



投资银行业与经纪业

2010.09.06

## 成本上涨压缩行业利润空间

### ——2010 年中报总结

|                                                                                   |                     |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|------------------|
|  | <b>梁静</b>           | <b>董乐</b>        |
|  | 021-38676850        | 021-38676650     |
|  | liangjing@gtjas.com | dongle@gtjas.com |
|  | S0880200010278      | S0880108063472   |

#### 本报告导读：

上市券商中期业绩同比下降 23%，投行收入占比提升，费用上涨明显，创新业务尚在起步阶段。

#### 摘要：

- **中期业绩同比降 23%，净资产基本持平。**2010 年上半年，我们覆盖的 12 家上市券商实现营业收入 300 亿元，同比下降 10.5%。实现净利润 119.4 亿元，同比下降 22.8%。其中国金、宏源受益于投行业务的爆发式增长，业绩同比增幅超过 40%，自营风格激进的东北证券业绩同比下滑 77%，且 2 季度出现亏损。受分红及资产缩水影响，上市券商中期末净资产较 2009 年末平均略降 0.3%。
- **投行业务收入占比明显提升。**随着佣金率的下滑、市场重心的下移，券商经纪及自营收入占比分别由 2009 年的 61.9%与 14.1%下滑至今年上半年的 57%与 4.7%。投行业务量的爆发式增长推动承销收入占比由 2009 年的 6.3%提升至 14.8%，其中国金承销收入已超越经纪佣金成为第一大收入来源。
- **成本端压力显现。**网点建设的加速、员工的快速扩充、投行业务量的大幅增长均导致券商经营成本压力明显增加。上半年在业务量下降、收入减少的背景下，上市券商业务及管理费用同比增加 15.4%，管理费率达 42.8%，成本刚性上涨特征明显。下半年，随着年度奖金计提高峰期的到来，预计成本压力将进一步凸显。
- **季度佣金率环比降幅趋缓，业务毛利明显下降。**上半年上市券商股票基金平均佣金率 0.108%，较 2009 年下降 16.3%。2 季度平均佣金率 0.106%。环比下降 2.6%，下滑幅度明显减缓。在价格的下跌、成本上涨的背景下，经纪业务利润率空间进一步压缩。从可比数据看，上半年毛利率为 62.2%，比 2009 年下降 9 个百分点。
- **投行业务量价齐升。**上半年，上市券商共实现承销收入 44.3 亿元，已达到去年全年的 87.8%。除发行规模明显增加外，中小盘 IPO 占比的提升进一步推动发行费率明显提升，行业 IPO 承销费率 3.64%，较 2009 年提升 1 个百分点。
- **自营规模基本稳定。**截至中期末，上市券商自营规模 1394.3 亿元，较 1 季度末略增 1.8%。其中股票投资 337 亿元，较 2009 年末减少 17%。实现投资收益 6.1 亿元，平均投资收益率 0.4%。
- **创新业务贡献有限。**截至中期末，中信、海通以及广发市场份额分别为 30.6%、15.6%以及 8.5%。4 家试点上市公司利息收入合计仅 2273 万元，业绩贡献十分有限。相比于融资融券，期货业务业绩贡献程度相对明显，海通、广发期货佣金收入已过亿元，而中信、招商披露的股指期货套保收益同样成为自营业务的主要收入来源。

评级：

中性

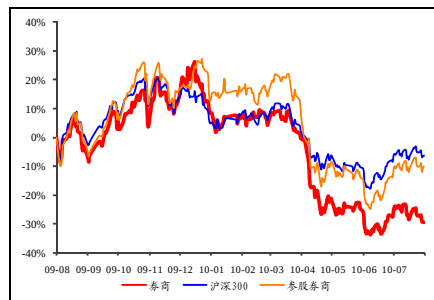
上次评级：

中性

#### 主要上市公司评级

|      |      |
|------|------|
| 辽宁成大 | 增持   |
| 国元证券 | 增持   |
| 中信证券 | 增持   |
| 海通证券 | 增持   |
| 广发证券 | 增持   |
| 吉林敖东 | 增持   |
| 中山公用 | 增持   |
| 光大证券 | 中性   |
| 宏源证券 | 谨慎增持 |
| 锦龙股份 | 中性   |
| 东北证券 | 中性   |
| 华泰证券 | 中性   |
| 招商证券 | 中性   |
| 国金证券 | 中性   |
| 长江证券 | 中性   |
| 西南证券 | 中性   |
| 安信信托 | 中性   |
| 陕国投  | 中性   |
| 爱建股份 | 中性   |
| 香溢融通 | 中性   |

#### 行业指数



#### 相关报告

投资银行业与经纪业：《量价回落》

2010.08.30

投资银行业与经纪业：《交易额创反弹新高，融资融券加速推进》

2010.08.23

投资银行业与经纪业：《成交金额维持较高水平》

2010.08.16

投资银行业与经纪业：《业绩弹性有所显现，中小券商增速较快》

2010.08.09

投资银行业与经纪业：《市场回暖助 7 月业绩快速增长》

2010.08.09

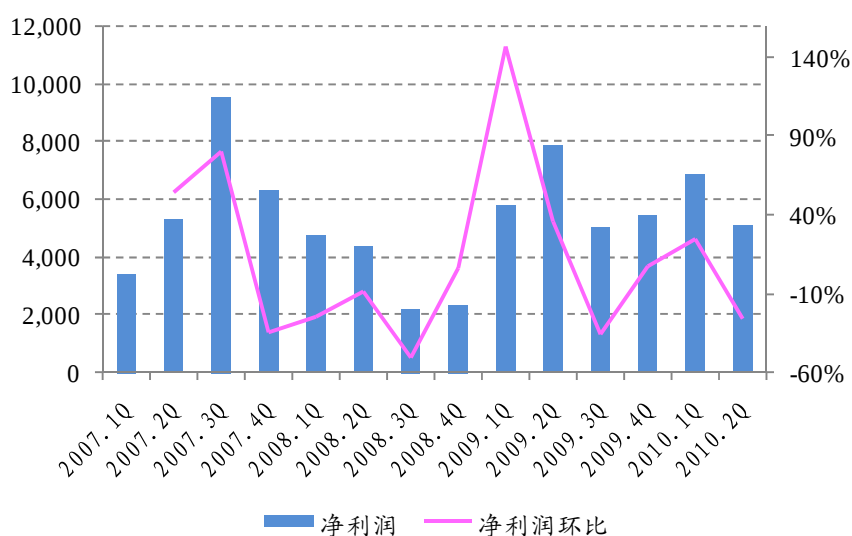
## 1. 中期业绩同比下滑 23%，净资产基本持平

### 1.1. 业绩总体符合预期，分化较为明显

2010 年上半年，我们覆盖的 12 家上市券商实现营业收入 300 亿元，同比下降 10.5%。实现净利润 119.4 亿元，同比下降 22.8%，符合我们此前的判断。

在量价齐跌的背景下，2 季度上市券商实现营业收入 138.7 亿元，环比下降 14%，实现净利润 50.9 亿元，环比下降 26%。

图 1 2 季度业绩环比下滑 26%



数据来源：公司公告，国泰君安证券

上市券商中，国金、宏源受益于投行业务的爆发式增长，业绩同比增幅超过 40%，自营激进的东北证券业绩同比下滑 77%，且 2 季度已现亏损。中信、海通、广发等大券商业绩降幅基本在 20%-30% 左右。

表 1 上市券商 2010 年中期及 2 季度财务指标

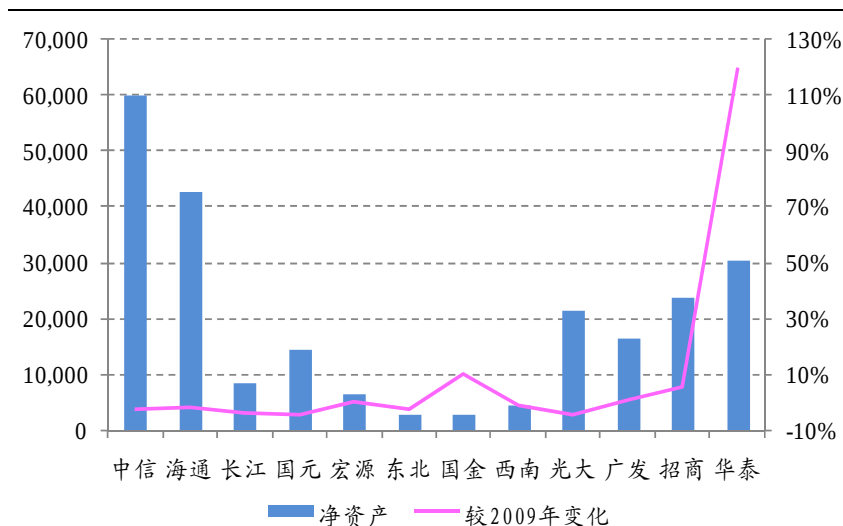
|                | 中信    | 海通    | 长江   | 国元   | 宏源   | 东北    | 国金   | 光大    | 广发    | 招商   | 华泰   |
|----------------|-------|-------|------|------|------|-------|------|-------|-------|------|------|
| <b>2010.1H</b> |       |       |      |      |      |       |      |       |       |      |      |
| 净利润(百万元)       | 2,628 | 1,842 | 491  | 422  | 731  | 110   | 296  | 2,628 | 1,842 | 491  | 422  |
| 同比             | -31%  | -25%  | -23% | -9%  | 40%  | -77%  | 46%  | -32%  | -19%  | 0%   | -19% |
| EPS(元)         | 0.26  | 0.22  | 0.23 | 0.21 | 0.50 | 0.17  | 0.30 | 0.24  | 0.65  | 0.38 | 0.25 |
| BVPS(元)        | 6.04  | 5.20  | 4.04 | 7.38 | 4.49 | 4.67  | 2.87 | 6.28  | 6.59  | 6.64 | 5.47 |
| <b>2010.2Q</b> |       |       |      |      |      |       |      |       |       |      |      |
| 净利润(百万元)       | 1,130 | 831   | 78   | 159  | 311  | -91   | 208  | 486   | 770   | 588  | 594  |
| EPS(元)         | 0.11  | 0.10  | 0.04 | 0.08 | 0.21 | -0.14 | 0.21 | 0.14  | 0.31  | 0.16 | 0.11 |
| 同比             | -51%  | -43%  | -81% | -52% | 51%  | -135% | 107% | -22%  | -31%  | -30% |      |
| 环比             | -25%  | -18%  | -81% | -39% | -26% | -145% | 136% | 42%   | -11%  | -25% |      |

数据来源：公司公告，国泰君安证券

## 1.2. 分红及资产缩水导致净资产略有下滑

受到分红、权益资产缩水等影响，除华泰（IPO 融资）外，上市券商中期末净资产较 2009 年末平均略降 0.3%，若扣除分红影响，净资产平均增加 2.9%。

图 2 净资产略有下滑

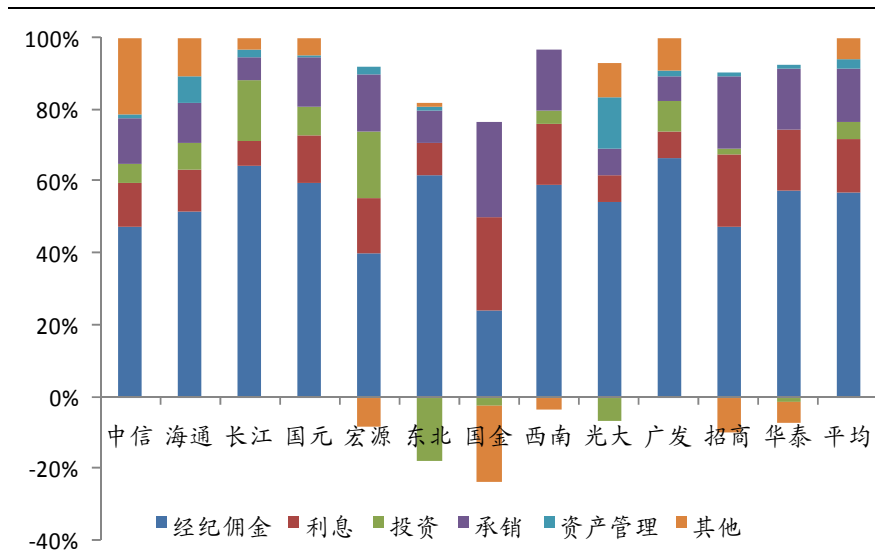


数据来源：公司公告，国泰君安证券

## 1.3. 投行收入占比明显提升

随着佣金率的下滑、市场重心的下移，券商经纪收入占比由 2009 年的 61.9% 下滑至今年上半年的 57%、自营收入占比由 14.1% 下滑至 4.7%。而随着投行业务量的爆发式增长，承销收入占比由 2009 年的 6.3% 提升至 14.8%，其中国金承销收入已超越经纪佣金成为第一大收入来源。

图 3 投行收入占比达 15%

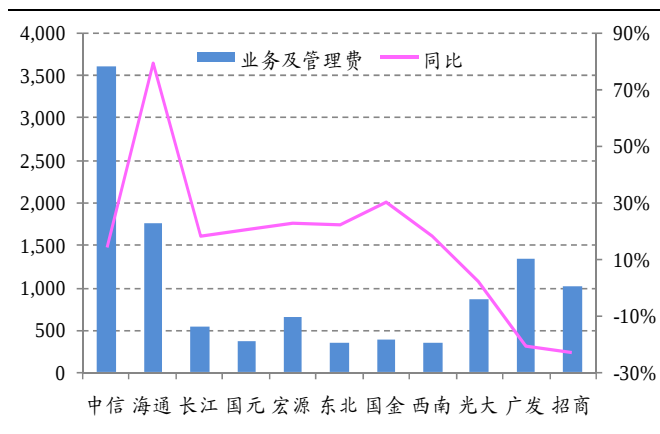


数据来源：公司公告，国泰君安证券

## 1.4. 成本端压力显现

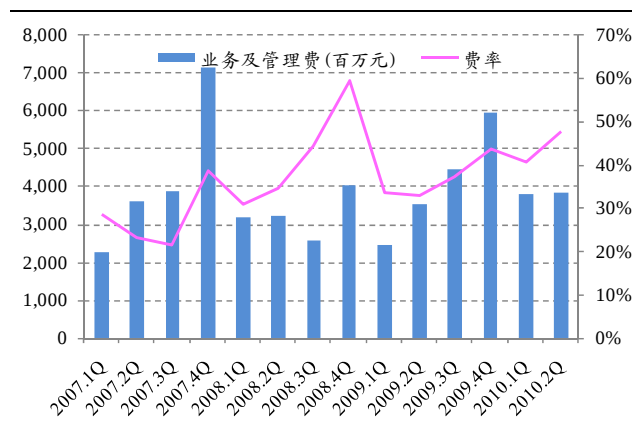
新设网点的加速、员工的快速扩充、投行业务量的大幅增长均导致券商经营成本压力明显增加。上半年尽管行业收入明显下滑，但可比上市券商业务及管理费同比增加 15.4%，管理费率达 42.8%，成本刚性特征明显。下半年，随着年度奖金计提高峰期的到来，预计成本压力将进一步凸显。

图 4 费用增长显著



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 5 平均管理费率达 43%



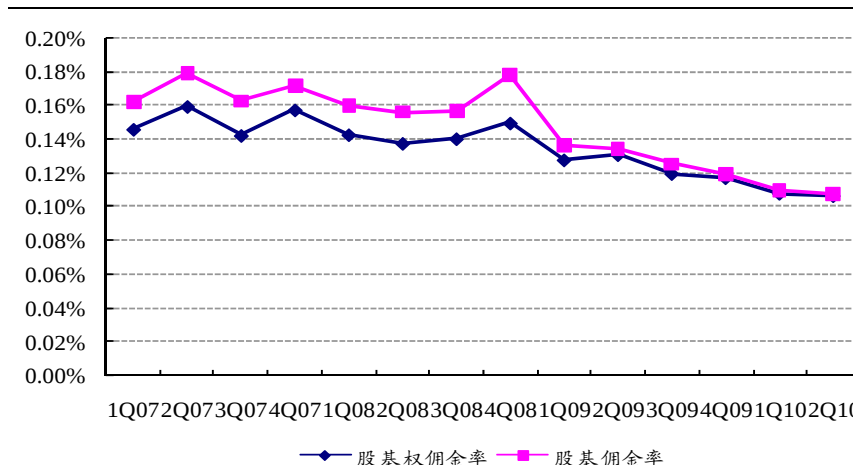
数据来源：公司公告，国泰君安证券

## 2. 经纪业务：2 季度佣金率降幅趋缓，业务毛利明显下滑

今年上半年，市场成交额同比略降 2%，但在佣金率持续快速下滑的背景下，上市券商经纪佣金收入 171 亿元，同比下降 21.2%。

2010 年上半年，上市券商股票基金平均佣金率 0.108%，较 2009 年下降 16.3%。2 季度平均佣金率 0.106%。环比下降 2.6%，下滑幅度明显减缓。

图 6 2 季度平均佣金率 0.106%



数据来源：公司公告，国泰君安证券

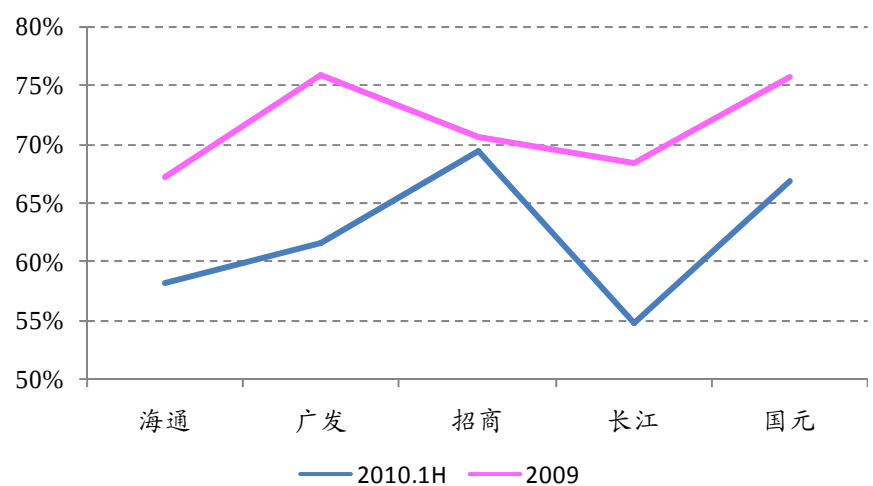
表 2 上市券商上半年佣金率

|                | 中信     | 海通     | 长江     | 国元     | 宏源     | 东北     | 国金     | 光大     | 广发     | 招商     | 华泰     |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>2010.1H</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 佣金净收入(百万元)     | 3,740  | 2,273  | 800    | 557    | 815    | 494    | 374    | 1,229  | 2,423  | 1,622  | 2,418  |
| %y/y           | -24%   | -18%   | -%     | -15%   | -14%   | -19%   | -0%    | -30%   | -26%   | -23 %  |        |
| 股基交易额(亿元)      | 38,879 | 18,620 | 7,574  | 4,889  | 6,007  | 3,534  | 3,238  | 14,352 | 22,114 | 18,559 | 26,870 |
| %y/y           | 3%     | 0%     | 15%    | 2%     | 4%     | 3%     | 3%     | 3%     | -5%    | 3%     | 3%     |
| 佣金率            | 0.095% | 0.121% | 0.105% | 0.112% | 0.134% | 0.139% | 0.115% | 0.084% | 0.108% | 0.086% | 0.088% |
| 同 2009 年比      | -19%   | -11%   | -16%   | -12%   | -10%   | -18%   | -4%    | -19%   | -24%   | -18%   | -26%   |
| <b>2010.2Q</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 佣金净收入(百万元)     | 1,830  | 1,067  | 391    | 259    | 371    | 231    | 179    | 575    | 1,176  | 763    | 1,163  |
| %q/q           | -4.2%  | -11.6% | -4.2%  | -13.4% | -16.5% | -12.3% | -7.6%  | -12.0% | -5.7%  | -11.2% | -7.3%  |
| 股基交易额(亿元)      | 19,052 | 8,927  | 3,681  | 2,369  | 2,846  | 1,671  | 1,506  | 7,019  | 10,943 | 8,962  | 13,074 |
| %q/q y         | -4%    | -8%    | -5%    | -6%    | -10%   | -10%   | -13%   | -4%    | -2%    | -7%    | -5%    |
| 佣金率            | 0.095% | 0.119% | 0.106% | 0.108% | 0.129% | 0.138% | 0.119% | 0.081% | 0.107% | 0.084% | 0.087% |
| %q/q           | 0%     | -4%    | 1%     | -7%    | -7%    | -2%    | 6%     | -8%    | -4%    | -5%    | -1%    |

数据来源：公司公告，国泰君安证券

在价格的下跌、成本上涨的背景下，经纪业务利润率空间进一步压缩。从披露分业务利润率的 5 家公司看，今年上半年毛利率为 62.2%，比 2009 年下降 9 个百分点。

图 7 经纪业务毛利率明显下降



数据来源：公司公告，国泰君安证券

### 3. 投行业务：业务量爆发式增长，结构调整提高发行费率

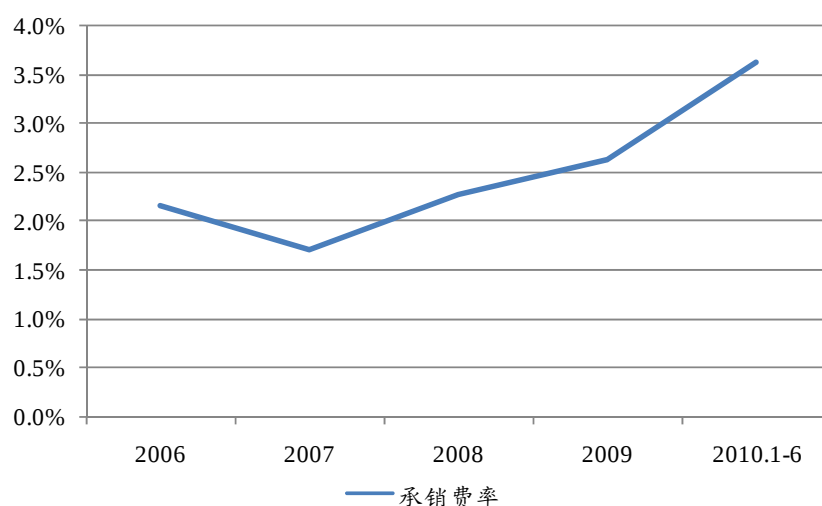
上半年，市场完成股票公开发行 2646 亿元，完成企业债发行 2561 亿元。上市券商共实现承销收入 44.3 亿元，已达到去年全年的 87.8%。

**表 3 承销业务量同比大幅提升**

|               | 中信    | 海通    | 长江    | 国元    | 宏源    | 东北    | 国金    | 光大    | 广发    | 招商    | 华泰    |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>股票公开发行</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 承销额（亿元）       | 111.3 | 265.3 | 13.8  | 30.9  | 90.1  | 21.3  | 88.4  | 25.4  | 70.4  | 150.2 | 107.2 |
| 市场份额          | 4.26% | 10.6% | 0.53% | 1.18% | 3.45% | 0.81% | 3.39% | 0.97% | 2.69% | 5.75% | 4.1%  |
| <b>企业债券发行</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 承销额（亿元）       | 154   | 16    | 0     | 0     | 31    | 0     | 0     | 39    | 83    | 0     | 62    |
| 市场份额          | 8.66% | 0.6%  | 0%    | 0%    | 1.74% | 0.0%  | 0.0%  | 2.18% | 4.67% | 0%    | 3.49% |
| 承销收入（百万元）     | 994   | 498   | 83    | 127   | 323   | 72    | 402   | 163   | 259   | 693   | 710   |
| 收入占比          | 13%   | 11%   | 7%    | 14%   | 19%   | 14%   | 49%   | 8%    | 7%    | 25%   | 20%   |

数据来源：公司公告，国泰君安证券

除发行规模明显增加外，近年以来小盘股 IPO 发行额占比达到 59%，达近 3 年来最高水平，推动发行费率明显提升。今年上半年，行业 IPO 承销费率 3.64%，较 2009 年提升 1 个百分点。

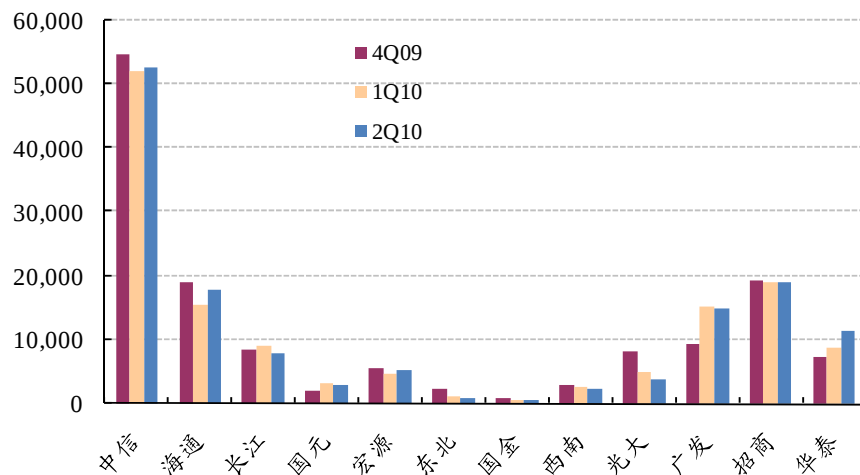
**图 8 承销费率加速上涨**


数据来源：公司公告，国泰君安证券

## 4. 自营业务：规模基本稳定，总体仍盈利

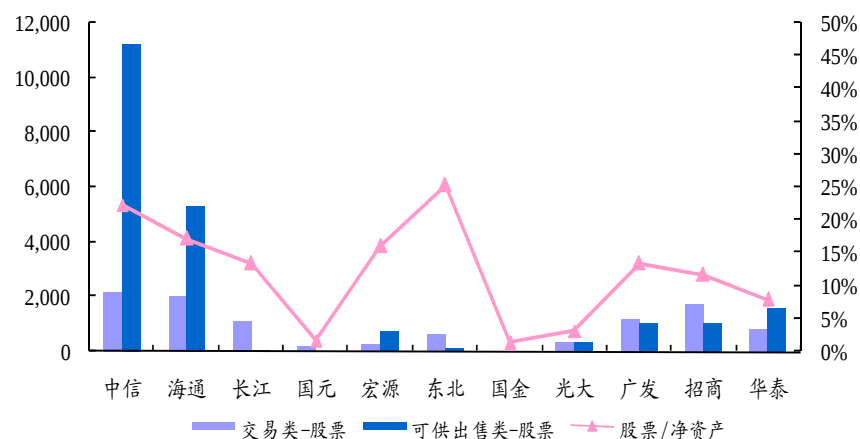
截至中期末，上市券商自营规模 1394.3 亿元，较 1 季度末略增 1.8%。其中股票投资 337 亿元，较 2009 年末减少 17%。实现投资收益 6.1 亿元，平均投资收益率 0.4%。

图 9 自营规模基本稳定



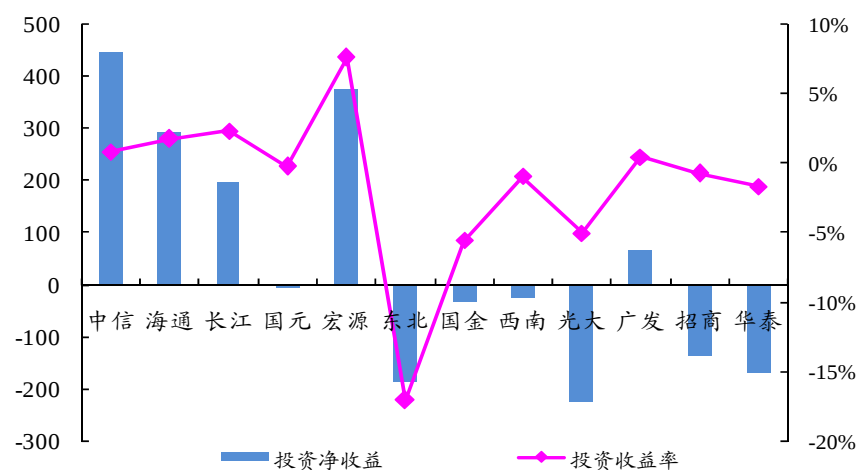
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 10 股票投资规模减少 17%



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 11 自营业务仍有盈利



数据来源：公司公告，国泰君安证券

## 5. 创新业务：融资融券贡献十分有限，期货业务好于预期

截至中期末，共有 4 家上市券商开展融资融券业务，其中中信、海通以及广发市场份额分别为 30.6%、15.6%以及 8.5%。4 家公司利息收入合计仅 2273 万元，业绩贡献十分有限。

**表 4 融资融券业务贡献十分有限**

|            | 中信     | 海通     | 广发    | 光大   |
|------------|--------|--------|-------|------|
| 融资融券余额（亿元） | 4.58   | 2.33   | 1.27  |      |
| 市场份额       | 30.57% | 15.57% | 8.49% |      |
| 利息收入（百万元）  | 18.92  | 1.24   | 0.8   | 1.77 |

数据来源：公司公告，国泰君安证券

相比于融资融券，期货业务业绩贡献程度相对明显，海通、广发期货佣金收入已过亿元，而中信、招商披露的股指期货套保收益同样成为自营业务的主要收入来源。

**表 5 期货业务好于预期**

|      | 中信 | 招商   | 海通    | 宏源   | 光大   | 广发    | 华泰   |
|------|----|------|-------|------|------|-------|------|
| 佣金收入 |    |      | 147.1 | 30.9 | 47.5 | 109.5 | 99.9 |
| 投资收益 | 41 | 25.1 |       |      |      |       |      |

数据来源：公司公告，国泰君安证券

## 分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

|                                                                                                                         | 评级   | 说明                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                         | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|                                                                                                                         | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|                                                                                                                         | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。                                                | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|                                                                                                                         | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|                                                                                                                         | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |