易量同比变化（右）与经济周期的关系	7
图 9、美国 70-72 适度通胀、73-74 通胀、75-76 通胀缓解、77-81 通胀	7

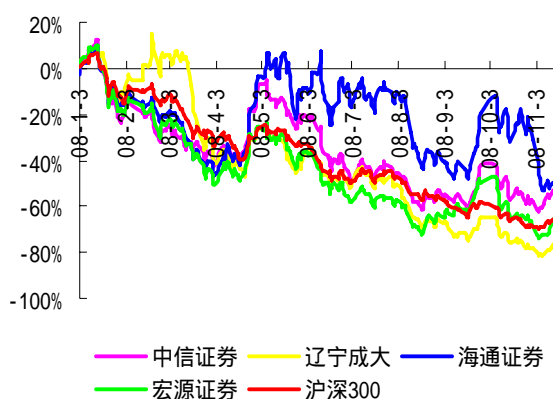
图 10、2005 年开始债券、股票、商品的资产轮动	9
图 11、美国资产周期冬季来临，股票不容乐观	9
图 12、A股存量保证金连续（右轴）三个月下降	9
图 13、股票基金新增开户数量回到牛市起点	9
图 14、深圳期货（左）和证券保证金（右）变化	9
图 15、A股月度流通市值换手率创出新低	9
图 16、美国证券业近 40 年业绩（右）与宏观环境（左）行业变革的关系	10
图 17、美国证券行业创新业务收入占比不断提升	10
图 18、美国证券化率和共同基金规模/GDP（%）	11
图 19、并购和私募业务成为投行业务的新动力	11
图 20、美国证券行业集中度不断提升	11
图 21、Brics证券行业收入占比提升	11
图 22、S&P500 指数、成交量和共同基金规模解释了美国投行业绩变化的 48%	11
图 23、证券公司数量和资产规模变化趋势	12
图 24、证券公司经营业绩和盈利能力变化趋势	12
图 25、农村收入金融化率与城市还有较大差别	12
图 26、国家收入和证券化率（截止 2000 年）	12
图 27、美国券商经纪业务产品销售结构	13
图 28、场外业务成为美国券商佣金的重要来源	13
图 29、台湾股指期货各时点券商股相对市场的估值变化	14
图 30、台湾融资融券各时点券商股相对市场的估值变化	14
图 31、美林证券 IPO 后相对市场 PE 的估值变化（左轴）趋势	14
图 32、2009 日均成交额的情景分析框架	15
图 33、对未来 30 年关键行业指标的预测	15
图 34、券商自营业务向低风险资产的调整完成	16
图 35、申万债券组对 1 年内债券收益率曲线判断	16
图 36、牛市初期往往伴随着巨额的基金赎回	16
图 37、月度基金发行占比，股票型降至历史低点	16
图 38、减值准备造成 2002-2005 年券商行业亏损	17
图 39、网络交易占比不断提升	17
图 40、深圳地区营业部成本构成结构	18
图 41、深圳地区证券营业部收入结构	18
图 42、美国券商经纪业务佣金率也在不断降低	19
图 43、中国的经纪业务佣金率与全球水平对比	19
图 44、深圳营业部月度平均营业费用变化趋势	19
图 45、机构持股市值占比有望继续提升	19
图 46、入股信托公司对商业银行的作用绝不停留在释放信贷冲动的层面上	20
图 47、2007 年信托公司股东结构	21
图 48、2007 年底信托公司参控股金融机构统计	21
图 49、投资者四季度投资需求	21

图 50、投资者对理财服务需求的优先次序	21
图 51、美国大学基金另类资产配置比例达到 40%	22
图 52、中国富裕人群的资产配置偏好	22
图 53、10 月份集合信托发行金额环比萎缩 38%	23
图 54、银信合作产品 10 月份发行数量环比下跌 19%	23
图 55、10 月份集合产品发行数量环比下降 30%	23
图 56、银信合作产品发行期限短期化（占比%）	23
图 57、信托公司收入波动幅度和券商比较	23
图 58、信托公司利润波动幅度和券商比较	23
图 59、信托公司资产管理规模与基金对比	23
图 60、信托公司历年财务状况对比	23
图 61、中信证券部均交易额对比（百万元）	26
图 62、中信证券单季度费用率和实际税率变化	26
图 63、中信证券佣金率变化情况	27
图 64、中信证券合并和权益口径市场占有率%	27
图 65、今年以来广发系权益口径占有率降低 0.23%	30
图 66、广发证券 2008 年中自营资产配置	30
表 1、美国经济周期不同阶段股票收益率情况	7
表 2、上证综指月度收益率与CPI、GDP增速高度相关	8
表 3、已过会但尚未发行的拟发总股本在 5000 万股以上的公司列表	17
表 4、模型显示经纪业务的保本点在 400 亿元	18
表 5、保本点与营业部年费用（横）和同业存款利率（纵）的敏感性	19
表 6、保本点与佣金率（横）和A股存量资金（纵）的敏感性	19
表 7、券商、基金、保险、银行理财产品多为大众型，较难实现个性化	22
表 8、信托公司现阶段的竞争策略	25
表 9、日均成交额 500 亿元的情况下，中信证券的业绩和估值底线	25
表 10、中信证券未来可解禁的增发股一览表	27
表 11、中信证券未来 2 年盈利预测明细（单位：亿元）	27
表 12、广发证券三季度网上新股收益计算	28
表 13、广发证券前三季度承销项目一览表	28
表 14、辽宁成大未来 2 年盈利预测明细（单位：亿元）	29
表 15、吉林敖东未来 2 年盈利预测明细（单位：亿元）	29
表 16、中信信托新发产品一览表	31
表 17、安信信托未来 3 年盈利预测（单位：万元）	31
表 18、2008 年中期中信信托持有的部分A股一览表	32
表 19、申万证券信托类重点公司估值比较表	32

2008, 创新溢价战胜业绩因素

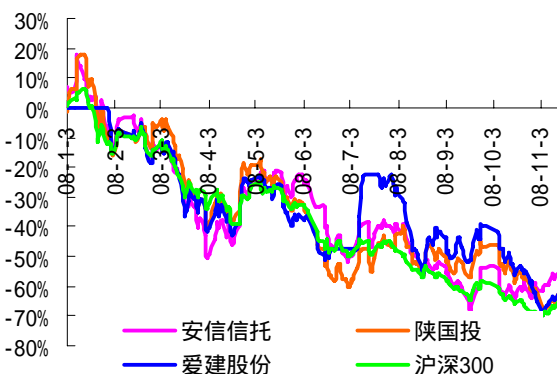
2008 年, 在 A 股市场持续低迷、券商业绩大幅下滑的背景下, 证券信托板块的总体表现依然强于大盘 (图 1、2), 估值水平也略高于市场平均 (图 3), 传统的周期类行业投资策略似乎正在面临前所未有的挑战。

图 1、2008 年中信海通跑赢大盘、成大跑输



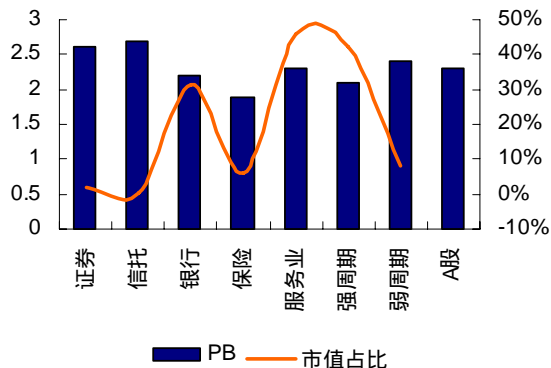
资料来源: WIND、申万研究

图 2、2008 年信托股全部小幅跑赢大盘



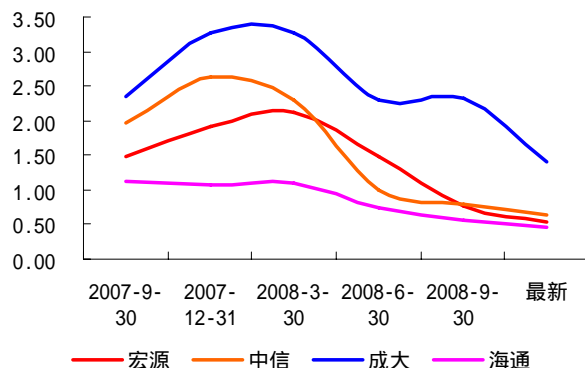
资料来源: WIND、申万研究

图 3、证券信托板块动态估值 (左轴) 较市场高



资料来源: 申万研究

图 4、卖方分析师不断下调盈利预测



资料来源: WIND、申万研究, EPS 单位为元

我们认为, 证券信托板块高估行业的本质没有变, 问题在于 2008 年市场对于金融创新和相关政策的预期溢价战胜了业绩因素和高估。从 2009 年来看:

- 外部市场金融动荡及融资融券试点预期兑现将大幅降低创新溢价。
- 经济下行和资产周期轮换导致股票市场以震荡趋势为主, 预期明年证券行业重点公司下滑 20% 以上。此外, 银监会对证券和房地产信托的风险警示将使信托公司 2009 年业绩出现较大的不确定性。

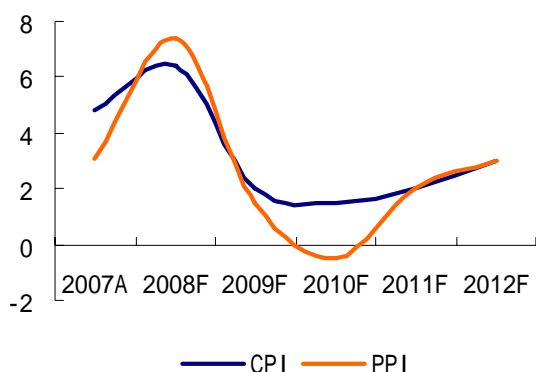
我们给予证券及信托行业中性评级, 但建议关注中信、成大、安信信托。

1、核心议题：经济周期&资产轮换

1.1 宏观环境决定 09 年 A 股以区间震荡为主

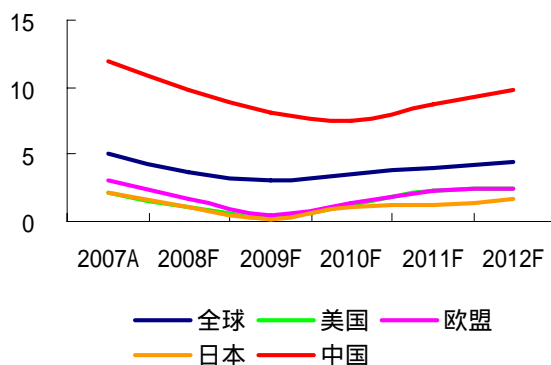
根据申万宏观经济研究小组的判断，本轮经济调整周期将至少延续到 2010 年下半年（尤其是 2009 年三季度后将进入全面调整），并将 2009、2010 年 CPI 下调至 1.2% 和 1%，将 GDP 增速下调到 8.3% 和 7.7%。尽管通货膨胀全面缓解，但是通货紧缩风险则逐渐加大。

图 5、CPI 和 PPI 运行趋势 (%)



资料来源：申万研究

图 6、宏观经济 2010 年才有转暖迹象 (%)



资料来源：申万研究

从我们对美国股市及 A 股市场的实证分析看，总体而言，经济处于适度通胀，或通胀缓解、通缩缓解时，股票资产的收益率较好：

- 如美国 1970-1972、1975-1976 以及 1981-2006 年为适度通胀阶段，该阶段股票收益率高且成交量逐年增长，而 1973-1974 为通胀阶段，股票收益率低且成交量大幅萎缩（表 1、图 8、图 9）。
- A 股市场 1991、1992、2006、2007 属于适度通胀，股票收益率较高；1993-1995 属于通货膨胀，1998、1999 年、2001、2002 年属于通货紧缩股票收益率较低。2000 年、2003 年属于通货紧缩缓解，1996、1997 年为通货膨胀缓解，股票收益率也明显提高（图 7）。

根据目前我们对经济的判断，进入适度通胀和通缩的几率都存在。通缩固然不利于股票资产的表现，值得注意的是在适度通胀阶段下，月度指数表现与 CPI 也存在较强的正相关关系（表 2），从这一逻辑出发，即便经济不出现通货紧缩，CPI 的下滑也将不利于股票资产表现。

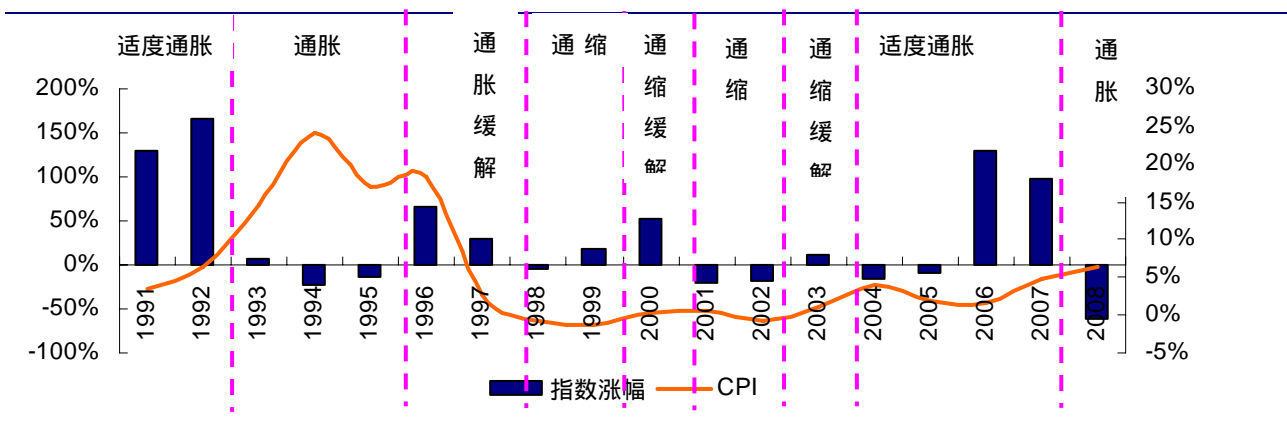
另一方面，如果对宏观经济 2010 年下半年见底的判断成立，根据股票市场提前与宏观经济 6-9 个月见底的经验，2009 年 A 股市场也应以震荡行情为主。

表 1、美国经济周期不同阶段股票收益率情况

	通货紧缩	紧缩缓解	控制	繁荣	通货膨胀	通胀缓解
时间	1929-1933	1934-1938	1939-1945	1946-1965	1966-1980	1981-1993
频率	8%	8%	11%	31%	23%	19%
收益率	-6.70%	15.30%	11.50%	15%	5.60%	14.30%

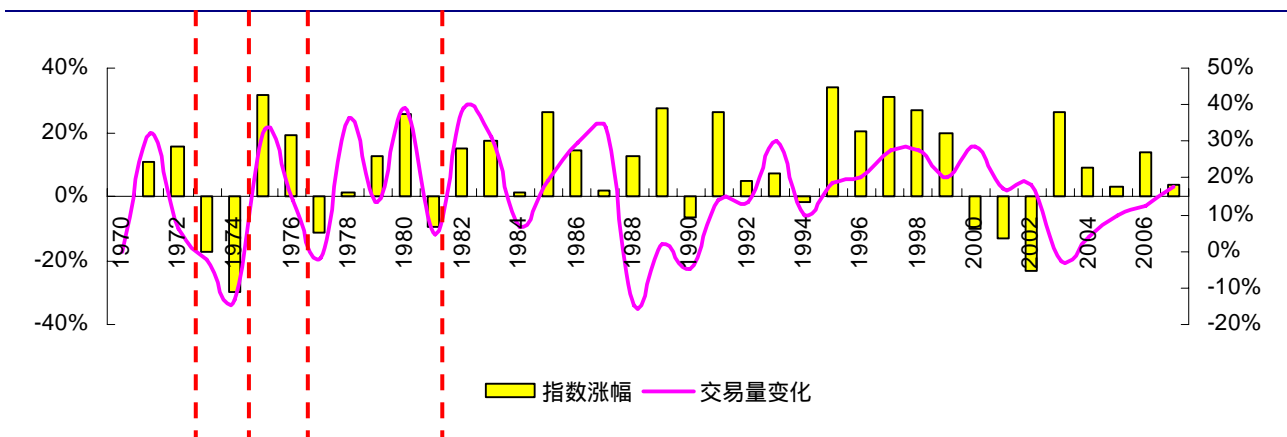
资料来源：申万研究

图 7、上证指数涨幅（左）与 CPI（右）和经济周期的关系



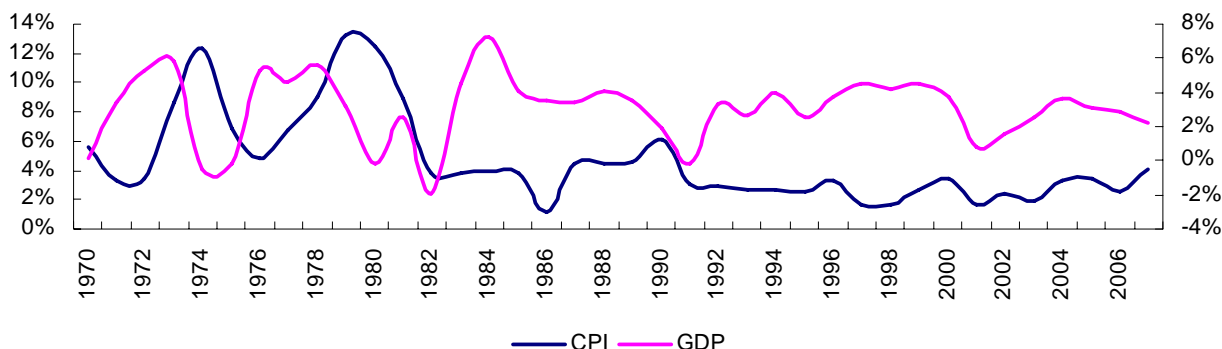
资料来源：CEIC、申万研究

图 8、S&P500 指数涨幅（左）与交易量同比变化（右）与经济周期的关系



资料来源：CEIC、申万研究

图 9、美国 70-72 适度通胀、73-74 通胀、75-76 通胀缓解、77-81 通胀



资料来源：CEIC、申万研究

表 2、上证综指月度收益率与 CPI、GDP 增速高度相关

	CPI	RMB/USD	GDP 增速	活期利率	3 个月定存利率	中债综指	上证综指
CPI	1	-0.94	0.73	0.81	0.95	-0.94	0.96
RMB/USD	-0.94	1	-0.8	-0.66	-0.92	0.88	-0.96
GDP 增速	0.73	-0.8	1	0.58	0.62	-0.63	0.8
活期利率	0.81	-0.66	0.58	1	0.77	-0.81	0.75
3 个月定存利率	0.95	-0.92	0.62	0.77	1	-0.95	0.92
中债综指	-0.94	0.88	-0.63	-0.81	-0.95	1	-0.89
上证综指	0.96	-0.96	0.8	0.75	0.92	-0.89	1

资料来源：中央国债登记结算公司、申万研究

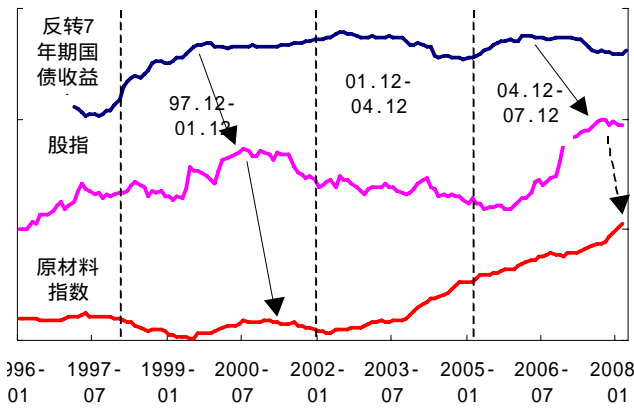
1.2 资产周期由股票向商品、现金轮换

1998-2008 年，中国资产价格经历了三波周期。债券、股票、商品的轮动次序相当明显，目前正处于股票向商品转换的阶段（图 10）。我们认为，这种资产周期轮换的趋势一旦形成，将对股票市场的交易量水平形成较大的负面影响。

目前，在微观层面上，我们的确观察到了一些细微的证据，表明资金从股票市场回到银行体系。从市场间对比的角度看，尽管同时经历了外部市场的金融动荡，但期货市场存量保证金的稳定幅度远远大于股票市场（图 12、图 14）。

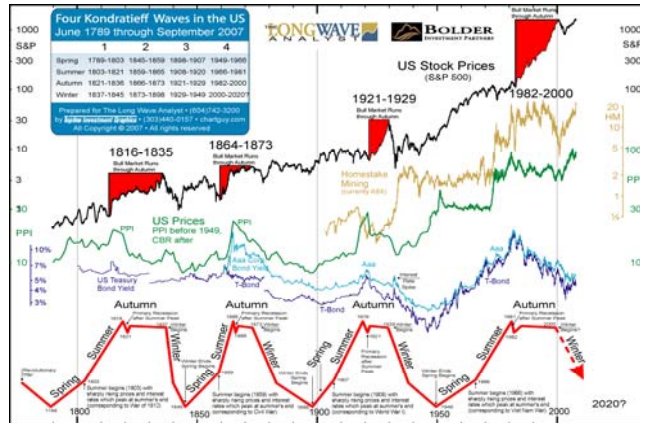
此外，我们也看到了市场存量资金的空仓率不断提升、交易换手率逐级下降，甚至已经接近 2003-2004 年间低点。上述事实都应该是资产周期轮换的有力证据（图 11、图 13、图 15）。

图 10、2005 年开始债券、股票、商品的资产轮动



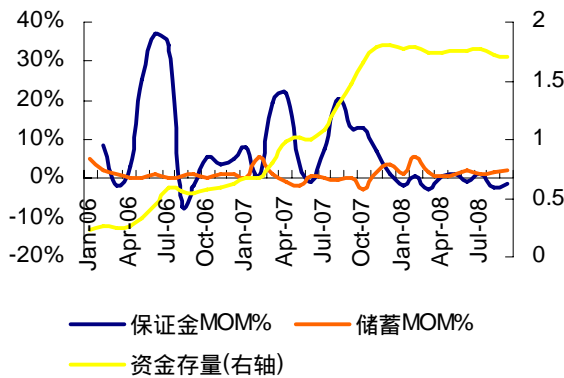
资料来源：申万研究

图 11、美国资产周期冬季来临，股票不容乐观



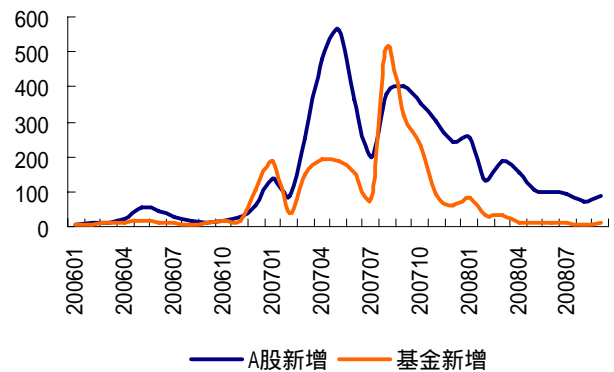
资料来源：Longwave analyst、申万研究

图 12、A 股存量保证金连续（右轴）三个月下降



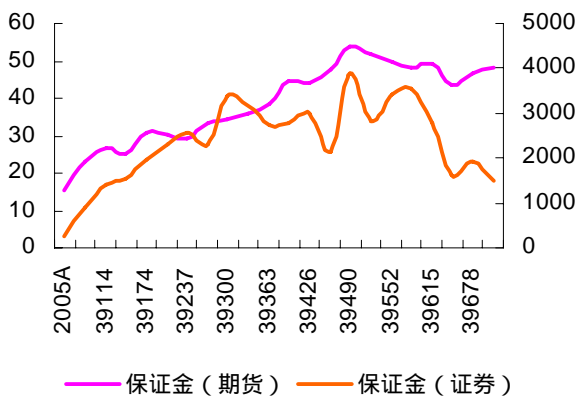
资料来源：申万研究，保证金单位万亿元

图 13、股票基金新增开户数量回到牛市起点



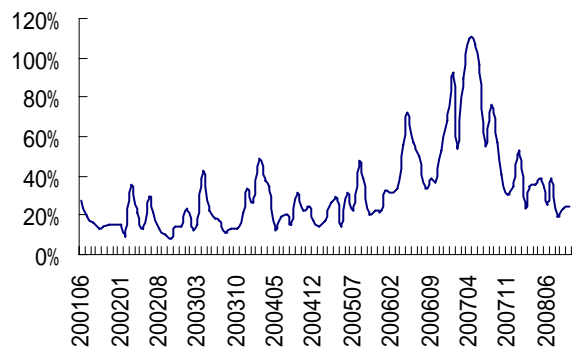
资料来源：WIND、申万研究，单位万户

图 14、深圳期货（左）和证券保证金（右）变化



资料来源：深圳证监局、申万研究，单位亿元

图 15、A 股月度流通市值换手率创出新低



资料来源：WIND、申万研究

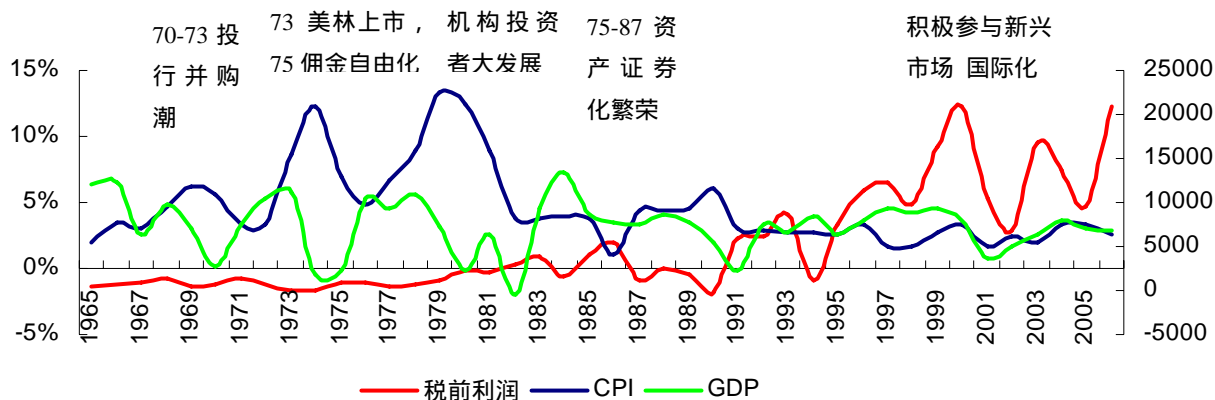
2、券商：创新溢价弱化、明年业绩下降 20%

2.1 长期增长空间依然明确

我们将证券行业发展历史分为两个部分，2002 年佣金改革之前依靠垄断获取超额利润，2002 年佣金改革后随着市场竞争的加剧，行业业绩也呈现大幅波动的特征。各券商之间因在战略定位、执行力、风险及成本控制能力方面的差别而形成区分。

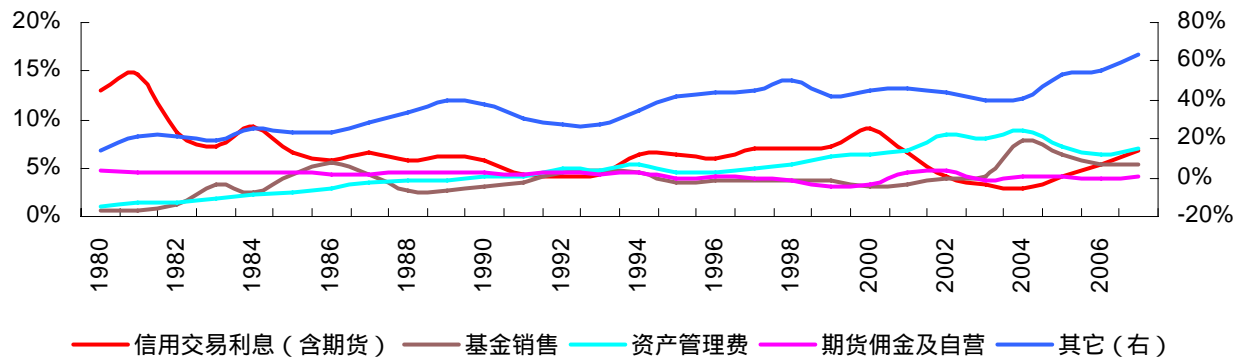
我们对未来中国证券行业的发展空间抱乐观态度。目前行业的发展与美国投行业 70 年代的发展历程（图 16、17）有一定的可比性，美国投资银行在经历了并购浪潮、上市浪潮、佣金自由化冲击后，先后迎来了机构投资者发展和资产证券化、国际化的浪潮。而目前我国券商似乎也正在经历同一历程：

图 16、美国证券业近 40 年业绩（右）与宏观环境（左）行业变革的关系



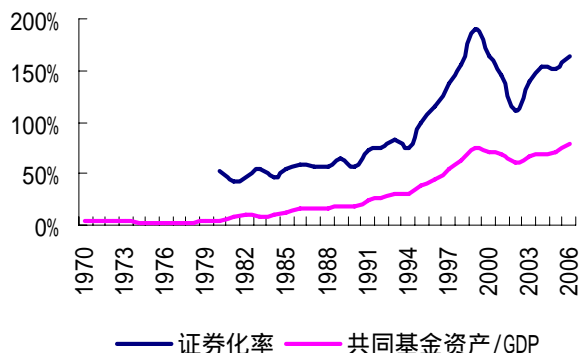
资料来源：SIFMA、申万研究，利润单位百万\$

图 17、美国证券行业创新业务收入占比不断提升



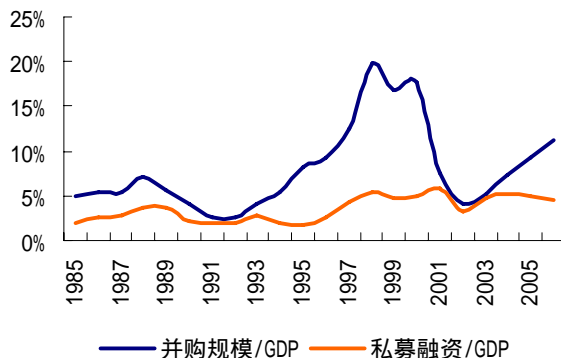
资料来源：SIFMA、申万研究，其它包括私募、并购、场外期权、股息和利息、出版物订购费

图 18、美国证券化率和共同基金规模/GDP (%)



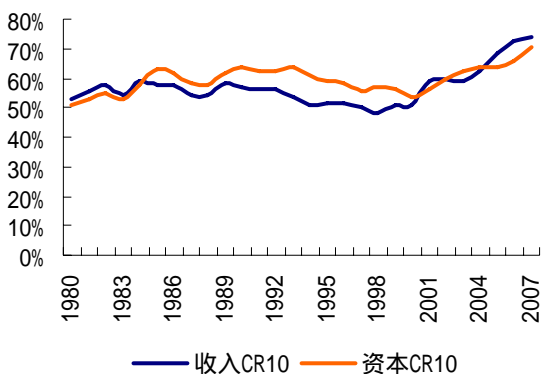
资料来源：SIFMA、申万研究

图 19、并购和私募业务成为投行业务的新动力



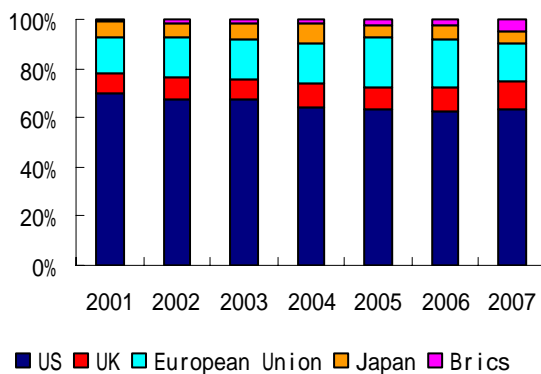
资料来源：SIFMA、申万研究

图 20、美国证券行业集中度不断提升



资料来源：SIFMA、申万研究

图 21、Brics 证券行业收入占比提升



资料来源：SIFMA、申万研究

图 22、S&P500 指数、成交量和共同基金规模解释了美国投行业绩变化的 48%

回归统计		方差分析		
Multiple R	0.6948	df	SS	MS
R Square	0.4828	回归分析	3	0.4680
Adjusted R Square	0.4229	残差	34	0.5014
标准误差	0.1214	总计	37	0.9694
观测值	37			
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	0	#N/A	#N/A	#N/A
X Variable 1	0.3155	0.1513	2.0853	0.0446
X Variable 2	0.3860	0.1178	3.2766	0.0024
X Variable 3	0.1902	0.0933	2.0378	0.0494

资料来源：SIFMA、申万研究

- 证券化率、直接融资占比、并购和资产管理业务规模 GDP 占比依然有较大的提升空间(图 32),我们预期未来 30 年 A 股市场证券化率、(直

接融资额/新增银行贷款)、(资产管理规模/GDP)、(并购规模/GDP)将分别提升至120%、20%、75%、15%，而行业CR10也有望随着融资融券、非现场开户及异地营业部新设而出现进一步提升到70%。

- 新农村改革和 PRC 模式将为证券信托行业注入新动力。新农村改革将有效提升农民收入，并衍生对金融资产的需求，提升收入金融化率。而伴随着中国企业海外融资、并购规模扩大，券商的承销业务和兼并收购业务将获得良好的发展空间。

图 23、证券公司数量和资产规模变化趋势

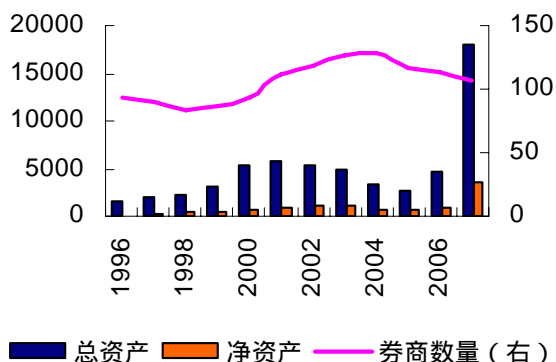
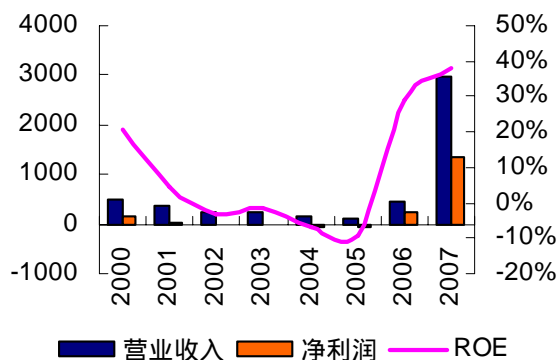


图 24、证券公司经营业绩和盈利能力变化趋势



资料来源：申万研究，资产单位百万元

资料来源：申万研究，收入利润单位百万元

图 25、农村收入金融化率与城市还有较大差别

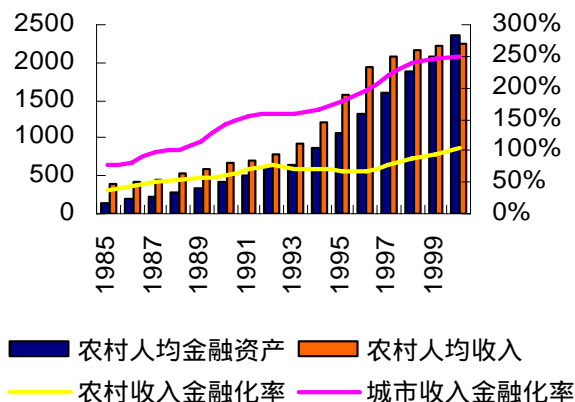
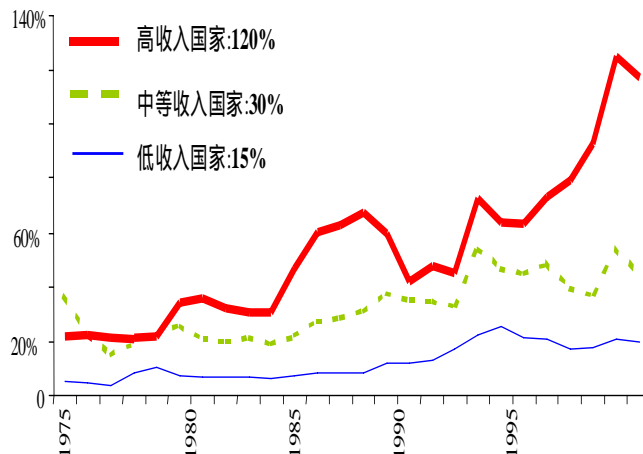


图 26、国家收入和证券化率（截止 2000 年）



资料来源：CCER、申万研究，资产、收入单位元

资料来源：华盛顿《外国直接投资研讨会》、申万研究

2.2 估值篇：创新溢价下降&资产周期轮换

- 次贷危机发生后，监管层对于业务创新和市场创新的谨慎态度，尤其是以股指期货为代表的高杠杆业务创新的推出进度变得高度不确定。

- 可以期待的创新是：在券商中介本位业务（经纪、承销、资管）基础上，衍生出的低风险业务创新，如三板和创业板市场建设、综合金融销售、场外交易、闪电配售等。总而言之，以市场为导向、以客户为中心，挖掘传统业务深度和广度（图 26、图 27）。

图 27、美国券商经纪业务产品销售结构

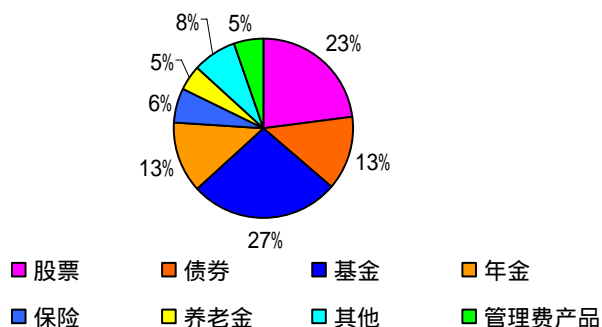
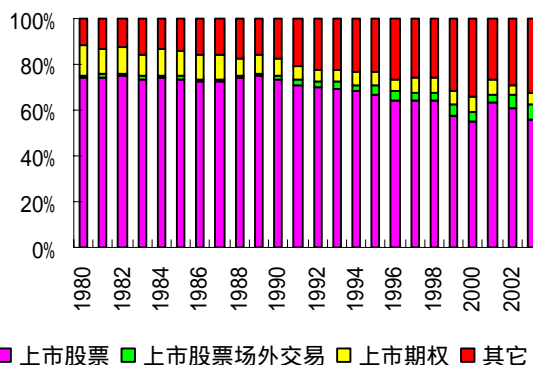


图 28、场外业务成为美国券商佣金的重要来源

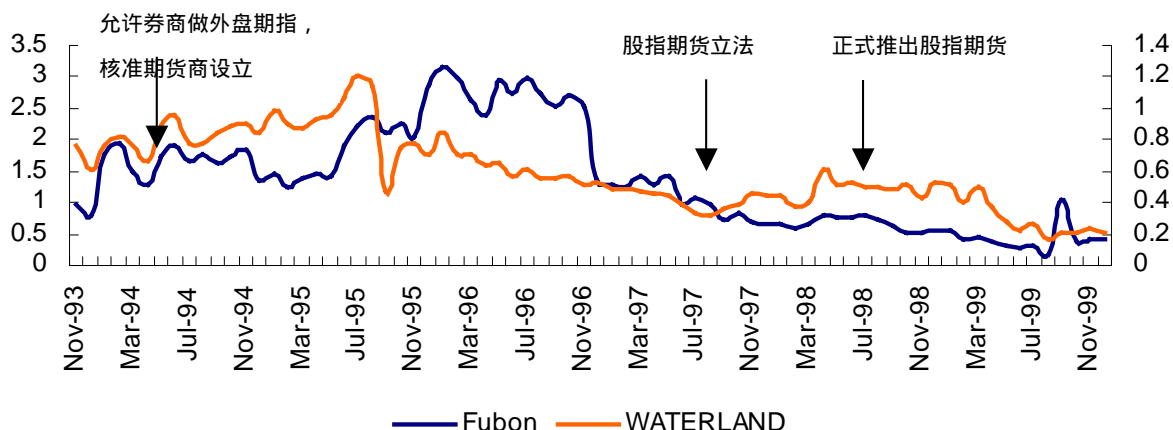


资料来源：US Certified Broker、申万研究

资料来源：US Certified Broker、申万研究

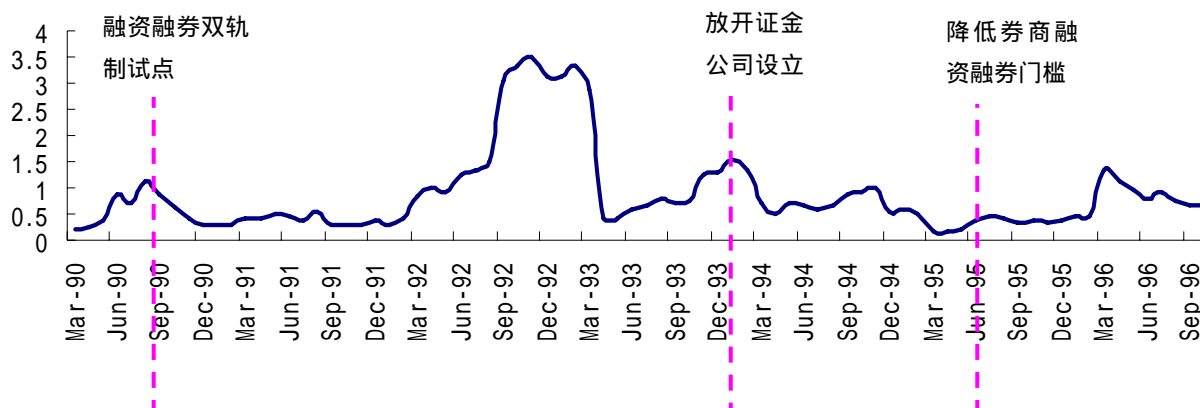
- 券商股价往往在创新业务拟定或出台相关规则时就已经有反映，在试点推出之后，估值溢价趋于下降。以台湾为例，当局在允许岛内证券商进行外盘股指期货代理交易以及进行股指期货立法后，券商股相对市场估值出现了明显上升，正式推出期指溢价反而下降。在融资融券试点、放开证金公司设立前，券商股估值溢价也不断上升，而正式降低券商从事融资融券业务的资本金门槛时，券商股却基本没有反映（图 28、29）。
- 结合我们第一部分的论述，经济周期和资产周期对券商股估值也有一定影响。以美林为例（图 30）：美林 IPO 后 35 年中，相对市场估值倍数的两次明显提升（75-78 年&82-84 年）均和通胀缓解的大背景及兼并收购相关，而几次明显的相对估值倍数下降（73-75&79-81&86-87）都与通胀、通缩及一系列外部事件（佣金自由化、大股灾等）。
- 综上所述，我们认为创新预期弱化和资产周期轮换将使券商股估值水平在一定程度上向市场均值回归。

图 29、台湾股指期货各时点券商股相对市场的估值变化



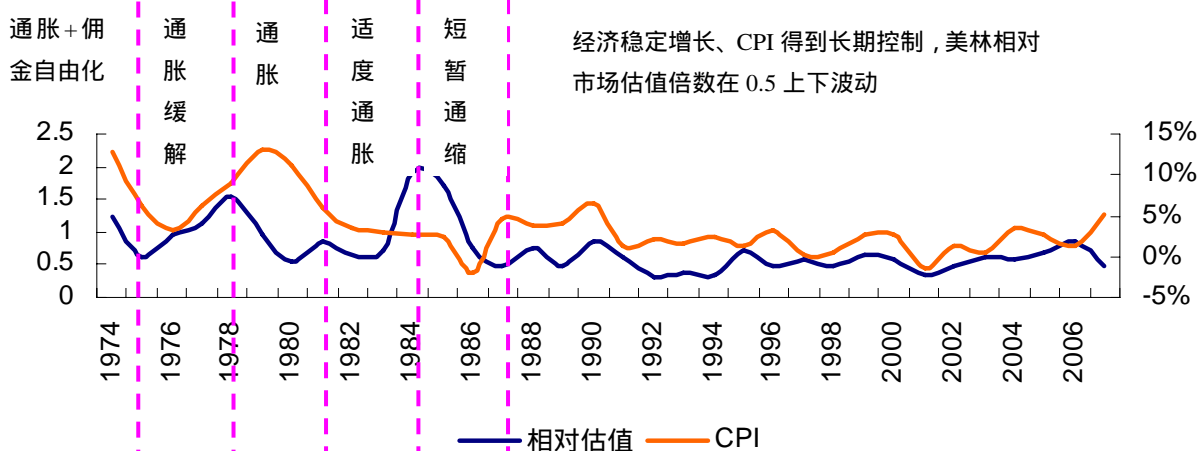
资料来源：Bloomberg、申万研究

图 30、台湾融资融券各时点券商股相对市场的估值变化



资料来源：Bloomberg、申万研究

图 31、美林证券 IPO 后相对市场 PE 的估值变化（左轴）趋势



资料来源：DataStream、申万研究

2.3 业绩篇：重点公司下降 20%以上

2009 年证券类重点公司业绩同比下降将在 20%以上，拖累券商业绩的主要因素将由 2008 年的自营业务转移到经纪业务上。

2008 年，在市场成交额同比大幅萎缩超过 50%、指数下跌超过 65%的情况下，重点公司（中信、海通、成大）业绩跌幅远小于上述幅度，其主要原因在于：经纪投行业务市场占有率的集中化、资产管理业务规模的时滞效应、权证收益贡献、完成再融资后利息收入的增加、两税并轨以及少数股权扣减比例降低。

除市场占有率重新分配外，其余因素基本为一次性贡献，而受到《证券公司设立子公司试行规则》的限制，因综合治理而形成的券商之间非全资持股的问题也将逐渐得以解决，并将对部分券商的“少数股东损益扣减比例”构成影响。

支撑我们对 2009 年业绩判断的主要因素如下：

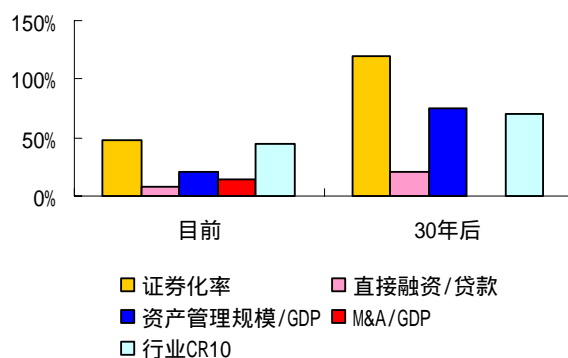
- 我们判断 09 年日均成交额区间为 480-720 亿元，中值位于 610 亿元。在此假设下，经纪业务量下降导致重点公司净利润下降 12%-36%（因各公司业绩对经纪业务的弹性系数不同，图 31）。
- 券商自营业务在 08 年二到三季度已经基本完成了规模和结构的调整，目前自营以债券为主（占比 60%），尽管明年债券投资获得超预期收益的可能性不大（图 33、图 34），但主要业绩风险基本已于 2008 年得到释放。

图 32、2009 日均成交额的情景分析框架

	09乐观	09中性	09悲观
日均股票基金成交额	720	612	481
A股涨幅	20%	15%	10%
A股IPO+再融资	3000	2700	2200
月流通市值换手（老股）	20%	18%	15%
月流通市值换手（新股）	30%	27%	25%
月度融资融券股票换手率	70%	60%	50%
限售股参与交易比例	30%	30%	30%
券商净资本	4300	3800	3200
信用余额/净资本	25%	25%	25%
保证金率	50%	50%	50%
新股首日涨幅	60%	50%	40%

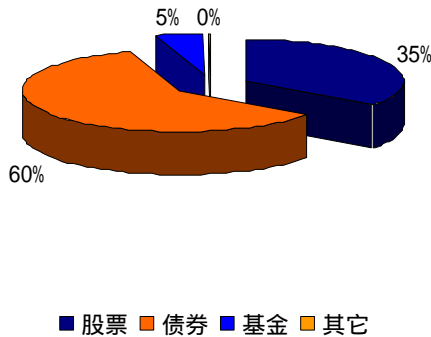
资料来源：申万研究，15%涨幅对应 2100 点

图 33、对未来 30 年关键行业指标的预测



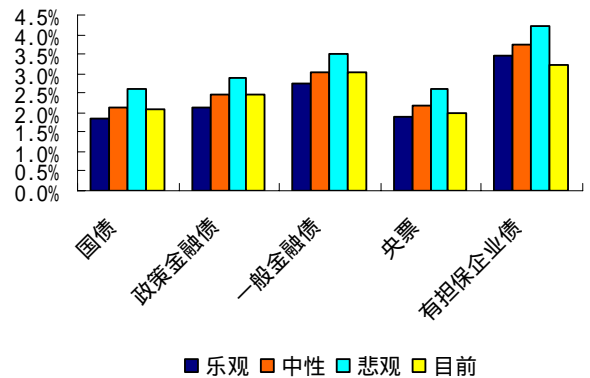
资料来源：申万研究

图 34、券商自营业务向低风险资产的调整完成



资料来源：WIND、申万研究

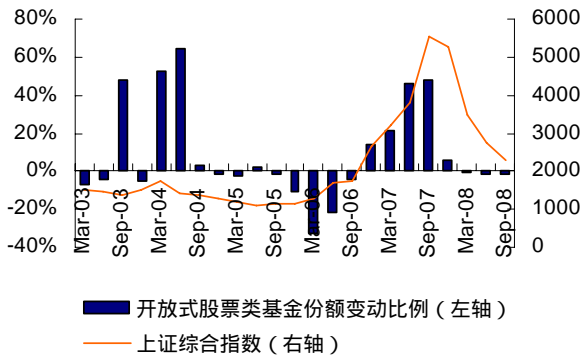
图 35、申万债券组对 1 年内债券收益率曲线判断



资料来源：申万研究

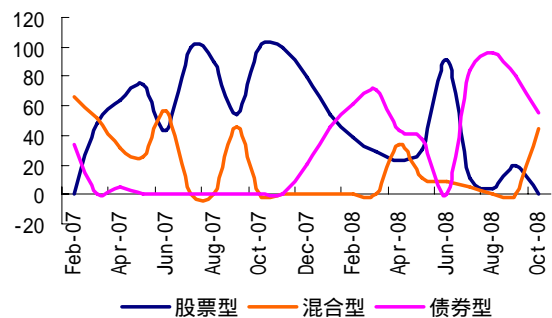
- 关注基金是否出现大规模赎回，熊市末期牛市初期（如 2006 年 Q1）往往伴随着大量基金赎回，因此 09 年基金规模进而资产管理费收入能否保持稳定尚需要观察（图 35）。不过，即便不考虑总规模变动，目前新发基金中股票型占比已经大幅下降，从综合管理费率的角度看，2009 年资产管理业务收入必然受到拖累（图 36）。

图 36、牛市初期往往伴随着巨额的基金赎回



资料来源：申万研究

图 37、月度基金发行占比，股票型降至历史低点



资料来源：WIND、申万研究

- 明年承销业务总量萎缩 32%。截止 10 月份，2008 年 A 股市场 IPO、增发、配股、企业债、可分离债和可转债的发行金额分别为 1297 亿元、406 亿元、140 亿元、317 亿元、650 亿元和 710 亿元。我们预测，2009 年市场股权类融资（包括可转债和分离债）规模为 2700 亿元，较 2008

年的 4000 亿元（截止 10 月份为 3200 亿元）萎缩 32.5%，券商明年承销收入必然受到负面影响。

表 3、已过会但尚未发行的拟发总股本在 5000 万股以上的公司列表

公司名称	过会日期	主承销商	预计发行股数(万)
中国建筑	2008-06-05	中金	1200000
光大证券	2008-06-30	东方	52000
成渝高速	2008-06-27	银河证券	50000
招商证券	2008-09-08	高盛高华, 瑞银	35854
珠江啤酒	2008-07-25	广州证券	7000
天润曲轴	2008-07-07	国信	6000
星期六鞋业	2008-08-29	招商	5500
遵义钛业	2008-04-29	方正	5500
家润多商业	2008-07-14	联合	5000
万马电缆	2008-07-04	平安	5000

资料来源：WIND、申万研究

- 创新业务方面：（1）券商投入融资融券业务的（资金/净资本）比例尚不确定，以海通为例，公司 40 亿元的融资融券初始额度仅相当于净资本的 11%，这一规模远低于我们原先预期（25%）（2）直投业务由于上市周期、禁售期等方面的原因，09 年尚难以有实质性贡献。

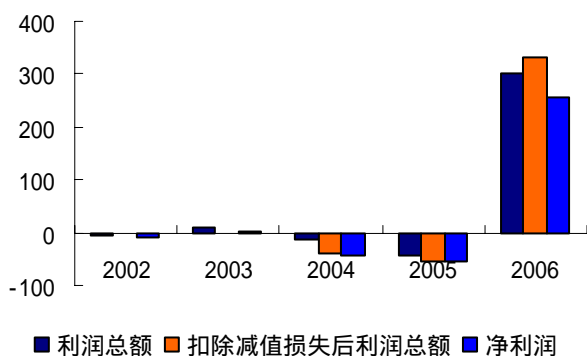
2.4 券商经纪业务保本点为 300-400 亿元

之所以提及这个问题，是因为随着市场下跌，不少投资者担心是否会发生诸如 2002-2005 年的全行业亏损。我们认为，这种可能性微乎其微：

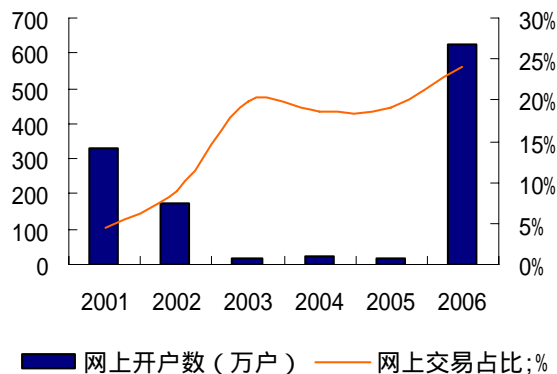
- 经过清理整顿和行业综合治理，证券公司的资产质量相对于 2002-2005 年已经有明显好转，违规国债回购和资产管理业务得到清理，相应的资产减值准备计提的压力也大大减轻（图 37、38）。
- 在采纳新会计准则后，券商自营业务亏损以当期“投资收益”、“公允价值变动收入”或“资本公积”变动的形式当期体现，而自营规模与净资本挂钩和保守的自营结构令券商自营大风险大幅降低。
- 业务大集中、非现场交易占比提升大大降低了券商的运营成本，而部分非核心业务的外包和人力成本的调整也将在部分程度上降低券商经营的盈亏平衡点。

图 38、减值准备造成 2002-2005 年券商行业亏损

图 39、网络交易占比不断提升



资料来源: WIND、申万研究, 单位亿元

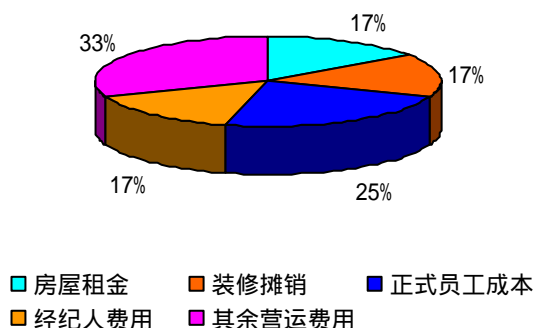


资料来源: 证监会、申万研究

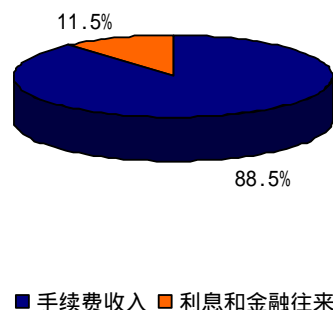
以券商经纪业务为例: 根据我们最近的调研数据, 发达地区成立一家新营业部的总成本投入大致在 600-800 万元之间 (含预付租金、装修、采购电脑及铺底资金)。根据深圳证券业协会的数据, 今年以来辖区营业部月度营业费用平均值为 80 万元, 年化 960 万元, 以其作为全国标准 (显然这是一个非常保守的假设), 0.12% 作为佣金率, 证券经纪业务的盈亏平衡点 300 到 400 亿元, 即便考虑到券商总部管理成本摊销的问题, 盈亏平衡点也不应该超过 500 亿元。

图 40、深圳地区营业部成本构成结构

图 41、深圳地区证券营业部收入结构



资料来源: 深圳证券业协会、申万研究



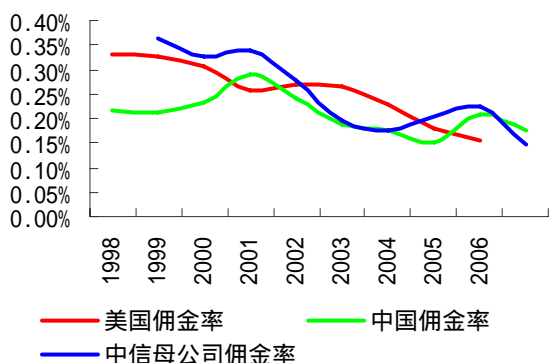
资料来源: 深圳证券业协会、申万研究

表 4、模型显示经纪业务的保本点在 400 亿元

项目	预测值	说明
营业部年营运成本 (万元)	920	深圳 2008 年水平
保证金总额 (亿元)	15000	下调
同业存款利率	1.08% (预测)	考虑到利率下调因素
活期利率	0.72%	现行水平
证券交易佣金率	0.12%	全行业平均水平
日均交易额 (盈亏平衡点)	400	

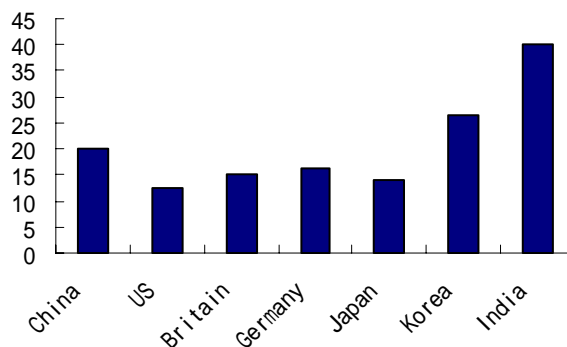
资料来源: 申万研究

图 42、美国券商经纪业务佣金率也在不断降低



资料来源：申万研究

图 43、中国的经纪业务佣金率与全球水平对比



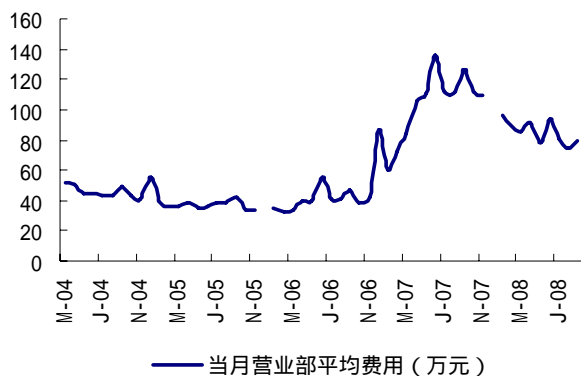
资料来源：证监会、申万研究

表 5、保本点与营业部年费用（横）和同业存款利率（纵）的敏感性

	700	800	900	1000	1100	1200
0.81%	351	404	458	511	565	618
1.08%	281	335	388	442	495	549
1.35%	212	265	318	372	425	479

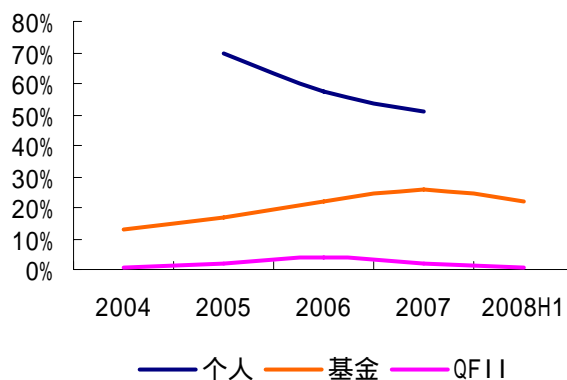
资料来源：申万研究

图 44、深圳营业部月度平均营业费用变化趋势



资料来源：深圳证券业协会、申万研究

图 45、机构持股市值占比有望继续提升



资料来源：WIND、申万研究

表 6、保本点与佣金率（横）和 A 股存量资金（纵）的敏感性

	0.10%	0.11%	0.12%	0.13%	0.14%
11000	508	462	424	391	363
13000	494	449	411	380	353
15000	479	435	399	368	342
17000	464	422	386	357	331

资料来源：申万研究

3、信托：强弱分化明显、业绩波动加剧

信托股 2009 年投资逻辑在于：（1）在全部金融子行业中业绩和资产质量的相对稳定性；（2）扩大内需政策导向下政信合作发展的空间将在一定程度上对冲银信合作下降的不利影响；（3）REITS 及产业基金等业务和制度创新为信托公司带来的业务机会。以下我们就投资者关心的一些问题进行探讨，更多细节请参见我们 5 月 28 日和 10 月 22 日的深度报告。

3.1 银信合作有所减弱，政信合作成为新亮点

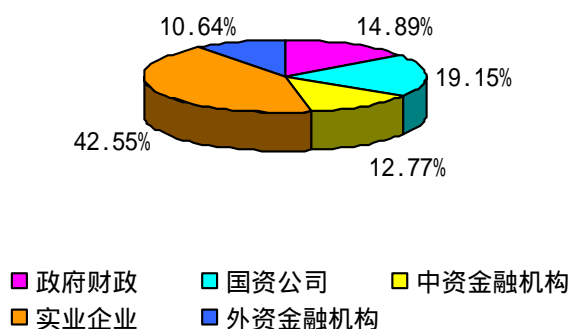
- 银信合作的根本动力不在于释放信贷冲动、而在于实现混业经营、搭建财富管理平台。信托公司 2007 年底共参控股 61 家次银行、券商、保险、期货和基金，银行通过信托实现混业十分快捷（图 45、46、47）。
- 扩大内需的政策导向和 4 万亿投资计划使得政信合作业务空间加大，但是地方政府同样有信用风险，这是值得注意的一个问题。政信合作的空间增长应该难以弥补银信合作下降带来的总量损失：庞大的投资需求必然需要多元化的融资渠道配合，信托公司大可在非债权融资项目上施展才华。此外，银行贷款投向基建类项目，也可能导致单个行业贷款比例超标，这时银信合作需求依然存在。

图 46、入股信托公司对商业银行的作用绝不停留在释放信贷冲动的层面上

并购方	并购目的
<ul style="list-style-type: none"> • 大型实业企业 	<ul style="list-style-type: none"> • 大型实业企业：将信托公司变为集团“职能部门”，帮助集团进行项目融资以及各类投资，或建立产融结合的发展模式
<ul style="list-style-type: none"> • 境内金融机构 	<ul style="list-style-type: none"> • 境内金融机构：利用信托公司，并结合自身资金优势投资包括银行、基金等金融机构，构建金融控股平台，开展投资业务；开发信托产品，发展资产管理业务；
<ul style="list-style-type: none"> • 外资财团 	<ul style="list-style-type: none"> • 外资财团：利用信托公司切入中国金融市场，分享国民经济增长和居民财富提升的成果，展开PE、资产管理业务等

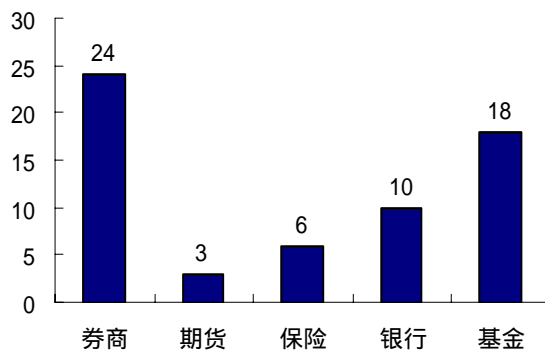
资料来源：申万研究

图 47、2007 年信托公司股东结构



资料来源：申万研究

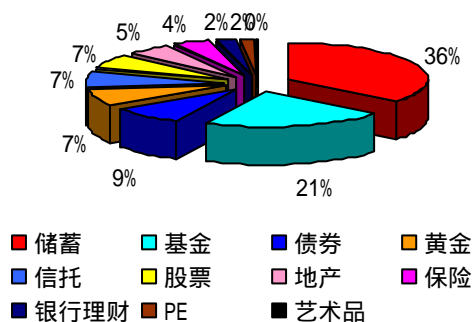
图 48、2007 年底信托公司参控股金融机构统计



资料来源：申万研究

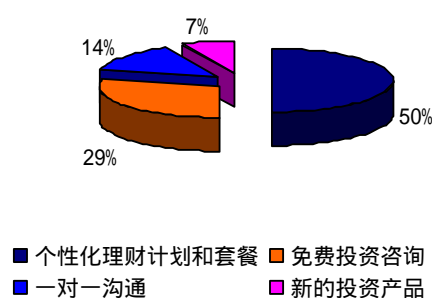
- 信托产品已占据投资者新增投资需求的 7%，并可充分与黄金、地产、PE、艺术品等另类资产对接（图 48、49），在各类投资产品中信托最能够实现个性化服务。此外，通过信托平台从事私人银行，有助于解决在银行内部开展业务带来的利益分配及配合问题。
- 信贷放松的大背景下，银行是不是会甩开信托公司做业务？我们认为可能性存在，但对于银行背景的信托公司而言，影响非常小（没有金融或大企业背景的信托公司 2009 年规模和信托报酬率双降）。

图 49、投资者四季度投资需求



资料来源：上证报投资者调查、申万研究

图 50、投资者对理财服务需求的优先次序



资料来源：上证报投资者调查、申万研究

图 51、美国大学基金另类资产配置比例达到 40%

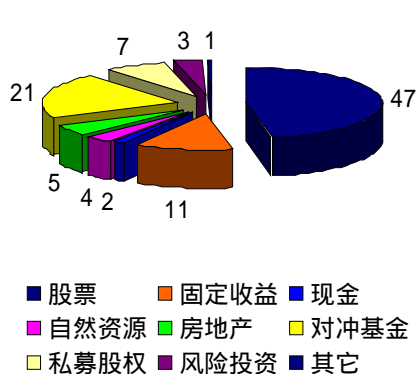
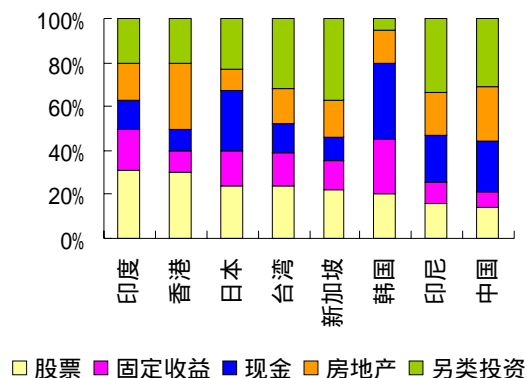


图 52、中国富裕人群的资产配置偏好



资料来源：上证报投资者调查、申万研究

资料来源：上证报投资者调查、申万研究

表 7、券商、基金、保险、银行理财产品多为大众型，较难实现个性化

	券商集合理财	定向单一理财	公募基金	基金专户理财	银行理财产品	投资连结保险	信托理财产品
营销模式	自行推广+委托	自行推广+委托	直销+代销	直销+代销	银行网点销售	直销+代销	私募
资金门槛	>5-10 万元	未明确规定	最低 1000 元	最低 5000 万	>5 万元	最低可 1 万以下通常 100 万元	
产品范围	较为狭窄	较为狭窄	较为狭窄	较为狭窄	信用商品、境外	较为狭窄	可投另类资产
业务模式	一对多	一对一或有限	一对多	一对一	一对多	一对多	单一或集合
盈利模式	管理费+提成	管理费+提成	0.8 到 1.5%不等管理费+提成	管理费	管理费+托管费	保单管理费、资产管理、托管费+提成	产管理费等 7 项提成+次级受益
流动性	退出受到限制，有封闭期	退出受到限制，有封闭期	开放式可赎回，封闭式可变现	流动性较弱	公募相对较低	相对较弱	相对较弱
客户服务	散户为主	企业法人为主	散户为主	机构为主	散户为主	保户	高净值客户
监管制约	制约较多	制约较多	制约较多	审批简单	制约较多	比较严格	政策+窗口指导
审批方式	核准	核准	核准	核准	备案	核准	备案
监管机构	证监会	证监会	证监会	证监会	银监会	保监会	银监会
保本条款	有限保本	不详	无	无	有	无	有限保本

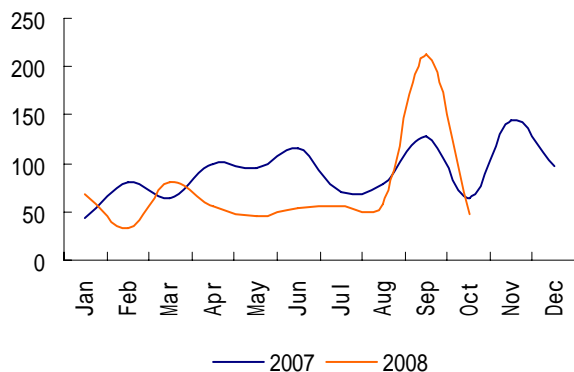
资料来源：申万研究

3.2 信托规模和业绩波动性可能加剧

历史上看，信托公司的业绩稳定性强于券商，资产规模稳定性强于基金公司。我们认为业绩稳定性一方面固然来源于信托公司综合经营的优势及银信合作业务的爆发式增长，另一方面也来自于信托公司固有业务的贡献。然而：

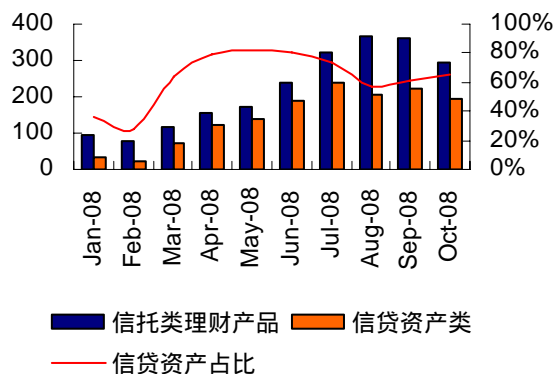
- 正如我们在《中国财富管理市场敲门砖—信托行业深度研究》中所指出的，短期内货币政策松动对信托规模的影响不可忽视，且从 10 月份的最新数据看，无论是集合信托还是银信合作规模都出现下降，信托规模短期内面临较大的不确定性（图 50、51）。

图 53、10 月份集合信托发行金额环比萎缩 38%



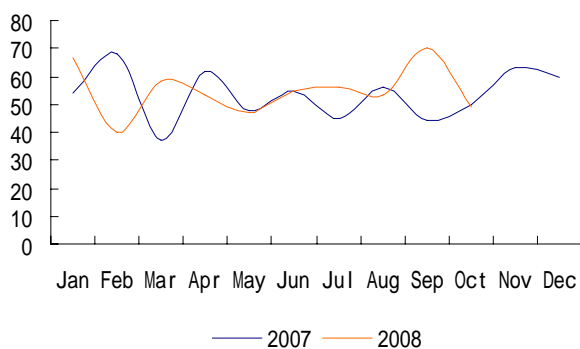
资料来源：用益、申万研究，单位亿元

图 54、银信合作产品 10 月份发行数量环比下跌 19%



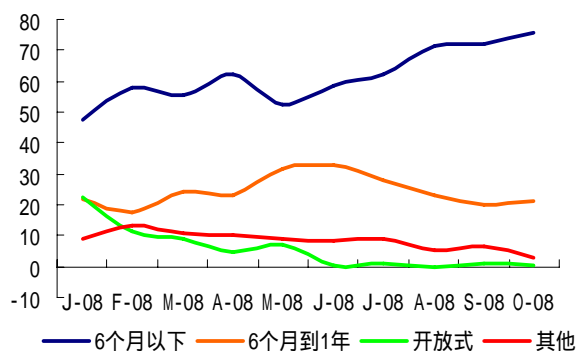
资料来源：普益、申万研究

图 55、10 月份集合产品发行数量环比下降 30%



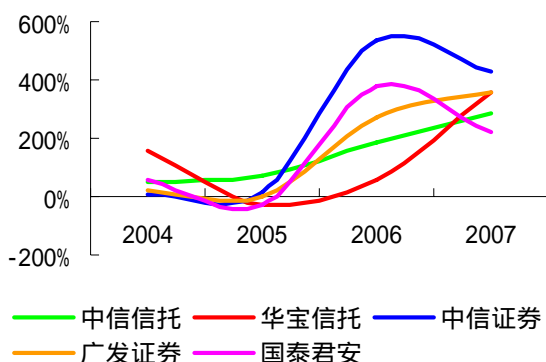
资料来源：用益、申万研究，单位亿元

图 56、银信合作产品发行期限短期化 (占比%)



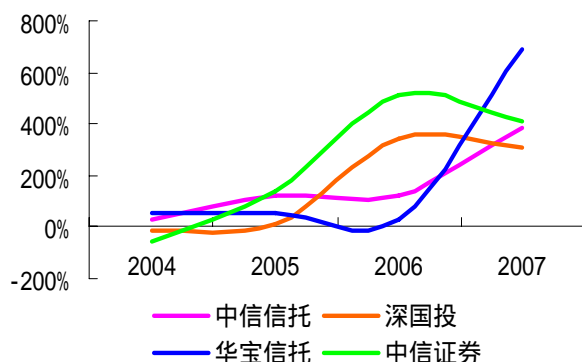
资料来源：普益、申万研究

图 57、信托公司收入波动幅度和券商比较



资料来源：WIND、公开信息、申万研究

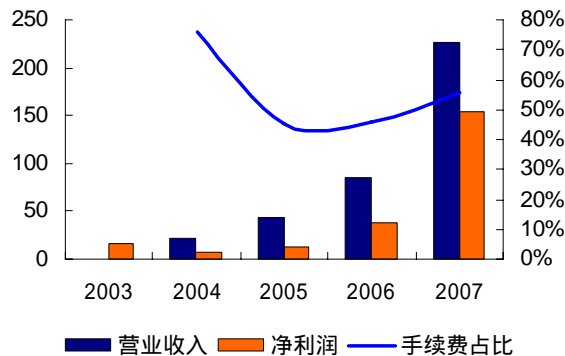
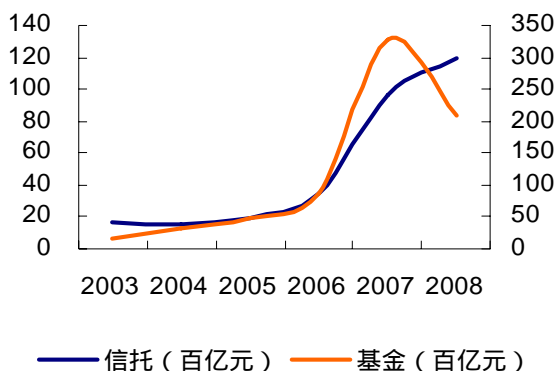
图 58、信托公司利润波动幅度和券商比较



资料来源：WIND、公开信息、申万研究

图 59、信托公司资产管理规模与基金对比

图 60、信托公司历年财务状况对比



资料来源：WIND、公开信息、申万研究

资料来源：WIND、公开信息、申万研究

- 房地产等传统固有业务的剥离，使得信托公司自有资金投资集中于高度波动的金融资产、金融股权上，从而影响业绩稳定性，从2008年信托公司中报业绩情况来看，业绩分化已经逐步体现。
- 需要提示的是，尽管明年信托规模不容乐观，但由于集合类信托报酬率（一般1.5%左右）是银信合作类产品报酬率（一般0.2%到0.3%为上限）的5倍，所以按照目前集合类产品和银信类产品2:8的比例，集合类产品规模增长16%到24%即可对冲银信合作规模下降30%的影响，因此我们认为市场的变化对于优质信托公司而言冲击很小。

3.3 监管部门对信托上市的态度及疑虑

我们侧面了解，目前银监会对信托公司上市的态度是试点，信托公司是否能够拿到监管意见书（即银监会同意信托公司上市的意见）是一个未知数。证监会对信托上市的主要疑虑在于：

- 信托公司在完成固有资产清理后，是否具备可持续的业务模式并能够持续盈利？目前银信合作产品“走量不走价”，对银行的过渡依赖是否会隐含风险？
- 信息披露：由于信托产品的私募性质，信托公司在信息披露上的透明度相对较差，投资者对信托项目周期、收益确认等缺乏资料，上市后是否需要出台相关细则规范披露？
- 关联交易：目前部分信托公司与母公司之间的关联交易占比较大，是否构成上市障碍？
- 募集资金用途：信托以资产管理业务为主营业务，这部分业务并不消耗资本金，因此募集资金的投向是监管部门所关心的另一个问题。

对于优质信托公司而言，募集资金用途（获取创新业务资格、为信托产品信用增级等）、持续盈利模式和关联交易（与金控集团或企业集团内部企业之间的稳定业务、代表委托人和受益人意志的关联交易）等问题较小，如何在不断违背信托委托人利益的前提下加大信息披露力度是今后重点关注的问题。

3.4 信托公司当下应采取何种竞争策略？

表 8、信托公司现阶段的竞争策略

业务范围	竞争情况	竞争策略
传统信托业务	证券投资信托、贷款信托可复制性较强、关键在于投资管客户导向、绑定银信企合作关系，结合投资门槛和理人、信托议价权弱	伞形基金等安排降低交易成本并帮助客户突破投资限制、提升复制效果
另类资产信托	PE 信托、REITs、艺术品信托拥有丰富的实业资产投资经产品导向，利用长期的固有资产投资经验，以及广验，其余金融机构尚不能进入该泛的投资范围，实现专业化。目前另类信托的规模领域、信托议价权相对较强	还十分有限，原因在于现有业务令信托公司衣食无忧，缺乏创新动力。而另类信托短期内面临人才瓶颈和难以标准化等问题。

资料来源：申万研究

4、投资逻辑&公司推荐

4.1 中信证券：明确的业绩和估值底线

- 我们认为公司的最大看点在于明确的业绩底线（2009 年 EPS 保底 0.63 元）和估值底线（12.07 元）。我们采用了较为谨慎的假设，包括 500 亿元日均成交额（我们预期 2009 年日均成交额区间下限）、基金及资产管理规模较现有水平继续萎缩 20%、自有资金综合投资收益率 3.5%-4%。

表 9、日均成交额 500 亿元的情况下，中信证券的业绩和估值底线

	自有资金	金融资产价值	基金公司资产价值	经纪、承销价值	每股指标
估值	222 亿元	316 亿元	99 亿元	163 亿元	12.07 元
计算假设	2008H1 账面价值	2008H1 账面价值	AUM=1650 亿元	日均 500 亿，0.12%	
估值指标	1XPB	1XPB	Price/AUM=6%	10X2009EPS	
EPS 贡献	0.0879 元	0.1430 元	0.1493 元	0.2455 元	0.6257 元
业绩假设	综合收益率 3.5%	综合收益率 4%	基金规模萎缩 20%	日均 500 亿，0.12%	

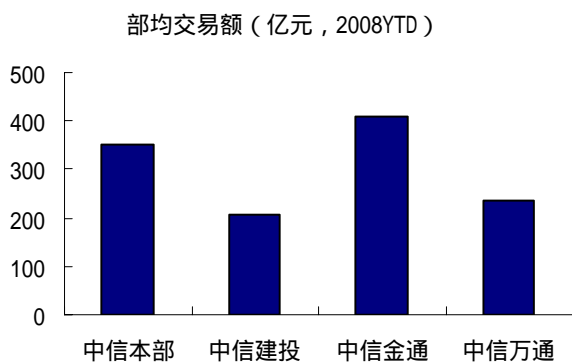
资料来源：申万研究，单位：亿元，每股价值为元

- 熊市背景下公司加强风险控制力度，以投行业务为例，公司目前投行项目的立项审核需经过资产配置和资产决策委员会通过，委员会构成中投行业务人员占 50%、销售 25%、自营 25%，出了风险采取共担的思

想。此外为降低包销风险，公司的承销保荐费率也明显提升，近期招商地产增发的销售情况目前就非常好，反映了强大的风险控制能力和分销实力。

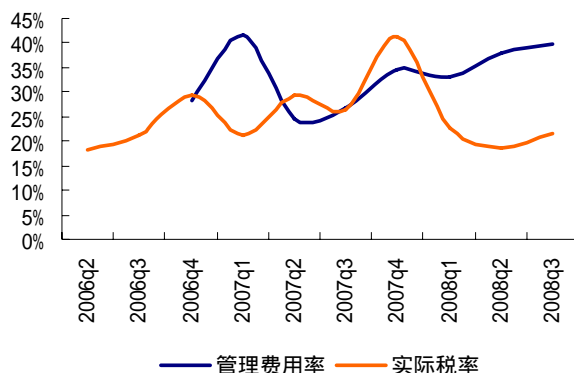
- **近期市场关心公司经纪业务占有率下降的问题**，我们了解由于公司权证交易的佣金率相对较高（仅略微低于股票），因此很多小资金转移到其他券商处进行交易、降低了总体市场占有率。近期有媒体表示，监管部门有意将权证交易额从券商总成交额中剔除，此举对将恢复公司经纪业务的市场占有率的真实面貌。
- **公司最大的风险在于资产管理业务整合**。我们预期2009年公司资产管理业务的整合步伐将会加快，而最终出让的股权比例则将成为不确定风险。因资产管理业务具有收入稳定的特征，能够享受相对较高的估值，而出让股权尽管会提升当期业绩，但面临如何提升再投资回报率的问题，此外对于一次性收益的估值，市场必然会采取较为谨慎的态度。
- **公司也面临如何提升经纪业务交易效率的问题**，在完成了大规模的营业网点外延式扩张后，这一问题显得更加突出（图56）。我们看好公司长期的“大项目—大网络—大平台—国际化”发展思路带来的传统业务竞争力，以及因4+4战略而衍生的创新业务梯队优势。我们给予2008、2009年1.14元和0.93元的盈利预测，并维持增持评级。

图 61、中信证券部均交易额对比（百万元）



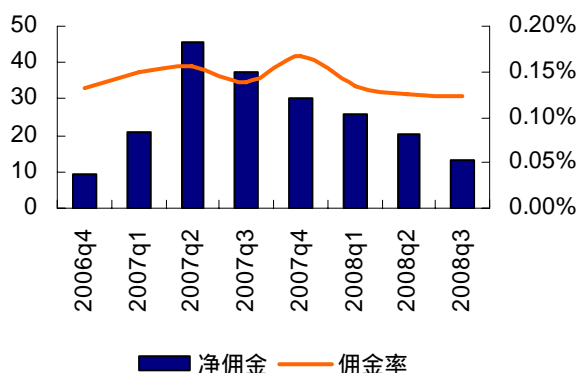
资料来源：伟海、申万研究

图 62、中信证券单季度费用率和实际税率变化



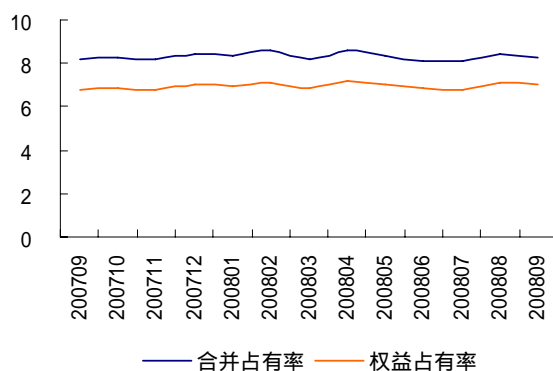
资料来源：WIND、申万研究

图 63、中信证券佣金率变化情况



资料来源：WIND、申万研究，净佣金（左轴）亿元

图 64、中信证券合并和权益口径市场占有率%



资料来源：WIND、申万研究

表 10、中信证券未来可解禁的增发股一览表

	发行类型	配售期限	获配 (万股)	锁定期 (月)	价格 (元)	目前市价 (元)	结算利润
南玻 A	增发	20071010	8000	36	8	10.2	17600
风帆股份	增发	20071017	200	12	18	5.39	-2522
苏宁电器	增发	20080520	1000	12	22.5	14.4	-8100

资料来源：WIND、申万研究

表 11、中信证券未来 2 年盈利预测明细 (单位：亿元)

	2007A	2008E	2009E
营业收入	308.71	173.50	133.31
手续费收入	133.77	60.31	38.79
公允价值+投资收益	109.27	30	22.85
承销收入	21.94	21.27	15.27
资产管理收益	20.29	32.02	32.82
金融企业往来收入	9.91	11.4	9.41
营业支出	110.08	69.20	48.87
营业费用	95.30	51.66	35.49
营业税及附加	13.22	7.18	5.92
营业利润	198.62	104.30	84.44
净利润 (含少数股东)	135.36	82.40	66.70
EPS (元、母公司口径)	4.01	1.14	0.93

资料来源：申万研究，单位：亿元，每股价值为元

4.2 辽宁成大：广发影子股投资首选

- 公司 08 年动态 PE 仅为中信的 60%、09 年为中信的 57%，09 年 PB 估值已在 2X 以下（中信 2.3X），这种估值优势已经充分反映了：1、可能的多元化折价 2、广发上市风险 3、弱势市场中参股券商股相对于纯券商股的折价。我们给予证券业务 12XPE、流通业务 10XPE 和制药业务 20XPE，估值底线 12 元，目前股价安全边际较高，给予增持评级。
- 广发依然是判断公司价值的核心变量。（1）广发拥有强大的经纪业务和资产管理业务，目前上述两类业务收入占比为 85%，公司自营资产中 70%为债券，风险有限。（2）已获得直投试点资格并成立专门的子公司运作业务，融资融券业务也在筹备之中，只等政策开闸放水。（3）广发上市迟迟未果，对其长期融资平台搭建和核心竞争力将有负面影响，但这种影响已经充分体现在股价中。
- 作为一家贸易起家的公司，由于市场竞争激烈及主业的毛利空间不断降低，适度的多元化本身无可厚非。目前公司主业之外投资的证券、生物医药（09 年看乙脑疫苗和海外市场增速）等业务效益良好，只有油页岩项目因外部市场油价变动而带来一定不确定性（我们最新盈利预测中已经扣除油页岩项目），旗下部分优质资产未来还存在通过资本运作而获得增值的空间。
- 此外，在广发两家影子股中，成大估值低于敖东，按照我们对广发证券的最新盈利预测，成大 09 年动态估值为 13X，敖东为 17X，成大比敖东低近 25%。
- 更多内容请参见我们 12 月 2 日发表的《辽宁成大投资者交流会议纪要》

表 12、广发证券三季度网上新股收益计算

	价格（元）	数量（万股）	网下部分（万股）	当日均价（元）	获利（万元）
中国南车	2.18	1178.09	451.23	3.66	1075.75
西仪股份	2.88	71.45	7.15	6.18	212.19
大东南	5.28	27.45	14.66	9.03	47.96
伊利浦	6.66	37.4	0	10.58	146.61

资料来源：申万研究

表 13、广发证券前三季度承销项目一览表

日期	承销证券	类型	承销金额	承销及保荐费	平均费率
2008-7-24	金发科技	企债	1,000.00	18	1.80%
2008-7-14	栖霞建设	增发	1,034.40	31.03	3.00%
2008-7-7	升达林业	IPO	250.8	12	4.78%
2008-6-26	利尔化学	IPO	546.04	16.38	3.00%

2008-5-12	金飞达	IPO	317.22	12	3.78%
2008-5-8	康美药业	转债	900	15	1.67%
2008-4-22	鸿博股份	IPO	277.6	11.2	4.03%
2008-2-15	天宝股份	IPO	307.26	12	3.91%
2008-1-28	大立科技	IPO	170	9.5	5.59%
2008-1-28	中远航运	转债	1,050.00	15.75	1.50%
2008-1-22	南洋股份	IPO	574.56	19.24	3.35%
2008-1-21	达意隆	IPO	122.96	10	8.13%
2008-1-10	海利得	IPO	470.08	16.1	3.43%
2008-1-3	海亮股份	IPO	614.35	20.43	3.33%

资料来源：伟海、申万研究 注：承销额和承销费单位为百万元

表 14、辽宁成大未来 2 年盈利预测明细（单位：亿元）

	2006 年报	2007 三季报	2007 年报	2008E	2009E
一、营业收入	55.31	37.59	61.80	65.72	70.95
营业成本	49.57	31.94	52.53	55.87	59.60
营业税金	0.05	0.06	0.10	0.11	0.11
三项费用	4.02	3.28	5.25	5.59	6.03
减值损失	(0.33)	(0.06)	0.00	0.00	0.00
二、投资净收益	3.62	17.35	19.65	7.69	5.78
三、营业利润	5.62	19.72	23.57	11.86	10.99
四、利润总额	5.63	19.70	23.57	11.86	10.99
减：所得税	0.28	0.96	0.96	0.89	0.98
五、净利润(亿元)	5.35	18.74	22.61	10.97	10.01
归属于母公司	4.70	17.80	21.43	9.68	8.51
每股收益	0.94	1.98	2.36	1.08	0.95

资料来源：申万研究，单位：亿元，每股价值为元

表 15、吉林敖东未来 2 年盈利预测明细（单位：亿元）

	2005 A	2006 A	2007 A	2008E	2009E
一、营业总收入	7.67	7.69	8.45	9.13	9.86
二、营业总成本	6.75	6.87	7.86	8.44	9.12
营业成本	2.88	2.66	3.14	3.38	3.65
营业税金及附加	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15
三项费用	3.75	3.41	4.58	4.93	5.32
三、其他经营收益(亿元)					
投资净收益(亿元)	0.33	4.15	19.35	7.64	5.74
四、营业利润(亿元)	1.26	5.09	19.99	8.32	6.48
五、利润总额(亿元)	1.39	5.23	20.34	8.32	6.48
减：所得税(亿元)	0.05	0.24	0.32	0.14	0.15
六、净利润(亿元)	1.34	4.99	20.02	8.19	6.33
减：少数股东	0.23	0.12	0.1	0.14	0.11

归属于母公司	1.11	4.87	19.92	8.05	6.22
EPS	0.34	1.35	3.47	1.39	1.09

资料来源：申万研究，单位：亿元，每股价值为元

图 65、今年以来广发系权益口径占有率降低 0.23%

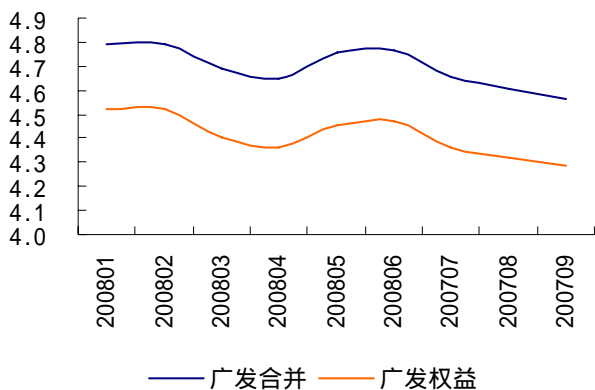
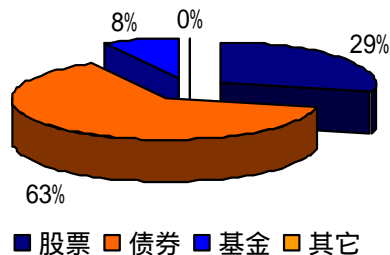


图 66、广发证券 2008 年中自营资产配置



资料来源：WIND、申万研究

资料来源：申万研究

4.3 安信信托：定向增发不确定性很小

- 公司的看点在于定向增发完成后，将被纳入中信金融控股体系内。强大的集团背景资源和人才、研发实力保证了创新及有竞争力的产品不断推出，而公司绑定银、信、企合作关系，锁定业务需求，极大降低了业务的波动性。
- 目前公司管理的信托规模为 2200 亿元左右（我们预计年底随着一系列新产品的发行，规模将上升到 2400 亿元），其中主动型占比为 20%左右（400 亿元），另还有一部分介于主动和被动型之间的业务（公司参与投资，但经营管理需要共同决策的项目），目前中信信托项目人员为 170 人、安信信托为 50 人。
- 由于公司定向增发事宜推进缓慢，市场产生了种种质疑，我们在前期的报告中也一再提到，本次定向增发并不涉及主营业务变更以及再融资，且中信信托关联交易在一定程度上是保持公司业绩稳定性的重要因素，因此综合判断我们认为方案的不确定性非常小。
- 继续维持 2008-2009 年的盈利预测 0.76 元和 1.04 元。使用 1X 自营业务 PB，1.80%的 (P/AUA) 和 18.75%的 (P/AUM)，同时考虑到公司两张信托牌照的价值（每张信托牌照估值 3 亿元），即便公司信托规模在目前水平上下降 25%(结构保持不变)，公司的估值底线在 10.30 元左右，我们维持增持评级。

- 事实上，如果公司信托规模出现下降，应主要对应于被动型产品（银信），同时主动型产品相对占比将提升，因此我们判断公司的信托报酬率会随规模的下降而有所提升，并间接提升公司的估值底线价值（我们判断实际在11元左右）。

表 16、中信信托新产品一览表

信托项目	期限/信托规模	预计收益/管理人	投资范围	分配顺序/流动性安排
中信鸿图 1 号	5 年/3-8 亿元，优先级 80%、次级 20%	10%-24%/ 中信信托及上海天鸿投资	房地产股权、债权或其它权益	向优先受益人分配直至 10%，再向次级受益人分配 10%，剩余 20% 支付管理人，其余按 7：3 向优先和次级分配
中信盛景星耀地产基金	超级优先 15 月、优先 3 年、次级 5 年/次级不少于 11.5 亿（抵押率为 18.28%）	14%（含 2% 认购费）/ 32.9 亿、优先 23.5 亿、超优先级 11.5 亿	中信信托、昆明星耀、其他地产企业股权、债权及结构产品	星耀五洲股权、中信集团及信托以 23.5 亿元为超优先增级。昆明星耀以在天津星耀投资 32.9 亿元为超优先及优先级增级，引入中信地产或第三方
东方资产武汉办财产收益权流动化	3 年/5 亿元	Na	Na	Na
中信开行爱心信托	288 天/10 亿元	Na	Na	Na
东银信托贷款集合资金信托计划	1 年/1.2 亿元	9%	上海东银贷款	东银以 5600 万股山东海龙为贷款质押担保。受益权可转让或设定质押
汇利优选证券投资	5 年（可延长）/0.53 亿元	上海汇利资产管理	证券市场	Na

资料来源：申万研究

表 17、安信信托未来 3 年盈利预测（单位：万元）

	2004	2005	2006	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	8016.76	11576.94	46240.03	247578.84	323717.18	406228.18
净利息收入	(79.00)	1554.21	8264.97	45197.07	47947.37	45578.15
手续费及佣金净收入	3627.26	6099.70	16767.09	152890.14	219031.15	287472.09
投资收益	4470.97	4300.30	9398.03	51919.63	69131.09	93280.88
浮盈变现				15700.00	15700.00	0.00
公允价值变动收益	(2.45)	(361.29)	11829.17	0.00	0.00	0.00
其它业务收入	(0.02)	(15.98)	(19.23)	0.00	0.00	0.00
二、营业支出	4077.55	4102.23	13729.72	61894.71	80929.29	101557.05
营业税金及附加	295.03	448.18	1644.49	12378.94	16185.86	20311.41
业务及管理费用	3782.52	3474.33	9069.23	49515.77	64743.44	81245.64
三、营业利润	3939.21	7474.71	32510.31	185684.13	242787.88	304671.14
四、利润总额	3936.46	7469.20	32510.31	185684.13	242787.88	304671.14
所得税费用	1040.28	2270.40	9991.99	46421.03	60696.97	76167.78
净利润	2896.18	5198.80	22518.32	139263.10	182090.91	228503.35
EPS				0.77	1.04	1.26

资料来源：申万研究

表 18、2008 年中期中信信托持有的部分 A 股一览表

	持仓数量 (万股)	持仓市值 (万元)	占总股本比例%
攀渝钛业	225.5396	3144.022	1.9694
长城股份	667.2189	4310.2341	1.8991
东力传动	38.045	454.6378	0.8454
长江通信	32	230.72	0.3264
联华合纤	171	1135.44	3.1576

资料来源：WIND、申万研究，注：本表仅为粗略统计，对于部分大市值股票而言，公司无法进入前 10 大股东的情况可能使我们的统计出现遗漏。此外，根据最新情况，泛海建设、广汇股份分别将 2.5 亿股（占总股本 11.04%）和 2741 万股（占总股本 3.16%）质押给中信信托

表 19、申万证券信托类重点公司估值比较表

公司名称	目前股价	08 年 EPS	09 年 EPS	08 年 PE	09 年 PE	08 年 BVPS	09 年 BVPS	08 年 PB	09 年 PB	总股本	总市值
中信证券	21.05	1.14	1.00	18.46	21.05	8.20	9.20	2.57	2.29	66.30	1396
海通证券	14.78	0.41	0.33	36.05	44.79	4.68	5.00	3.16	2.96	82.28	1216
辽宁成大	12.25	1.08	0.95	11.34	12.89	5.57	6.18	2.20	1.98	8.97	110
宏源证券	13.90	0.38	0.32	36.58	43.44	3.93	4.21	3.54	3.30	14.61	203
光大证券	Na	0.53	0.44	Na	Na	4.06	4.33	Na	Na	34.18	Na
招商证券	Na	0.58	0.47	Na	Na	3.45	3.83	Na	Na	35.9	Na
安信信托	14.65	0.76	1.04	19.28	14.09	3.32	4.12	4.41	3.56	18.12	265
陕国投	8.49	0.18	0.40	47.17	21.23	1.31	4.80	6.48	1.77	3.58	30

资料来源：申万研究，股价截止 11 月 14 日

信息披露

分析师承诺

孙健：证券信托

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持(underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。