

证券业 8 月报：震荡中反弹

报告要点

■ 7 月市场概况：反弹中券商股战胜大盘

7 月市场整体呈现震荡中反弹态势，沪深 300 指数由月初的 2526.07 点上升至 2868.85 点，增幅 13.57%，中小板综指由 5158.98 点升至 5911.67 点，升幅达 14.59%；在反弹趋势影响下，7 月成交量有所放大，股票基金交易额达 33233 亿元，月度日均交易额达 1511 亿元，较上月分别提升 28.84% 和 11.27%；随着成交量的放大，新开股票账户和换手率显著提升。

■ 经纪业务：佣金费率逐渐企稳

2010 年 7 月沪深两市成交额达 33233 亿元，较 6 月增长 28.84%，其中上市券商股基交易额平均增幅为 28.31%，略低于市场增幅；国金、光大、西南与中信证券增幅分别为 38.3%、31.1%、31.05% 和 31.03%，居上市券商前四名；与此同时，随着服务部升级与营业部搬迁工作逐步进入尾声，经纪业务佣金费率水平呈现企稳态势。

■ 投行业务：股票发行规模创年内新高

2010 年 7 月股票发行规模与 IPO 发行规模分别实现 896.61 亿元、770.23 亿元，较上月增幅为 2.71%、266.52%，达到年内最高水平；2010 年 1-7 月累计股票发行规模达 5040 亿元，占 09 年全年股票发行规模的 98.5%。

■ 创新业务：循序渐进

券商各项创新业务在震荡行情中稳步推进：融资融券第二批试点券商开始进场交易；股指期货 7 月成交额达 60545 亿元，创股指期货交易以来新高；券商直投系子公司资本规模与投资规模继续扩大；国泰君安香港子公司率先在联交所上市，国元香港子公司上市也提上日程。

■ 月度财务分析：自营浮盈成绩亮点

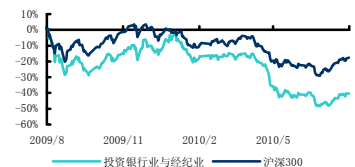
随着二级市场整体行情在震荡中反弹、成交量小幅回升、佣金费率的逐步企稳，券商股票基金成交额增幅明显，但导致 7 月业绩较 6 月“由亏转盈”的最主要因素还是自营业绩的提升。

我们认为，8 月份在震荡中还有一定的反弹机遇，券商股今年的业绩拐点也逐步出现，推荐宏源证券、中信证券，并关注广发证券的增发所带来的投资机遇。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
000562	宏源证券	推荐
600030	中信证券	谨慎推荐
000776	广发证券	谨慎推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

宏源证券	09A	10E	11E
PE	22.06	22.2	18.3
PB	3.89	3.5	2.9
EV/EBITDA	4.61	0.00	0.00
中信证券	09A	10E	11E
PE	14.4	9.3	18.3
PB	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	-3.06	0.00	0.00

相关研究

《证券业 6 月份经营数据点评：自营亏损使净资产缩水》2010-7-11

《证券业 2010 年中期投资策略报告：成长的困惑》2010-6-29

分析师：

刘俊
(8627)65799532

liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208090171

联系人：

杨靖凤
(8621) 68751636

yangjif@cjsc.com.cn

正文目录

7 月市场概况：震荡中反弹	5
二级市场反弹明显，券商股表现平淡	5
市场回暖，成交量显著放大	6
经纪业务：佣金费率逐渐企稳	7
上市券商股基交易额：增幅与市场同步	7
部均交易额：上市券商排名有所下滑	9
网点数量：服务部升级与搬迁步入尾声	10
佣金费率水平：二季度以来逐步企稳	10
投行业务：股票发行规模创年内新高	11
自营业务：浮亏向浮盈的转变	13
资产管理业务：新发产品规模减少	14
创新业务：循序渐进	14
融资融券：第二批试点进场、交易量显著放大	14
股指期货：平抑自营波动作用初显	16
直接投资业务：投资规模扩大	16
国际业务：加速推进	19
月度财务分析：自营浮盈成业绩亮点	19
投资策略与建议	21

图表目录

图 1: 2010 年 1-7 月沪深两市市场指数走势	5
图 2: 2010 年 1-7 月沪深 300 与中小板指数走势	5
图 3: 2010 年 1-7 月券商股超大盘表现	6
图 4: 2010 年以来月度及月度日均股基交易额	6
图 5: 09 年至今月度新开股票账户与换手率对比	7
图 6: 09 年至今月度解禁与减持数	7
图 7: 201 年 7 月上市券商股基交易额及较上月变动情况	8
图 8: 2010 年 7 月上市券商股基交易市场份额及变动情况	8
图 9: 2010 年 7 月累计市场份额较 09 年底变动情况	8
图 10: 2010 年以来月度股票发行规模	11
图 11: 07 年以来企业债与公司债发行规模	12
图 12: 沪深两市平均融资融券规模	15
图 13: 2010 年 4-7 月深交所主要券商融资融券规模排名	15
图 14: 股指期货成交额与沪深交易额对比	16
图 15: 2010 年 7 月券商母公司净资产变动额及变动比率	20
图 16: 2010 年 7 月券商母公司净利润率对比	20
表 1: 主要市场指数与券商股价变动幅度对比	6
表 2: 2010 年 1-7 月累计股基交易额与市场份额	9
表 3: 2010 上半年上市券商部均交易额	9
表 4: 2010 年 7 月上市券商部均交易额排名	9
表 5: 2010 上半年上市券商网点增加情况	10
表 6: 行业佣金费率变动情况	11
表 7: 华泰及东北证券佣金费率环比变动	11
表 8: 2010 年 7 月上市券商 IPO 承销情况	12
表 9: 2010 年 1-7 月上市券商 IPO 承销规模排名	12
表 10: 2010 年 7 月上市券商企业债承销情况	12
表 11: 2010 年 1-7 月上市券商企业债发行规模排名	13
表 12: 2010 年 7 月上市券商母公司净资产变动情况	13
表 13: 2010 年 7 月上市券商母公司净利润及变动情况	13
表 14: 2010 年 7 月新设立集合理财产品一览	14
表 15: 最新集合理财产品资产净值排名	14
表 16: 2010 年 7 月深交所融资融券规模及份额排名	15
表 17: 股指期货成交概况	16
表 18: 券商直投子公司一览	17
表 19: 上市券商直投子公司最高投资规模	17
表 20: 券商已上市直投项目一览	18
表 21: 券商直投未上市项目	18
表 22: 券商已设香港子公司一览	19
表 23: 上市券商母公司净资产变动情况	19

表 24: 2010 年 7 月券商母公司营业收入与净利润.....	20
行业重点上市公司估值指标与评级变化.....	21

7 月市场概况：震荡中反弹

7 月市场整体呈现震荡中反弹态势，沪深 300 由月初的 2526.07 点上升至 2868.85 点，增幅为 13.57%，中小板综指由 5158.98 升至 5911.67，升幅达 14.59%；

在反弹趋势的影响下，7 月成交量有所放大，7 月股票基金交易额达 33233 亿元，月度日均交易额为 1511 亿元，较上月分别提升 28.84%和 11.27%；

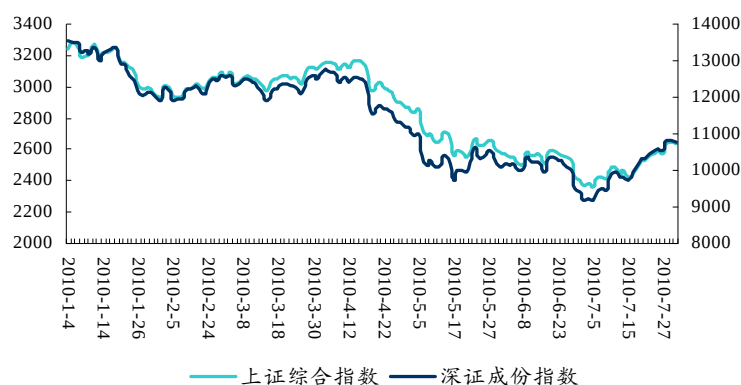
随着成交量的放大，新开股票账户和换手率显著提升，预计 7 月新开股票账户为 110 万户左右，月度换手率达 14.71%，实现了自 2010 年 4 月下跌行情以来的首次回升。

二级市场反弹明显，券商股在金融股中表现突出

7 月份二级市场在震荡中有所反弹，上证综指与深证成指分别上扬 11.11%和 17.18%，券商阶段性走出了 2010 年上半年经纪与自营业务受佣金费率下滑和市场低迷的影响，在 7 月的震荡反弹行情中，券商股平均涨幅为 12.36%，虽然弹性不大，但在金融股中突出；

就个股而言，宏源证券由于上半年整体业绩亮眼，7 月股价涨幅达 18.48%，居上市券商之首；受益于“一参一控”问题逐步解决与创新业务的突出业绩，中信证券涨幅为 16.63%，位居第二；而受自营业务亏损影响，东北证券 7 月股价表现不佳，增幅仅为 4.78%。

图 1：2010 年 1-7 月沪深两市市场指数走势



资料来源：长江证券研究部

图 2：2010 年 1-7 月沪深 300 与中小板指数走势

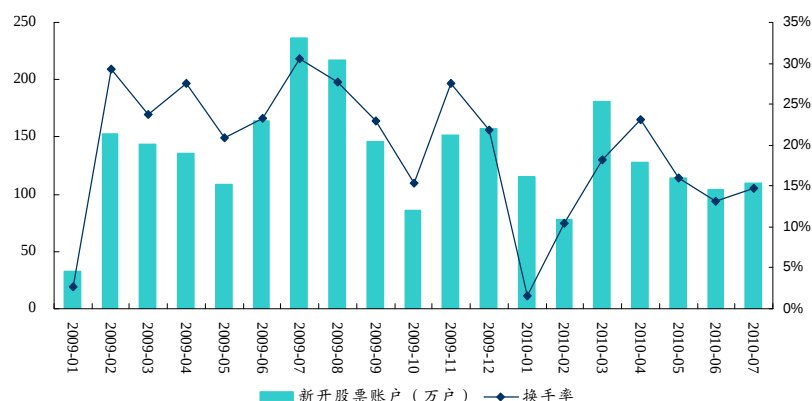


资料来源：长江证券研究部

表 1: 主要市场指数与券商股价变动幅度对比

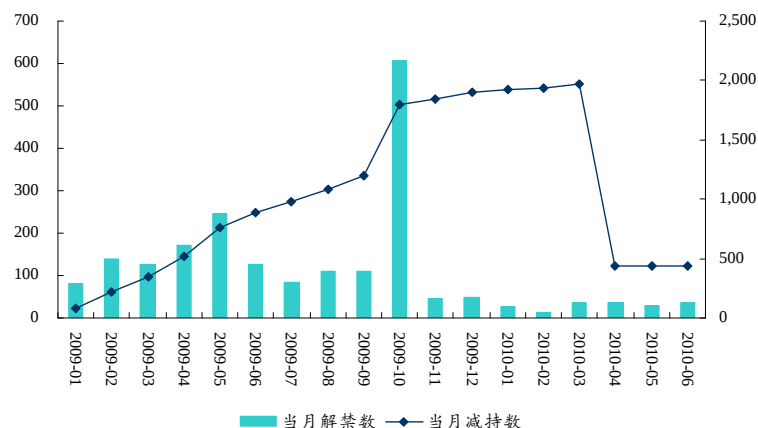
沪深 300	中小板综指	证券	银行	保险	中信
--------	-------	----	----	----	----

图 5：09 年至今月度新开股票账户与换手率对比



资料来源：长江证券研究部

图 6：09 年至今月度解禁与减持数



资料来源：长江证券研究部

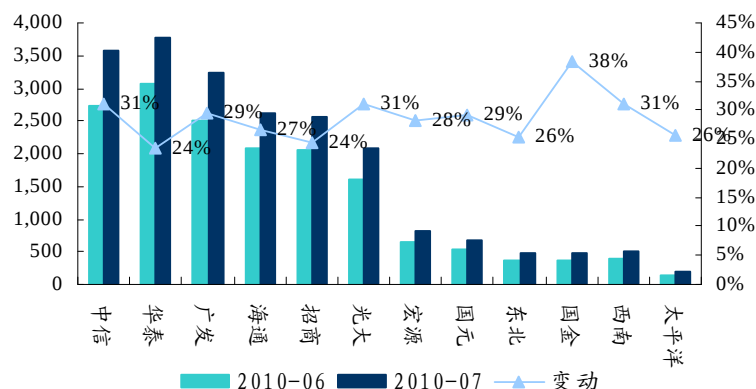
经纪业务：佣金费率逐渐企稳

上市券商股基交易额：增幅与市场同步

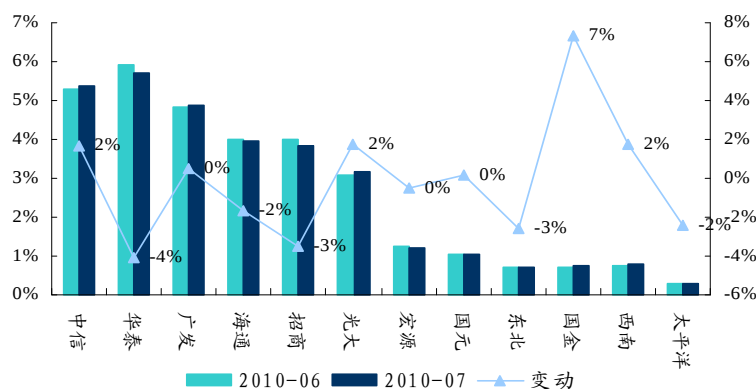
2010 年 7 月沪深两市成交额为 33233 亿元，较 6 月增长 28.84%，其中上市券商股基交易额平均增幅为 28.31%，略低于市场增幅；国金、光大、西南与中信增幅分别为 38.3%、31.1%、31.05%和 31.03%，居上市券商前四名；而华泰与招商证券增幅较缓，低于行业平均水平。

就单月市场份额而言，除国金外，光大、西南、中信市场份额都略有上升，其余券商市场份额都出现了不同程度的下滑，其中华泰市场份额较上月下滑 4.11%，降幅居上市券商之首。

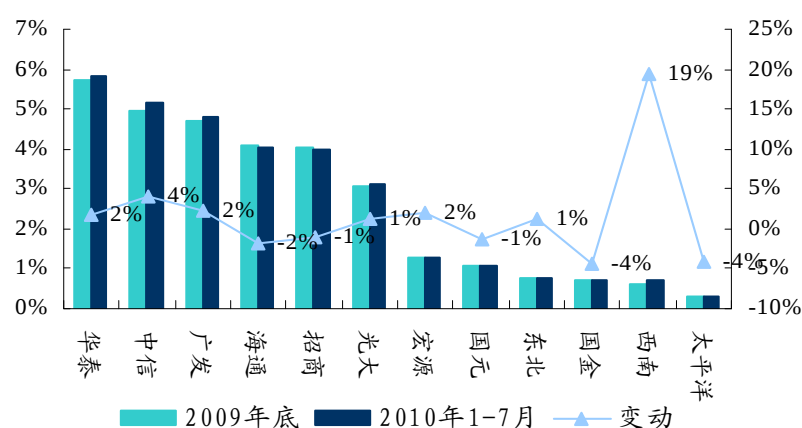
就累计市场份额而言，由于在重庆本地市场份额的显著提升，2010 年 1-7 月，西南证券累计市场份额达 0.74%，较 09 年底增长 19%，增幅居上市券商之首。

图 7：2010 年 7 月上市券商股基交易额及较上月变动情况


资料来源：长江证券研究部

图 8：2010 年 7 月上市券商股基交易市场份额及变动情况


资料来源：长江证券研究部

图 9：2010 年 7 月累计市场份额较 09 年底变动情况


资料来源：长江证券研究部

表 2：2010 年 1-7 月累计股基交易额与市场份额

	交易额	市场份额
华泰	30,652	5.81%
中信	27,160	5.15%
广发	25,344	4.81%
海通	21,246	4.03%
招商	21,112	4.00%
光大	16,446	3.12%
宏源	6,823	1.29%
国元	5,569	1.06%
东北	4,000	0.76%
西南	3,899	0.74%
国金	3,731	0.71%
太平洋	1,515	0.29%

资料来源：长江证券研究部

部均交易额：上市券商排名有所下滑

部均交易额是衡量券商经纪业务增长潜力的重要指标之一，也是券商发展融资融券和股指期货等创新业务的基础；受经纪业务竞争日益白热化的影响，2010 年 7 月，上市券商部均交易额排名有所下滑，其中，海通证券行业排名下降尤为显著，而宏源的下降与当期网点增长较快有关。

表 3：2010 上半年上市券商部均交易额

排名	会员	部均交易额	排名	会员	部均交易额
5	招商证券	244.20	36	长江证券	94.67
7	中信系	190.16	41	西南证券	91.48
11	国金证券	154.20	47	宏源证券	83.43
14	光大证券	142.10	59	国元证券	71.90
15	华泰系	140.68	73	东北证券	52.74
30	海通证券	102.87	75	太平洋	45.77
34	广发系	99.16			

资料来源：长江证券研究部

表 4：2010 年 7 月上市券商部均交易额排名

排名	会员	部均交易额	排名	会员	部均交易额
5	招商证券	33.59	37	西南证券	13.91
7	中信系	28.87	40	长江证券	13.36
11	国金证券	22.38	54	宏源证券	10.88
16	光大证券	20.72	59	国元证券	10.00
17	华泰系	19.80	77	东北证券	6.86
35	海通证券	14.51	79	太平洋	6.60
36	广发系	14.49			

资料来源：长江证券研究部

网点数量：服务部升级与搬迁步入尾声

随着截止日期的逐渐临近，证券公司服务部升级与营业部搬迁工作也逐步进入尾声，截至 2010 年 6 月底，全行业共有营业部 4391 家，较 09 年底新增 439 家；其中上市券商营业网点数达 1267 家，占总数的 28.85%。

2010 年 7 月，上市券商中共有 7 家营业部新设获批，7 家服务部升级为营业部。其中光大证券获批在上海新设 5 家营业部，西南获批在重庆新设 2 家营业部；宏源证券新疆 2 家服务部获批升级为营业部，太平洋 3 家，而东北与国金分别为 1 家。

表 5：2010 上半年上市券商网点增加情况

	2009 年底	2010 年 6 月底	增加数
广发	187	223	36
华泰	180	191	11
海通	167	181	14
中信	102	124	22
光大	93	101	8
长江	67	80	13
招商	71	76	5
宏源	55	72	17
国元	68	68	0
东北	51	67	16
西南	29	37	8
太平洋	22	26	4
国金	16	21	5

资料来源：长江证券研究部

佣金费率水平：二季度以来逐步企稳

自 09 年下半年以来，新设网点审批的加快、服务部升级的加速与营业部异地搬迁浪潮共同导致了经纪业务佣金费率的不断下滑，2010 年二季度以来，随着服务部升级与营业部搬迁工作逐步进入尾声，同时新设网点增幅有限，经纪业务佣金费率水平呈现企稳态势。

根据证券业协会公布的数据，106 家证券公司上半年共实现营业收入 731.42 亿元，其中代理买卖证券业务净收入 482.75 亿元，行业平均佣金费率为 0.1048%，较 09 年底下降 19.33%。

根据东北、华泰证券已公布的 2010 半年报数据，东北证券上半年平均佣金费率为 0.1398%，较 09 年底下降 18.27%，降幅略低于行业平均水平，其中 2010 年一季度环比降幅为 17.36%，二季度环比降幅仅为 2.33%；相应地，华泰证券上半年佣金费率较 09 年底下降 24.44%，其中二季度环比降幅仅为 2.21%，进一步验证了我们之前的预测：随着网点升级与搬迁浪潮的结束，券商经纪业务佣金费率水平将逐步企稳。

表 6：行业佣金费率变动情况

	代理买卖净收入	股基交易额	佣金费率	
2009 年底	1419.45	546327	0.1299	
1H2010	482.75	230335	0.1048	-19.33%

资料来源：长江证券研究部

表 7：华泰及东北证券佣金费率环比变动

	代理买卖净收入		股基交易额		佣金费率		环比变动	
	华泰	东北	华泰	东北	华泰	东北	华泰	东北
2009 年底	74.40	14.02	62,483	8,195	0.1191	0.1710		
1Q2010	12.55	2.63	13,796	1,863	0.0909	0.1414	-23.61%	-17.36%
2Q2010	11.63	2.31	-13,796	-1,863	0.0889	0.1381	-2.21%	-2.33%

资料来源：长江证券研究部

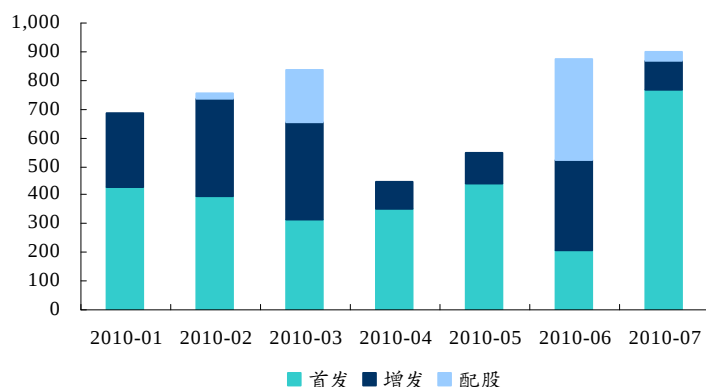
投行业务：股票发行规模创年内新高

受益于创业板发行的持续繁荣与农行 IPO，2010 年 7 月股票发行规模与 IPO 发行规模分别实现 896.61 亿元、770.23 亿元，较上月增幅为 2.71%、266.52%，达到年内最高水平；其中，IPO 发行家数为 23 家，除去农行与郑煤机外，中小板与创业板 IPO 发行达 21 家，占比 91.3%，中小板与创业板发行规模达 593.25 亿元，占月度 IPO 发行规模的 77.02%；2010 年 1-7 月累计股票发行规模达 5040 亿元，占 09 年全年股票发行规模的 98.5%。

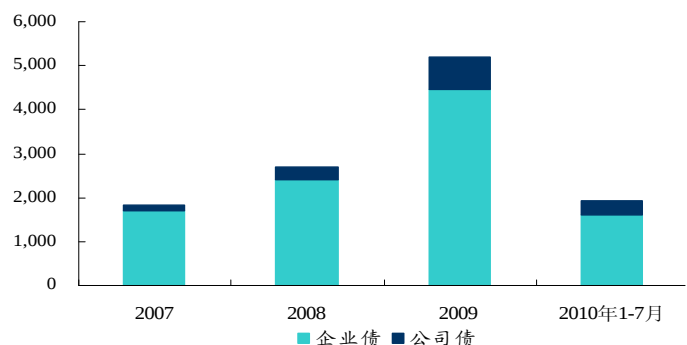
作为农行 IPO 的主承销商之一，中信证券 7 月 IPO 承销规模达 176.98 亿元，稳居行业第一；广发、华泰联合继续发挥在中小板与创业板的承销优势，募集资金分别为 28.55 亿元、25.97 亿元，仅次于中信，分列上市券商第 2、第 3 位。

2010 年 7 月企业债发行规模为 107 亿元；截至 7 月底，企业债累计发行额达 1592 亿元，仅占 09 年全年企业债发行规模的 35.80%。

图 10：2010 年以来月度股票发行规模



资料来源：长江证券研究部

图 11: 07 年以来企业债与公司债发行规模


资料来源: 长江证券研究部

表 8: 2010 年 7 月上市券商 IPO 承销情况

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计
1	中信证券	2	176.98
5	广发证券	3	28.55
6	华泰联合	2	25.97
8	国元证券	1	10.92
9	海通证券	1	9.66
14	中信建投	1	5.60
15	国信证券	1	5.12
17	西南证券	1	4.91
19	招商证券	1	4.36

资料来源: 长江证券研究部

表 9: 2010 年 1-7 月上市券商 IPO 承销规模排名

行业排名	机构名称	募集资金金额
2	海通证券	327
3	中信证券	316
9	招商证券	160
12	宏源证券	106
13	广发证券	105
14	华泰联合	104
15	国金证券	99
20	中信建投	63

资料来源: 长江证券研究部

表 10: 2010 年 7 月上市券商企业债承销情况

行业排名	机构名称	承销家数	募集资金合计	联席保荐家数
1	中信建投	8	51	5
2	广发证券	5	30	5
3	招商证券	3	12.5	3
6	中信证券	1	4.5	1
9	宏源证券	1	5	1
10	西南证券	1	4	1

资料来源: 长江证券研究部

表 11: 2010 年 1-7 月上市券商企业债发行规模排名

行业排名	机构名称	募集资金金额
1	中信建投	146
4	招商证券	79
5	中信证券	70
7	广发证券	61
9	西南证券	45
10	宏源证券	39

资料来源：长江证券研究部

自营业务：浮亏向浮盈的转变

2010 年 6 月，受自营浮亏影响，券商母公司净资产缩水严重，而 7 月行情反弹使券商自营浮亏转为浮盈，其中西南、东北、广发等券商，由于权益类资产占比较大，业绩增幅尤为显著。

表 12: 2010 年 7 月上市券商母公司净资产变动情况

	6 月	7 月	变动净额	变动率
中信	499.43	510.41	10.97	2.20%
华泰	283.86	286.81	2.96	1.04%
广发	153.68	158.01	4.33	2.81%
海通	423.62	428.15	4.53	1.07%
招商	233.13	236.88	3.75	1.61%
光大	212.29	213.99	1.70	0.80%
宏源	65.64	67.32	1.68	2.56%
国元	144.13	145.13	1.00	0.70%
东北	29.64	30.54	0.90	3.03%
西南	46.15	47.58	1.43	3.10%
国金	28.66	29.83	1.17	4.08%
太平洋	18.11	18.40	0.29	1.58%

资料来源：长江证券研究部

表 13: 2010 年 7 月上市券商母公司净利润及变动情况

	6 月	7 月	变动净额
中信	9.73	2.56	-7.17
华泰	0.97	2.04	1.08
广发	1.98	3.00	1.02
海通	4.85	2.59	-2.26
招商	0.69	2.36	1.66
光大	2.14	1.46	-0.68
宏源		1.01	
国元	0.18	0.56	0.37
东北	-0.23	0.64	0.87
西南	0.30	0.95	0.65
国金	-0.55	0.01	0.56
太平洋	-0.22	0.29	0.51

资料来源：长江证券研究部

资产管理业务：新发产品规模减少

2010 年 7 月共有 8 个集合理财产品成立，受二级市场行情低迷影响，市场对集合理财产品认购积极行有限，平均规模不到 3 亿元；

截至目前，中信、光大、华泰证券集合理财产品净值总额分别为 114.88、97.72 和 61.84 亿元，居行业前三位。

表 14：2010 年 7 月新设立集合理财产品一览

产品简称	成立规模	产品成立日	投资类型	管理人
金惠 1 号	1.90	2010-7-1	平衡混合型基金	浙商证券
华泰紫金智富	1.37	2010-7-8	平衡混合型基金	华泰证券
东方红先锋 3 号	1.58	2010-7-8	平衡混合型基金	东方证券资产
国泰君安央企 50	2.91	2010-7-15	被动指数型基金	国泰君安证券
东兴 1 号	9.81	2010-7-15	平衡混合型基金	东兴证券
齐鲁金泰山 2 号	1.49	2010-7-16	平衡混合型基金	齐鲁证券
东海精选 1 号	2.14	2010-7-19	平衡混合型基金	东海证券
锦诚 1 号	2.33	2010-7-29	平衡混合型基金	华西证券

资料来源：长江证券研究部

表 15：最新集合理财产品资产净值排名

行业排名	会员	产品总数	已成立数	最新份额	最新资产净值	平均净值
1	中信证券	7	7	116.09	114.88	16.41
2	光大证券	8	6	100.65	97.72	16.29
4	华泰证券	11	9	60.22	61.84	6.87
6	招商证券	6	5	63.18	58.65	11.73
10	长江证券	8	7	43.53	42.63	6.09
11	广发证券	2	2	17.55	24.31	12.15
15	东北证券	2	2	18.34	17.57	8.79
16	海通证券	4	4	16.03	15.63	3.91
18	宏源证券	2	1	17.22	14.71	14.71
28	国元证券	3	2	9.01	8.14	4.07

资料来源：长江证券研究部

创新业务：循序渐进

2010 年 7 月，券商各项创新业务在震荡行情中稳步推进：融资融券第二批券商开始进场交易；股指期货成交金额达 60545 亿元，创股指期货交易以来新高；券商直投系子公司资本规模与投资规模继续放大；国泰君安香港子公司率先实现上市，国元香港子公司也提上日程。

融资融券：第二批试点进场、交易量显著放大

2010 年 7 月，随着第二批融资融券试点券商开始交易，沪深两市平均融资融券余额提升至 2038 亿元，较上月增长 60%；

就深交所融资融券市场份额而言，2010 年 4-7 月中信证券、国泰君安、海通证券平均融资融券余额分别为 521、267 和 256 亿元，对应市场份额分别为 32.82%、16.82%和 16.14%，

稳居深交所前三位；

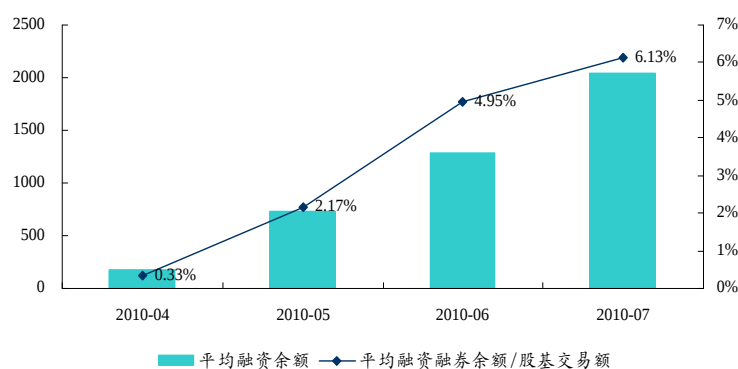
在第二批融资融券试点券商中，招商证券 7 月平均融资融券余额为 14.85%，市场份额达 3.7%，居 5 家券商之首。

表 16: 2010 年 7 月深交所融资融券规模及份额排名

会员名称	本月平均融资融券余额	占市场	本月平均融资余额	占市场	本月平均融券余额	占市场
中信证券	184.16	24.1%	182.37	24.2%	1.8	11.1%
国泰君安	167.1	21.5%	167.07	21.8%	0.03	0.3%
海通证券	119.98	16.2%	119.19	16.4%	0.79	6.3%
光大证券	94.26	12.7%	90.49	12.2%	3.77	46.3%
广发证券	81.05	10.8%	80.68	10.8%	0.37	7.2%
国信证券	59.75	7.3%	55.76	7.0%	3.99	28.8%
招商证券	14.85	3.7%	14.82	3.8%	0.04	0.0%
东方证券	10.7	1.8%	10.7	1.8%	0	0.0%
中国银河	2.57	1.0%	2.57	1.0%	0	0.0%
申银万国	5.11	0.8%	5.11	0.8%	0	0.0%
华泰证券	1.79	0.2%	1.77	0.2%	0.02	0.0%

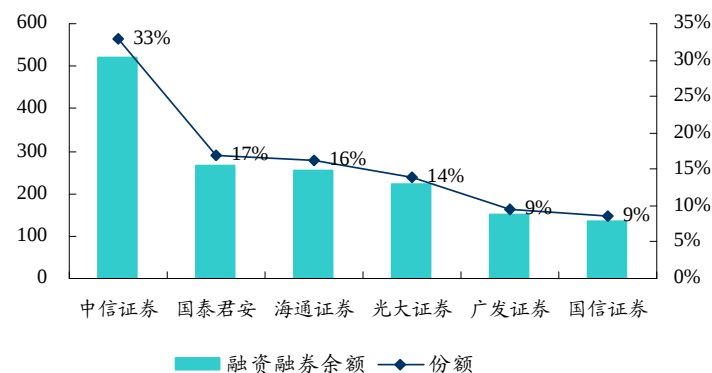
资料来源：长江证券研究部

图 12: 沪深两市平均融资融券规模



资料来源：长江证券研究部

图 13: 2010 年 4-7 月深交所主要券商融资融券规模排名



资料来源：长江证券研究部

股指期货：平抑自营波动作用初显

与二级市场低迷相对应，股指期货成交量与成交金额持续放大；2010年7月股指期货成交量达754万手，较上月增长38.6%，成交金额实现60545亿元，较上月提升35%；

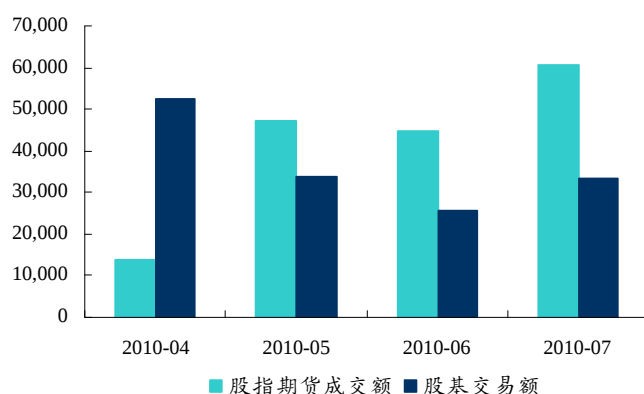
而随着股指期货交易量的放大，券商有望利用期指平抑自营波动，从而获利；截至目前，已有中信、国泰君安、招商、广发、海通等券商开始利用期指进行套保，收益较为可观。

表 17：股指期货成交概况

月份	成交量	本期持仓量	股指期货成交 金额	股基交易额	股指期货成交额/ 沪深两市成交额
2010-04	1,429,588	10,918	13,730	52,662	0.26
2010-05	5,487,908	22,592	47,101	33,624	1.40
2010-06	5,444,545	28,785	44,863	25,793	1.74
2010-07	7,536,922	30,851	60,545	33,233	1.82

资料来源：长江证券研究部

图 14：股指期货成交额与沪深交易额对比



资料来源：长江证券研究部

直接投资业务：投资规模扩大

截至2010年7月，全行业共有19家券商获批设立直投子公司，其中上市券商直投子公司为10家，注册资本达127亿元，按目前上市券商净资产规模测算，上市券商直投子公司投资规模可达246亿元，发展潜力巨大。

截至目前，券商系直投子公司共有17个项目成功实现上市，初始投资额为5.58亿元，隐含投资收益58.32亿元，年化投资收益率高达377%。

在上市券商直投子公司中，中信金石由于起步早，资本规模雄厚，投资项目较多，目前已开始进入投资收获期，我们认为：由于具备一定的先发优势和资金优势，直投业务对中信证券整体业绩的提升作用将逐渐凸显。

表 18：券商直投子公司一览

券商名称	直投公司名称	成立时间	注册资本
中信证券	金石投资有限公司	2007-10	52
海通证券	海通开元投资有限公司	2008-10	30
光大证券	光大资本投资有限公司	2008-11	20
国信证券	国信弘盛投资有限公司	2008-08	10
银河证券	银河创新资本管理有限公司	2009-10	10
广发证券	广发信德投资管理有限公司	2008-12	8
国泰君安	国泰君安创新投资有限公司	2009-05	5
申银万国	申银万国投资有限公司	2009-04	5
国元证券	国元股权投资投资有限公司	2009-08	5
长江证券	长江成本资本投资有限公司	2009-12	5
平安证券	平安财智投资管理有限公司	2008-09	3
东海证券	东海投资有限责任公司	2009-12	3
东方证券	上海东方证券资本投资有限公司	2010-02	3
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	2008-08	2
西南证券	西证股权投资投资有限公司	2010-03	2
宏源证券	宏远创新投资有限公司	2010-03	2
中金公司	中金佳成投资管理有限公司	2007-10	1.1
中银国际	中银国际投资有限责任公司	2009-05	1
招商证券	招商资本投资有限公司	2009-08	1

资料来源：长江证券研究部

表 19：上市券商直投子公司最高投资规模

券商名称	直投公司名称	注册资本	净资产规模	直投金额限额
中信证券	金石投资有限公司	52	349.04	52.36
海通证券	海通开元投资有限公司	30	343.91	51.59
光大证券	光大资本投资有限公司	20	182.50	27.38
广发证券	广发信德投资管理有限公司	8	162.02	24.30
国元证券	国元股权投资投资有限公司	5	127.88	19.18
招商证券	招商资本投资有限公司	1	179.76	26.96
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	2	139.21	20.88
长江证券	长江成本资本投资有限公司	5	73.89	11.08
西南证券	西证股权投资投资有限公司	2	35.25	5.29
宏源证券	宏远创新投资有限公司	2	47.19	7.08

资料来源：长江证券研究部

表 20: 券商已上市直投项目一览

	融资方	融资时间	上市日期	投资金额	隐含收益	隐含收益率	年化收益率
中信金石	北京神州泰岳软件股份有限公司	2009-5-18	2009-10-30	0.28	1.71	616%	616%
	沈阳新松机器人自动化股份有限公司	2008-6-15	2009-10-30	0.26	2.52	983%	491%
	衡阳中油金鸿天然气输送有限公司	2008-4-20	拟借壳上市				
海通开元	北京昊华能源股份有限公司	2007-12-15	2010-3-31	1.51	5.59	370%	148%
	东方财富信息股份有限公司	2009-7-15	2010-3-19	0.55	2.23	405%	405%
	银江股份有限公司	2009-3-28	2009-10-30	0.04	0.64	848%	652%
海通中比基金	武汉中元华电科技股份有限公司	2009-1-22	2009-10-30	0.24	1.74	737%	491%
	浙江双箭橡胶股份有限公司	2007-10-25	2010-4-2	0.29	2.11	733%	244%
	芜湖长信科技股份有限公司	2006-12-31	2010-5-26	0.18	4.08	2266%	647%
	浙江海利得新材料股份有限公司	2006-10-18	2008-1-23	0.43	2.30	533%	148%
	南京云海特种金属股份有限公司	2005-12-9	2007-11-13	0.43	1.21	280%	62%
	新疆金风科技股份有限公司	2005-9-16	2007-12-26	0.40	29.90	1%	0%
	湖南辰州矿业股份有限公司	2005-1-28	2007-8-16	0.47	1.80	384%	77%
国信宏盛	江西三川水表股份有限公司	2009-6-20	2010-3-26	0.08	0.28	355%	355%
	北京钢研高纳科技股份有限公司	2009-5-19	2009-12-25	0.14	0.73	518%	518%
	广州阳普医疗科技股份有限公司	2009-5-11	2009-12-25	0.11	0.94	879%	879%
	金龙机电股份有限公司	2009-3-13	2009-12-25	0.19	0.56	297%	297%

资料来源：长江证券研究部

表 21: 券商直投未上市项目

融资方	融资时间	融资金额	融资方	融资时间	融资金额
金石投资有限公司			海通开元投资有限公司		
上海帝联信息科技发展有限公司	2010-2-6	0.48	陕西西凤酒股份有限公司	2010-5-11	
联合通信科技有限公司	2009-8-13	0.05	深圳市云海通讯股份有限公司	2007-7-1	
内蒙古北方重工业集团有限公司	2009-7-16	6.00	北京蓝海通路广告有限公司	2007-1-10	
贵州开磷有限责任公司	2008-12-1	4.00	深圳日海通讯技术股份有限公司	2003-7-26	0.07
广西丰林林业集团	2008-9-1	1.50	招商资本投资有限公司		
中信房地产股份有限公司	2008-2-27	4.23	广州航新航空科技股份有限公司	2010-6-17	
中信产业投资基金管理有限公司			国元股权投资有限公司		
红星美凯龙连锁集团	2010-6-19	26.00	安徽山河药用辅料股份有限公司	2009-12-28	0.30
陕西西凤酒股份有限公司	2010-5-11		芜湖顺荣汽车部件股份有限公司	2009-1-1	0.10
山东渤海轮渡股份有限公司	2009-9-8		华泰紫金投资有限责任公司		
上海万得信息技术股份有限公司	2009-7-9		昆山世名科技有限公司		0.20
会稽山绍兴酒股份有限公司	2009-6-24	1.80	光大资本投资有限公司		
			国泰君安证券股份有限公司		0.76
			贵州青利集团股份有限公司		0.30

资料来源：长江证券研究部

国际业务：加速推进

继国泰君安香港子公司在联交所成功上市后，国元证券也在7月公告中表示：已启动国元香港在香港主板市场的上市工作；与此同时，中投证券、光大证券等券商也持续推进香港子公司的申请设立工作。

表 22：券商已设香港子公司一览

证券公司	子公司名称	净资产（09 年底）	09 年营业收入	09 年净利润
中银万国	中银万国（香港）有限公司			0.65
国泰君安	国泰君安金融控股有限公司		5.14	2.64
招商证券	招商证券控股（香港）有限公司	6.34	1.91	1.57
中信证券	中信证券国际	37.28	6.17	1.81
国元证券	国元证券（香港）有限公司	6.12	0.97	0.59
广发证券	广发控股（香港）有限公司			
海通证券	海通（香港）金融控股有限公司	20.44	2.07	1.16

资料来源：长江证券研究部

月度财务分析：自营浮盈成业绩亮点

尽管券商各项创新业务正在稳步推进，但从短期来看，证券公司传统盈利模式并未从根本上转变：经纪与自营仍是影响券商业绩的最主要原因，7月随着二级市场整体行情震荡中反弹，成交量小幅回升和佣金费率的逐步企稳，券商股票基金成交额增幅明显，但导致7月业绩较6月“由亏转盈”的最主要因素还是自营业绩的提升。

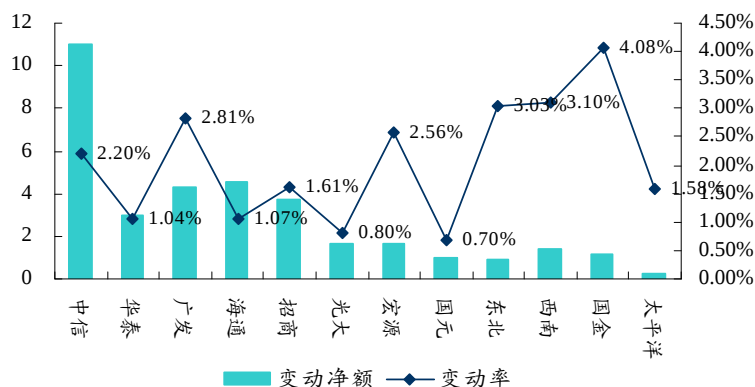
通过对券商母公司净资产变动的跟踪，我们发现自营业绩由浮亏转向浮盈，是导致7月业绩提升的最重要原因，其中西南、东北等券商由于权益类资产比重较高，净资产与净利润提升尤为显著。

就母公司净利润率来看，招商、西南、华泰分别为53%、52%、51%，居上市券商前列。

表 23：上市券商母公司净资产变动情况

	09 年底	2010 年 1 季度末	分红	2010 年 2 季度末	2010 年 7 月底
中信	524.59	529.54	33.15	499.43	510.41
华泰	121.56	282.40		283.86	286.81
广发	153.49	151.01		153.68	158.01
海通	430.74	442.95	16.46	423.62	428.15
招商	222.53	229.02	17.93	233.13	236.88
光大	221.84	224.82	17.09	212.29	213.99
宏源	65.39	68.81	4.02	65.64	67.32
国元	150.47	143.05	9.82	144.13	145.13
东北	30.57	32.19	0.96	29.64	30.54
国金	25.90	26.91		28.66	47.58
西南	46.78	48.96		46.15	29.83
太平洋	17.85	18.57	0.30	18.11	18.40

资料来源：长江证券研究部

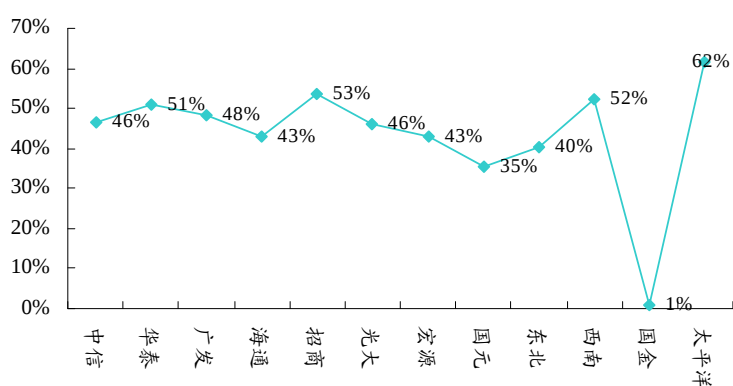
图 15: 2010 年 7 月券商母公司净资产变动额及变动比率


资料来源：长江证券研究部

表 24: 2010 年 7 月券商母公司营业收入与净利润

券商	净利润	营业收入
中信	2.56	5.52
华泰	2.04	4.01
广发	3.00	6.21
海通	2.59	5.99
招商	2.36	4.41
光大	1.46	3.18
宏源	1.01	2.36
国元	0.56	1.57
东北	0.64	1.59
西南	0.95	1.81
国金	0.01	0.99
太平洋	0.29	0.46

资料来源：长江证券研究部

图 16: 2010 年 7 月券商母公司净利润率对比


资料来源：长江证券研究部

投资策略与建议

7 月份券商业绩反弹幅度较大,预计经纪业务佣金费率延续了 2 季度以来的降幅减少的趋势,部分券商单月佣金费率可能因散户交易量的活跃而环比上升;部分券商自营收入增长迅速,是本月净利润的重要来源;投行业务的景气度仍然延续;二季度以来券商的单月经营费用也逐步得到控制,整体看来,如果 8 月份市场成交量仍保持较高水平,则券商三季度业绩环比上升幅度很明显。

行业投资策略方面,正如本月我们一直强调的观点,市场活跃度的提升和成交量的快速恢复,使前期受中报负面影响的券商股技术性反弹明显,而上周成交量持续上升至 2000 亿元左右的水平,使券商股在金融股的反弹中持续表现突出。

目前,我们认为券商股能否持续快速反弹取决于三方面因素:一是市场成交量能否再超市场预期,二本周即将公布的 7 月份券商业绩(主要是自营收入)的状况;三是三季度投行业务收入能否超预期的维持在高位水平。三者因素中以成交量为关键,而二季度以来我们监测的佣金费率环比降幅较小。如果三者因素具备,我们认为券商股将迎来第二波反弹性上涨趋势,但个股的分化将加剧。如果成交量没有持续稳定在 2000 亿元以上水平,则券商股在市场的震荡调整中,走势可能与市场同步。

我们持续看好成长性和估值优势相对突出的宏源证券、华泰证券,以及近期我们提升投资评级的中信证券。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
		09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
中信证券	13.02	0.90	1.40	0.71	14.4	9.3	18.3	2.0	1.7	1.5	中性	谨慎推荐
海通证券	10.25	0.55	0.41	0.51	18.6	24.8	20.1	1.9	1.8	1.6	中性	中性
宏源证券	17.74	0.79	0.80	0.97	22.5	22.2	18.3	4.0	3.5	2.9	推荐	推荐
国元证券	13.23	0.53	0.44	0.52	25.1	29.8	25.6	1.8	1.7	1.6	谨慎推荐	谨慎推荐
东北证券	24.26	1.43	0.72	1.15	17.0	33.6	21.1	4.8	4.3	3.5	谨慎推荐	中性
国金证券	15.08	0.52	0.41	0.48	29.2	37.0	31.2	5.8	5.2	4.4	中性	中性
西南证券	14.25	0.54	0.29	0.36	26.4	48.7	39.4	5.7	5.2	4.5	中性	中性
太平洋	12.28	0.27	0.17	0.23	45.5	71.7	53.6	10.2	9.2	7.7	中性	中性
光大证券	17.21	0.83	0.54	0.74	20.8	31.9	23.4	2.6	2.5	2.2	中性	中性
招商证券	22.33	1.16	0.68	0.83	19.3	32.8	27.0	3.5	3.3	2.9	中性	中性
广发证券	33.48	1.87	1.29	1.55	17.9	25.9	21.6	4.9	4.2	3.5	中性	谨慎推荐
华泰证券	14.95	0.82	0.52	0.67	18.2	28.5	22.2	5.2	2.6	2.3	推荐	谨慎推荐

资料来源:长江证券研究部

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。