

[2009.05.06]

## 预期之中和预期之外

### ——2009 年 1 季报总结与展望

梁静

董乐

021-38676850

021-38676650

liangjing@gtjas.com

dongle@gtjas.com

- 本报告导读：
- 季度佣金率大幅下降将有所遏制；
  - 现金充裕为投资业务预留想象空间；

#### 投资要点：

- **整体业绩表现在预期之中：**1 季度，9 家上市证券公司净利润 38 亿元，环比增长 73%、同比下降 16%；中小券商弹性十足，除长江和国金外，环比增速均超过 100%。**单个公司业绩喜忧参半：**宏源和东北业绩增速超出预期，其中宏源环比增速达到 975%；中信环比增长仅 7%、低于预期。
- 经纪佣金环比增长 41%，符合预期；佣金率下降也在预期之内，但降幅达到 10%、超出预期。从中长期趋势来看，受制于营业网点设立市场化、投资者结构机构化、交易方式非现场化，佣金率持续下降不可避免，但这些影响是渐进的，因而佣金率将保持缓慢下降的态势。1 季度的大幅下降，我们认为是直接受到中小券商以佣金换市场策略以及上述诸因素影响所致，但也应受到经纪人等制度性因素以及其他随机因素的重要影响。由于在活跃市场中投资者对佣金的敏感度降低、制度变革的影响降低，我们判断，**后续几个季度佣金率将保持稳定、预期将不再进一步悲观。**
- 一如预期，自营业务环比增长 33%、且分化明显；宏源和东北自营表现超出预期。1 季度，大部分公司不同程度的减持了债券、增配了股票。中信、海通、国元等投资策略仍较为保守，但 1 季度明显减持了债券，将资产几乎全配到债券上的策略开始转变；东北和宏源更为积极进取，尤其是东北大幅提升了股票仓位。由于及时把握住了市场机遇，东北和宏源的投资收益率分别达到 25%和 14%，远高于其他上市公司。
- 其他业务基本符合预期。承销、利息和其他业务环比降 76%、18%和 5%。承销依靠债券的现状难有改观；保证金增长将使得利息收入保持稳定；管制放松、市场向好都给予了创新业务更为广阔的发展空间，2010 年创新业务对业绩的贡献度将显著提升，这也将成为未来业绩的最大看点之一。
- 业务及管理费用环比下降 38%、费率 33%，符合预期。采取费用控制策略、以及去年年末部分公司计提了较多的薪酬费用是环比降低的主要原因。
- 主要券商自有资金规模占比显著上升，中信、海通、长江、国元和国金自有资金/净资产均超过 50%，这也为后期继续增持股票资产、继续寻求其他资金运用途径预留了想象空间。
- 投资业务可释放的浮盈有限。2008 年资本公积作为业绩的蓄水池发挥过巨大作用，但 2009 年新股申购、定向增发等主渠道都不复存在，重新蓄水只能依靠存量资产市值增长。1 季度尽管市场活跃，但期初规模小、资本公积增值率有限。长江、宏源和东北增长较为明显，达到 24%、16%和 16%。
- 中信应付薪酬仍具想象空间。季度末中信应付薪酬余额 44 亿元，是季度实发薪酬的 6.5 倍，这极大增加了费用计提弹性，进而可望增加业绩弹性；西南、国元、长江和东北的应付/实发超过 100%，同样具有一定想象空间。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

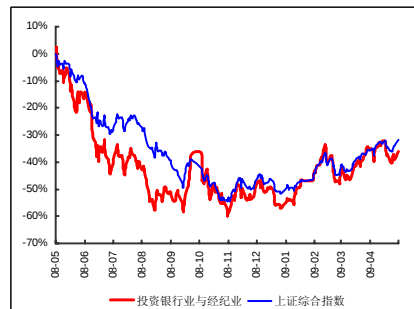
#### 细分行业评级

|          |    |
|----------|----|
| 证券经纪与交易业 | 中性 |
| 信托业      | 中性 |

#### 主要上市公司评级

|       |      |
|-------|------|
| 中信证券  | 增持   |
| S 延边路 | 增持   |
| 宏源证券  | 中性   |
| 海通证券  | 谨慎增持 |
| 国金证券  | 中性   |
| 东北证券  | 谨慎增持 |
| 国元证券  | 中性   |
| 长江证券  | 中性   |
| 辽宁成大  | 增持   |
| 吉林敖东  | 增持   |
| 爱建股份  | 中性   |
| 安信信托  | 中性   |
| 陕国投   | 中性   |
| 太平洋   | 中性   |

#### 行业指数走势



#### 相关报告

季报行情拉开帷幕，关注投资业务的超预期

(09.04.12)

1 季度交易水平维持高位，市场份额有所分化

(09.04.17)

开局良好，全年增长可期

(09.04.03)

创业板：长期收益可观

(09.04.01)

成交额爆发式增长

(09.03.02)

交易额：想象空间有多大？

(09.02.16)

交易持续活跃，2008 年业绩符合预期

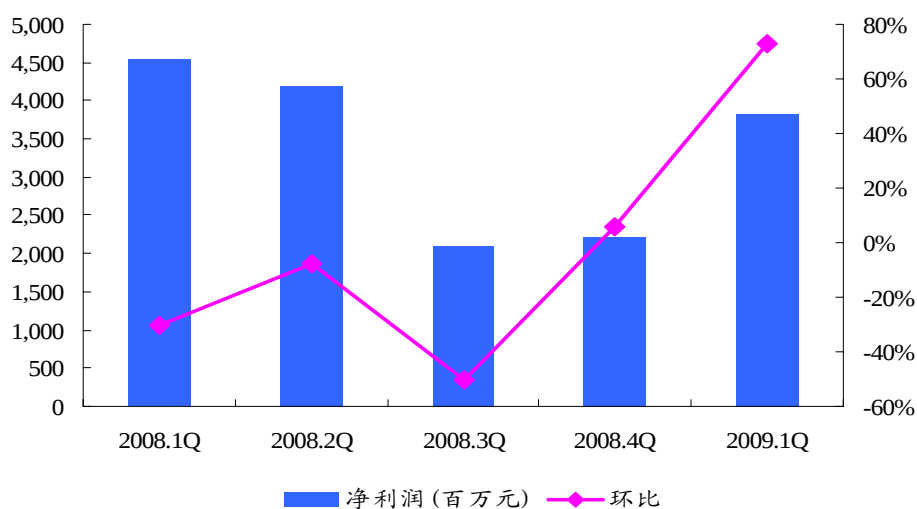
(09.02.10)

## 1. 季度业绩基本符合预期，经纪佣金、自营和费用驱动环比快速增长

### 1.1. 净利润环比增长 73%，中小券商具高弹性

1 季度，9 家上市证券公司营业收入 80 亿元、环比增长 17%、但同比降低 23%。净利润 38 亿元，环比增长 73%，但同比下降 16%，符合预期。

图 1 上市券商连续第 2 个季度实现环比增长



数据来源：上市公司定期报告，国泰君安证券

就上市公司个体来看，表现出了很大的差异性。中小券商弹性十足，除长江和国金外，环比增速均超过 100%，宏源环比增速达到 975%。大券商中，中信环比增长仅 7%、低于预期；海通环比增长 53%，略超预期。

表 1 2009.1Q 上市证券公司净利润及增幅比较

|             | 中信           | 海通         | 宏源         | 长江         | 国元         | 东北         | 国金         | 太平洋        | 西南         | 广发         |
|-------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 1Q08        | 2,522        | 898        | 340        | 98         | 304        | 179        | 363        | -250       | 89         | 976        |
| 2Q08        | 2,248        | 1,113      | 294        | 311        | 48         | 164        | 143        | -197       | n.a.       | 841        |
| 3Q08        | 1,128        | 641        | 46         | 39         | 75         | 1          | 184        | -88        | n.a.       | 584        |
| 4Q08        | 1,383        | 649        | 21         | 72         | 11         | 65         | 66         | -110       | -74        | 679        |
| <b>1Q09</b> | <b>1,504</b> | <b>996</b> | <b>227</b> | <b>130</b> | <b>315</b> | <b>213</b> | <b>102</b> | <b>112</b> | <b>220</b> | <b>965</b> |
| %q/q        | 7%           | 53%        | 975%       | 80%        | 173%       | 226%       | 55%        | 202%       | 398%       | 42%        |
| %y/y        | -40%         | 11%        | -33%       | 32%        | 4%         | 19%        | -72%       | 145%       | 147%       | -1%        |

数据来源：上市公司定期报告。净利润单位为百万元

表 2 2009.1Q 上市证券公司主要指标比较

|         | 中信   | 海通   | 长江   | 国元   | 宏源   | 东北   | 国金   | 太平洋  | 西南   | 广发   |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| EPS(元)  | 0.23 | 0.12 | 0.14 | 0.09 | 0.22 | 0.37 | 0.20 | 0.07 | 0.12 | 0.48 |
| BVPS(元) | 8.61 | 4.83 | 2.92 | 3.36 | 4.06 | 4.04 | 4.44 | 0.99 | 1.90 | 6.45 |

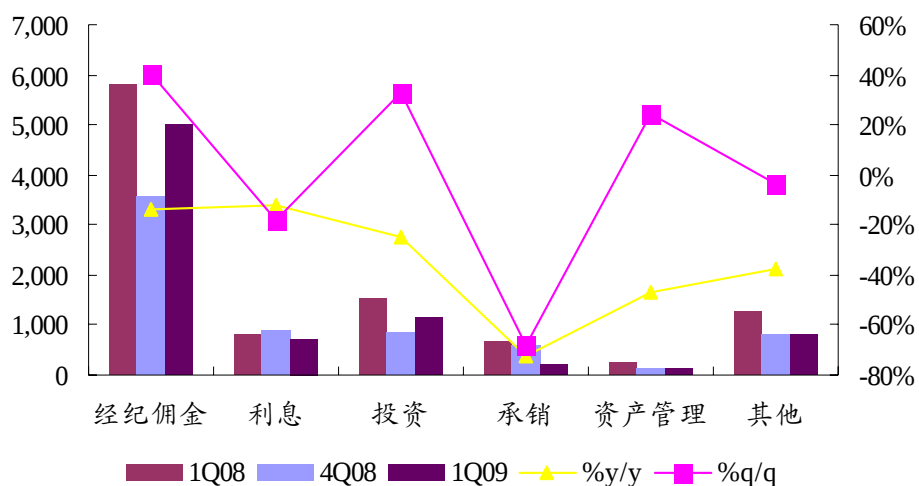
|      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ROE  | 2.6% | 2.5% | 4.6% | 2.6% | 5.3% | 9.1% | 4.6% | 7.5% | 6.1% | 7.5% |
| 净利润率 | 43%  | 56%  | 43%  | 43%  | 51%  | 53%  | 37%  | 62%  | 50%  | 40%  |

数据来源：上市公司定期报告

## 1.2. 经纪佣金和自营推动收入环比增长

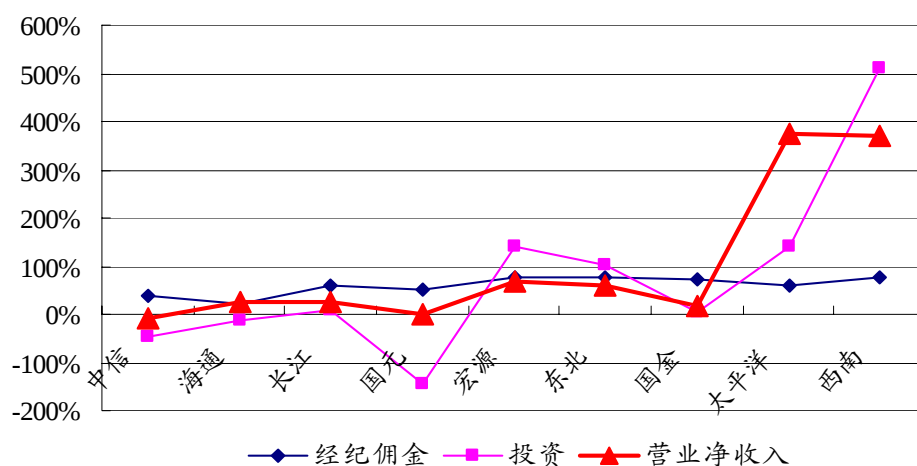
1 季度，各业务同比均有不同程度的明显下滑，但经纪佣金和投资净收益环比增长 41%和 33%，是业绩环比增长的主要驱动因素。中小券商经纪佣金和自营增速要显著高于大券商，这也使得他们的业绩增速更快。

图 2 2009.1Q 经纪佣金和自营推动上市证券公司业绩环比增长



数据来源：上市公司定期报告

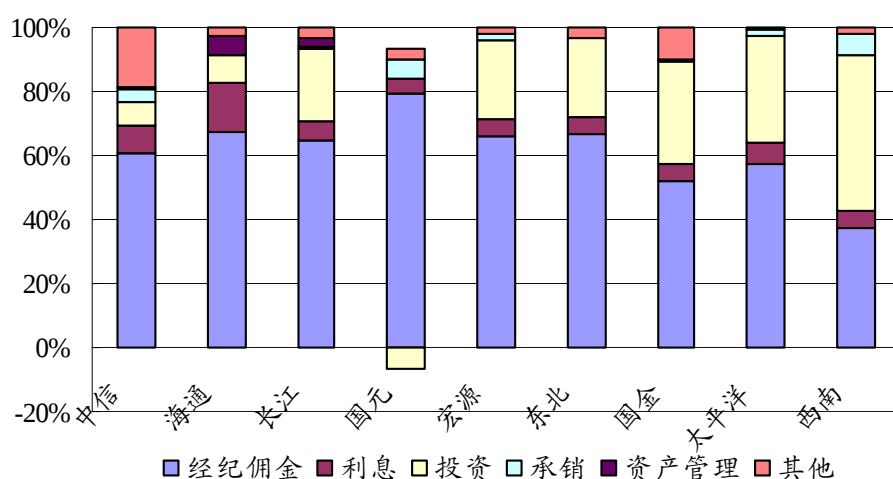
图 3 中小券商经纪和自营增速要快于大券商



数据来源：上市公司定期报告

经纪和自营与其他业务的此消彼长，使得上市证券公司对这两大业务的依赖度进一步提升。东北和宏源的依赖度达到 92%和 91%（不考虑息差收入），其他中小券商也达到 84%以上。大券商对经纪和自营的依赖程度相对较低，中信和海通分别为 68%和 76%。

图 4 2009.1Q 上市证券公司业务结构

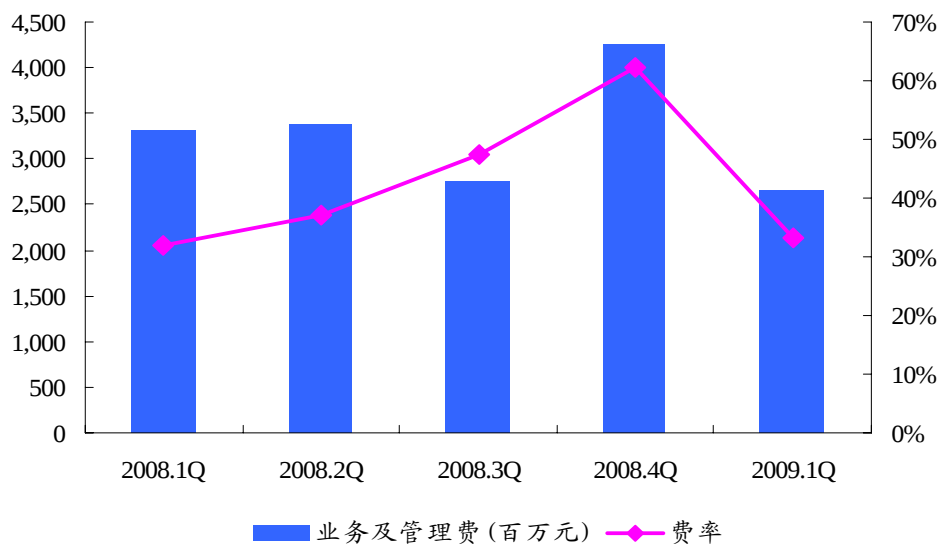


数据来源：上市公司定期报告

### 1.3. 业务及管理费用降幅明显

整体来看，季度业务及管理费用显著下降，其中同比下降 20%、环比下降 38%；费率为 33%，同比略高，但显著低于环比的 62%。上市证券公司普遍采取了费用控制的策略是费用下降的主要原因，而环比降幅较大则是由于去年年末部分证券公司计提了较多的薪酬费用。

图 5 上市证券公司业务及管理费变化



数据来源：上市公司定期报告

个体而言，环比来看，国元、海通和宏源由于不再大比例计提薪酬，降幅十分显著；同比则是中信和海通等大券商降幅较多。人均费用来看，长江、国元和东北显著低于平均水平。

表 3 上市证券公司业务及管理费的变化（百万元）

| 业务及管理费      | 中信           | 海通         | 长江         | 国元         | 宏源         | 东北         | 国金         | 太平洋       | 西南         | 总计           |
|-------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|--------------|
| 1Q08        | 1,927        | 556        | 216        | 119        | 139        | 132        | 84         | 67        | 85         | 3,326        |
| 2Q08        | 1,947        | 534        | 215        | 132        | 161        | 126        | 86         | 62        | 118        | 3,381        |
| 3Q08        | 1,194        | 602        | 205        | 134        | 160        | 121        | 153        | 63        | 117        | 2,749        |
| 4Q08        | 1,591        | 1,261      | 228        | 366        | 289        | 160        | 139        | 67        | 153        | 4,253        |
| <b>1Q09</b> | <b>1,308</b> | <b>420</b> | <b>201</b> | <b>116</b> | <b>171</b> | <b>113</b> | <b>129</b> | <b>61</b> | <b>127</b> | <b>2,647</b> |
| %q/q        | -17.7%       | -66.7%     | -11.8%     | -68.2%     | -40.9%     | -29.4%     | -7.2%      | -8.2%     | -17.0%     | -37.8%       |
| %y/y        | -32.1%       | -24.5%     | -7.1%      | -1.9%      | 22.7%      | -14.4%     | 54.0%      | -9.0%     | 48.6%      | -20.4%       |

**2009.1Q 业务及管理费用的其他参数**

|          |      |     |     |     |      |     |     |      |      |     |
|----------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|------|------|-----|
| 费用率      | 38%  | 24% | 38% | 38% | 28%  | 28% | 47% | 34%  | 29%  | 38% |
| 人均费用(万元) | 11.0 | 9.2 | 6.9 | 8.2 | 10.1 | 8.8 | 8.8 | 10.5 | 17.7 | 10  |
| 部均费用(万元) | 696  | 345 | 324 | 243 | 342  | 235 | 863 | 360  | 470  | 459 |

数据来源：上市公司定期报告

## 2. 经纪业务：佣金率下降幅度超出预期

尽管市场股票基金权证交易额同比仅下降 4%，但上市证券公司佣金收入同比下降-14%。佣金率下降 16%、市场份额下降 1%，是导致收入降幅高于市场规模降幅的主要原因。

表 4 主要上市公司经纪业务关键变量比较

|                   | 中信            | 海通            | 长江            | 国元            | 宏源            | 东北            | 国金            | 总体            |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>佣金净收入(百万元)</b> | <b>2,090</b>  | <b>1,195</b>  | <b>344</b>    | <b>278</b>    | <b>410</b>    | <b>271</b>    | <b>165</b>    | <b>4,752</b>  |
| %y/y              | -19%          | -10%          | -11%          | -8%           | -7%           | -13%          | -8%           | -14%          |
| %q/q              | 37%           | 19%           | 58%           | 50%           | 78%           | 77%           | 66%           | 39%           |
| <b>股基权交易额(亿元)</b> | <b>16,927</b> | <b>8,971</b>  | <b>2,976</b>  | <b>2,436</b>  | <b>2,924</b>  | <b>1,495</b>  | <b>1,411</b>  | <b>37,140</b> |
| %y/y              | -8%           | -15%          | 2%            | 22%           | 51%           | -8%           | -11%          | -5%           |
| %q/q              | 66%           | 55%           | 67%           | 70%           | 51%           | 64%           | 83%           | 63%           |
| <b>市场份额</b>       | <b>7.67%</b>  | <b>4.06%</b>  | <b>1.35%</b>  | <b>1.10%</b>  | <b>1.33%</b>  | <b>0.71%</b>  | <b>0.68%</b>  | <b>16.9%</b>  |
| %y/y              | -4%           | -12%          | 6%            | 27%           | 58%           | 1%            | -2%           | -1%           |
| %q/q              | 10%           | 3%            | 11%           | 13%           | 1%            | 14%           | 29%           | 9%            |
| <b>佣金率</b>        | <b>0.123%</b> | <b>0.133%</b> | <b>0.116%</b> | <b>0.114%</b> | <b>0.140%</b> | <b>0.181%</b> | <b>0.110%</b> | <b>0.128%</b> |
| %y/y              | -12%          | 5%            | -13%          | -25%          | -39%          | -7%           | -3%           | -14%          |
| %q/q              | -18%          | -23%          | -5%           | -12%          | 19%           | 7%            | -14%          | -10%          |

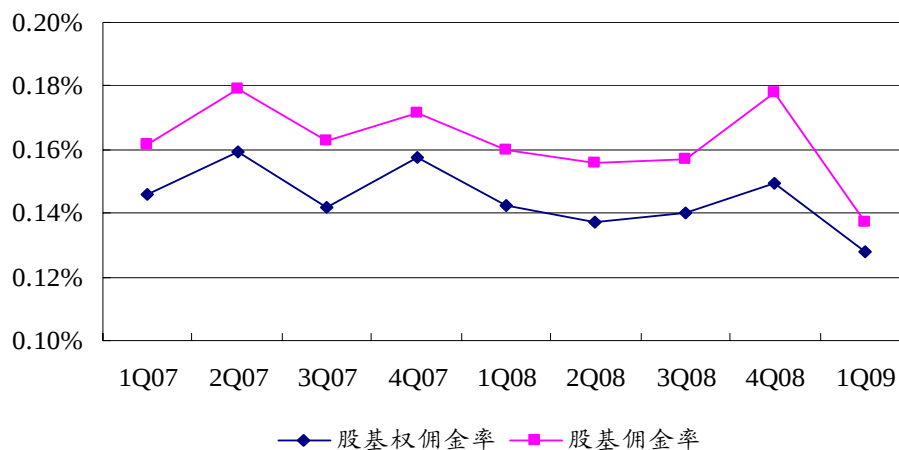
数据来源：公司公告，国泰君安证券

佣金率保持持续下降趋势。2008 年行业股基权佣金率由 0.142%下降到 0.129%、降幅为 9.2%；上市证券公司由 0.152%降低到 0.142%、降幅 6.6%，低于行业。但 2009 年 1 季度佣金率较 2008 年继续下降 10%。虽然佣金率下滑在我们预期中，但下滑幅度超出预期。

我们认为，从中长期趋势来看，在营业网点设立逐步市场化、机构交易占比上升、

非现场交易占比上升等的影响下，佣金率持续下降不可避免，但这些影响是渐进的，因而佣金率将保持缓慢下降的态势。而1季度的大幅下降，我们认为直接受到上述诸因素影响所致，但也应受到经纪人等制度性因素以及其他随机因素的重要影响。由于在活跃市场中投资者对佣金的敏感度降低，我们判断，后续几个季度佣金率将难以再现1季度大幅下滑的情况。

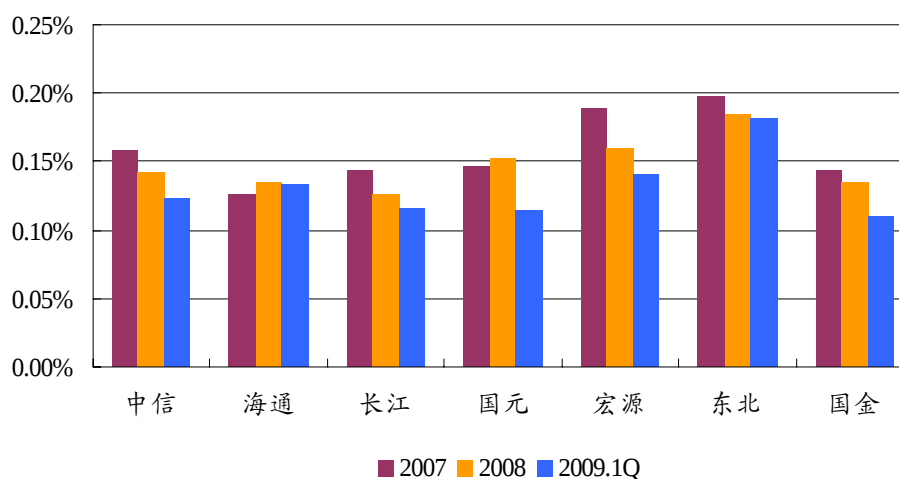
图 5 2009.1Q 上市证券公司佣金率降幅明显



数据来源：上市公司定期报告

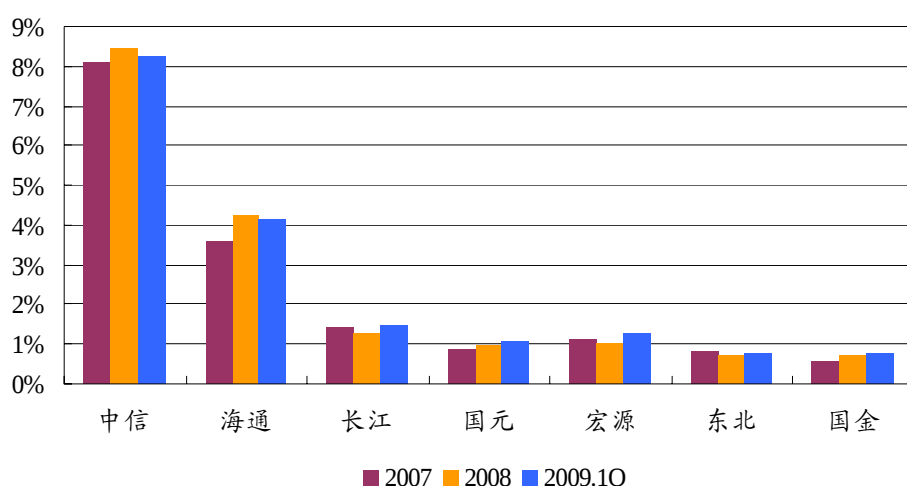
我们猜测，1 季度佣金率的下滑，更多的来自于中小券商主动采取了以佣金换市场的策略，从表 4 和图 7 来看，中小券商在佣金率降低的同时，市场份额普遍有所提升。这也从一个侧面印证了我们的判断。投资者结构中散户占比较高也应该是中小券商市场份额提升的重要原因。

图 6 各上市证券公司佣金率变化比较



数据来源：上市公司定期报告

图 7 各上市证券公司市场份额变化比较



数据来源：上市公司定期报告

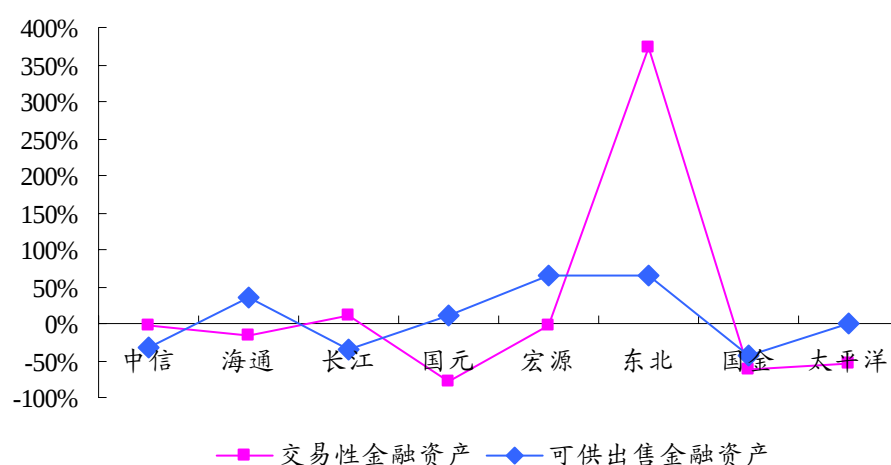
### 3. 自营业务：分化逐步显现

1 季度，大部分公司不同程度的减持了债券、增配了股票。但由于投资策略、存量自营规模以及资产结构的不同，自营业务上的表现也存在较大差异。

中信、海通、国元和国金等债券持仓较高的券商普遍减持债券类资产，其中，国元和国金自营规模分别减少 70%和 61%；中信减幅为 28%。结果是，自营虽仍以债券为主，但股票仓位上升，将资产几乎全配到债券上的策略开始转变。

而宏源、东北等券商的自营投资相对灵活，股票持仓也较前一类券商高，尤其是东北把握住了 1 季度股票市场的机遇，及时增持了股票资产，使得自营规模较期初增长 308%。

图 8 上市证券公司自营规模变化(2009.1Q/2008)

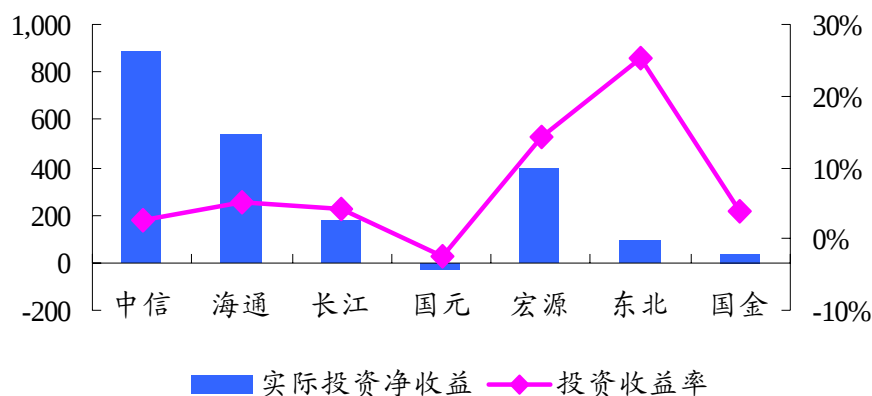


数据来源：上市公司定期报告

而从收益率来看，东北和宏源等投资策略比较灵活、股票资产占比较高的券商，

获得了较高的投资收益率，其中，宏源为 14%、东北为 25%，这也直接推动了他们的季度业绩超出预期。其他券商则由于投资策略较为保守、或者绝对规模较大，收益率不佳，国元为-2.5%，其余在 2.6%-5.2%之间。

图 9 上市证券公司自营投资收益率比较



数据来源：上市公司定期报告

#### 4. 其他业务：创新业务或可依托

**承销业务。**在 IPO 暂停后，承销业务陷入最低谷，1 季度，依托于债券承销，上市证券公司共获承销收入 1.65 亿元，同比和环比分别下降 73%和 76%；其中，仅有基数较低的国元和西南，环比实现了增长。我们判断，在 IPO 近期将难以重启的背景下，2 季度乃至更长的时间内，这种以债券业务为主的状况难有根本变化。

**利息收入。**1 季度，保证金规模环比显著增长；但由于息差收窄，收入环比仍下降 18%；而保证金规模同比基数较高、仅有国金和西南有所增长，中信同比下滑 52%、降幅最为明显。海通证券得益于自有资金利息收入，基本保持原有规模。我们判断，1 季度保证金仍处于恢复性增长阶段，随着市场赚钱效应扩散、保证金规模将呈快速上升趋势，从而推动利息收入保持稳定。

**创新业务。**券商的创新业务已经涉及到资产管理、财务顾问、期货、直接投资等诸多领域，但 1 季度仍然只有资产管理、基金管理能够对少数几家券商直接贡献业绩，其中只有中信的创新业务占比达到 20%、其余均在 10%以下。环比来看，只有中信下降 19%，其他券商均显著增长；同比看，由于基数的原因，只有长江基本稳定，其他券商均明显下降。管制放松、市场向好都给予了创新业务更为广阔的发展空间，2010 年以后包括资产管理、直接投资等在内的创新业务对业绩的贡献度将显著提升，这也将成为未来业绩的最大看点之一。

表 5 其他主营业务季度增速比较（百万元）

|      | 中信   | 海通   | 长江   | 国元    | 宏源   | 东北    | 国金   | 太平洋     | 西南   |
|------|------|------|------|-------|------|-------|------|---------|------|
| 承销   | 118  | 7    | 3    | 21    | 12   | 0     | 2    | 3       | 27   |
| %q/q | -78% | -50% | -80% | 1997% | -38% | -100% | -91% | #DIV/0! | 110% |

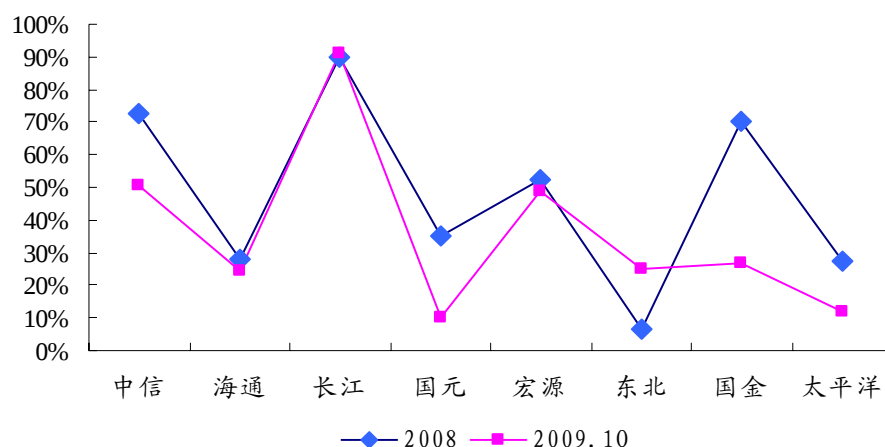
|      |      |      |      |        |      |       |       |      |        |
|------|------|------|------|--------|------|-------|-------|------|--------|
| %y/y | -80% | -67% | -89% | 69813% | 13%  | -100% | 3130% | -84% | -2839% |
| 利息   | 306  | 270  | 31   | 16     | 32   | 21    | 16    | 12   | 24     |
| %q/q | -24% | -8%  | 7%   | -59%   | -17% | -19%  | -8%   | 38%  | -16%   |
| %y/y | -24% | 11%  | -6%  | -43%   | -29% | -15%  | 20%   | 32%  | -11%   |
| 创新业务 | 679  | 149  | 31   | 12     | 14   | 13    | 27    |      |        |
| %q/q | -19% | 82%  | 38%  | 78%    | 73%  | 21%   | 289%  |      |        |
| %y/y | -36% | -54% | -1%  | -72%   | -70% | -15%  | -46%  |      |        |

数据来源：上市公司定期报告

## 5. 自有资金预留想象空间

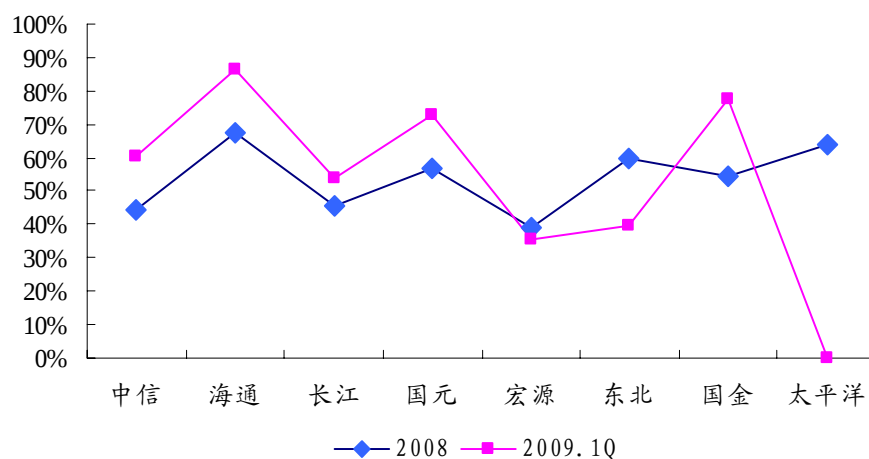
如前所述，中信等主要券商调整了自营持仓规模及结构，使得自营资产明显减少的同时，自有资金规模占比显著上升，其中，中信、海通、长江、国元和国金自有资金/净资产均超过 50%，这也为后期继续增持股票资产、继续寻求其他资金运用途径预留了想象空间。

图 10 上市证券公司自营规模占比变化



数据来源：上市公司定期报告

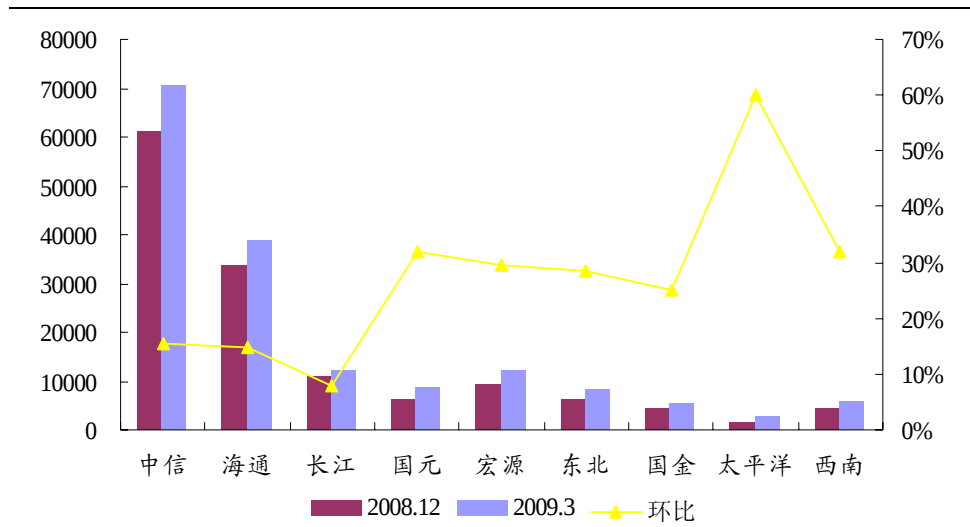
图 11 上市证券公司自有资金规模占比变化



数据来源：上市公司定期报告

保证金恢复性增长，上市券商 1 季度保证金规模为 1582 亿元，环比增长 18%；其中国元、宏源和增速较快，增速达到 30% 左右，中信和海通均为 15%。同比总体呈现下降态势、但分化更为明显，中信降幅超过 50%；海通和长江降幅也达到 15%；宏源、东北和国元降幅在 6%-8%。市场的持续活跃将继续推动增量和存量保证金的快速增长。

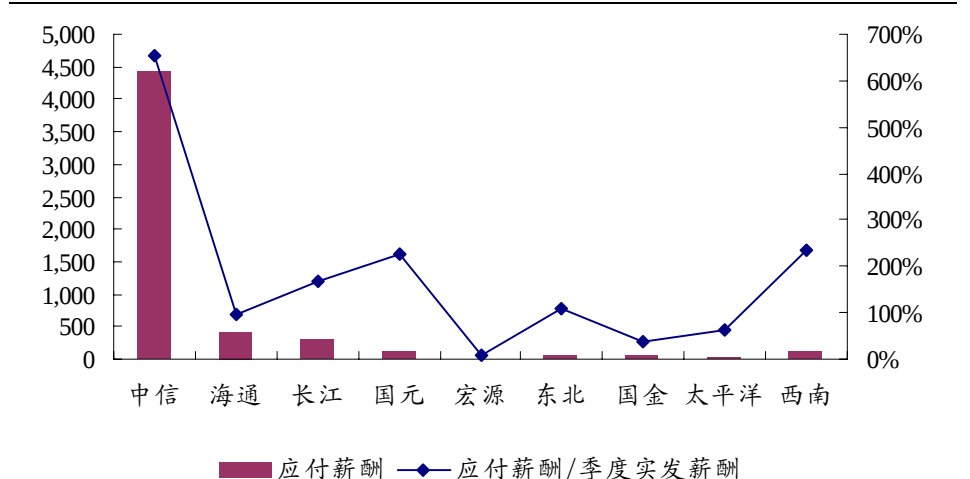
图 12 上市证券公司客户保证金规模变化



数据来源：上市公司定期报告

中信应付薪酬具备想象空间。1 季度，中信应付薪酬余额达到 44 亿元，是季度实发薪酬的 6.5 倍，这极大的增加了业务及管理费用计提的弹性，进而可望增加业绩弹性；其他券商中，西南、国元、长江和东北的应付/实发超过 100%，同样具有一定的想象空间。

图 11 上市证券公司应付薪酬规模变化

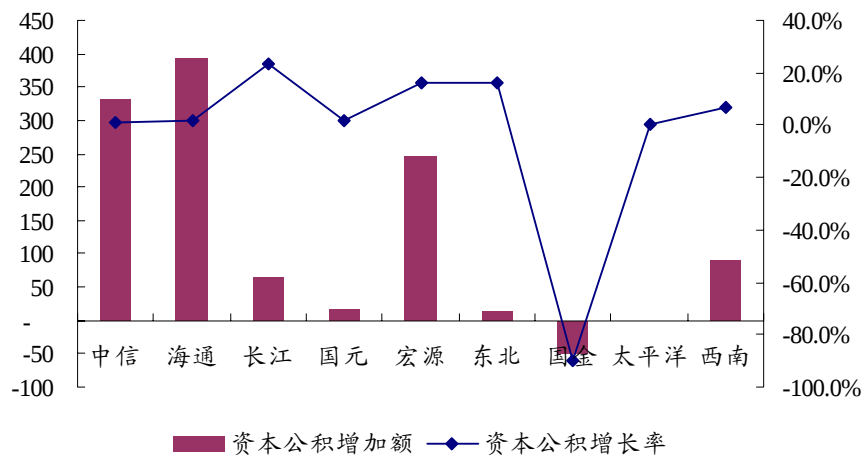


数据来源：上市公司定期报告

资本公积小幅增长，投资业务可供释放的浮盈有限。牛市中资本公积作为业绩的蓄水池发挥过巨大的作用，但 2009 年来新股申购、定向增发等主要的蓄水渠道都不复存在，重新蓄水只能是依靠存量资产的市值增长。1 季度，市场的活跃推动

了可供出售金融资产市值增长，但由于期初存量规模较小，也使得资本公积的增值率有限。个体来看，只有长江、宏源和东北增长较为明显，分别达到 24%、16% 和 16%。

图 12 资本公积收入释放潜力有限



数据来源：上市公司定期报告

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)