

证券业

评级：持有 维持评级

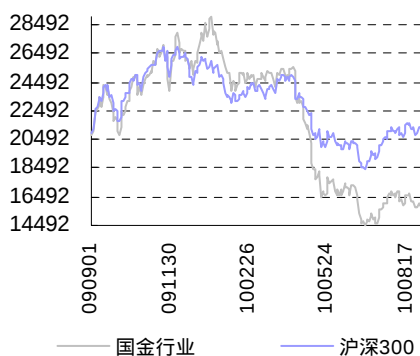
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

上市券商 10 年中期业绩总结

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	19.79
市场优化平均市盈率	29.70
国金证券业指数	15778.88
沪深 300 指数	2903.19
上证指数	2638.80
深证成指	11338.71
中小板指数	6665.39



相关报告

1. 《10 年中报点评》，2010.8.30
2. 《证券业 8 月月报》，2010.8.30
3. 《10 年中报点评》，2010.8.29

陈振志 分析师 SAC 执业编号：S1130210040009
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬 联系人
(8621)61038330
dingwt@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260

投资建议

- 我们认为证券业目前正处于业绩缺乏驱动力和股价缺少催化剂这样一种阶段。从 7 月中旬至 8 月中旬，券商股在市场指数的带动之下出现了一波反弹，我们认为这更多地缘于券商股的高贝塔特性和市场情绪层面的诉求。而落实到基本面，从同比来看，市场交易额和市场指数的这波回升暂时难以扭转今年的业绩下滑趋势（去年下半年基数更高）；而从环比来看，预计交易额和指数的持续上升是小概率事件，未来更多的应该是反复震荡。因此，我们判断券商股仍处于行业景气周期的中底部。在这阶段里，券商股仍缺乏整体性的机会。股价可能更多表现为景气中底部区间里的波动。虽然行业缺乏整体性机会，但是对于有配置需求的投资者我们建议关注估值较低的中信证券、国元证券和海通证券。

行业观点

- 13 家上市券商 10 年上半年共实现营业收入 302.49 亿元，由于华泰证券并没有披露去年同期业绩情况，我们在分析整体业绩增长情况时将其剔除。剔除华泰后，其余 12 家上市券商上半年实现的总营业收入为 266.61 亿元，同比下滑 10.39%。13 家上市券商 10 年上半年共实现净利润 119.97 亿元。剔除华泰证券后，其余 12 家上市券商共实现净利润 105.76 亿元，同比下滑 23.53%。其中东北证券、太平洋证券和西南证券的净利润同比下滑幅度最大，分别为 -76.81%、-72.58% 和 -62.60%。业绩实现同比正增长的有 3 家，分别为国金证券、宏源证券和招商证券，幅度分别为 45.87%、40% 和 0.60%。其余上市券商的业绩下滑幅度介于 -8% 至 -33% 之间。上市券商整体业绩同比下滑的原因主要在于经纪业绩和自营业绩的同比大幅下滑。
- 自营业绩下滑幅度最大。分业务来看，剔除华泰证券后的 12 家上市券商的经纪业务、自营业务、投行业务和资产管理业务在 10 年上半年的整体业绩增长幅度分别为 -20.7%、-71.37%、278.76% 和 33.24%。业绩下滑幅度最大的是自营业务，业绩同比增长幅度最大的是投行业务。
- 上市券商业绩同比增幅差异的主要原因在于自营业务和投行业务的业绩表现。随着 IPO 在去年下半年的重启以及创业板的启动，证券业的投行业务出现了明显的恢复性增长。能够抓住投行业务发展机遇的券商往往可以通过投行业绩的增长来部分抵消经纪和自营业绩的下滑，从而减缓业绩的下滑幅度，甚至实现一定的增长。国金证券、宏源证券和招商证券的中期业绩之所以能逆市增长，投行业务可谓功不可没。此外，自营业务是决定业绩差异另一个重要因素。自营业绩下滑幅度越小的券商，其业绩的同比下滑幅度往往越小，宏源证券中期业绩实现同比正增长的一个重要原因正是自营业绩的逆市增长。
- 上市券商营业收入和净利润的环比增长情况。13 家上市券商 2 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 139.54 亿元和 50.8 亿元，环比分别下滑 14.37% 和 26.56%。
- 投行业务 2 季度环比增幅最大。13 家上市券商 2 季度单季实现的经纪业务和自营业务收入分别为 82.8 亿元和 -8.68 亿元，环比分别下滑 8.33% 和 140.6%。而 13 家上市券商 2 季度单季实现的投行业务和资产管理业务收入分别为 28 亿元和 12.41 亿元，投行业绩环比增长 65.68%，资产管理业务收入环比下滑 8.99%。
- 券商单季业绩的横向比较。从 2 度单季业绩的环比增长情况来看，国金证券和光大证券均实现环比正增长，国金主要是由于投行业绩在 2 季度的发力，光大主要是由于自营业务和投行业务环比均有明显增长。其余上市券商均在自营业务和经纪业务的带动下出现业绩环比下滑。

上市券商 2010 年中期业绩总结

10 年上半年业绩总结

- **13 家上市券商 10 年上半年整体实现营业收入为 302.49 亿元**，由于华泰证券并没有披露去年同期业绩情况，我们在分析整体业绩增长情况时将剔除华泰。剔除华泰后，其余 12 家上市券商上半年整体实现的营业收入为 266.61 亿元，同比下滑 10.39%。13 家上市券商 10 年上半年共实现净利润 119.97 亿元。剔除华泰证券后，其余 12 家上市券商共实现净利润 105.76 亿元，同比下滑 23.53%。其中东北证券、太平洋证券和西南证的净利润同比下滑幅度最大，分别为-76.81%、-72.58%和-62.60%。业绩实现同比正增长的有 3 家，分别为国金证券、宏源证券和招商证券，幅度分别为 45.87%、40%和 0.60%。其余上市券商的业绩下滑幅度介于-8%至-33%之间。上市券商整体业绩同比下滑的原因主要在于经纪业绩和自营业绩的同比大幅下滑。
- **自营业务下滑幅度最大。**分业务来看，剔除华泰证券后的 12 家上市券商的经纪业务、自营业务、投行业务和资产管理业务在 10 年上半年的整体业绩增长幅度分别为-20.7%、-71.37%、278.76%和 33.24%。业绩下滑幅度最大的是自营业务，业绩同比增长幅度最大的是投行业务。
- **从业务结构来看，在 13 家上市券商的业务收入中，经纪、自营、投行和资管平均占比分别为 57.23%、4.2%、14.84%和 8.61%。**经纪和自营这两项周期性较强的业务在收入中仍占到 61.43%的比例。就具体券商而言，经纪业务占比较高的为东北证券、太平洋证券、华泰证券和广发证券占比分别为 98.86%、83.74%、67.37%和 66.69%。。经纪业务占比最低的为国金证券和中信证券，分别只有 45.85%和 47.31%。
- **上市券商业绩同比增幅差异的主要原因在于自营业务和投行业务的业绩表现。**随着 IPO 在去年下半年的重启以及创业板的启动，证券业的投行业务出现了明显的恢复性增长。能够抓住投行业务发展机遇的券商往往可以通过投行业绩的增长来抵消经纪和自营业绩的下滑，从而减缓业绩的下滑幅度，甚至实现一定的增长。国金证券、宏源证券和招商证券的中期业绩之所以能逆市增长，投行业务可谓功不可没。此外，自营业务决定业绩差异重要因素。自营业绩下滑幅度越大的券商，其业绩的同比下滑幅度往往越大，宏源证券中期业绩实现同比正增长的一个重要原因正是自营业绩的逆市增长。

图表1：上市券商 2010 年中期业绩一览（同比增长情况）

	经纪业务收入（亿元）				自营业务收入（亿元）				投行业务收入（亿元）				资产管理业务收入（亿元）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	109.22	49.04	37.40	-23.74%	35.30	13.19	3.17	-75.99%	24.01	5.89	9.94	68.76%	31.33	13.53	17.63	30.27%
海通证券	62.74	27.74	22.73	-18.05%	10.39	4.55	3.34	-26.70%	3.82	0.26	4.98	1816.39%	7.44	2.52	3.12	23.88%
长江证券	20.47	8.50	8.00	-5.89%	7.17	3.15	2.09	-33.65%	1.62	0.92	0.83	-10.08%	0.67	0.22	0.23	4.86%
国元证券	15.39	6.56	5.57	-15.05%	2.81	1.07	0.75	-29.86%	1.14	0.21	1.27	505.95%	0.33	0.05	0.05	-6.07%
东北证券	14.02	6.18	4.94	-20.06%	4.32	2.63	-1.43	-154.37%	0.13	0.04	0.72	1546.92%	0.02	0.00	0.09	na
宏源证券	21.38	9.43	8.15	-13.56%	3.64	2.23	3.76	68.50%	1.32	0.28	3.23	1053.20%	0.17	0.00	0.39	na
太平洋证券	5.87	2.44	2.07	-15.30%	1.57	0.79	-0.57	-171.73%	0.06	0.04	0.61	1423.62%	0.00	0.00	0.00	na
国金证券	9.78	3.95	3.74	-5.37%	1.02	1.00	-0.33	-133.25%	1.42	0.21	4.02	1814.54%	0.00	0.00	0.00	na
西南证券	8.95	3.79	3.59	-5.39%	7.97	3.15	0.22	-93.09%	1.79	1.02	1.04	2.03%	0.00	0.00	0.00	na
光大证券	36.41	16.43	12.29	-25.17%	5.23	3.49	-1.51	-143.36%	2.42	0.30	1.63	443.27%	6.01	2.47	3.23	30.91%
招商证券	47.93	21.06	16.22	-22.96%	10.98	2.30	0.55	-76.07%	5.15	0.52	6.93	1233.14%	0.46	0.21	0.29	39.53%
广发证券	74.53	32.68	24.23	-25.86%	16.13	8.32	3.11	-62.67%	2.24	0.28	2.59	811.10%	0.59	0.15	0.49	220.27%
华泰证券	74.40	na	24.18	na	7.42	na	-0.43	na	5.35	na	7.10	na	1.49	na	0.54	na
合计（不含华泰）	426.68	187.80	148.94	-20.70%	106.55	45.88	13.13	-71.37%	45.13	9.98	37.79	278.76%	47.02	19.15	25.52	33.24%
	净利息收入（亿元）				总营业收入（亿元）				营业支出（亿元）				净利润（亿元）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	14.01	6.36	7.01	10.29%	220.07	89.54	79.05	-11.71%	87.46	32.39	39.87	23.10%	89.84	38.27	26.28	-31.32%
海通证券	11.24	5.34	6.07	13.61%	99.40	41.32	43.82	6.06%	42.10	11.80	19.48	65.04%	45.48	24.53	18.42	-24.91%
长江证券	1.70	0.62	1.06	70.43%	31.94	13.56	12.38	-8.72%	14.33	5.21	6.01	15.33%	13.72	6.36	4.91	-22.82%
国元证券	1.66	0.51	1.51	196.22%	21.85	8.72	9.37	7.46%	8.64	3.51	4.33	23.48%	10.37	4.61	4.22	-8.46%
东北证券	1.02	0.46	0.50	8.70%	19.93	9.50	5.10	-46.32%	8.03	3.34	3.83	14.67%	9.13	4.76	1.10	-76.81%
宏源证券	1.67	0.73	0.80	9.88%	29.20	13.11	17.09	30.32%	13.55	6.01	7.43	23.67%	11.52	5.22	7.31	40.00%
太平洋证券	0.55	0.26	0.23	-13.31%	8.35	3.59	2.47	-31.25%	4.30	1.54	1.82	18.31%	4.05	2.06	0.56	-72.58%
国金证券	0.89	0.38	0.50	32.50%	14.15	5.76	8.15	41.54%	7.44	3.17	4.23	33.40%	5.16	2.03	2.96	45.87%
西南证券	1.12	0.51	0.59	15.92%	20.53	8.67	5.69	-34.39%	8.05	3.29	3.71	12.73%	10.07	4.31	1.61	-62.60%
光大证券	5.61	2.21	3.70	67.46%	55.94	25.02	19.48	-22.13%	16.77	9.44	9.69	2.66%	28.27	12.19	8.29	-31.97%
招商证券	2.47	0.48	2.39	399.39%	86.80	32.89	27.67	-15.87%	36.65	15.05	11.54	-23.33%	37.28	13.61	13.69	0.61%
广发证券	7.10	2.88	3.86	34.12%	104.70	45.84	36.33	-20.75%	43.23	19.31	15.12	-21.72%	46.90	20.37	16.40	-19.50%
华泰证券	6.79	na	4.43	na	95.63	na	35.89	na	42.28	na	18.09	na	37.95	na	14.20	na
合计（不含华泰）	49.03	20.74	28.22	36.10%	712.86	297.52	266.61	-10.39%	290.55	114.07	127.07	11.40%	311.79	138.32	105.76	-23.53%
	当期收入结构						当期成本支出比例		摊薄ROE(%)			BVPS		EPS(元)		
	经纪	自营	投行	资管	利息	其它	营业费用率	平均税率	09	09H1	10H1	10H1	10H1	10H1	10H1	10H1
中信证券	47.31%	4.01%	12.57%	22.30%	8.87%	4.94%	45.73%	23.28%	15.38	6.75	4.28	6.04	0.26			
海通证券	51.87%	7.61%	11.37%	7.12%	13.84%	8.18%	40.19%	22.22%	11.12	6.03	4.22	5.20	0.22			
长江证券	64.63%	16.89%	6.68%	1.86%	8.54%	1.40%	42.76%	24.42%	15.04	12.83	5.23	4.04	0.23			
国元证券	59.47%	8.01%	13.58%	0.50%	16.12%	2.32%	38.18%	16.87%	17.57	9.33	2.85	7.38	0.21			
东北证券	96.86%	-28.04%	14.05%	1.76%	9.80%	5.56%	68.39%	17.81%	34.35	18.44	3.63	4.67	0.17			
宏源证券	47.71%	21.99%	18.90%	2.28%	4.69%	4.42%	38.31%	24.36%	20.00	9.67	10.82	4.49	0.50			
太平洋证券	83.74%	-22.96%	24.69%	0.00%	9.13%	5.40%	65.81%	12.67%	25.61	13.00	3.12	1.20	0.04			
国金证券	45.85%	-4.08%	49.31%	0.00%	6.18%	2.74%	46.13%	25.22%	21.71	8.96	10.85	2.87	0.30			
西南证券	63.03%	3.83%	18.29%	0.00%	10.39%	4.45%	59.48%	18.44%	21.53	10.93	3.49	2.42	0.08			
光大证券	63.11%	-7.77%	8.37%	16.60%	19.00%	0.70%	44.36%	22.49%	18.74	10.16	3.68	6.28	0.24			
招商证券	58.64%	1.99%	25.05%	1.05%	8.64%	4.63%	36.94%	15.37%	34.78	15.82	5.90	6.64	0.38			
广发证券	66.69%	8.55%	7.13%	1.34%	10.62%	5.66%	36.74%	20.88%	30.08	15.90	9.97	6.59	0.66			
华泰证券	67.37%	-1.20%	19.79%	1.49%	12.36%	0.19%	45.34%	18.88%	na	17.53	5.71	5.47	0.27			
合计	57.23%	4.20%	14.84%	8.61%	10.80%	4.32%										

注：中信证券、海通证券和光大证券的资产管理业务收入包括基金管理收入

来源：公司数据、Wind、国金证券研究所

- 上市券商营业收入和净利润的环比增长情况。从单季业绩的环比增长看，13 家上市券商 2 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 139.54 亿元和 50.8 亿元，环比分别下滑 14.37%和 26.56%。
- 各项业务收入的横向比较。13 家上市券商 2 季度单季实现的经纪业务和自营业务收入分别为 82.8 亿元和-8.68 亿元，环比分别下滑 8.33%和 140.6%。而 13 家上市券商 2 季度单季实现的投行业务和资产管理业务收入分别为 28 亿元和 12.41 亿元，投行业绩环比增长 65.68%，资产管理业务收入环比下滑 8.99%。
- 券商业绩的横向比较。从 2 度单季业绩的环比增长情况来看，国金证券和光大证券均实现环比正增长，国金主要是由于投行业绩在 2 季度的发力，

光大主要是由于自营业务和投行业务环比均有明显增长。其余上市券商均在自营业务和经纪业务的带动下出现业绩环比下滑。

图表2：上市券商 2010 年 2 季度单季业绩环比增长情况

	经纪业务收入（亿元）				自营业务收入（亿元）				投行业务收入（亿元）				资产管理业务收入（亿元）			
	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速
中信证券	26.28	19.10	18.30	-4.19%	10.80	4.45	-1.28	-128.84%	13.63	3.34	6.60	97.61%	9.31	9.25	8.38	-9.46%
海通证券	15.62	12.07	10.66	-11.65%	5.56	2.47	0.87	-64.97%	2.84	1.73	3.25	88.01%	3.36	1.46	1.66	13.81%
长江证券	6.01	4.09	3.91	-4.21%	3.95	3.81	-1.72	-145.11%	0.69	0.64	0.19	-70.99%	0.29	0.10	0.13	21.16%
国元证券	4.21	2.99	2.58	-13.62%	1.25	0.53	0.22	-58.39%	0.42	1.01	0.26	-74.01%	0.21	0.02	0.03	34.82%
东北证券	3.83	2.63	2.31	-12.17%	2.19	0.80	-2.23	-378.75%	0.11	0.70	0.02	-97.66%	-0.02	0.04	0.05	25.00%
宏源证券	5.82	4.44	3.71	-16.41%	0.80	2.73	1.03	-62.36%	0.59	1.07	2.16	101.77%	-0.08	0.35	0.04	-88.49%
太平洋证券	1.56	1.09	0.98	-10.39%	0.79	0.33	-0.90	-371.72%	0.01	0.09	0.52	477.16%	0.00	0.00	0.00	na
国金证券	2.87	1.94	1.80	-7.33%	-0.28	0.22	-0.55	-351.13%	0.35	0.09	3.93	4267.26%	0.00	0.00	0.00	na
西南证券	2.46	1.82	1.77	-2.98%	4.80	0.90	-0.68	-175.80%	0.42	0.47	0.57	21.43%	0.00	0.00	0.00	na
光大证券	7.10	6.54	5.75	-12.01%	1.92	-1.83	0.31	-117.18%	1.54	0.30	1.33	343.27%	1.83	1.68	1.55	-7.53%
招商证券	na	8.59	7.63	-11.19%	na	1.79	-1.24	-169.21%	na	3.86	3.07	-20.36%	na	0.10	0.19	78.19%
广发证券	na	12.47	11.76	-5.68%	na	2.92	0.19	-93.62%	na	1.30	1.29	-0.67%	na	0.36	0.13	-64.39%
华泰证券	na	12.55	11.63	-7.33%	na	2.26	-2.69	-218.98%	na	2.30	4.80	109.09%	na	0.27	0.27	-1.79%
合计	na	90.32	82.80	-8.33%	na	21.38	-8.68	-140.60%	na	16.90	28.00	65.68%	na	13.64	12.41	-8.99%
	净利息收入（亿元）				总营业收入（亿元）				营业支出（亿元）				净利润（亿元）			
	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速	09Q4	10Q1	10Q2	环比增速
中信证券	4.56	3.46	3.55	2.74%	67.84	40.63	38.42	-5.43%	29.01	20.08	19.79	-1.43%	26.93	14.99	11.30	-24.64%
海通证券	3.10	2.91	3.16	8.48%	32.61	22.37	21.45	-4.09%	19.46	9.03	10.45	15.67%	9.86	10.11	8.31	-17.89%
长江证券	0.59	0.57	0.48	-15.24%	11.63	9.27	3.10	-66.52%	5.70	3.79	2.22	-41.43%	4.50	4.13	0.78	-81.15%
国元证券	0.76	0.65	0.86	32.42%	6.36	5.28	4.09	-22.52%	2.67	1.88	2.45	30.53%	2.55	2.63	1.59	-39.33%
东北证券	0.31	0.24	0.26	8.33%	6.23	4.54	0.56	-87.67%	2.47	1.94	1.89	-2.58%	2.80	2.01	-0.91	-145.16%
宏源证券	0.50	0.43	0.37	-13.46%	7.96	9.43	7.66	-18.82%	4.56	3.93	3.50	-10.87%	2.44	4.20	3.11	-26.00%
太平洋证券	0.13	0.10	0.13	25.41%	2.68	1.62	0.85	-47.65%	1.63	0.90	0.92	2.43%	1.05	0.71	-0.15	-120.45%
国金证券	0.26	0.24	0.26	9.79%	3.89	2.62	5.53	111.18%	1.94	1.45	2.78	91.64%	1.47	0.88	2.08	136.49%
西南证券	0.32	0.30	0.29	-2.94%	8.17	3.57	2.12	-40.65%	3.07	1.81	1.90	4.90%	4.05	1.31	0.31	-76.55%
光大证券	1.97	1.59	2.11	32.76%	14.19	8.39	11.09	32.21%	0.45	4.40	5.29	20.26%	9.70	3.43	4.86	41.80%
招商证券	na	1.03	1.36	32.37%	na	16.02	11.65	-27.28%	na	6.19	5.35	-13.55%	na	7.81	5.88	-24.79%
广发证券	na	1.94	1.92	-1.09%	na	19.78	16.55	-16.32%	na	8.08	7.04	-12.88%	na	8.70	7.70	-11.47%
华泰证券	na	2.01	2.42	20.59%	na	19.43	16.46	-15.30%	na	8.61	9.48	10.10%	na	8.26	5.94	-28.05%
合计	na	15.47	17.18	11.08%	na	162.95	139.54	-14.37%	na	72.09	73.07	1.35%	na	69.17	50.80	-26.56%

注：中信证券、海通证券和光大证券的资产管理业务收入包括基金管理收入

来源：公司数据、Wind、国金证券研究所

经纪业务

- **净佣金率的下滑是经纪业务净收入下滑的主要原因。**10 年上半年，股基权债的市场交易总额（单边）为 26.20 万亿元，同比基本持平。其中股票基金的交易总额（单边）为 22.84 万亿元，同比增长 1.98%。剔除华泰证券后，12 家上市券商在 10 年上半年实现经纪业务净收入 148.94 亿元，同比下降 20.7%。在市场交易总额和市场总份额同比基本持平的情况下，上市券商上半年的经纪业务净收入同比负增长的主要原因在于净佣金率同比出现一定程度的下滑。
- 剔除华泰证券后，12 家上市券商 10 年上半年平均的净佣金率为 0.092%，比去年同期的 0.12%有明显下滑，下滑幅度为 23.82%，与经纪业务净收入的下滑幅度基本一致。具体券商而言，净佣金率同比下降幅度较大的为广发证券、中信证券、国元证券、招商证券和西南证券。而从环比来看，二季度净佣金率环比下滑幅度明显趋缓。
- **大部分上市券商的市场份额同比均有所上升。**截止 10 年中期，13 家上市总的市场份额为 36.65%，比去年同期的 35.34%有所上升。除了宏源证券、太平洋证券和光大证券以外，其余上市券商的市场份额同比均有所上升。

图表3：上市券商2010年上半年经纪业务表现

	股基权债市场交易额（亿元）				股基权债市场比例结构				股票基金日均交易额（亿元）			
	10Q1	09H1	10H1	同比增速	10Q1	09H1	10H1	同比增速	10Q1	09H1	10H1	同比增速
股票基金	117,157.74	223,987.60	228,432.85	1.98%	87.61%	85.53%	87.18%	1.92%	2,019.96	1,898.20	1,935.87	1.98%
权证	5,659.15	24,382.62	9,178.57	-62.36%	4.23%	9.31%	3.50%	-62.38%	97.57	206.63	77.78	-62.36%
债券	10,906.71	13,507.39	24,422.65	80.81%	8.16%	5.16%	9.32%	80.70%	188.05	114.47	206.97	80.81%
合计	133,723.60	261,877.61	262,034.07	0.06%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%	2,305.58	2,219.30	2,220.63	0.06%
	市场份额				毛佣金率				手续费支出比例			
	10Q1	09H1	10H1	同比增速	10Q1	09H1	10H1	同比增速	10Q1	09H1	10H1	同比增速
中信证券	8.25%	7.86%	8.42%	7.14%	na	0.13%	0.10%	-19.77%	na	6.13%	16.76%	173.68%
海通证券	4.45%	4.25%	4.37%	2.86%	na	0.14%	0.12%	-17.27%	na	12.60%	15.88%	25.99%
长江证券	1.76%	1.64%	1.78%	8.62%	na	0.11%	0.10%	-11.37%	na	13.44%	15.44%	14.86%
国元证券	1.21%	1.07%	1.20%	12.11%	na	0.12%	0.09%	-21.31%	na	0.61%	4.35%	617.81%
东北证券	0.74%	0.71%	0.71%	0.26%	na	0.18%	0.15%	-19.32%	na	9.38%	10.51%	11.97%
宏源证券	1.34%	1.29%	1.26%	-2.40%	na	0.14%	0.12%	-11.44%	na	0.53%	0.58%	10.39%
太平洋证券	0.26%	0.26%	0.26%	-1.07%	na	0.19%	0.16%	-12.90%	na	4.69%	6.36%	35.75%
国金证券	0.79%	0.68%	0.78%	14.82%	na	0.12%	0.10%	-16.65%	na	11.04%	12.09%	9.56%
西南证券	0.68%	0.56%	0.69%	22.63%	na	0.13%	0.10%	-24.41%	na	4.05%	2.13%	-47.51%
光大证券	3.05%	3.19%	3.01%	-5.59%	na	0.12%	0.09%	-24.96%	na	14.52%	9.76%	-32.77%
招商证券	4.03%	3.96%	4.00%	0.90%	na	0.12%	0.10%	-19.85%	na	15.97%	20.00%	25.19%
广发证券	4.47%	4.31%	4.51%	4.57%	na	0.15%	0.11%	-28.52%	na	1.56%	2.41%	54.32%
华泰证券	5.74%	5.56%	5.66%	1.82%	na	na	0.10%	na	na	na	15.04%	na
合计	36.76%	35.34%	36.65%	3.69%								
	代理交易额（亿元）				手续费收入（亿元）				手续费净收入（亿元）			
	10Q1	09H1	10H1	同比增速	10Q1	09H1	10H1	同比增速	10Q1	09H1	10H1	同比增速
中信证券	22,076.92	41,141.96	44,105.06	7.20%	na	52.24	44.93	-13.99%	19.10	49.04	37.40	-23.74%
海通证券	11,894.00	22,246.63	22,895.72	2.92%	na	31.74	27.02	-14.86%	12.07	27.74	22.73	-18.05%
长江证券	4,707.74	8,600.70	9,348.07	8.69%	na	9.82	9.46	-3.67%	4.09	8.50	8.00	-5.89%
国元证券	3,224.21	5,599.48	6,281.49	12.18%	na	6.60	5.83	-11.72%	2.99	6.56	5.57	-15.05%
东北证券	1,965.95	3,692.80	3,704.53	0.32%	na	6.82	5.52	-19.06%	2.63	6.18	4.94	-20.06%
宏源证券	3,570.94	6,778.45	6,619.68	-2.34%	na	9.48	8.20	-13.51%	4.44	9.43	8.15	-13.56%
太平洋证券	700.02	1,374.60	1,360.73	-1.01%	na	2.56	2.21	-13.78%	1.09	2.44	2.07	-15.30%
国金证券	2,101.18	3,579.70	4,112.68	14.89%	na	4.44	4.25	-4.23%	1.94	3.95	3.74	-5.37%
西南证券	1,825.76	2,940.91	3,608.50	22.70%	na	3.95	3.66	-7.25%	1.82	3.79	3.59	-5.39%
光大证券	8,166.02	16,702.00	15,777.28	-5.54%	na	19.22	13.62	-29.12%	6.54	16.43	12.29	-25.17%
招商证券	10,766.09	20,764.02	20,962.66	0.96%	na	25.06	20.28	-19.09%	8.59	21.06	16.22	-22.96%
广发证券	11,946.15	22,581.49	23,627.00	4.63%	na	33.20	24.83	-25.21%	12.47	32.68	24.23	-25.86%
华泰证券	15,362.60	29,115.99	29,663.52	1.88%	na	na	28.46	na	12.55	na	24.18	na
合计(不含华泰)	82,944.97	156,002.75	162,403.42	4.10%		205.14	169.82	-17.22%		77.77	187.80	-20.70%
	净佣金率											
	10Q1	09H1	10H1	同比增速								
中信证券	0.087%	0.119%	0.085%	-28.86%								
海通证券	0.101%	0.125%	0.099%	-20.37%								
长江证券	0.087%	0.099%	0.086%	-13.41%								
国元证券	0.093%	0.117%	0.089%	-24.27%								
东北证券	0.134%	0.167%	0.133%	-20.32%								
宏源证券	0.124%	0.139%	0.123%	-11.49%								
太平洋证券	0.156%	0.178%	0.152%	-14.43%								
国金证券	0.092%	0.110%	0.091%	-17.63%								
西南证券	0.100%	0.129%	0.099%	-22.89%								
光大证券	0.080%	0.098%	0.078%	-20.79%								
招商证券	0.080%	0.101%	0.077%	-23.69%								
广发证券	0.104%	0.145%	0.103%	-29.14%								
华泰证券	0.082%	na	0.081%	na								
合计(不含华泰)	0.094%	0.120%	0.092%	-23.82%								

来源：公司数据、Wind、伟海数据、国金证券研究所

自营业务

- 剔除华泰证券后，其余 12 家上市券商在 10 年上半年实现自营收入 13.13 亿元，同比下滑 71.37%。具体券商而言，仅有宏源证券实现自营业绩的同比正增长，其余均出现不同程度的下滑。其中下滑幅度最大的两家为太平洋证券和东北证券。宏源证券同比能实现 68.5% 的增长主要是源于去年业绩基数低和今年自营业绩相对出彩等两方面的因素。东北证券和太平洋证券的业绩同比大幅下滑主要还是源于其一向激进的自营操作风格。
- 从 10 年中期期末的浮盈储备来看，海通证券、广发证券、中信证券、西南证券和长江证券仍具有一定的浮盈储备。其中海通证券和广发证券的浮盈储备相对较高，有助于减轻公司下半年的自营业绩压力。而其他上市券商由于浮盈储备相对不足，加上未来市场走势不确定性的加大，预计自营业绩在未来仍会遇到一定的压力。

图表4：上市券商 2010 年上半年自营业务表现（一）

	投资收益（亿元）				公允价值变动净收益（亿元）				自营业务收入（亿元）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	34.79	13.00	3.56	-72.65%	0.52	0.19	-0.39	-304.79%	35.30	13.19	3.17	-75.99%
海通证券	13.13	6.33	5.85	-7.62%	-2.74	-1.78	-2.51	41.15%	10.39	4.55	3.34	-26.70%
长江证券	5.46	1.78	3.41	91.57%	1.72	1.37	-1.32	-196.35%	7.17	3.15	2.09	-33.65%
国元证券	2.49	0.63	1.26	99.59%	0.32	0.44	-0.51	-215.21%	2.81	1.07	0.75	-29.86%
东北证券	2.92	1.04	0.77	-25.96%	1.40	1.59	-2.20	-238.36%	4.32	2.63	-1.43	-154.37%
宏源证券	3.71	2.00	3.78	89.20%	-0.07	0.23	-0.03	-111.51%	3.64	2.23	3.76	68.50%
太平洋证券	-1.81	-2.10	0.65	-131.06%	3.38	2.89	-1.22	-142.17%	1.57	0.79	-0.57	-171.73%
国金证券	1.62	1.14	-0.28	-124.70%	-0.60	-0.14	-0.05	-63.65%	1.02	1.00	-0.33	-133.25%
西南证券	7.52	2.84	1.13	-60.12%	0.45	0.31	-0.91	-395.09%	7.97	3.15	0.22	-93.09%
光大证券	4.93	2.01	-1.06	-152.66%	0.30	1.49	-0.45	-130.53%	5.23	3.49	-1.51	-143.36%
招商证券	9.93	1.62	0.33	-79.64%	1.05	0.69	0.22	-67.70%	10.98	2.30	0.55	-76.07%
广发证券	16.02	8.36	6.04	-27.73%	0.11	-0.04	-2.93	8010.92%	16.13	8.32	3.11	-62.67%
华泰证券	6.20	na	0.68	na	1.22	na	-1.11	na	7.42	na	-0.43	na
合计(不含华泰)	100.71	38.64	25.44	-34.17%	5.84	7.24	-12.30	-269.89%	106.55	45.88	13.13	-71.37%
单位：亿元	交易性金融资产期末盈亏金额				可供出售金融资产期末盈亏金额				“交易性”和“可供出售”盈亏金额			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	1.04	0.69	-0.25	-135.88%	12.50	14.45	2.69	-81.40%	13.54	15.14	2.44	-83.88%
海通证券	-0.31	0.80	-2.85	-455.84%	18.79	9.62	8.10	-15.83%	18.48	10.42	5.25	-49.61%
长江证券	1.89	1.54	0.57	-63.24%	0.40	-0.04	1.02	-2648.44%	2.29	1.50	1.59	5.70%
国元证券	0.50	0.62	0.00	-100.64%	0.18	0.21	-0.44	-310.40%	0.68	0.83	-0.45	-153.71%
东北证券	0.88	1.07	-1.32	-223.58%	0.98	0.49	-0.17	-133.95%	1.86	1.56	-1.49	-195.43%
宏源证券	0.06	0.35	0.04	-89.56%	3.40	0.13	-0.65	-599.89%	3.46	0.48	-0.61	-227.77%
太平洋证券	0.53	0.06	-0.68	-1241.15%	0.00	0.00	0.00	na	0.53	0.06	-0.69	-1243.29%
国金证券	na	0.01	na	na	na	0.04	na	na	na	0.05	na	na
西南证券	0.18	0.05	-0.78	-1668.77%	4.62	2.50	1.22	-51.11%	4.81	2.55	0.44	-82.83%
光大证券	0.20	1.39	-0.26	-118.73%	0.49	-4.60	-0.93	-79.82%	0.69	-3.21	-1.19	-62.97%
招商证券	1.53	na	1.81	na	0.61	na	-0.77	na	2.14	na	1.04	na
广发证券	2.82	na	-0.11	na	11.48	na	6.11	na	14.30	na	5.99	na
华泰证券	0.10	na	-1.05	na	1.44	na	na	na	1.54	na	na	na

来源：公司数据、Wind、伟海数据、国金证券研究所

图表5：上市券商2010年上半年自营业务表现（二）

	交易性金融资产规模（亿元）					可供出售金融资产规模（亿元）					自营规模/净资产			
	09	09H1	10H1	同比增速		09	09H1	10H1	同比增速		09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	118.87	84.98	157.09	84.85%		429.23	199.56	370.15	85.48%		88.98%	50.21%	87.70%	74.66%
海通证券	128.97	90.43	118.69	31.25%		62.71	30.37	61.05	101.01%		44.15%	29.68%	42.05%	41.66%
长江证券	75.38	45.06	36.35	-19.33%		8.82	1.33	41.43	3015.04%		92.28%	90.18%	88.70%	-1.64%
国元证券	13.16	6.76	8.99	33.04%		6.62	1.49	20.88	1301.45%		13.07%	16.68%	20.60%	23.52%
东北证券	10.83	9.32	6.40	-31.33%		12.39	0.60	2.61	335.00%		75.96%	38.39%	30.18%	-21.40%
宏源证券	42.61	24.74	37.82	52.86%		14.18	9.68	13.44	38.83%		86.84%	60.78%	78.08%	28.47%
太平洋证券	11.46	2.48	5.36	116.14%		0.02	0.00	0.02	na		64.31%	15.64%	29.69%	89.86%
国金证券	5.57	0.59	4.59	678.68%		1.81	1.84	0.79	-57.23%		28.50%	10.75%	18.78%	74.66%
西南证券	17.38	14.83	11.90	-19.76%		11.65	11.24	11.19	-0.45%		62.07%	66.17%	50.03%	-24.39%
光大证券	73.79	39.58	29.69	-24.99%		6.72	9.09	8.68	-4.46%		35.85%	40.55%	17.87%	-55.93%
招商证券	153.46	na	155.67	na		40.27	na	33.17	na		85.70%	na	79.34%	na
广发证券	92.34	na	90.61	na		50.74	na	58.02	na		87.38%	na	89.98%	na
华泰证券	61.60	na	83.73	na		12.59	na	31.37	na		52.19%	na	37.55%	na
合计	836.08	318.77	746.89	134.30%		662.12	265.20	652.80	146.15%					
交易性金融资产结构														
股票占比					债券占比					其它占比				
	09	09H1	10H1	增减		09	09H1	10H1	增减		09	09H1	10H1	增减
中信证券	7.98%	6.39%	13.63%	113.38%		84.13%	79.58%	81.69%	2.64%		7.89%	14.03%	4.68%	-66.64%
海通证券	16.19%	20.39%	17.14%	-15.97%		48.83%	61.82%	77.94%	26.09%		34.98%	17.79%	4.92%	-72.35%
长江证券	25.28%	23.99%	30.92%	28.89%		56.49%	73.10%	66.99%	-8.36%		18.22%	2.91%	2.09%	-28.08%
国元证券	45.58%	16.42%	24.76%	50.77%		0.00%	0.00%	33.70%	na		54.42%	83.58%	41.54%	-50.29%
东北证券	100.04%	99.25%	100.00%	0.76%		0.00%	0.00%	0.00%	na		-0.04%	0.75%	0.00%	-100.00%
宏源证券	0.31%	11.64%	8.08%	-30.62%		51.08%	69.85%	80.86%	15.77%		48.61%	18.51%	11.07%	-40.22%
太平洋证券	44.24%	62.50%	77.01%	23.22%		47.38%	20.97%	17.34%	-17.30%		8.38%	16.53%	5.65%	-65.85%
国金证券	0.00%	16.95%	2.50%	-85.26%		0.00%	81.36%	80.28%	-1.32%		100.00%	1.69%	17.22%	915.76%
西南证券	13.00%	1.55%	36.95%	2282.75%		12.25%	62.17%	44.82%	-27.91%		74.75%	36.28%	18.23%	-49.75%
光大证券	4.70%	51.41%	11.21%	-78.19%		26.01%	25.62%	83.47%	225.81%		69.29%	22.97%	5.32%	-76.84%
招商证券	13.70%	na	11.26%	na		86.28%	na	88.63%	na		0.02%	na	0.11%	na
广发证券	16.47%	na	13.24%	na		60.18%	na	79.94%	na		23.35%	na	6.82%	na
华泰证券	6.08%	na	9.60%	na		65.74%	na	84.67%	na		28.18%	na	5.72%	na
可供出售金融资产结构														
股票占比					债券占比					其它占比				
	09	09H1	10H1	增减		09	09H1	10H1	增减		09	09H1	10H1	增减
中信证券	38.37%	40.93%	30.44%	-25.63%		60.90%	49.74%	57.67%	15.94%		0.73%	9.33%	11.89%	27.43%
海通证券	90.18%	86.34%	87.36%	1.18%		5.20%	2.37%	4.18%	76.48%		4.62%	11.29%	8.46%	-25.10%
长江证券	15.10%	44.36%	1.21%	-97.28%		72.79%	0.00%	90.10%	na		12.11%	55.64%	8.69%	-84.38%
国元证券	14.74%	0.00%	1.23%	na		15.28%	0.00%	73.98%	na		69.98%	100.00%	24.79%	-75.21%
东北证券	13.70%	96.67%	45.21%	-53.23%		0.00%	0.00%	0.00%	na		86.30%	3.33%	54.79%	1543.68%
宏源证券	78.60%	86.88%	55.93%	-35.62%		0.00%	0.00%	29.21%	na		21.40%	13.12%	14.86%	13.23%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		100.00%	0.00%	100.00%	0.00%
国金证券	71.20%	0.00%	34.45%	na		28.80%	100.00%	65.55%	-34.45%		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	99.78%	99.82%	100.00%	0.18%		0.00%	0.00%	0.00%	na		0.22%	0.18%	0.00%	-100.00%
光大证券	31.11%	64.58%	38.59%	-40.24%		0.00%	0.00%	0.00%	na		68.89%	35.42%	61.41%	73.35%
招商证券	34.46%	na	31.42%	na		65.54%	na	68.58%	na		0.00%	na	0.00%	na
广发证券	33.35%	na	17.56%	na		64.92%	na	80.63%	na		1.73%	na	1.80%	na
华泰证券	86.92%	na	51.89%	na		0.04%	na	44.02%	na		13.05%	na	4.09%	na

来源：公司数据、Wind、伟海数据、国金证券研究所

投行业务

- 剔除华泰证券以后，其余 12 家上市券商 10 年上半年的投行业务收入为 37.79 亿元，同比大幅增长 278.76%。受益于市场权益融资额的同比大幅增长，除了长江证券以外，其余上市家券商的投行业绩均实现了不同程度的正增长。综合考虑绝对金额和增长幅度，上半年投行业务同比发展较快的是海通证券、宏源证券、国金证券和招商证券。
- 10 年上半年的权益融资额和核心债券融资额同比均大幅增长。其中上半年的权益融资额为 4608.9 亿元，同比增长 341.28%，而上半年的核心债券融资额则为 2161.2 亿元，同比增长 18.3%。
- 去年中期以来，随着 IPO 的重启和创业板的正式启动，券商的权益承销业务大为改善。能否抓住本次的行业机遇，是投行业绩表现好坏的关键。展望下半年，预计券商的权益承销收入仍将对券商的投行业绩带来较大的正面贡献。

图表6：上市券商 2010 年上半年投行业务表现（一）

	权益类融资金额（亿元）				权益类融资结构			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
IPO	2,173.41	9.11	2,632.49	28796.74%	41.37%	0.87%	57.12%	6448.40%
增发	2,974.53	1,035.33	1,401.12	35.33%	56.62%	99.13%	30.40%	-69.33%
配股	105.96	-	575.29	na	2.02%	0.00%	12.48%	na
合计	5,253.90	1,044.44	4,608.90	341.28%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%
	核心债券类融资金额（亿元）				核心债券类融资结构			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
可转债	76.61	0.00	413.70	na	1.51%	0.00%	19.14%	na
企业债	3,773.33	1,465.83	1,310.50	-10.60%	74.44%	80.24%	60.64%	-24.43%
公司债	1,218.90	361.00	437.00	21.05%	24.05%	19.76%	20.22%	2.32%
合计	5,068.84	1,826.83	2,161.20	18.30%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%
	权益类承销市场份额				核心债券类承销市场份额			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	12.95%	1.25%	7.28%	482.49%	12.78%	15.20%	15.92%	4.71%
海通证券	1.53%	1.37%	6.78%	394.87%	1.64%	0.55%	0.00%	-100.00%
长江证券	2.01%	6.22%	0.36%	-94.17%	1.13%	1.23%	0.46%	-62.43%
国元证券	0.50%	0.00%	0.63%	na	0.94%	1.51%	0.00%	-100.00%
东北证券	0.10%	0.00%	0.40%	na	0.00%	0.00%	0.00%	na
宏源证券	0.26%	0.00%	2.14%	na	2.09%	1.26%	1.43%	13.93%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.25%	na	0.00%	0.00%	0.46%	na
国金证券	0.51%	0.61%	2.16%	255.48%	0.55%	0.00%	0.00%	na
西南证券	1.04%	4.46%	0.66%	-85.23%	2.98%	0.44%	2.31%	428.30%
光大证券	0.76%	0.00%	0.55%	na	2.40%	0.27%	1.79%	554.25%
招商证券	1.63%	0.87%	3.00%	244.27%	5.49%	2.46%	3.01%	22.10%
广发证券	1.01%	0.58%	1.96%	237.87%	0.87%	0.55%	1.92%	250.79%
华泰证券	1.89%	0.00%	3.44%	na	3.09%	2.64%	2.23%	-15.65%
合计	24.20%	15.35%	29.60%	92.76%	33.96%	26.11%	29.54%	13.13%

来源：国金证券研究所

图表7：上市券商2010年上半年投行业务表现（二）

	权益类承销规模（亿元）				核心债券类承销规模（亿元）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	680.56	13.05	335.44	2470.41%	647.82	277.70	344.00	23.87%
海通证券	80.57	14.30	312.28	2083.78%	83.00	10.00	0.00	-100.00%
长江证券	105.55	64.95	16.72	-74.26%	57.50	22.50	10.00	-55.56%
国元证券	26.49	0.00	28.82	na	47.50	27.50	0.00	-100.00%
东北证券	5.33	0.00	18.22	na	0.00	0.00	0.00	na
宏源证券	13.59	0.00	98.53	na	105.75	23.00	31.00	34.78%
太平洋证券	0.00	0.00	11.44	na	0.00	0.00	10.00	na
国金证券	26.99	6.34	99.45	1468.68%	28.00	0.00	0.00	na
西南证券	54.86	46.56	30.35	-34.81%	151.26	8.00	50.00	525.00%
光大证券	39.83	0.00	25.40	na	121.66	5.00	38.70	674.00%
招商证券	85.60	9.11	138.40	1419.21%	278.23	45.00	65.00	44.44%
广发证券	53.07	6.05	90.20	1390.95%	44.00	10.00	41.50	315.00%
华泰证券	99.12	0.00	158.75	na	156.80	48.30	48.20	-0.21%
合计	1,271.56	160.36	1,364.01	750.59%	1,721.52	477.00	638.40	33.84%
	承销收入（亿元）							
	09	09H1	10H1	同比增速				
中信证券	24.01	5.89	9.94	68.76%				
海通证券	3.82	0.26	4.98	1816.39%				
长江证券	1.62	0.92	0.83	-10.08%				
国元证券	1.14	0.21	1.27	505.95%				
东北证券	0.13	0.04	0.72	1546.92%				
宏源证券	1.32	0.28	3.23	1053.20%				
太平洋证券	0.06	0.04	0.61	1423.62%				
国金证券	1.42	0.21	4.02	1814.54%				
西南证券	1.79	1.02	1.04	2.03%				
光大证券	2.42	0.30	1.63	443.27%				
招商证券	5.15	0.52	6.93	1233.14%				
广发证券	2.24	0.28	2.59	811.10%				
华泰证券	5.35	na	7.10	na				
合计（不含华泰）	45.13	9.98	37.79	278.76%				

来源：国金证券研究所

资产管理业务

- 剔除华泰证券以后，其余 12 家上市券商的资产管理业务收入（含基金管理）为 25.52 亿元，同比增长 33.24%。
- 截至 10 年中期期末，基金市场的存续规模为 2.12 万亿元，同比基本持平。10 年上半年的基金市场平均规模为 2.47 万亿元，同比增长 21.55%。
- 券商集合理财稳步发展。今年上半年上市券商的集合理财产品发行较为频密，其中东北证券和宏源证券的集合理财业务已经正式起航，而西南证券的珠峰 1 号集合理财产品也正式获准发行。预计券商的集合理财业务在未来仍有望保持稳步发展的态势。

图表8：上市券商2010年上半年资产管理业务表现

	当期期末集合资产管理存续规模(亿元)				当期资产管理业务收入(亿元)			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	57.62	126.04	114.88	-8.85%	31.33	13.53	17.63	30.27%
海通证券	12.02	5.49	15.63	184.78%	7.44	2.52	3.12	23.88%
长江证券	28.11	8.70	42.63	390.02%	0.67	0.22	0.23	4.86%
国元证券	10.43	10.50	11.34	8.04%	0.33	0.05	0.05	-6.07%
东北证券	6.50	0.00	17.58	na	0.02	0.00	0.09	na
宏源证券	26.02	0.00	14.71	na	0.17	0.00	0.39	na
太平洋证券	0.00	0.00	0.00	na	0.00	0.00	0.00	na
国金证券	0.00	0.00	0.00	na	0.00	0.00	0.00	na
西南证券	0.00	0.00	0.00	na	0.00	0.00	0.00	na
光大证券	120.39	60.26	100.07	66.06%	6.01	2.47	3.23	30.91%
招商证券	43.58	40.90	58.65	43.39%	0.46	0.21	0.29	39.53%
广发证券	33.63	30.40	24.31	-20.04%	0.59	0.15	0.49	220.27%
华泰证券	142.37	85.28	61.85	-27.48%	1.49	na	0.54	na
合计(不含华泰)	338.29	282.29	399.81	41.63%	47.02	19.15	25.52	33.24%

注：中信证券、海通证券和光大证券的资产管理业务收入包括基金管理收入

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模(亿元)				基金公司市场份额			
			09	09H1	10H1	增长率	09	09H1	10H1	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	2,657.59	2,243.72	2,164.73	-3.52%	9.93%	9.75%	10.23%	0.48%
	中信基金	100.00%	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	海富通基金	51.00%	458.19	445.07	376.21	-15.47%	1.71%	1.98%	1.78%	-0.20%
	富国基金	27.775%	653.62	576.51	497.43	-13.72%	2.44%	2.50%	2.35%	-0.15%
长江证券	长信基金	49.00%	274.72	223.26	192.89	-13.60%	1.03%	0.97%	0.91%	-0.06%
	诺德基金	30.00%	44.73	50.70	36.08	-28.83%	0.17%	0.22%	0.17%	-0.05%
国元证券	长盛基金	41.00%	484.75	434.39	352.77	-18.79%	1.81%	1.89%	1.67%	-0.22%
东北证券	东方基金	46.00%	103.82	99.07	82.27	-16.96%	0.39%	0.43%	0.39%	-0.04%
	银华基金	21.00%	747.10	574.44	646.29	12.51%	2.79%	2.50%	3.05%	0.55%
宏源证券										
太平洋证券										
国金证券	国金通用									
西南证券	银华基金	29.00%	747.10	574.44	646.29	12.51%	2.79%	2.50%	3.05%	0.55%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	398.26	360.47	273.50	-24.13%	1.49%	1.57%	1.29%	-0.28%
	大成基金	25.00%	1,060.46	918.57	882.79	-3.89%	3.96%	3.99%	3.63%	-0.36%
广发证券	广发基金	48.33%	1,104.71	982.09	854.78	-12.96%	4.13%	4.27%	4.04%	-0.23%
	易方达基金	25.00%	1,595.23	1,156.14	1,351.29	16.88%	5.96%	5.02%	6.39%	1.37%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,222.71	1,163.46	1,012.91	-12.94%	4.57%	5.05%	4.79%	-0.26%
	友邦华泰基金	49.00%	220.68	194.63	168.63	-13.36%	0.82%	0.85%	0.80%	-0.05%
招商证券	博时基金	49.00%	1,504.56	1,402.90	1,104.73	-21.25%	5.62%	6.09%	5.22%	-0.87%
	招商基金	33.30%	355.56	378.27	312.01	-17.52%	1.33%	1.64%	1.47%	-0.17%

来源：国金证券研究所

资产项目情况

- 截止 10 年中期期末，13 家上市券商的净资产合计为 2435 亿元，总资产合计为 7599 亿元，营业部合计为 1370 家。剔除华泰证券后的其余 12 家上市券商的净资本总额为 1404 亿元。
- 经纪业务营业部方面，上市券商上半年的营业部数量均比去年有明显的增长，幅度大部分集中在 10%-30% 的区间。其中营业部数量最大的几家分别为中信证券（含中信建投，共 256 家）、华泰证券（共 216 家）、广发证券（含广发华福，共 189 家）、海通证券（共 181 家）和光大证券（共 101 家）。

图表9：上市券商2010年上半年资产项目情况

	货币资金和存款（含客户，亿元）				客户资金存款（亿元）				自有资金存款（亿元）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	1292.05	973.12	1022.86	5.11%	1018.19	576.47	899.46	56.03%	273.86	396.65	123.40	-68.89%
海通证券	884.32	629.31	752.86	19.63%	595.25	322.07	513.25	59.36%	289.07	307.24	239.61	-22.01%
长江证券	206.88	122.09	211.84	73.51%	178.12	103.61	185.25	78.79%	28.76	18.48	26.59	43.91%
国元证券	246.13	100.49	203.60	102.61%	125.35	73.32	105.85	44.37%	120.78	27.17	97.75	259.76%
东北证券	133.42	86.62	122.01	40.86%	127.89	71.26	105.72	48.36%	5.53	15.36	16.29	6.05%
宏源证券	179.66	103.83	144.39	39.07%	163.16	85.12	131.36	54.32%	16.50	18.71	13.03	-30.34%
太平洋证券	34.40	32.14	33.92	5.53%	26.52	21.96	22.55	2.71%	7.88	10.18	11.36	11.62%
国金证券	80.60	64.57	85.18	31.92%	62.02	43.05	61.77	43.48%	18.58	21.52	23.42	8.81%
西南证券	101.70	56.94	83.42	46.50%	89.10	49.47	76.74	55.12%	12.60	7.47	6.68	-10.58%
光大证券	467.74	263.91	448.07	69.78%	322.51	191.54	274.61	43.37%	145.23	72.37	173.45	139.68%
招商证券	645.05	387.75	559.92	44.40%	571.38	334.38	513.83	53.67%	73.67	53.37	46.10	-13.63%
广发证券	733.86	na	646.96	na	681.03	na	615.45	na	52.83	na	31.51	na
华泰证券	707.44	na	767.85	na	656.87	na	608.60	na	50.57	na	159.25	na
合计	5898.29		5082.88		4780.87		4114.44		1117.42		968.44	
	结算备付金（含客户，亿元）				客户结算备付金（亿元）				自有结算备付金（亿元）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	98.38	97.97	88.98	-9.17%	93.32	92.25	78.62	-14.78%	5.06	5.72	10.36	81.20%
海通证券	55.12	35.59	34.06	-4.29%	53.02	34.24	31.13	-9.08%	2.10	1.35	2.93	117.37%
长江证券	49.22	12.79	13.24	3.51%	48.03	11.78	11.60	-1.57%	1.19	1.01	1.64	62.70%
国元证券	11.36	11.55	6.22	-46.12%	8.93	6.83	5.79	-15.29%	2.43	4.72	0.44	-90.72%
东北证券	12.39	8.13	14.84	82.53%	12.16	3.83	10.90	184.60%	0.23	4.30	3.94	-8.37%
宏源证券	17.48	25.36	18.56	-26.80%	15.36	21.86	14.22	-34.94%	2.12	3.50	4.34	24.06%
太平洋证券	11.95	7.08	6.71	-5.25%	9.33	4.78	5.34	11.66%	2.62	2.30	1.37	-40.42%
国金证券	18.00	4.23	9.79	131.40%	16.82	4.09	9.28	126.84%	1.18	0.14	0.51	264.67%
西南证券	9.32	8.55	8.87	3.79%	8.47	6.76	8.46	25.08%	0.85	1.79	0.42	-76.62%
光大证券	25.12	17.24	25.06	45.36%	23.79	16.85	24.60	46.02%	1.33	0.39	0.46	17.14%
招商证券	46.63	35.47	49.29	38.96%	43.55	33.20	47.05	41.72%	3.08	2.27	2.24	-1.34%
广发证券	108.26	na	45.66	na	105.97	na	44.41	na	2.29	na	1.25	na
华泰证券	144.14	na	79.03	na	102.96	na	69.59	na	41.18	na	9.44	na
合计	629.57		400.32		561.21		360.97		68.36		39.34	
	代理买卖证券款（亿元）				净资本（亿元）				净资产（亿元）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	1124.78	677.41	990.65	46.24%	349.04	358.43	326.02	-9.04%	648.14	592.20	637.80	7.70%
海通证券	665.80	361.58	572.69	58.39%	343.91	360.31	329.73	-8.49%	445.19	409.72	438.00	6.90%
长江证券	230.99	117.33	201.44	71.69%	73.89	39.11	65.67	67.92%	91.24	51.44	87.69	70.46%
国元证券	136.84	81.58	114.33	40.15%	127.88	35.36	119.01	236.58%	151.83	49.96	145.52	191.27%
东北证券	144.91	77.53	120.47	55.39%	22.77	na	20.32	na	30.61	25.88	29.90	15.53%
宏源证券	183.91	110.26	151.76	37.64%	47.19	44.00	45.53	3.48%	65.39	56.63	65.64	15.92%
太平洋证券	35.82	26.70	27.87	4.38%	15.25	14.18	16.01	12.91%	17.85	15.86	18.11	14.22%
国金证券	80.81	48.30	73.23	51.62%	23.82	20.75	26.43	27.35%	25.95	22.64	28.70	26.75%
西南证券	96.41	54.75	84.53	54.40%	35.25	29.88	34.35	14.97%	46.78	39.40	46.15	17.12%
光大证券	355.81	215.42	312.50	45.07%	182.46	93.97	170.34	81.27%	226.29	121.31	216.22	78.24%
招商证券	612.08	373.05	563.83	51.14%	179.76	48.50	151.89	213.17%	226.16	95.83	238.02	148.37%
广发证券	804.83	na	678.73	na	107.76	na	99.10	na	172.43	na	174.45	na
华泰证券	735.49	na	657.66	na	85.31	na	na	na	141.34	na	308.88	na
合计	5393.25		4549.70		1594.29		1404.40		2342.68		2435.06	
	总资产（亿元）				杠杆倍数（倍）				营业部数量（家）			
	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速	09	09H1	10H1	同比增速
中信证券	2068.07	1453.26	1817.76	25.08%	3.19	2.45	2.85	16.14%	234	200	256	28.00%
海通证券	1207.27	824.03	1090.03	32.28%	2.71	2.01	2.49	23.74%	180	143	181	26.57%
长江证券	353.78	190.11	316.71	66.59%	3.88	3.70	3.61	-2.27%	73	67	87	29.85%
国元证券	293.86	134.22	262.79	95.79%	1.94	2.69	1.81	-32.78%	48	48	54	12.50%
东北证券	187.81	117.32	164.44	40.16%	6.14	4.53	5.50	21.32%	57	48	68	41.67%
宏源证券	289.71	189.63	237.60	25.30%	4.43	3.35	3.62	8.09%	55	55	58	5.45%
太平洋证券	59.59	43.27	47.49	9.75%	3.34	2.73	2.62	-3.91%	22	21	26	23.81%
国金证券	110.18	74.19	105.03	41.57%	4.25	3.28	3.66	11.69%	16	16	21	31.25%
西南证券	149.70	98.60	134.05	35.95%	3.20	2.50	2.90	16.07%	29	27	37	37.04%
光大证券	620.21	363.36	575.57	58.40%	2.74	3.00	2.66	-11.13%	93	79	101	27.85%
招商证券	965.12	564.56	887.06	57.12%	4.27	5.89	3.73	-36.74%	71	69	76	10.14%
广发证券	1043.36	na	911.32	na	6.05	na	5.22	na	na	161	189	17.39%
华泰证券	988.02	na	1049.03	na	6.99	na	3.40	na	178	na	216	na
合计	8590.58		7598.86						1087		1370	

来源：国金证券研究所

证券业投资策略

- 我们认为证券业目前正处于业绩缺乏驱动力和股价缺少催化剂这样一种阶段。从7月中旬至8月中旬，券商股在市场指数的带动之下出现了一波反弹，我们认为这更多地缘于券商股的高贝塔特性和市场情绪层面的诉求。而落实到基本面，从同比来看，市场交易额和市场指数的这波回升暂时难以扭转今年的业绩下滑趋势（去年下半年基数更高）；而从环比来看，预计交易额和指数的持续上升是小概率事件，未来更多的应该是反复震荡。因此，我们判断券商股仍处于行业景气周期的中底部。在这阶段里，券商股仍缺乏整体性的机会。股价可能更多表现为景气中底部区间里的波动。虽然行业缺乏整体性机会，但是对于有配置需求的投资者我们建议关注估值较低的中信证券、国元证券和海通证券。
- **佣金率。**从中报披露的情况来看，上市券商2季度的净佣金率基本呈现出下滑幅度趋缓的迹象。考虑到服务部升级和迁址具有滞后效应、新设营业部持续进行以及低佣揽客的现象仍然存在等多方面的因素，我们目前只能判断为阶段性的趋缓，这种趋缓是否具有持续性则有待进一步的观察。
- **经纪业务。**在这波市场反弹中，市场交易额虽然有所回升，但是回升幅度并不显著。如果把这段时间的增量分摊到全年的累计平均数上，贡献份额显得更小。全年的日均股票交易额仅从反弹前的1842亿元回升至近期的1885亿元，幅度仅为2.33%。
- **自营业务。**毫无疑问，这波反弹肯定对券商的自营业绩有积极的作用。特别是像东北证券这种自营风格激进的券商，在这波反弹中比其他稳健型的券商更有可能获得较好的收益，从而在一定程度上收复前期的部分失地。然而，根据历史经验，券商自营业务在震荡的市场环境中获得理想收益的概率相对不高。而从排序上看，大券商的自营收益率可能不及操作灵活的中小券商。

图表10：重点上市券商的盈利预测和投资评级

国内券商估值水平（日均交易额假设1900亿元）														
	代码	评级	股价		EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
			1-Sep-10		09	10E	09	10E	09	10E	09	10E	09	10E
中信证券	600030.SH	买入	11.72	CNY	0.90	0.72	13.02	16.35	6.19	6.63	1.89	1.77	16.38	12.49
海通证券	600837.SH	买入	9.62	CNY	0.55	0.46	17.49	20.76	5.28	5.40	1.82	1.78	10.74	8.88
长江证券	000783.SZ	买入	11.32	CNY	0.63	0.58	17.97	19.39	4.20	4.64	2.70	2.44	15.04	12.58
国元证券	000728.SZ	持有	12.46	CNY	0.53	0.47	23.51	26.42	7.70	7.70	1.62	1.62	6.89	6.16
东北证券	000686.SZ	买入	22.37	CNY	1.43	0.64	15.64	34.76	4.78	5.09	4.68	4.39	29.86	12.67
光大证券	601788.SH	买入	15.40	CNY	0.83	0.57	18.55	26.88	6.57	6.96	2.34	2.21	12.93	9.01
招商证券	600999.SH	持有	20.90	CNY	1.04	0.78	20.10	26.88	6.31	6.69	3.31	3.12	17.36	12.56
广发证券	000776.SZ	买入	30.20	CNY	2.34	1.42	12.91	21.32	8.19	7.75	3.69	3.90	30.08	19.81
华泰证券	601688.SH	持有	13.71	CNY	0.79	0.57	17.35	24.26	2.89	5.21	4.74	2.63	29.36	11.99
西南证券	600369.SH	持有	13.64	CNY	0.53	0.27	25.74	50.52	2.46	2.60	5.54	5.25	21.53	10.54
吉林敖东	000623.SZ	买入	29.18	CNY	2.38	1.88	12.26	15.52	10.91		2.67		24.66	
辽宁成大	600739.SH	买入	29.32	CNY	1.49	1.39	19.68	21.09	7.20		4.07		23.43	
Average							17.85	25.35			3.18	2.91	19.02	11.67

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室