

蜜月期宣告结束

行业评级

中性/ 下调评级

相关研究

《今时不同往日》(2009/08/05)

《催化剂渐近》(2009/07/07)

《新规有望提振长江、中信、广发业绩》(2009/05/19)

《春意融融》(2009/05/19)

《期待催化剂 增资直投子公司》(2009/05/12)

《忽如一夜春风来》(2009/04/14)

- 观点回顾: 上证指数从 2009.08.04 的 3478 高点一路下行, 至 2009.08.20 已下调 20%, 印证了我们在 2009.08.05 《今时不同往日——09 与 06、07 年股市背景比较》中对市场的谨慎态度:

1、06、07 年股票的高需求源于 02~05 共 4 年积累的财富效应, 持续性强; 09 年股票的高需求源于短期流动性过剩, 且受累于 08 年负财富效应, 持续性弱。

2、06、07 年股票的新增供给中来自解禁的压力相对较小; 09 年股票的新增供给中来自解禁的压力相对较大。

- 经纪业务: 影响经纪业务收入的重要变量——佣金率正在发生着深刻变化, 09 Q2 短暂的蜜月期将告结束, 主要逻辑:

1、单边上涨行情结束将再度唤醒投资者对佣金率的敏感性;

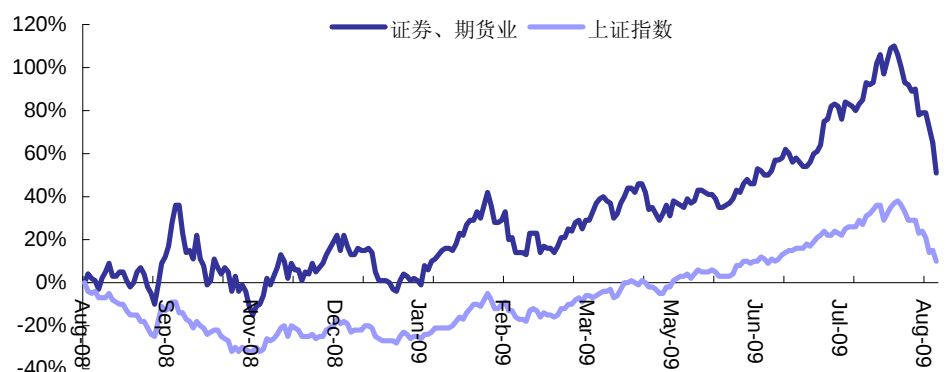
2、创业板现场开户触发客户要求降佣热潮;

3、新设网点加速势必诱发佣金价格战。

- 自营业务: 从已公布的上市券商中报来看, 各公司 09 Q2 的权益类仓位均较年初出现大幅提升, 市场跟随策略明显。最新上证指数已跌至 2009.06.30 收盘价以下, 即使后续市场企稳, 我们认为如同上半年一般的自营业务蜜月期已经过去, 尽管许多券商甚至并未来得及把握。

- 评级调整: 在作为券商利润两大支柱的经纪、自营均面临困境的背景下, 券商下半年业绩增长受制。如果说证券行业 30 倍左右的 PE 在股指向上背景下可以用高贝塔特征来解释; 那么, 当股指转向, 高贝塔是否意味着向下的弹性? 下调证券行业评级为“中性”。

最近 52 周股价表现



分析师
 张黎
 +755-82366995
 zhanglisz@lhqz.com

目 录

观点回顾：今时不同往日	3
经纪业务：佣金率将加速下滑	3
单边上涨行情结束将再度唤醒投资者对佣金率的敏感性	3
创业板现场开户触发客户要求降佣热潮	4
新设网点加速势必诱发佣金价格战	4
自营业务：受伤的市场跟随者	6
评级调整：下调评级为“中性”	6
风险提示	6

观点回顾：今时不同往日

上证指数从 2009.08.04 的 3478 高点一路下行,至 2009.08.19 已下调 20%。印证了我们在 2009.08.05《今时不同往日——09 与 06、07 年股市背景比较》中对市场的谨慎态度:

“09 年无论是股指飙涨,还是成交金额攀升,我们都能在 06、07 年找到相似的一幕。然而,对比 09 和 06、07 年的股市,在貌合的身后,我们看到的却是神离。

貌合: 09 年股市的价(股指)、量(成交金额)表现均与 06、07 年极其相似。09 年以来,上证指数已连续 7 个月录得正收益,逐渐接近 06、07 年 10 个月的记录; 09 年股票成交金额不断走高,7 月份更是达到 7.1 万亿的天量,刷新了 07 年 5 月创下的 5.9 万亿历史记录。

神离: 1、06、07 年股票的高需求源于 02~05 共 4 年积累的财富效应,持续性强; 09 年股票的高需求源于短期流动性过剩,且受累于 08 年负财富效应,持续性弱。2、06、07 年股票的新增供给中来自解禁的压力相对较小; 09 年股票的新增供给中来自解禁的压力相对较大。”

经纪业务：佣金率将加速下滑

做为券商利润贡献最大的经纪业务,其趋势对券商业绩具有指导性意义。我们认为,影响经纪业务收入的重要变量——佣金率正在发生着深刻变化,09 Q2 短暂的蜜月期将告结束,主要逻辑:

- 1、单边上涨行情结束将再度唤醒投资者对佣金率的敏感性;
- 2、创业板现场开户触发客户要求降佣热潮;
- 3、新设网点加速势必诱发佣金价格战。

单边上涨行情结束将再度唤醒投资者对佣金率的敏感性

从已披露的最大两家券商中报数据来看,相比 09 Q1 的暴跌,中信、海通的佣金率水平在 09 Q2 均出现了下滑趋缓的态势。

图 1、中信证券 09 Q2 佣金率下滑趋缓

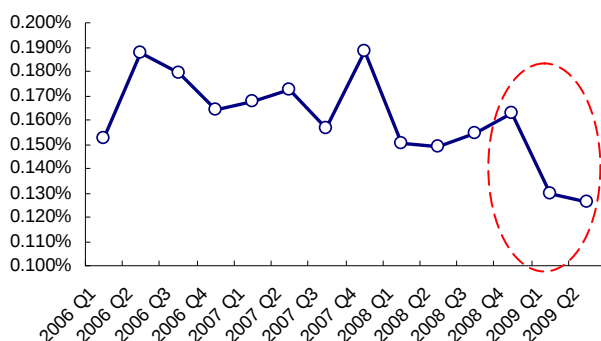
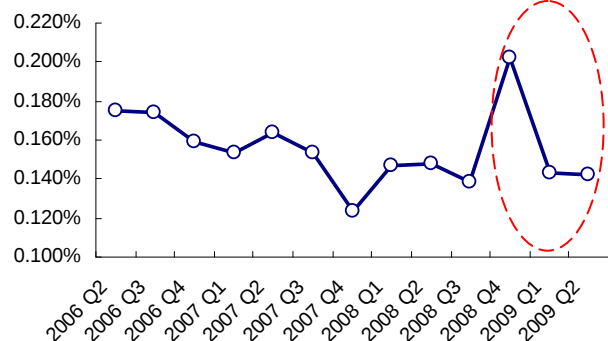


图 2、海通证券 09 Q2 佣金率下滑趋缓



数据来源: 公司数据, 联合证券研究所。

这也印证了我们在 2009.07.07《催化剂渐近》中观点：“佣金率下滑趋势受益于股指上扬而获缓和。股指的大幅上升为投资者带来丰厚回报，进而弱化了投资者对于佣金率的敏感性。”

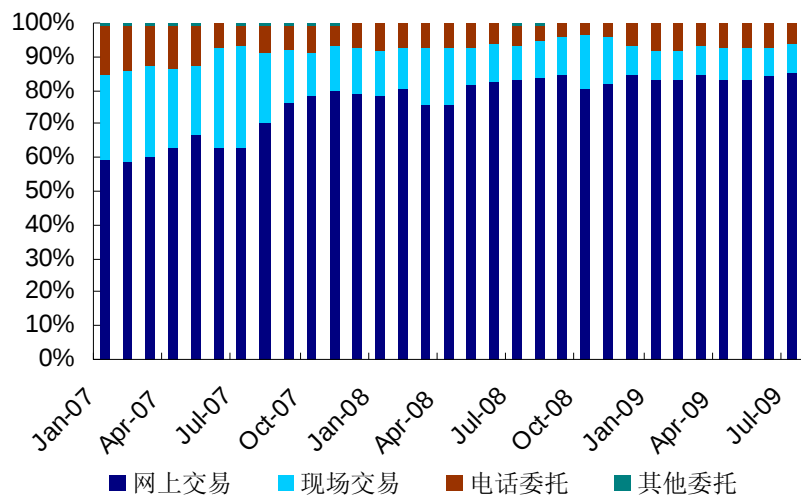
当股指结束单边上涨行情，客户对佣金率的敏感性将会再度增强，进而推动佣金率加速下滑。

创业板现场开户触发客户要求降佣热潮

2009.07.15 开始，投资者可向证券公司申请开通创业板市场交易。这个貌似和佣金率毫无关联的事件，却引发了降佣的热潮。

主要原因在于，随着证券网络交易的不断普及，投资者已经越来越少地到营业部进行现场交易；而另一方面，券商营业部只接受现场办理佣金率调整的手续。由于办公时间冲突、信息闭塞、惰性等原因，很大一部分客户并未亲临营业部现场要求降佣。

图 3、证券交易中现场交易占比较小，且逐渐萎缩



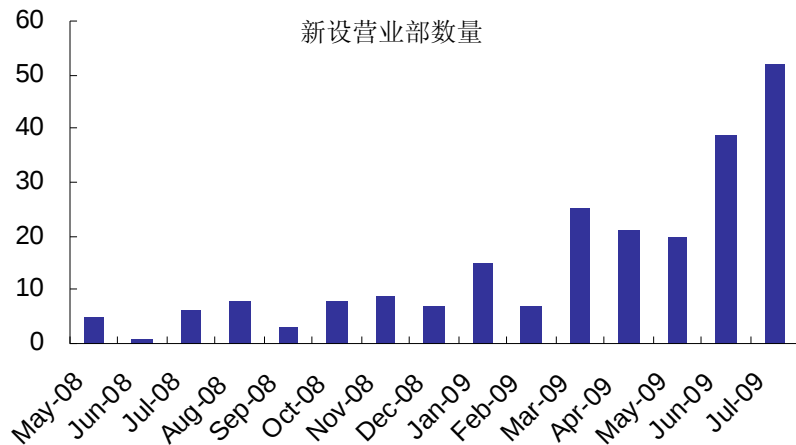
数据来源：联合证券研究所。

由于创业板交易开户要求投资者到券商营业部现场办理，由此触发大量此前一直无暇光顾营业部的客户借此机会提出降佣要求。从目前了解到的情况，该现象相当普遍，尤其是当现场某个客户提出要求后，大量客户随之跟风。

新设网点加速势必诱发佣金价格战

2008.05，证监会发布《关于进一步规范证券营业网点的规定》，新设网点资格开始有条件放开。08 年许多营业部网点新设还处于审批阶段，正式新设的数量增长较为缓慢，每月不足 10 家的增量相比全行业 3000 多家营业部而言，整体影响不大。但是自从进入 09 年，营业部新设的速度迅速加快，仅 2009.07 单月就已超过 2008.05 之后的 08 年全年增量。

图 4、新设营业部数量在 09 年大幅攀升

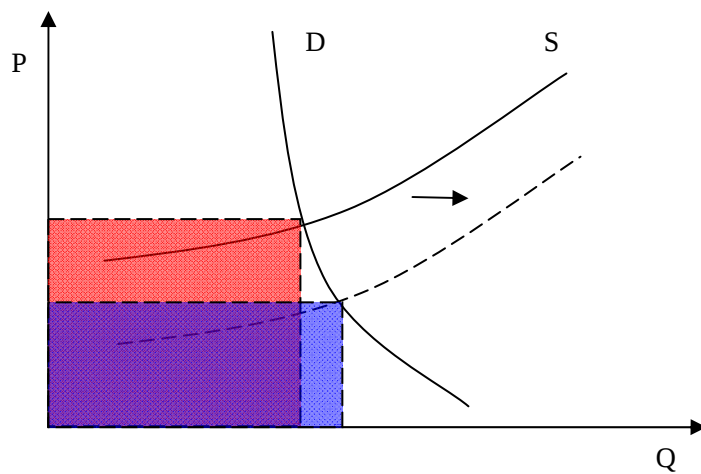


数据来源：伟海数据，联合证券研究所。

从本质上讲，券商经纪业务销售的是交易通道，该商品基本上为无差异的同质化产品(不考虑附加的投资咨询服务)。如同传统家电行业一样，供给放开，价格战是唯一的结局。

当佣金率下降，投资者通常并不会因此大幅增加交易，因此，“交易通道”的需求较供给更缺乏弹性，导致经纪业务总收入下降(蓝色区域面积小于红色区域)。

图 5、“通道”供给曲线右移，需求较供给更缺乏弹性，经纪业务收入下降

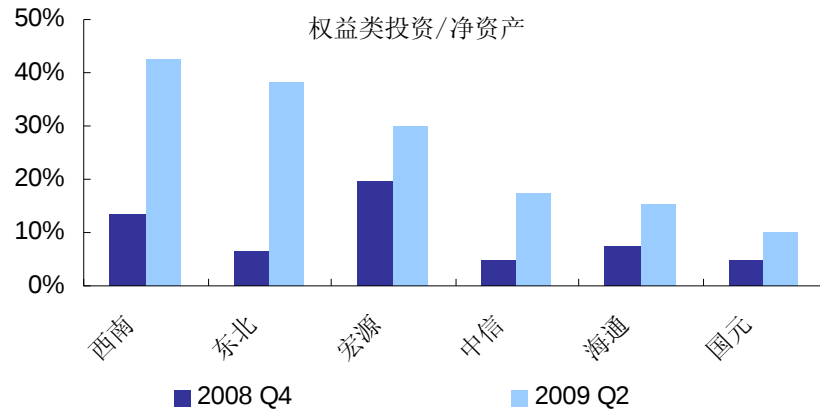


数据来源：联合证券研究所。

自营业务：受伤的市场跟随者

从已公布的上市券商中报来看，各公司 09 Q2 的权益类仓位均较年初出现大幅提升，市场跟随策略明显。最新上证指数已跌至 2009.06.30 收盘价以下，即使后续市场企稳，我们认为如同上半年一般的自营业务蜜月期已经过去，尽管许多券商甚至并未来得及把握。

图 6、上市券商的权益类投资在 09 上半年大幅加仓



数据来源：联合证券研究所。

评级调整：下调评级为“中性”

在做为券商利润两大支柱的经纪、自营均面临困境的背景下，券商下半年业绩增长受制。如果说证券行业 30 倍左右的 PE 在股指向上背景下可以用高贝塔特征来解释；那么，当股指转向，高贝塔是否意味着向下的弹性？下调证券行业评级为“中性”。

风险提示

- 1、关于经纪、自营业务面临困境的部分判断基础在于股指单边上涨趋势已经结束。但是不能完全排除未来股指超出我们预期，重回单边上涨的可能性。
- 2、不排除个别券商因区域垄断优势（如东莞证券）、或佣金率已大幅低于同业（如国金证券）而出现佣金率缓慢下滑的可能。
- 3、不排除个别券商因投资实力较强而出现自营收益与股指走势异化的可能。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。