

动态报告

证券

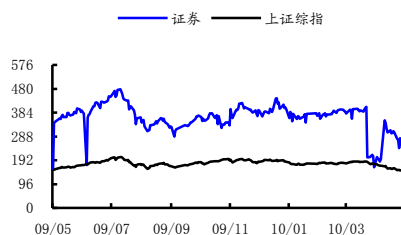
行业点评报告

中性

(维持评级)

2010年7月19日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《融资融券业务试点审批意见》快评：五家上市券商有望获得首批试点资格——2010-1-25

《融资融券试点获国务院批准：大券商受益于融资融券》——2010-1-12

《佣金战之殇》证券行业中期策略报告——2010-5-24

邵子钦

电话：0755-82130468

 E-mail: shaiozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

田 良

电话：0755-82130513

 E-mail: tianliang@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040008

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业月报

预计经纪业务盈亏平衡佣金率 4.4%%

● 经纪业务盈亏平衡佣金率为 0.44%

根据海通、国元、东北的完整经纪业务数据，分别计算出其 1% 市场份额对应的固定成本以及变动成本率，并以此为常数项，构建经纪业务盈利模型。根据市场份额，我们将券商划分为大中小三类，并分别以以上三家公司为代表，在日均股票成交 1700 亿元假设下，推算出大、中、小型券商的经纪业务盈亏平衡佣金率分别为：0.34%、0.37% 和 0.59%，行业平均 0.44%。

● 交易量萎缩，预计全年日均股票成交额 1733 亿元

6 月当月日均成交 1328 亿元，创半年最低单月日均成交量。上半年日均成交 1914 亿元，较 2009 年全年下降 12%，预计 2010 年日均股票成交额 1733 亿元，同比下降 21%。

● 6 月佣金率同比下降 18%，月度环比下降 2%

根据抽样调查结果，全行业 6 月份的三个月移动平均佣金率为 0.888%，同比降速 18%，呈加速下降态势。预计全年佣金率同比下降 20%。

● 6 月新增及搬迁营业部 36 家

6 月新设及搬迁营业部 36 家，1-6 月全行业新设及搬迁营业部 206 家，略低于 2009 年同期的 246 家，我们预计全年将超过 400 家。网点增加仍然是导致佣金战的主要原因。

● 建议低配，给予行业“中性”评级

由于交易量和佣金率双降对经纪业务产生的压力依然持续，我们建议低配，如果有配置需求，建议关注中信、广发及广发系。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘 (元)	EPS		PE 2010E	投资评级
				2009	2010E		
600030	中信证券	1,180	11.86	1.35	0.49	24.43	谨慎推荐
600739	辽宁成大	215	23.76	1.51	1.09	21.86	谨慎推荐
000623	吉林敖东	152	26.49	2.52	1.69	15.64	谨慎推荐
600837	海通证券	756	9.21	0.55	0.39	23.63	中性
601688	华泰证券	736	13.15	0.79	0.43	30.60	中性
000776	广发证券	756	30.17	2.35	1.09	27.74	谨慎推荐
601788	光大证券	525	15.36	0.83	0.37	41.74	中性
600999	招商证券	750	20.93	1.04	0.88	23.80	中性

资料来源：公司资料和国信证券预测

经纪业务盈亏平衡点佣金率为 0.44‰

以“1%市场份额对应的固定成本”和“变动成本率”为常数项，构建经纪业务盈利模型。经纪业务营业成本分为固定和变动两部分，其中固定部分（租金、IT设备、员工底薪等）具有规模相应，与市场份额相关，变动部分（员工绩效工资、营销提成等）与经纪业务收入正向相关，即：

$$\text{经纪成本} = \text{固定成本} + \text{经纪收入} \times \text{变动成本率}$$

$$\text{固定成本} = 1\% \text{ 市场份额对应的固定成本} \times \text{市场份额}$$

$$\text{变动成本} = \text{经纪业务收入} \times \text{变动成本率}$$

上市券商中只有海通、国元、东北连续两年披露完整的经纪业务营业成本数据，据此我们构建二元方程计算他们的 1% 市场份额对应的固定成本以及变动成本率，结果显示大券商在 1% 市场份额对应固定成本方面具有明显的规模经济性。

表 1: 1% 市场份额对应的固定成本以及变动成本率

	1% 市场份额对应固定成本 (亿元)	变动成本率	代表类型
海通	0.82	28%	3% < 市场份额
国元	1.20	16%	1% < 市场份额 ≤ 3%
东北	2.58	20%	市场份额 ≤ 1%
平均	1.53	21%	-

资料来源：国信证券经济研究所

当经纪业务处于盈亏平衡时，有如下关系：

$$\text{固定成本} = \text{经纪业务收入} \times (1 - \text{变动成本率})$$

即：市场份额 × 100 × 1% 市场份额对应的固定成本 = 市场成交 × 市场份额 × 盈亏平衡佣金率 × (1 - 变动成本率)

即：盈亏平衡佣金率 = 100 × 1% 市场份额对应的固定成本 / 市场成交 / (1 - 变动成本率)

根据上述三家公司的市场份额，假设其分别代表市场份额 3% 以上的大型券商、市场份额介于 1% 和 3% 之间的中型券商、市场份额小于 1% 的小型券商，在日均股票成交 1700 亿元假设下，大、中、小型券商的经纪业务盈亏平衡佣金率分别为：0.34‰、0.37‰ 和 0.59‰，全行业为 0.44‰。

表 2: 不同日均成交量假设下的经纪业务盈亏平衡佣金率 (单位: ‰)

类型 \ 日均成交 (亿元)	1000	1200	1400	1600	1700	2000	2200	代表
大券商: 3% < 市场份额	0.43	0.39	0.37	0.35	0.34	0.32	0.31	中信、海通、华泰、广发、光大、招商
中券商: 1% < 市场份额 ≤ 3%	0.49	0.45	0.41	0.38	0.37	0.35	0.33	宏源、国元、长江、兴业
小券商: 市场份额 ≤ 1%	0.86	0.75	0.67	0.61	0.59	0.53	0.50	东北、国金、西南
全行业	0.60	0.53	0.49	0.45	0.44	0.40	0.38	

资料来源：国信证券经济研究所

预计全年日均成交额同比下降 21%

6 月以来市场股票成交继续下降,截至 24 日,6 月当月日均成交额 1328 亿元,创半年最低单月成交量。上半年成交 1914 亿元,较 2009 年全年日均 2185 亿元的日均成交额低了 12%。

预计全年日均股票成交额 1733 亿元。基于下半年 126 个交易日上证指数中轴 2500 点,换手率及大小非减持比率维持近三个月平均水平的假设,预计 2010 年日均股票成交额 1733 亿元,同比下降 21%。

表 3: 基于“下半年 126 天上证指数点位中轴与换手率”的全年交易额预测

换手率上证指数	2100	2300	2500	2700	2900
近一月	1,522	1,578	1,626	1,692	1,749
近两月	1,564	1,624	1,676	1,746	1,807
近三月	1,615	1,680	1,733	1,812	1,877
近四月	1,697	1,771	1,813	1,918	1,991

资料来源:国信证券经济研究所

佣金率下降趋势未改

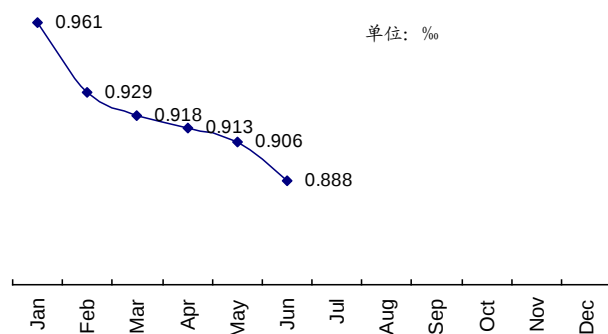
我们对全国 42 个城市 1-6 月股票交易净佣金率进行了抽样调查,根据城市的地理位置将其分为内陆、省会、沿海、中心四类。其中,中心包括北京、上海、深圳、广州,内陆为剔除中心、沿海、省会城市后的其他城市。

用三个月移动平均佣金率做比较。考虑到我们调研的样本数量仅为行业营业部数量的 1.01%,并且当月营销策略会导致样本营业部佣金率产生异动,我们将样本营业部近三个月的移动平均佣金率作为研究对象,据此判断佣金率的变化趋势。

目前佣金率距离盈亏平衡点佣金率仍有 50%空间。6 月份移动平均佣金率 0.888‰,同比降 18%,较年初下降 9%。6 月份的移动平均佣金率为 0.888‰,同比降速 18%,与上月相比,呈加速下滑态势。较盈亏平衡点佣金率仍然存在 50%空间,预计全年全行业佣金率同比降速为 20%。

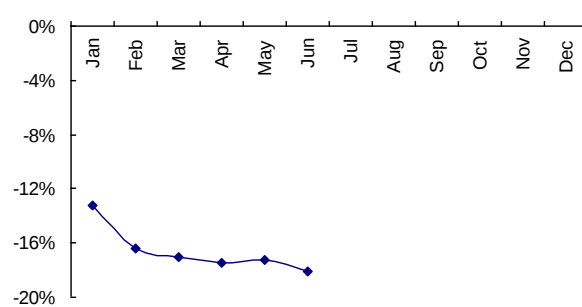
网点增加仍然是导致佣金战的主要原因。6 月新设及搬迁营业部 36 家,1-6 月全行业新设及搬迁营业部 206 家,略低于 2009 年同期的 246 家,预计全年全行业新增及搬迁营业部将超过 400 家。

图 1: 三个月移动平均佣金率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 三个月移动平均佣金率降幅



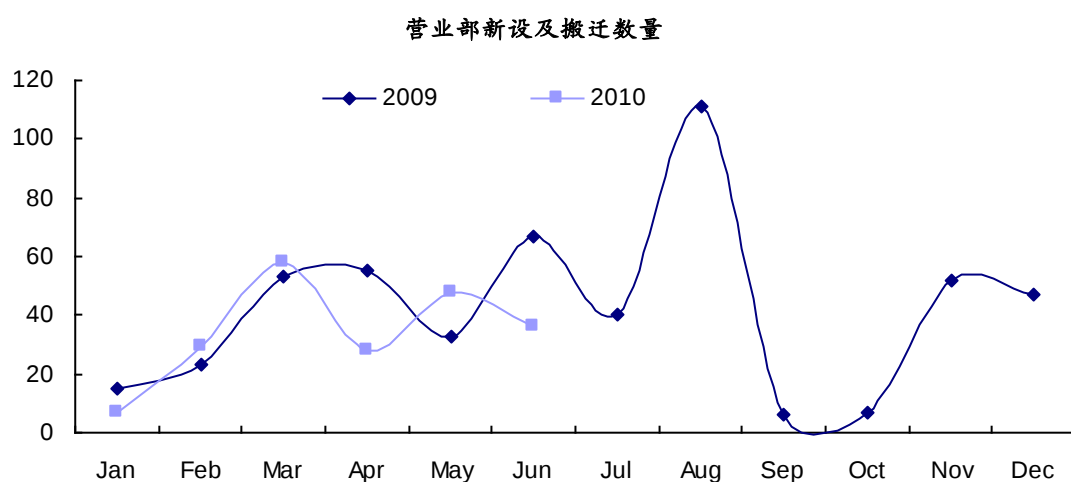
资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: 分地区移动平均佣金率

地区	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	年初至今降幅	六月同比
内陆	1.451	1.430	1.422	1.413	1.388	1.308	-11%	-10%
省会	0.977	0.930	0.892	0.874	0.845	0.857	-13%	-20%
沿海	0.977	0.971	0.953	0.941	0.915	0.892	-11%	-26%
中心	0.909	0.876	0.859	0.853	0.842	0.819	-11%	-19%
合计	0.961	0.929	0.918	0.913	0.906	0.888	-9%	-18%

资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 新设及搬迁营业部趋势未放缓



资料来源: 国信证券经济研究所

表 5: 新设及搬迁营业部

省份	新设及搬迁数量 (家)			期末存量 (家)			新设及搬迁量/存量		
	2008	2009	2010 年 1-6 月	2008	2009	2010 年 1-6 月	2008	2009	2010 年 1-6 月
安徽省	4	16	6	70	81	110	6%	23%	7%
北京市	17	23	20	199	208	215	9%	12%	10%
福建省	9	21	7	119	153	165	9%	18%	5%
甘肃省	2	11	2	32	48	56	7%	34%	4%
广东省	45	72	32	518	569	583	8%	14%	6%
广西	4	21	3	39	67	69	11%	54%	4%
贵州省	3	11	1	13	26	29	21%	85%	4%
海南省	0	3	6	24	25	29	0%	13%	24%
河北省	9	9	6	100	80	117	14%	9%	8%
河南省	5	16	6	77	105	119	7%	21%	6%
黑龙江	4	18	6	73	103	109	4%	25%	6%
湖北省	8	12	8	113	125	139	6%	11%	6%
湖南省	5	26	4	97	118	146	7%	27%	3%
吉林省	8	6	6	62	67	74	13%	10%	9%
江苏省	15	39	12	216	251	272	7%	18%	5%
江西省	5	14	2	63	93	115	8%	22%	2%
辽宁省	7	17	12	176	167	181	4%	10%	7%
内蒙古	1	5	2	24	41	46	4%	21%	5%
青海	0	0	0	6	6	7	0%	0%	0%
宁夏	1	1	0	12	16	16	5%	8%	0%
山东省	14	27	10	158	198	206	7%	17%	5%
山西省	3	13	1	45	58	62	7%	29%	2%
陕西省	6	2	2	72	65	74	9%	3%	3%
上海市	26	41	23	477	470	464	5%	9%	5%
四川省	10	16	6	139	154	170	7%	12%	4%
天津市	8	10	6	79	86	91	10%	13%	7%
西藏	0	1	0	1	2	2	0%	100%	0%
新疆	0	4	2	47	33	39	0%	9%	6%
云南	2	6	2	39	42	52	5%	15%	5%
浙江省	32	36	10	223	259	299	15%	16%	4%
重庆市	5	12	3	73	79	93	8%	16%	4%
合计	258	509	206	3386	3795	4149	8%	15%	5%

资料来源：国信证券经济研究所

维持行业“中性”

建议低配证券行业

由于交易量和佣金率双降对经纪业务产生的压力依然持续，我们建议低配证券行业，维持“中性”评级。

建议关注中信、广发、成大、教东

如果有配置需求，建议关注中信、广发、广发系。中信证券考虑出售中信建投、华夏基金股权因素后，2010年PB1.58倍，具有相对估值优势，而且公司正有计划、有步骤地发挥机构业务优势，品牌战略雏形渐显。广发证券流通市值28亿元，是证券行业中最小的，而且公司经营稳健，网点布局集中，具有规模经济性。成大、教东估值相对较低。给予“谨慎推荐”评级。

表 6: 证券行业 PE、PB

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
中信	谨慎推荐	1.10	1.35	0.49	10.76	8.75	24.43	8.33	9.29	7.51	1.42	1.28	1.58
海通	中性	0.40	0.55	0.39	22.95	16.66	23.63	4.66	5.28	5.66	1.98	1.75	1.63
华泰	中性	0.28	0.79	0.43	47.22	16.68	30.60	2.02	2.89	5.75	6.52	4.55	2.29
广发	谨慎推荐	1.54	2.35	1.09	19.59	12.87	27.74	5.96	8.19	8.12	5.06	3.69	3.72
光大	中性	0.47	0.83	0.37	32.55	18.57	41.74	3.64	6.57	6.69	4.22	2.34	2.30
招商	中性	0.63	1.04	0.88	33.42	20.13	23.80	2.45	6.30	6.74	8.55	3.32	3.11
宏源	中性	0.37	0.79	0.69	39.82	18.73	21.50	3.41	4.48	5.11	4.33	3.30	2.89
东北	中性	0.71	1.43	1.10	32.42	16.02	20.78	3.88	4.78	5.73	5.89	4.78	3.99
国元	中性	0.36	0.53	0.38	34.01	22.91	31.77	3.23	7.70	7.60	3.75	1.57	1.59
长江	中性	0.42	0.63	0.49	26.33	17.46	22.31	2.75	4.20	4.34	4.01	2.62	2.54
国金	中性	1.51	0.52	0.36	9.03	26.44	37.49	4.33	2.59	2.99	3.15	5.27	4.57
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.09	22.77	15.74	21.86	5.51	7.07	8.16	4.31	3.36	2.91
教东	谨慎推荐	1.50	2.52	1.69	17.63	10.51	15.64	8.45	10.62	12.31	3.13	2.49	2.15
平均	中性	-	-	-	26.81	17.04	26.41	-	-	-	4.33	3.10	2.71

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53% 中信建投股权，以 5.49% 倍 P/AUM 出售 51% 华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35% 广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

表 7：证券行业 P/MS

简称	评级	总市值(亿元)	经纪业务市场份额 (%)	单位份额市价指数
中信	谨慎推荐	1,180	5.21	227
海通	中性	758	4.01	189
华泰	中性	736	5.98	123
广发	谨慎推荐	756	4.47	169
光大	中性	525	3.13	168
招商	中性	750	4.08	184
宏源	中性	216	1.32	164
东北	中性	146	0.76	193
国元	中性	238	1.07	221
长江	中性	239	1.62	148
国金	中性	137	0.69	198
成大	谨慎推荐	215	1.11	193
教东	谨慎推荐	152	1.11	137
平均	中性	-	-	178

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53%中信建投股权，以 5.49%倍 P/AUM 出售 51%华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35%广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	