

洪锦屏 86-755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn

罗毅, CFA 86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn

2010年4月13日

证券公司一季报业绩前瞻

金融

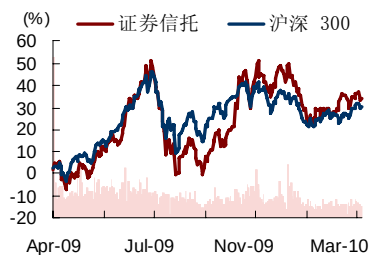
上证指数 3145

行业规模

		占比%
股票家数(只)	22	1.4
总市值(亿元)	10697	4.4
流通市值(亿元)	4697	3.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.8	25.1	41.0
相对表现	2.6	18.3	6.8



相关报告

- 1、《布局行业策略, 等待价值重估-证券行业深度报告》2009/12/16
- 2、《新业务破冰, 杠杆化时代大幕开启-证券行业专题报告》2010/1/11
- 3、《短期酝酿反弹, 介入适逢其时》2010/3/1

证券信托

推荐(维持)

我们对上市券商的一季报进行了预测, 经纪业务同比持平或略有下降, 自营投资收益分化决定业绩差异, 投资机会来自于自营和创新业务的超预期, 短期可关注有望进入二批融资融券试点的券商。

- **全行业一季度经纪业务同比持平或略有下降, 环比下降 22%。**2010 年一季度市场总交易量为 13.7 万亿元, 日均 2365 亿元, 同比增长 17.2%, 考虑手续费率同比下降 20% 的幅度, 一季度经纪业务收入将持平或略有下降。环比来看, 较去年四季度, 市场总交易量下降 20%, 预计手续费率下降平台减缓但趋势未改, 降低 5% 左右, 行业手续费净收入环比下降 24%。
- **经纪业务收入涨跌互现。**综合来看, 一季度经纪业务佣金收入同比增长的有长江、西南、宏源、东北、太平洋、国元、海通、广发和中信, 同比下降的光大、华泰和国金。各券商经纪业务收入环比下降均在 20% 左右。
- **自营收入环比略有下降。**一季度上证指数下跌 5%, 09 年四季度上证指数同比上涨 12.6%, 自营权益类占比较高的券商将面临较大的风险敞口。假设一季度各公司自营规模保持不变, 考虑基金分红、股利后的权益类资产综合收益率为 -2%, 债券类资产收益率与四季度持平, 我们对各公司的自营收入(投资净收益和公允价值变动收益合计)进行预测, 东北、西南和中信的权益资产占比相对偏高, 投资收益影响稍大, 但由于各公司的累积浮盈储备不同, 释放的节奏也难以判断, 对我们对自营收入的预测较为粗略。
- **一季度同比正增长可期。**一季度业绩同比正增长 09 年的交易量是逐季提高的, 预计 2010 年之后的交易量同比持平难度加大, 因此一季度的同比数据还相对尚佳, 由于手续费率下降的不可逆转, 此后三个季度在经纪业务收入上同比下降是大概率事件, 环比的变化情况取决于自营的投资收益及创新业务的开展。
- **我们认为 2010 年券商的盈利增速不具太大亮点, 市场对此的预期也较为充分, 投资机会来自于自营和创新业务的超预期, 短期可关注有望进入二批融资融券试点的券商。**

重点公司主要财务指标

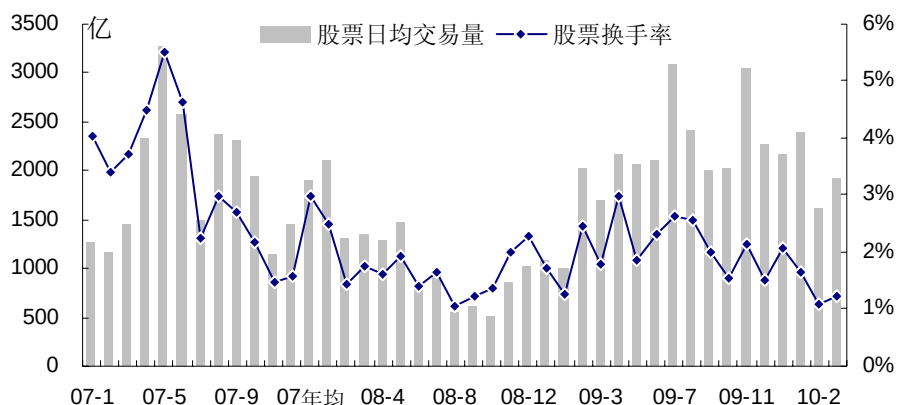
	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
中信证券	27.87	1.10	1.35	1.43	26.3	19.7	6.8	强烈推荐-A
海通证券	16.15	0.40	0.55	0.67	53.0	35.6	9.4	强烈推荐-A
广发证券	52.80	1.23	1.87	1.96	32.7	21.8	3.7	强烈推荐-A
光大证券	27.94	0.47	0.83	0.92	34.9	24.2	3.2	强烈推荐-A
华泰证券	21.20	0.28	0.68	0.76	28.9	21.7	4.9	强烈推荐-A

资料来源: 招商证券

一、行业经纪业务同比持平或略有下降，公司涨跌互现

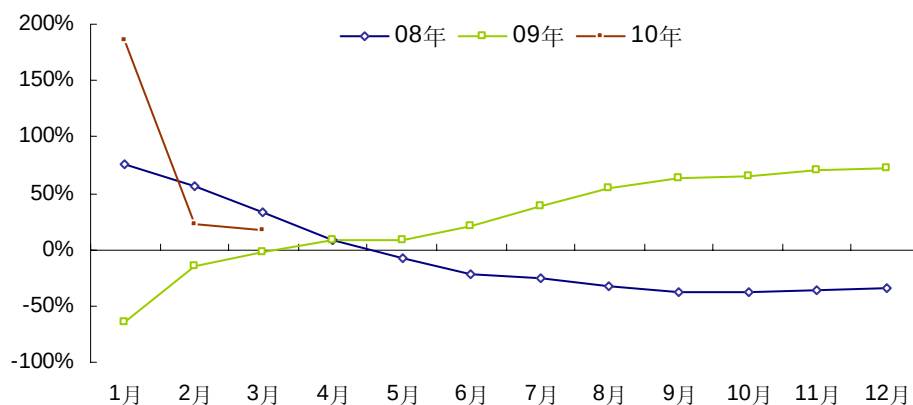
全行业一季度经纪业务同比持平或略有下降，环比下降 22%。2010 年一季度市场总交易量为 13.7 万亿元，日均 2365 亿元，同比增长 17.2%，考虑手续费率同比下降 20% 的幅度，一季度经纪业务收入将持平或略有下降。环比来看，较去年四季度，市场总交易量下降 20%，预计手续费率下降平台减缓但趋势未改，降低 5% 左右，行业手续费净收入环比下降 24%。

图 1: 1-3 月交易量同比增加 17.2%



资料来源：交易所，招商证券研发中心

图 2: 1-3 月交易量同比增加 17.2%，增速逐步降低可能性较大



资料来源：交易所，招商证券研发中心

各上市公司由于地域性和市场份额变化的差异，经纪业务受影响的程度各异。从市场份额来看，西南、长江、东北、中信、太平洋和广发的股基权市场份额同比居前，中信、东北和长江的市场份额环比居前。

从我们预计一季度行业手续费率环比下降 5% 左右，宏源、国元、海通和东北证券的手续费率同比下降在 10% 以内，光大、宏源、东北和华泰手续费率环比下降在 3% 以内。

综合来看，一季度经纪业务佣金收入同比增长的有长江、西南、宏源、东北、太平洋、国元、海通、广发和中信，同比下降的光大、华泰和国金。各券商经纪业务收入环比下降均在 20% 左右。

表 1: 股基权市场份额变化

份额	09 年 Q1	09 年 Q4	2010 年 Q1	同比	环比
中信证券	7.71%	7.85%	8.34%	8.26%	6.22%
海通证券	4.08%	4.03%	4.04%	-1.11%	0.32%
广发证券	4.33%	4.71%	4.65%	7.36%	-1.30%
光大证券	3.18%	3.05%	3.09%	-2.71%	1.38%
长江证券	1.36%	1.53%	1.60%	18.37%	4.88%
国元证券	1.11%	1.13%	1.08%	-2.71%	-4.55%
西南证券	0.56%	0.70%	0.72%	26.83%	1.83%
宏源证券	1.33%	1.29%	1.34%	0.66%	4.05%
太平洋	0.26%	0.30%	0.28%	8.12%	-7.21%
东北证券	0.71%	0.73%	0.77%	8.45%	5.78%
国金证券	0.68%	0.69%	0.71%	3.98%	3.38%
华泰证券	6.67%	5.99%	5.98%	-10.31%	-0.03%

资料来源: 交易所, 招商证券研发中心

表 2: 股基权手续费率变化预计

份额	09 年 Q1	09 年 Q4	2010 年 Q1	同比	环比
中信证券	0.1235%	0.1045%	0.0995%	-19%	-5%
海通证券	0.1332%	0.1328%	0.1250%	-6%	-6%
广发证券	0.1569%	0.1359%	0.1320%	-16%	-3%
光大证券	0.1218%	0.0726%	0.0720%	-41%	-1%
长江证券	0.1157%	0.1227%	0.1028%	-11%	-16%
国元证券	0.1140%	0.1162%	0.1130%	-1%	-3%
西南证券	0.1318%	0.1095%	0.1050%	-20%	-4%
宏源证券	0.1401%	0.1411%	0.1400%	0%	-1%
太平洋	0.1809%	0.1700%	0.1650%	-9%	-3%
东北证券	0.1734%	0.1639%	0.1600%	-8%	-2%
国金证券	0.1350%	0.1180%	0.1120%	-17%	-5%
华泰证券	0.1120%	0.1024%	0.1000%	-11%	-2%

注: 2010 年 Q1 数据除长江外为预测数据

资料来源: 交易所, 招商证券研发中心

表 3: 上市券商 2010 年一季度经纪业务收入预测

单位: 万	09 年 Q1	09 年 Q4	2010Q1 同比	2010Q1 环比
中信证券	208,960.62	262,801.35	2.26%	-19.06%
海通证券	119,518.57	-	8.74%	-24.48%
广发证券	-	-	5.84%	-23.29%
光大证券	-	70,972.40	-32.58%	-19.55%
长江证券	34,448.06	60,102.57	23.20%	-29.71%
国元证券	27,760.74	42,056.31	13.05%	-25.72%
西南证券	16,334.65	24,648.46	18.39%	-21.90%
宏源证券	40,966.85	58,205.39	17.90%	-17.40%
太平洋	10,331.30	-	15.60%	-27.95%
东北证券	27,102.29	38,299.66	17.28%	-17.39%
国金证券	14,418.18	40,915.27	-5.21%	-26.41%
华泰证券	-	196,394.22	-6.14%	-21.91%

资料来源: 交易所, 招商证券研发中心

二、自营投资收益分化决定业绩差异

一季度上证指数下跌 5%，09 年四季度上证指数同比上涨 12.6%，自营权益类占比较高的券商将面临较大的风险敞口。假设一季度各公司自营规模保持不变，考虑基金分红、股利后的权益类资产综合收益率为-2%，债券类资产收益率与四季度持平，各公司的自营收入（投资净收益和公允价值变动收益合计）如下表，东北、西南和中信的权益资产占比相对偏高，投资收益影响稍大，但由于各公司的累积浮盈储备不同，释放的节奏也难以判断，我们对自营收入的预测较为粗略。

表 4：上市券商自营收入预测

	权益类证券/ 净资本 (%)	固定收益类/ 净资本 (%)	净资本	权益规模	09 年 4 季 度投资收益	2010 年 Q1 投 资收益预测
中信证券	40.39%	91.56%	349.04	140.98	10.80	7.98
海通证券	13.45%	19.47%	360.31	48.46	6.50	5.53
长江证券	30.29%	82.84%	73.89	22.38	3.95	3.50
宏源证券	30.70%	89.19%	47.19	14.49	0.81	0.52
国元证券	7.85%	5.56%	127.89	10.04	1.25	1.05
国金证券	10.97%	20.03%	23.82	2.61	0.17	0.12
东北证券	58.09%	43.92%	22.77	13.23	2.19	1.93
西南证券	50.22%	32.14%	35.25	17.70	4.80	4.44
华泰证券	21.00%	34.57%	85.31	17.92	3.34	2.98
光大证券	7.49%	36.28%	182.5	13.67	1.92	1.65

注：海通为 2009 年中期数据，其他为 2009 年年末数据

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

三、季报前瞻

资管收入和承销收入在券商业绩中的占比比较小，且与去年四季度相比，相对稳定，我们假设环比持平，在以上假设下，对券商的一季度预测如下表，公司同比增速的差异主要来自于投资收益的分化。

表 5：上市券商自营收入预测

	2010 年 Q1EPS	同比
中信证券	0.30	32.71%
海通证券	0.16	32.17%
广发证券	0.50	--
光大证券	0.16	--
长江证券	0.19	81.57%
国元证券	0.13	102.01%
西南证券	0.15	29.74%
宏源证券	0.19	-10.51%
东北证券	0.34	0.50%
国金证券	0.16	53.18%
华泰证券	0.18	--

资料来源：招商证券研发中心

09 年的交易量是逐季提高的, 预计 2010 年之后的交易量同比持平难度加大, 因此一季度的同比数据还相对尚佳, 由于手续费率下降的不可逆转, 此后三个季度在经纪业务收入上同比下降是大概率事件, 环比的变化情况取决于自营的投资收益及创新业务的开展。

我们认为 2010 年券商的盈利增速不具太大亮点, 市场对此的预期也较为充分, 投资机会来自于自营和创新业务的超预期, 短期可关注有望进入二批融资融券试点的券商。

图 3: 证券信托行业历史PEBand

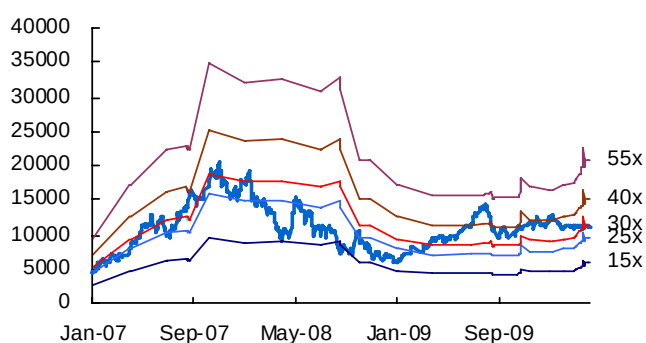
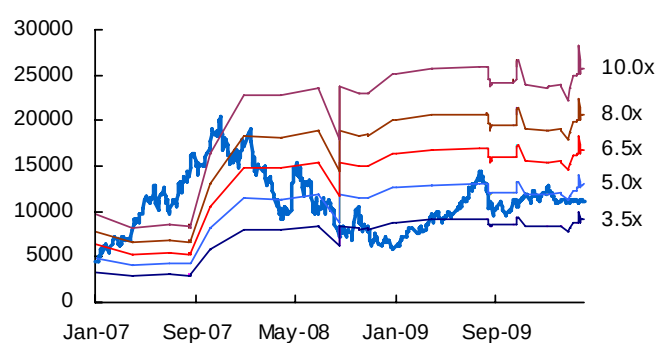


图 4: 证券信托行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2008年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事。

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。