



上市券商一季度业绩评论

(2009-05-06)

事件描述:

2009年4月30日，券商一季度业绩发布随着中信证券的姗姗来迟而最终收官。九家上市券商一季度累计实现营业收入79.92亿元，同比下降21.82%，环比下降23.25%；实现净利润38.19亿元，同比下降14.04%，环比增长60.80%。其中，经纪业务收入同比下降13.96%，投行业务同比下降71.99%，受托资产管理业务同比下降47.15%，自营业务同比下降25.74%。

点评要点:

◇自营业务收入按照我们的算法表明，并未出现之前预期的同比大幅下降；原因可能在于，公允价值变动损益在08年一季度普遍处于巨额亏损状态，而09年一季度券商在调整仓位后，该项目收益出现了明显回升，部分券商甚至为正收益；不过，单从投资收益项目来看，各券商下滑严重。

◇券商在今年一季度中均出现了环比上涨态势。其中，上涨幅度最小的为中信证券，仅为6.89%；上涨幅度最大的为长江证券，为974.74%。季度同比来看，一季度同比上涨最为凌厉的是西南证券，为146.70%；而同比出现下滑的三家券商中，国金证券下滑幅度最大，为71.87%。

◇在经纪业务影响基本类似的前提下，上述九家券商可以被大致分为四类：中信证券、国元证券为一类，受自营业务和投行业务的双重影响较大；海通证券、国金证券、东北证券、太平洋证券和西南证券为一类，受自营业务的影响较大；宏源证券经营风格相对较为平稳，主营业务之间均衡兼顾较好；长江证券季度间的业绩波动较大。

就二季度策略而言，我们予以券商板块“强于大市”评级。

行业评级

强于大市

09年市盈率（倍）：27.91

09年A股平均市盈率（倍）：23.20

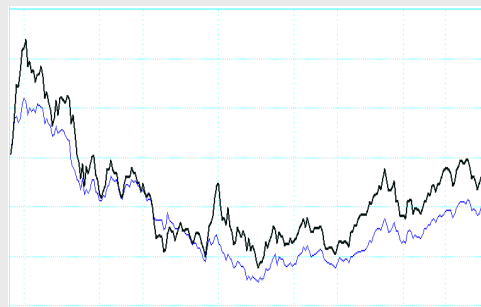
市场表现

市场表现（%）	1周	1月	3月
证券指数	2.45	-2.41	11.01
沪深300	5.69	5.69	19.09

数据来源：大智慧

52周指数变化

—证券指数 —沪深300



资料来源：wind 资讯

孙亚超

行业研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

sunyachao@ajzq.com

相关报告

主营业务分化严重，自营业务业绩贡献弹性上升

一、总体业绩评说

据我们测算，九家上市券商一季度累计实现营业收入 79.92 亿元，同比下降 21.82%，环比下降 23.25%；实现净利润 38.19 亿元，同比下降 14.04%，环比增长 60.80%。其中，经纪业务收入同比下降 13.96%，投行业务同比下降 71.99%，受托资产管理业务同比下降 47.15%，自营业务同比下降 25.74%。

可见，在 IPO 暂停、创业板又迟迟未予以实施的情形下，上市券商的投行业务收入缩水严重。其次，由于 08 年以来股市的单边下跌行情，也使得权益类投资备受冷落，相应的客户受托资产管理业务收入也出现了较大幅度下滑。第三，自营业务收入按照我们的算法表明，并未出现之前预期的同比大幅下降；原因可能在于，公允价值变动损益在 08 年一季度普遍处于巨额亏损状态，而 09 年一季度券商在调整仓位后，该项目收益出现了明显回升，部分券商甚至为正收益；不过，单从投资收益项目来看，各券商下滑严重。相比之下，受益于一季度股市整体 30%左右的涨幅，经纪业务收入下滑幅度相对较小。

二、公司比较

从业绩和主营构成两个方面进行分析。

其一、业绩表现

季度环比来看，九家券商中，长江证券净利润出现大幅飙升，上涨幅度为 974.74%；其次为东北证券，上涨幅度为 226.51%；排在第三位的是太平洋证券，上涨幅度为 202.61%。不过，总体而言，券商在今年一季度中均出现了环比上涨态势。其中，上涨幅度最小的为中信证券，仅为 6.89%。

季度同比来看，一季度同比上涨最为凌厉的是西南证券，为 146.70%；其次为太平洋证券，为 144.93%；排在第三位的是国元证券，为 32.30%。而同比出现下滑的三家券商中，国金证券下滑幅度最大，为 71.87%。

其二、主营构成

分公司来看，经纪业务项下，下滑最为严重的是长江证券，同比下滑 59.92%；其次为中信证券，同比下滑 19.28%。同比增长的仅为国金证券一家，上涨幅度为 5.73%。

投行业务项下，国元证券承销业务出现大幅度暴涨，同比上涨 69813.33%；其次为国金证券，同比上涨 3129.74%；排在第三位的是西南证券，同比上涨 1534.25%。东北证券由于当期该项业务的进账为零，故此下滑幅度为 100%。

资管业务项下，长江证券的表现可谓一枝独秀，同比上涨 4469.27%；而其它有该项业务的三家券商均出现了一定幅度的下滑。其中，国元证券下滑幅度最大，为 102.49%。

自营业务项下，有四家出现了同比下滑，而包括西南证券在内的另外五家券商则表现为浮盈。其中海通证券和西南证券出现的浮盈幅度最为瞩目，分别为 3345.4%和 1534.25%。从这两家券商的投资配置上来看，海通

证券超过九成的配置在央票和债券方面，而权益类投资占比还不到一成。不过投资收益单项变化，同期表现为下滑 64.88%；也就是说，自营项下的浮盈主要源自同期公允价值变动的大幅增加。与其不同，西南证券的投资收益同期上涨 173.44%，公允价值变动收益更是大增 302.29%。排在第三位的是东北证券，同比上涨 423.71%；这一情形的出现类似于海通证券。需要说明的是，公允价值变动浮盈与实际的收益之间仍存在较大差异。故此，我们认为西南证券的自营浮盈为实实在在的浮盈，是“落袋为安”的浮盈。

综上我们认为，在经纪业务影响基本类似的前提下，上述九家券商可以被大致分为四类：中信证券、国元证券为一类，受自营业务和投行业务的双重影响较大；海通证券、国金证券、东北证券、太平洋证券和西南证券为一类，受自营业务的影响较大；宏源证券经营风格相对较为平稳，主营业务之间均衡兼顾较好；长江证券季度间的业绩波动较大。可见，如果追求价值投资，可重点关注中信证券、海通证券和宏源证券。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。