

证券：2010 年中报前瞻

2010 年 7 月份月度报告

报告关键点：

- 📖 经纪业务价跌量平
- 📖 投行业务成最大亮点
- 📖 自营业务拖累显著

报告摘要：

- **经纪业务价跌量平：**2010上半年，沪深两市日均股票交易额为1907亿元，同比增长3%；2010年2季度，沪深两市日均股票交易额为1780亿元，同比下降14%，环比下降11%。截至6月份的股票交易市场市场份额数据显示，与今年1季度相比市场份额上升最多的是广发证券，市场份额环比增长了2%，下降最多的是国金证券，环比下降了4%；与2009年全年相比，市场份额上升最为明显的是西南证券和长江证券，分别上升了16%和11%，下降幅度最多的是国金证券，下降幅度为5%。总体来说，2010年市场份额表现较为突出的是西南证券和长江证券，而国金证券的市场份额则下降较多。根据我们统计，2010年1季度11家上市券商（除招商和太平洋以外）实现佣金收入81亿元，同比下降6%，环比下降26%；股票交易额佣金率为1.07‰，环比下降7%，同比下降26%。同时根据已经公布中报的东方证券的数据，2010年上半年股基交易额同比增长1%，而佣金收入同比下降了16%，佣金率则同比下降了17%。我们预计全行业2010年2季度佣金率环比下降的幅度应该在7%左右。
- **投行业务成最大亮点：**证券承销业务在2010年上半年表现突出。2010年上半年，股票承销金额为3297亿元，与2009年下半年相比环比增长3%，占2009年全年股票承销金额的92%。股票承销金额中首发融资金额为2117亿元，环比增长5%，首发融资金额已经超过了2009年全年的2022亿元；增发融资金额为630亿元，环比下降42%；配股融资金额为550亿元，环比增长419%，为2009年全年配股融资金额的5倍。
- **自营业务拖累显著：**由于2010年上半年A股市场表现较为糟糕，各上市券商的自营业务预计将带来负面的业绩贡献，表现为自营业务亏损或者浮盈大幅减少。其中权益类资产在总资产中占比较高和浮盈安全垫不厚的券商受到的冲击将较为明显。自营收入将成为各券商2010年上半年业绩分化的关键因素。
- **2010年中报前瞻：**经纪业务方面，我们假设2010年2季度佣金率在2010年1季度基础上再环比下降7%；自营业务方面，我们根据各上市券商2009年末的权益类资产的数据，考虑到2010年上半年沪深300指数下跌了28%，我们以此来预估各券商的自营收入；投行业务方面我们根据Wind资讯的口径统计了投行收入，再参考历史上Wind资讯的口径和财务报表口径上的差异，测算出投行业务收入。与2009年同期相比，净利润下降最多的是东北证券、光大证券和中信证券，分别同比下降51%和41%和40%；同比业绩表现较好的券商有国金证券、宏源证券和华泰证券，分别同比增长62%、45%和19%。东北证券下降较多的原因是去年同期自营业务盈利丰厚，光大证券和中信证券下降较多的原因是今年自营业务带来亏损可能较多。而同比表现较好的国金证券和宏源证券主要贡献来自于投行业务收入大幅提升，而华泰证券同比增长的原因在于对联合证券股权比例提高后少数股东权益减少。
- **维持行业同步大市的评级：**由于行业主要的收入来源经济业务尚未有明显见底的信号，因此行业层面还缺少系统性的投资机会。而对于市净率较低且冗余资本较多的券商，一方面估值上具备防守性，另一方面当融资融券放量时具备进攻性，因此我们相对看好中信证券、海通证券和国元证券。

证券Ⅲ

上次评级

同步大市-A

同步大市-A

证券Ⅲ

报告日期

2010-07-07

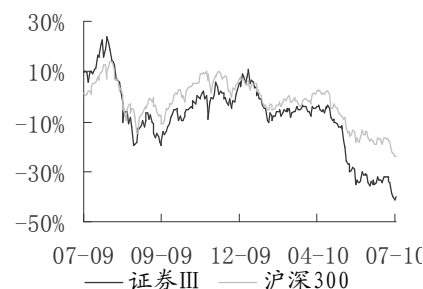
首选股票

目标价

评级

000728	国元证券	14.0	增持-A
600837	海通证券	11.0	增持-A
600030	中信证券	14.0	增持-A

12 个月行业表现



研究员

杨建海 ,CFA

首席行业分析师

 021-68765375 yangjh@essence.com.cn
 证书编号 S1450209100294

前期研究成果

证券行业月度数据 (20100609)

2010-06-10

证券行业月度数据 (20100511)

2010-05-9

证券：2010 年 1 季报前瞻

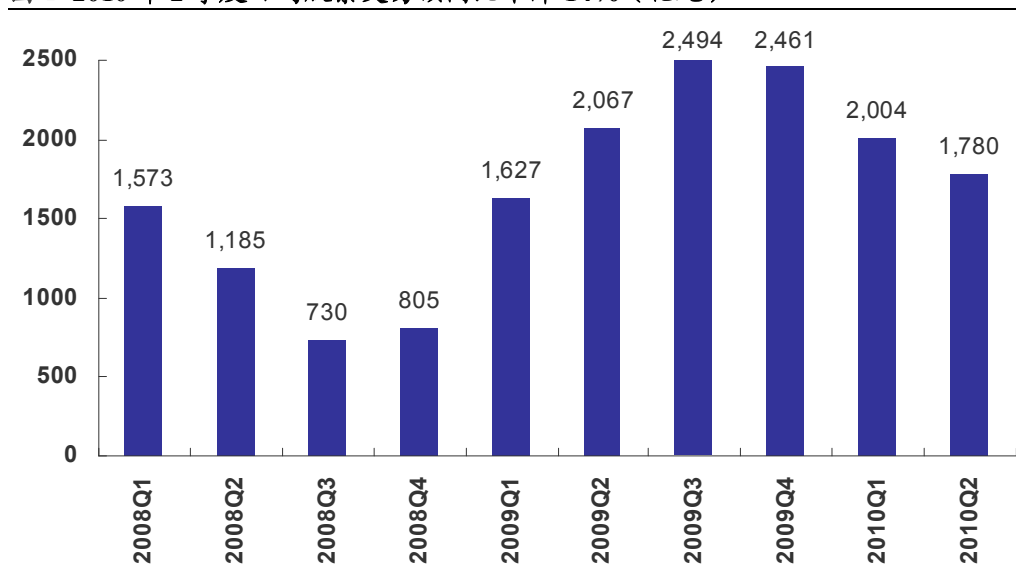
2010-04-09

1. 经纪业务价跌量平

2010 上半年，沪深两市日均股票交易额为 1907 亿元，同比增长 3%；2010 年 2 季度，沪深两市日均股票交易额为 1780 亿元，同比下降 14%，环比下降 11%。截至 6 月份的股票交易市场份额数据显示，与今年 1 季度相比市场份额上升最多的是广发证券，市场份额环比增长了 2%，下降最多的是国金证券，环比下降了 4%；与 2009 年全年相比，市场份额上升最为明显的是西南证券和长江证券，分别上升了 16% 和 11%，下降幅度最多的是国金证券，下降幅度为 5%。总体来说，2010 年市场份额表现较为突出的是西南证券和长江证券，而国金证券的市场份额则下降较多。

由于开设营业部速度快于新增开户数的速度，因此新设营业部只有从存量客户中抢夺市场造成市场佣金率明显下行。根据我们统计，2010 年 1 季度 11 家上市券商（除招商和太平洋以外）实现佣金收入 81 亿元，同比下降 6%，环比下降 26%；股票交易额佣金率为 1.07‰，环比下降 7%，同比下降 26%。同时根据已经公布中报的东方证券的数据，2010 年上半年股基交易额同比增长 1%，而佣金收入同比下降了 16%，佣金率则同比下降了 17%。我们预计全行业 2010 年 2 季度佣金率环比下降的幅度应该在 7% 左右。

图 1 2010 年 2 季度日均股票交易额同比下降 14%（亿元）



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

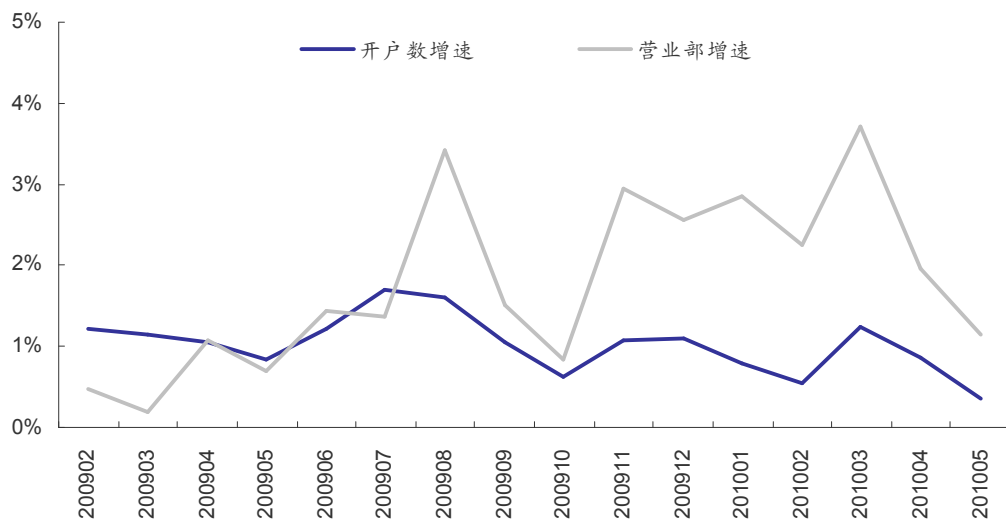
表 1 上市券商股票交易市场份额比较（%）

	2010H	2010Q1	2009	与 1 季度比	与去年比
中信证券	8.44	8.39	8.31	0.65	1.61
华泰证券	5.81	5.81	5.32	0.07	9.25
广发证券	4.86	4.77	4.77	1.82	1.80
海通证券	4.09	4.15	4.18	-1.40	-1.99
招商证券	4.03	4.06	4.05	-0.60	-0.38
光大证券	3.11	3.10	3.10	0.37	0.57
长江证券	1.67	1.67	1.50	0.00	11.42
宏源证券	1.32	1.36	1.30	-2.37	2.16
国元证券	1.07	1.07	1.08	-0.21	-0.78
东北证券	0.78	0.80	0.77	-2.52	2.01
西南证券	0.74	0.73	0.64	1.04	15.75
国金证券	0.72	0.75	0.75	-4.07	-4.95
太平洋	0.29	0.29	0.31	0.57	-4.55

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：中信证券、华泰证券、广发证券为并表数据。

图 2 营业部增速远大于开户数增速



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

表 2 2010Q1 上市券商佣金率同比下降 26%，环比下降 7%

	佣金收入 (百万元, %)					佣金率 (% , %)				
	2009Q1	2009Q4	2010Q1	QoQ	YoY	2009Q1	2009Q4	2010Q1	QoQ	YoY
中信	2,090	2,628	1,910	-27.32	-8.60	1.37	1.10	0.98	-10.51	-27.98
海通	1,195	1,562	1,207	-22.76	0.96	1.52	1.28	1.26	-1.78	-17.41
广发	1,444	1,847	1,247	-32.47	-13.59	1.71	1.29	1.13	-12.16	-33.74
华泰	1,478	1,678	1,255	-25.23	-15.09	1.37	1.00	0.93	-6.80	-31.83
光大	725	694	654	-5.71	-9.82	1.22	0.77	0.91	18.84	-25.51
长江	361	601	409	-32.02	13.04	1.33	1.27	1.06	-16.89	-20.26
国元	266	376	299	-20.53	12.19	1.36	1.14	1.20	5.60	-11.93
东北	272	353	263	-25.35	-3.15	1.92	1.57	1.42	-9.66	-25.92
宏源	410	582	444	-23.68	8.43	1.71	1.50	1.41	-5.91	-17.13
西南	163	244	182	-25.15	11.70	1.54	1.16	1.08	-6.46	-29.65
国金	165	287	194	-32.30	18.07	1.15	1.33	1.13	-15.52	-1.95
平均	8,568	10,852	8,064	-25.69	-5.88	1.44	1.15	1.07	-6.96	-25.93

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

注: 2009 年 4 季度数据已按照含基金分仓口径调整。

2. 投行业务成最大亮点

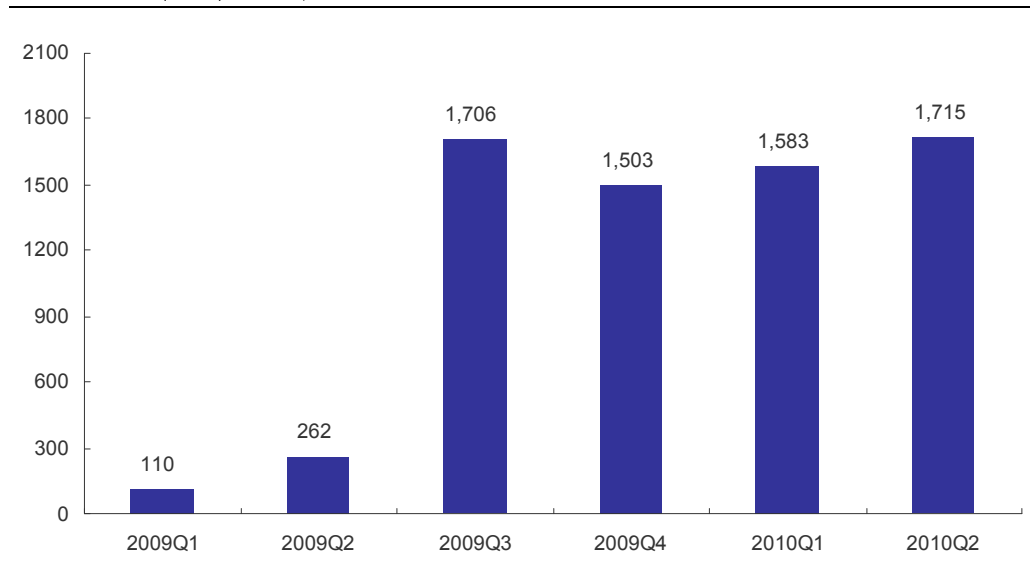
证券承销业务在 2010 年上半年表现突出。2010 年上半年, 股票承销金额为 3297 亿元, 与 2009 年下半年相比环比增长 3%, 占 2009 全年股票承销金额的 92%。股票承销金额中首发融资金额为 2117 亿元, 环比增长 5%, 首发融资金额已经超过了 2009 年全年的 2022 亿元; 增发融资金额为 630 亿元, 环比下降 42%; 配股融资金额为 550 亿元, 环比增长 419%, 为 2009 年全年配股融资金额的 5 倍。

2010 年 2 季度, 股票承销金额为 1715 亿元, 环比增长 8%。股票承销金额中首发融资金额为 984 亿元, 环比下降 13%; 增发融资金额为 381 亿元, 环比增长 53%; 配股融资金额为 350 亿元, 环比增长 75%。

2010 年上半年券商承销收入两极分化较为明显。据 Wind 资讯不完全统计, 2010 年上半年上市券商中招商证券承销收入为 6.81 亿元, 华泰证券承销收入为 5.77 亿元, 中信证券承销收入 4.81 亿元, 其中 2 季度单季承销收入表现最突出的是华泰证券, 为 3.14 亿元。而东北证券、长江证券的承销收入则远不足 1 亿元, 光大证券、西南证券的承销收入也仅是略超 1 亿元。Wind 资讯口径要小于公司报表口径, 主要原因是一些融资工具如债券等的承销费用未被 Wind 纳入统计, 总体来看 Wind 资讯口径

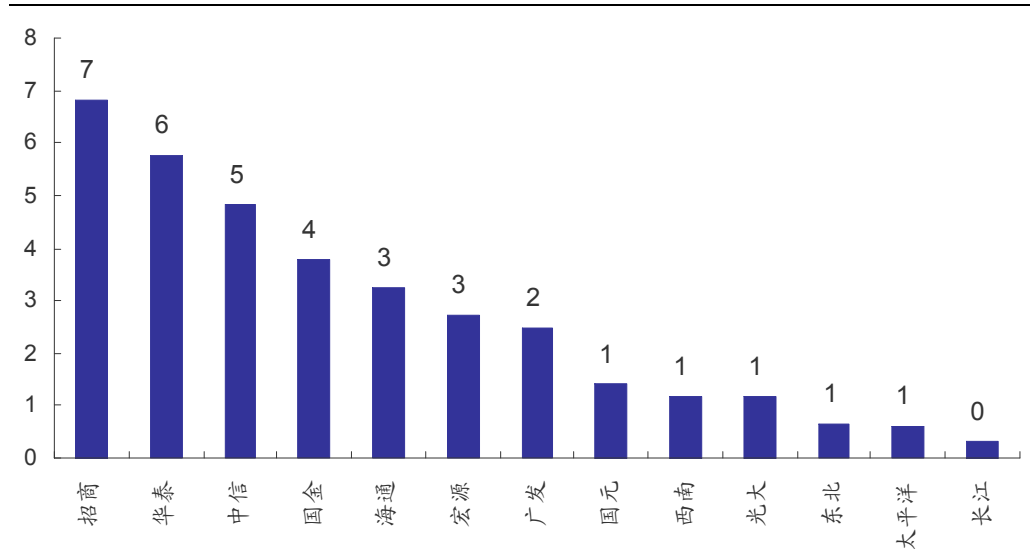
相当于公司报表口径的一半左右。

图 3 2010 年 2 季度股票承销额为 1715 亿元



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

图 4 上市券商上半年股票承销收入 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

注: 该处数据为不完全统计数据, 来自 Wind 资讯, 其中华泰证券和中信证券包含子公司数据

表 3 2009 年下半年两口径投行收入比较 (亿元)

	Wind 口径	财报口径	比较
华泰证券	3.25	6.09	53%
招商证券	2.69	4.64	58%
国金证券	0.61	1.20	50%
宏源证券	0.28	1.03	27%
光大证券	1.17	2.12	55%
海通证券	1.52	3.56	43%
国元证券	0.88	0.94	94%
中信证券	9.92	21.13	47%

数据来源: 安信证券研究中心

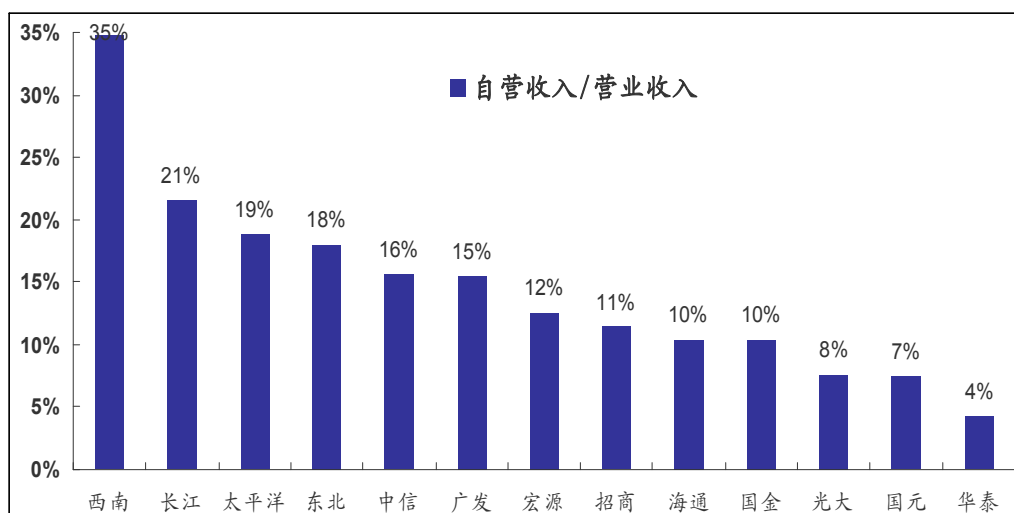
3. 自营业务拖累显著

由于 2010 年上半年 A 股市场表现较为糟糕，各上市券商的自营业务预计将带来负面的业绩贡献，表现为自营业务亏损或者浮盈大幅减少。其中权益类资产在总资产中占比较高和浮盈安全垫不厚的券商受到的冲击将较为明显。自营收入将成为各券商 2010 年上半年业绩分化的关键因素。

2009 年上市券商营业收入中，自营业务占比最高的是西南证券，其占比达到 35%，自营业务占比最低的是华泰证券和国元证券，分别是 4% 和 7%。值得注意的是，光大证券表面上自营业务在营业收入里面占比不高，但由于减值准备冲回对利润的贡献，其自营业务对税前利润的贡献达到了 20% 左右，其实质贡献仅次于西南和长江。

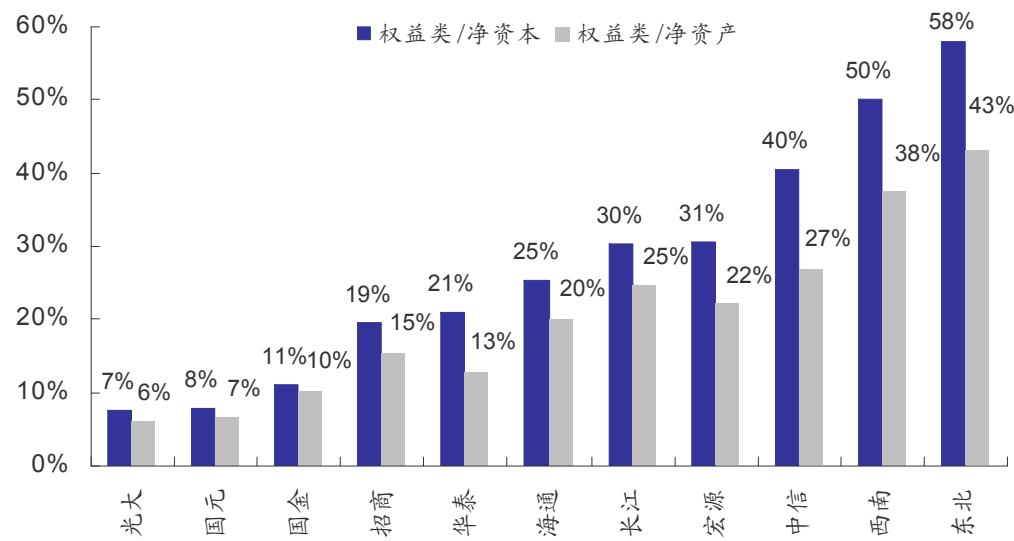
根据去年年报数据，我们推算出了上市券商可供出售股票资产的成本点位，以及假设按照 2010 年中期末的上证指数点位清空所有股票的收益率。东北证券和西南证券股票的成本点位较低，安全垫较厚，因此这部分资产不会在今年中报对利润表中负面影响。

图 5 上市券商 2009 年自营收入占营业收入的比重



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 6 2009 年报各上市券商的权益类资产占比



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 4 2009 年末部分上市券商可供出售资产成本市值比较（百万元）

	成本	市值	成本点位	收益率
长江证券	107	133	2,660	-9.79%
华泰证券	979	1,079	2,995	-19.87%
招商证券	1,356	1,388	3,224	-25.56%
东北证券	73	170	1,428	68.01%
宏源证券	791	1,115	2,342	2.49%
西南证券	700	1,162	1,987	20.77%
光大证券	177	209	2,791	-13.99%
海通证券	3,829	5,655	2,235	7.40%
国元证券	86	98	2,905	-17.38%
中信证券	14,864	16,470	2,978	-19.41%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：收益率的计算方法是按照 2010 年中期末的上证指数点位清空所有股票的收益率。

4. 2010 年中报前瞻

经纪业务方面，我们假设 2010 年 2 季度佣金率在 2010 年 1 季度基础上再环比下降 7%；自营业务方面，我们根据各上市券商 2009 年末的权益类资产的数据，考虑到 2010 年上半年沪深 300 指数下跌了 28%，我们以此来预估各券商的自营收入；投行业务方面我们根据 Wind 资讯的口径统计了投行收入，再参考历史上 Wind 资讯的口径和财务报表口径上的差异，测算出投行业务收入。

与 2009 年同期相比，净利润下降最多的是东北证券、光大证券和中信证券，分别同比下降 51%和 41%和 40%；同比业绩表现较好的券商有国金证券、宏源证券和华泰证券，分别同比增长 62%、45%和 19%。东北证券下降较多的原因是去年同期自营业务盈利丰厚，光大证券和中信证券下降较多的原因是今年自营业务带来亏损可能较多。而同比表现较好的国金证券和宏源证券主要贡献来自于投行业务收入大幅提升，而华泰证券同比增长的原因在于对联合证券股权比例提高后少数股东权益减少。

我们预计 2010 年 2 季度环比业绩显著增长的有国金证券和西南证券，明显下降的有东北证券、长江证券和中信证券。

表 5 上市券商 2010 年中报盈利预测（百万元，元）

证券代码	证券简称	时间	营业收入	经纪	投行	利息	自营	其他	费用率	净利润	EPS
000783.SZ	长江证券	2010-8-10	1,235	760	52	109	270	45	41%	548	0.25
601688.SH	华泰证券	2010-8-27	3,631	2,328	866	381	(140)	196	44%	1,517	0.27
600999.SH	招商证券	2010-8-24	2,616	1,596	1,022	195	(540)	343	39%	1,204	0.34
600109.SH	国金证券	2010-8-26	975	356	568	46	(19)	24	55%	328	0.33
000686.SZ	东北证券	2010-7-30	506	483	0	45	(95)	73	43%	217	0.34
000562.SZ	宏源证券	2010-8-14	1,733	814	543	81	150	145	42%	758	0.52
600369.SH	西南证券	2010-8-31	949	341	178	56	318	56	51%	350	0.18
601788.SH	光大证券	2010-8-24	2,008	1,216	175	302	(25)	340	52%	716	0.21
600837.SH	海通证券	2010-8-26	4,695	2,230	647	554	619	645	40%	2,099	0.26
000728.SZ	国元证券	2010-8-25	1,033	554	214	123	50	92	36%	499	0.25
000776.SZ	广发证券	2010-8-17	3,490	2,338	371	369	(33)	444	41%	1,471	0.59
600030.SH	中信证券	2010-8-28	6,678	3,553	963	658	(454)	1,959	49%	2,280	0.23

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 6 上市券商 2010 年中报业绩比较（百万元，%）

证券简称	2010H 净利润	YoY	2010Q2 净利润	QoQ
长江证券	548	-14	135	-67
华泰证券	1,517	19	691	-16
招商证券	1,204	-12	422	-46
国金证券	328	62	240	172

东北证券	217	-54	16	-92
宏源证券	758	45	338	-19
西南证券	350	-19	219	68
光大证券	716	-41	373	9
海通证券	2,099	-14	1,088	8
国元证券	499	8	236	-10
广发证券	1,471	-28	601	-31
中信证券	2,280	-40	781	-48

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 7 上市券商估值水平（元）

证券代码	证券简称	价格	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600030	中信证券	11.72	0.90	0.46	0.65	13.02	25.44	18.05
600837	海通证券	9.16	0.55	0.47	0.60	16.57	19.67	15.20
000776	广发证券	30.54	1.87	1.36	1.67	16.33	22.47	18.33
601688	华泰证券	13.01	0.68	0.50	0.60	19.20	26.15	21.83
600999	招商证券	20.93	1.04	0.76	0.94	20.13	27.46	22.15
601788	光大证券	15.31	0.83	0.40	0.57	18.51	38.71	26.87
000783	长江证券	10.84	0.63	0.40	0.46	17.15	27.31	23.38
000728	国元证券	11.79	0.53	0.46	0.67	22.33	25.48	17.57
600369	西南证券	12.14	0.53	0.27	0.29	22.95	45.40	41.33
000562	宏源证券	14.56	0.79	0.69	0.80	18.47	21.09	18.27
000686	东北证券	24.63	1.43	0.96	1.10	17.25	25.66	22.36
600109	国金证券	13.49	0.52	0.34	0.47	26.13	39.86	28.98

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：表中 EPS 均按最新股本全面摊薄。

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

南方	上海联系人	梁涛	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034