



行业动态研究报告

上市券商中期经营业绩点评

行业动态信息

部分券商公布中期经营业绩

部分上市证券公司公布了 2010 年上半年经营业绩，其中中信、华泰、光大等仅公布了 6 月份经营情况，因此我们对公布了 1-6 月的部分上市公司进行了简单分析。

从净利润同比增长看，宏源证券增速最高，主要来自于投行承销大幅增长，以及兑现浮盈。国元证券净利润同比增长了 3.31%，而且 2010.6 相比 2009.12 净资产也增加了 2.31%（考虑到分红因素后），根据我们前期的调研结论，其增长主要来自投行承销快速增长、参股长盛基金、以及投资收益的减亏、增发资金的利息收入等。

从分析看，中报净利润表现好的有宏源和国元，净资产表现好的有长江、招商、国元。

自营和佣金率下调是导致券商下降的主要驱动因素

部分券商的自营，特别是权益自营仓位较高，在 2010 年上半年股指跌幅较大的情况下，对业绩构成了较大的负面影响。从 2009 年权益自营占净资产比重看，权益自营占比高的公司有东北证券、西南证券、海通证券、宏源证券以及长江证券。

各券商在 2010H1，特别是在 2010Q1 佣金率有较大程度下降，导致经纪业务收入降幅较大，这也是影响了上半年券商业绩的主要原因之一。

投行业务承销快速增长是上半年亮点

2010 年上半年从市场融资募集资金来看，合计实现股权融资 4000 亿元以上，而 2009H1 仅为 1100 亿元，股票发行金额同比增长了近 300%。从上市券商承销情况来看，中信、海通、招商、华泰等承销金额较大，股票承销金额的增长情况来看，海通、广发、华泰等券商的投行承销增长较快。

投资建议

我们在行业中相对看好国元证券和长江证券，认为相对而言其业绩更具有持续性，主要核心业务竞争力持续提升，而且估值具有优势，维持对国元证券和长江证券的增持评级。此外，大券商中的中信证券和华泰证券也值得关注。

证券业

维持

增持

魏涛

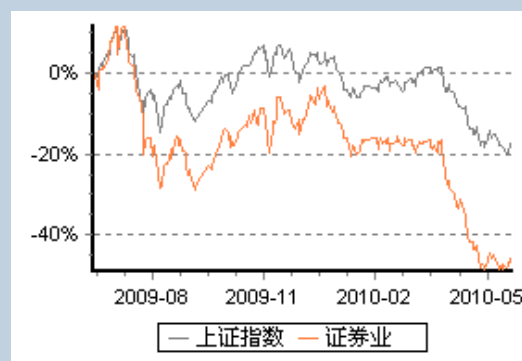
weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

发布日期：2010 年 07 月 13 日

股价表现



相关研究报告



部分公布中期业绩券商的中期业绩概览

部分上市证券公司公布了 2010 年上半年经营业绩，其中中信、华泰、光大等仅公布了 6 月份经营情况，因此我们对公布了 1-6 月的部分上市公司进行了简单分析。详情见随后分析报告。

表 1：公布中期业绩券商的主要经营情况

单位：万元（广发为元）

	2010.6 净利润	2009.6 净利润	增长速度	2010.6 净资产	2012.12 净资产	增长速度
宏源	73020.00	52152.00	40.01%	656372.91	653888.86	0.38%
国元	41071.00	39754.00	3.31%	1441306.00	1504704.00	（考虑分红后）2.31%
东北	11000.00	47641.00	-76.91%			
广发	1491165257.80	2036000000.00	-26.76%	15367685888.18	13558000000.00	
长江	49085.15	63603.37	-22.83%	876854.79	912434.69	（考虑分红后）5.61%
招商	123494.00	136095.00	-9.26%	2331311.00	2260615.74	3.13%
海通	177871.97	244371.7	-27.21%	4236175.75	4307423.34	（考虑分红后）2.17%

资料来源：中信建投证券研究发展部

从净利润同比增长看，宏源证券增速最高，其原因主要来自于投行承销的大幅增长，以及兑现浮盈而变现的投资收益。但从净资产来看，2010.6 相比 2009.12 只增长了 0.38%，表明公司的可供出售金融资产出现一定损失。

国元证券净利润同比增长了 3.31%，而且 2010.6 相比 2009.12 净资产也增加了 2.31%（考虑到分红因素后），根据我们前期的调研结论，国元证券的净利润增长主要来自投行承销的快速增长、参股长盛基金、以及投资收益的减亏、增发资金的利息收入等，从构成来看，国元证券似乎盈利的持续性要更好一些。

长江证券净利润同比下降了 22.8%，主要原因是长江证券的自营仓位较高，而且股票投资大部分划分为交易性金融资产，所以更容易反映在损益表上。但从净资产来看，长江证券的净资产 2010.6 相比 2009.12 增长了 5.6%，表现较好。

招商证券的净利润同比下降了 9.26%，但净资产也增加了 3.13%。

广发证券由于只提供了母公司数据，参考价值不大。

东北证券的净利润出现了 76.9% 的下降，主要来自于东北证券的股票自营的仓位较高，从 Q1 数据来看，其股票自营规模大约在 12 亿元左右，而其净资产仅为 27.56 亿元，所以净资产对自营业务的敏感性太高。

从以上分析看出，中报看，净利润表现好的有宏源和国元，净资产表现好的有长江、招商、国元。

自营和佣金率下调是导致券商下降的主要驱动因素

从 2009 年末数据和 2010Q1 数据看，部分券商的自营，特别是权益自营仓位较高，在 2010 年上半年股指跌幅较大的情况下，对业绩构成了较大的负面影响。从 2009 年权益自营占净资产比重看，权益自营占比高的公司有东北证券、西南证券、海通证券、宏源证券以及长江证券。



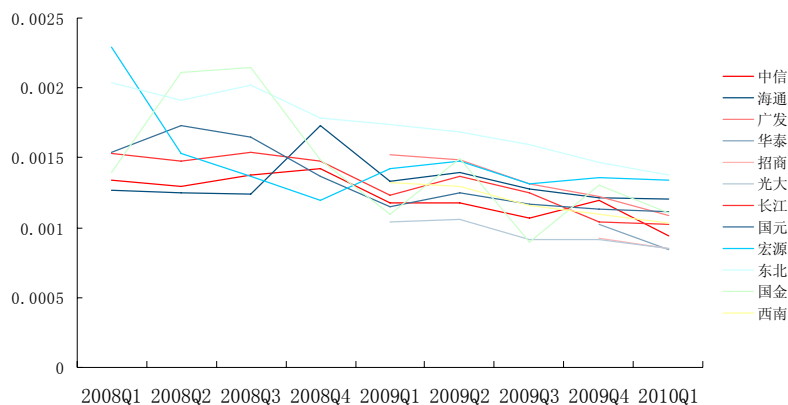
表 2：各上市证券公司近年自营收益情况

	08 自营/ 净资产	09 自营/ 净资产	10Q1 自营/ 净资产	08 权益自营 /净资产	09 权益自营 /净资产	08 自营收 益率	09 自营收 益率	10Q1 自营 收益率	08-10Q1 平 均收益率
中信	70.8%	91.0%	80.4%	6.2%	28.6%	10.5%	6.8%	3.1%	6.8%
海通	30.8%	43.1%	33.7%	30.8%	43.1%	8.2%	5.9%	4.7%	6.2%
华泰	33.3%	52.5%	28.4%	11.4%	21.9%	-15.0%	7.6%	7.7%	0.1%
招商	69.6%	85.7%	81.2%	17.0%	15.4%	6.9%	7.8%	1.5%	5.4%
光大	7.3%	37.2%	22.4%	4.4%	27.0%	-8.3%	9.7%	-12.6%	-3.7%
广发	100.4%	83.0%	88.8%	23.8%	31.6%	4.2%	8.6%	4.7%	5.8%
长江	90.4%	92.3%	95.4%	8.0%	37.3%	13.6%	10.9%	17.0%	13.8%
国元	35.0%	13.0%	21.3%	4.9%	9.3%	-2.9%	9.0%	2.4%	2.8%
宏源	52.7%	86.8%	68.9%	19.4%	37.3%	0.4%	8.8%	20.9%	10.1%
东北	6.1%	89.8%	45.8%	6.1%	89.0%	-7.7%	43.2%	6.5%	14.0%
西南	23.8%	68.5%	50.6%	13.3%	63.5%	-8.8%	38.6%	12.1%	14.0%

资料来源：中信建投证券研究发展部

此外各券商在 2010H1，特别是在 2010Q1 佣金率有较大程度下降，导致经纪业务收入降幅较大，这也是影响了上半年券商业绩的主要原因之一。

图 1：各上市券商近期佣金率走势

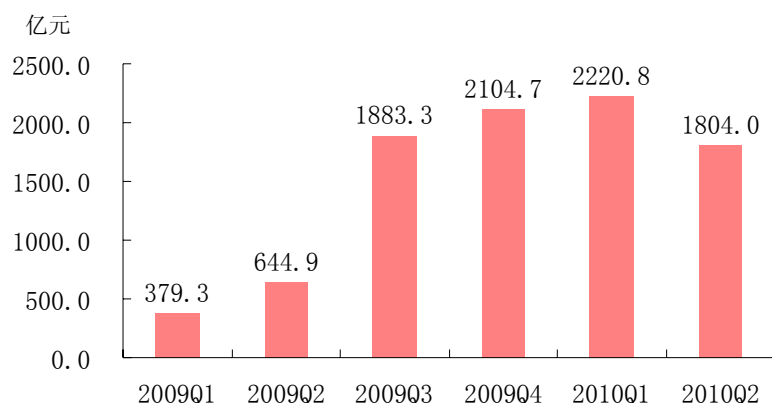


资料来源：中信建投证券研究发展部



投行承销业务快速增长是上半年亮点

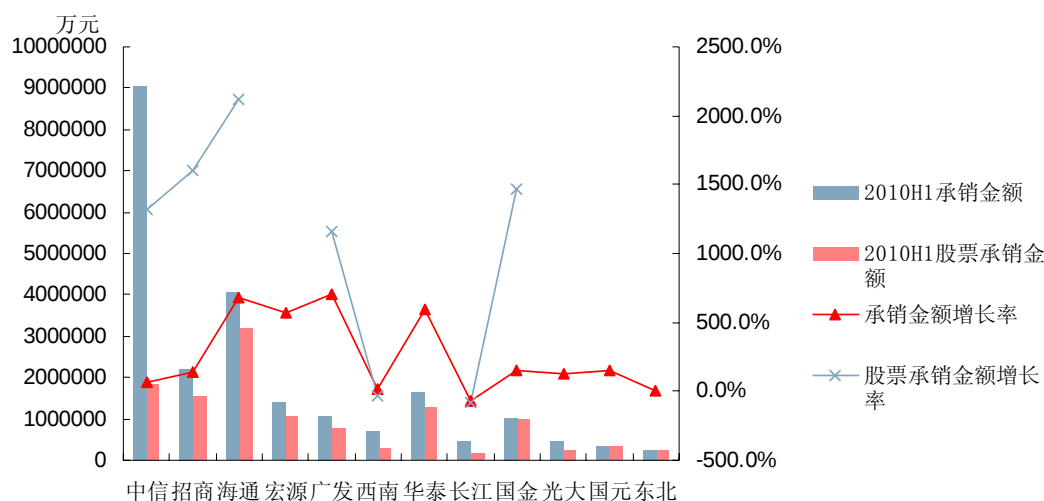
图 2：2010 年上半年市场融资额大幅增长



资料来源：中信建投证券研究发展部

2010 年上半年从市场融资募集资金来看，合计实现股权融资 4000 亿元以上，而 2009H1 仅为 1100 亿元，股票发行金额同比增长了近 300%。从上市券商承销情况来看，中信、海通、招商、华泰等承销金额较大，股票承销金额的增长情况来看，海通、广发、华泰等券商的投行承销增长较快。

图 3：2010 年上半年各上市券商承销金额及增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

投资建议

我们在行业中相对看好国元证券和长江证券，认为相对而言其业绩更具有持续性，主要核心业务竞争力持续提升，而且估值具有优势，维持对国元证券和长江证券的增持评级。此外，大券商中的中信证券和华泰证券也值得关注。



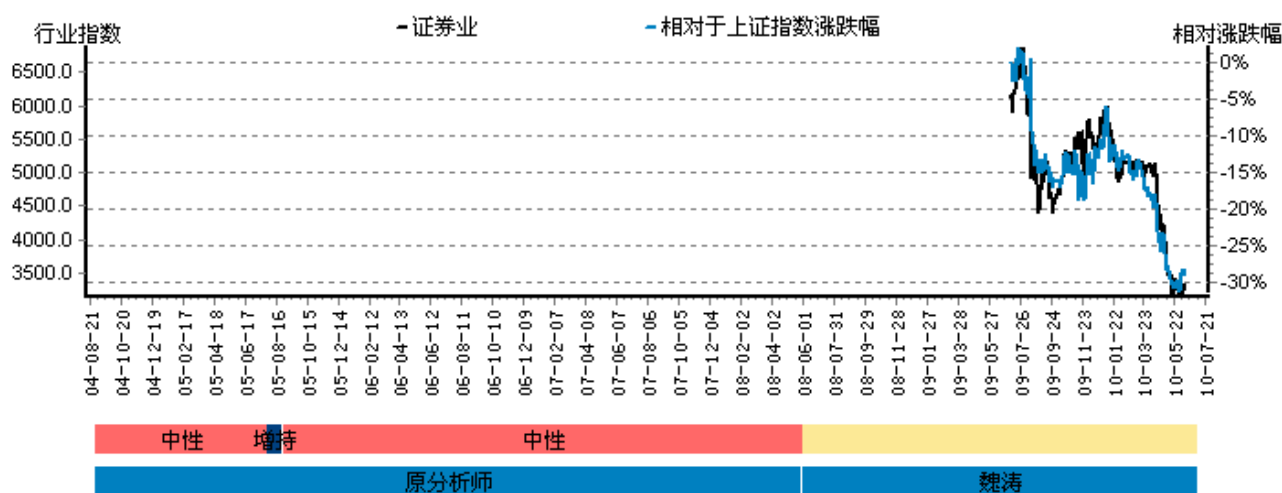
表 3：盈利预测和估值情况

单位：元

	中信	海通	华泰	广发	招商	光大	长江	宏源	国元	东北	国金	西南
09 EPS	0.90	0.55	0.68	1.87	1.04	0.83	0.63	0.79	0.53	1.43	0.52	0.53
09PE	13.06	16.60	19.05	15.95	19.86	18.37	17.12	18.66	22.57	15.87	25.96	24.20
10 EPS	0.78	0.45	0.63	1.37	0.80	0.59	0.62	0.77	0.55	1.09	0.41	0.45
10PE	15.16	20.32	20.58	21.81	25.68	25.66	17.36	19.00	21.78	20.84	32.97	28.72
11 EPS	0.93	0.57	0.75	1.63	1.01	0.75	0.72	0.92	0.69	1.31	0.55	0.60
11PE	12.74	15.92	17.11	18.27	20.48	20.17	15.01	16.00	17.18	17.34	24.28	21.30
09 BVPS	6.19	5.28	2.89	6.53	6.30	6.57	4.20	4.48	7.70	4.78	2.59	2.46
09PB	1.91	1.73	4.47	4.57	3.28	2.31	2.57	3.29	1.55	4.74	5.17	5.21
10 BVPS	6.74	5.73	5.76	7.63	6.96	7.04	4.44	4.56	8.14	5.87	2.92	5.77
10PB	1.75	1.59	2.24	3.91	2.97	2.16	2.44	3.22	1.46	3.86	4.60	2.22
11 BVPS	7.39	6.30	6.36	8.94	7.77	7.65	4.94	5.39	8.70	7.18	3.36	5.25
11PB	1.60	1.45	2.03	3.34	2.66	1.99	2.19	2.73	1.37	3.16	3.99	5.21

资料来源：中信建投证券研究发展部

附：





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

魏 涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。