

联系人

胡轶韬

huyitao@jhzqrs.com

021-58766941-8012

分析师

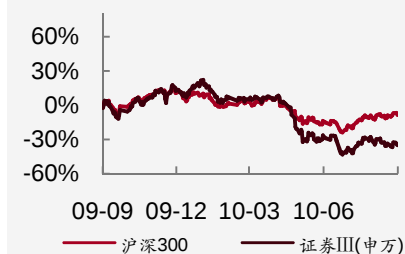
付豪杰

SAC 职业证书编号: S1410210050004

fuhaojie@jhzqrs.com

行业评级: 同步大市

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	0	-6	-21
绝对收益	-3	-7	-30

数据来源: wind, 截至 2010/9/9

相关研究报告

证券行业

中报回顾——业绩双降背后酿良机

---2010 年 8 月动态报告

投资要点:

- ◆8 月日均股票交易金额为 2141 亿元, 较 7 月份的 1475 亿元出现了显著的回升。权益类融资金额达到 645 亿元, 环比有所下滑。前 8 个月合计权益类融资金额为 5694 亿元, 比 09 年整年水平高出 10.34%。
- ◆2010 年上半年, 13 家上市券商营业收入归属于母公司净利润同比下降 20.59%, 营业收入同比下滑 6.77%, 营业利润率同比下滑 16.30%, 有效税率下滑至 22.39%。券商的周期性特征很明显, 营业利润率的下滑解释了 8 成净利润的原因。
- ◆2010 年上半年上市券商经纪、投行、资管、自营、利息收入占比分别达到 57%、15%、9%、2%、11%。其中, 自营占比下滑幅度较大, 承销占比出现较大提升。从营业收入分项看, 经纪业务收入同比下滑 17%, 自营收入下滑 88.5%; 而承销业务、资产管理业务收入、净利息收入分别同比增长达到 343.9%、31.2%、46.4%。
- ◆我们覆盖的 11 家上市券商一季度简单平均净佣金率较 2009 年水平下滑 13%, 而二季度较一季度仅环比下滑 1.5%。因此佣金的下滑速度要明显较市场之前悲观预期来得缓和。二季度末各公司权益类仓位有所下滑, 但依旧在较高水平, 因此, 三季度以来沪深 300 指数反弹 15%左右, 根据我们测算各公司自营的收益十分可观。上半年 IPO 承销佣金率较高, 达到 3.6%, 较 2009 年平均的 2.6%高出一筹, 而 2007 时仅为 1.7%。在规模与佣金率都提升的背景下, 上市券商承销业务出现了较高的增长。
- ◆选股策略为“两低一高”(低佣金率(营业部集中于长三角、珠三角及北京等地区)、低估值、高自营仓位), 这样可以使得标的股票能够得到“佣金底价”的真实保护以及三季度业绩在自营收益的帮助下呈现较高的环比正增长。

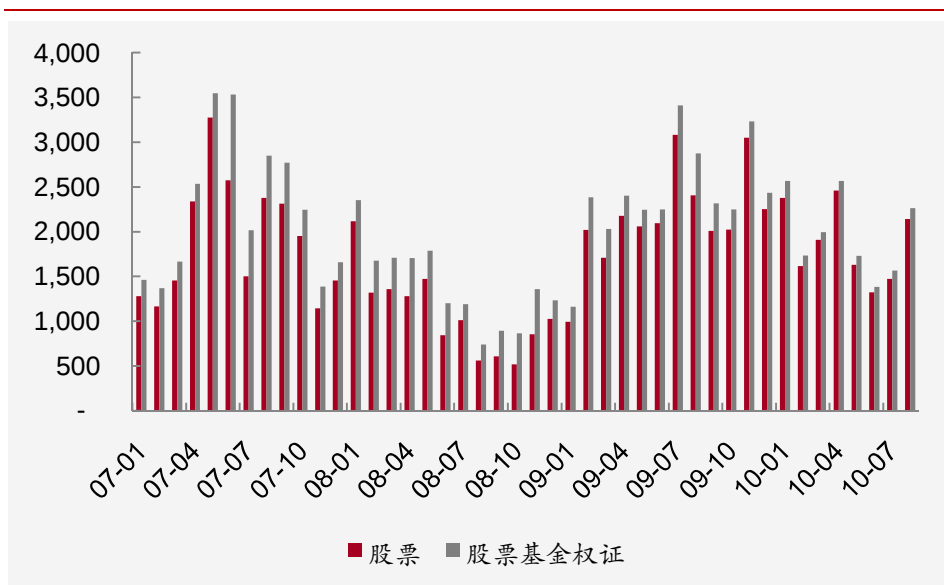
证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			PE(倍)		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
000562.SZ	宏源证券	17.79	0.79	0.72	0.89	22.52	24.71	19.99
000728.SZ	国元证券	12.88	0.69	0.47	0.62	18.67	27.40	20.77
000783.SZ	长江证券	11.47	0.63	0.51	0.66	18.12	22.49	17.38
600030.SH	中信证券	11.74	0.90	0.78	0.97	13.07	15.05	12.10
600109.SH	国金证券	17.32	0.49	0.41	0.45	35.30	42.24	38.49
600837.SH	海通证券	9.67	0.54	0.43	0.53	17.92	22.49	18.25
600999.SH	招商证券	21.36	1.04	0.82	0.97	20.54	26.05	22.02
601788.SH	光大证券	15.59	0.93	0.64	0.77	16.76	24.36	20.25
000776.SZ	广发证券	32.06	1.87	1.45	1.75	17.14	22.11	18.32
601688.SH	华泰证券	14.16	0.82	0.63	0.73	17.27	22.48	19.40
行业平均							24.94	20.70

1 经纪业务分析

1.1 八月日均交易金额快速回升

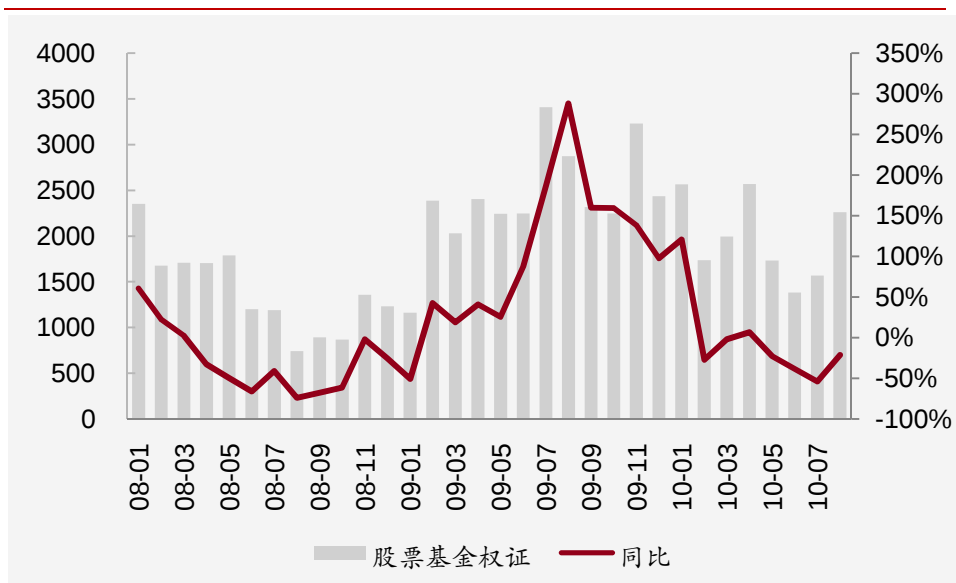
8 月市场日均股票交易金额为 2141 亿元，较 7 月份的 1475 亿元出现了显著的回升。2010 年前八个月累计日均股票交易金额达到 1881 亿元，去年同期水平为 2118 亿元，2009 年全年股票日均交易金额为 2200 亿元。从季度数据看，今年一季度、二季度日均股票交易金额为 1995 亿元、1824 亿元，较去年同期分别增长 22.44%、-13.70%。

图 1、市场日均交易金额（亿元）



资料来源：wind，江海证券研发部

图 2、股票基金权证日均交易金额变化情况（亿元）



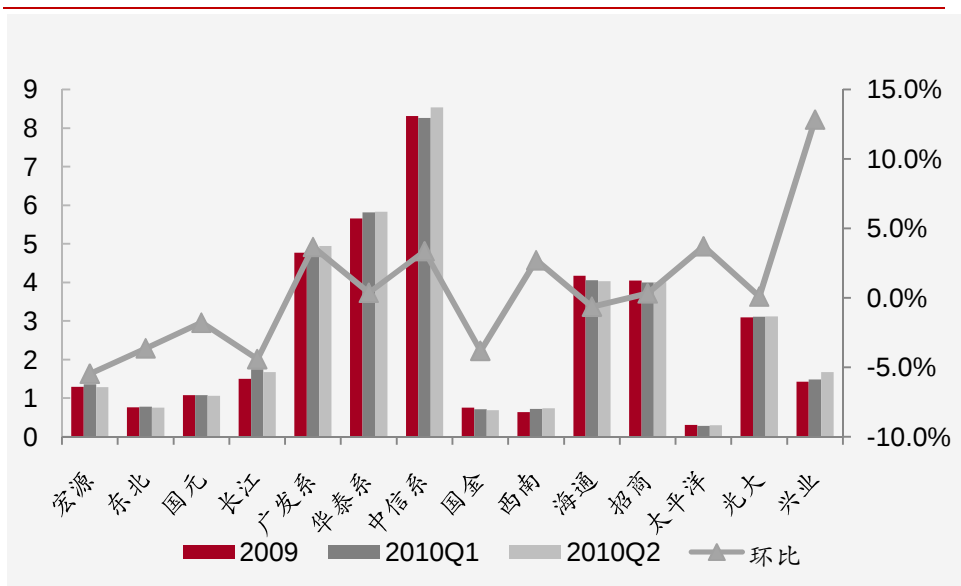
资料来源：wind，江海证券研发部

从目前看，累计成交金额依旧保持较高的水平，随着行情趋势的转好，交易金额还有望上升，9 月前几日股票交易金额高达 2700 亿元。

1.2 各公司市场份额变化情况

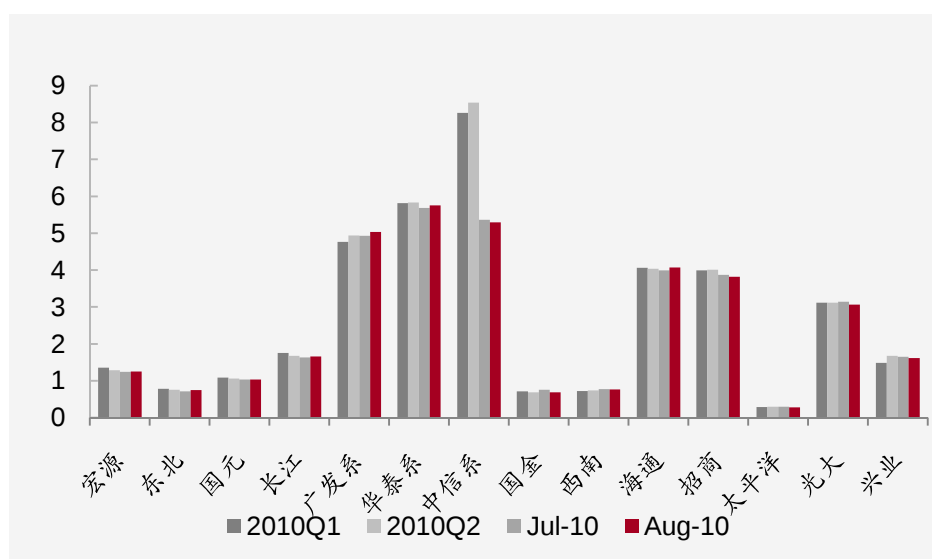
华泰、广发、兴业、中信 2010 年 2 季度市场份额相较 1 季度有所上升，其中兴业证券的市场份额增速超过 12%；从上半年的情况看，市场份额增速较快的是长江、西南、兴业，都有超过 10% 的增长，国金、太平洋下滑幅度则较大。

图 3、上市券商股票市场份额 单位：%



资料来源：江海证券研发部，wind

图 4、2010 年 1-8 月上市券商股票市场份额⁽¹⁾ 单位：%



资料来源：江海证券研发部，wind；注（1）：中信证券转让中信建投 53% 股权之后，中信建投份额不并表计算

中信证券转让中信建投 53% 股权（目前只需等待证监会批准），中信合并的市场份额降至第二，与广发、海通、招商的优势减弱。

关于佣金的讨论在行业投资机会中讨论。

1.3 经纪业务敏感性分析

在日均 2000 亿元的假设条件下，从 2010 年动态 P/E 看，除中信、国金较低与较高外，其余我们覆盖的公司 P/E 都集中在 20-25 倍。而这个动态 P/E 会随着实际的交易水平下滑而增高，因此观察 P/E 要兼顾弹性。而股票的日均交易金额受市场影响较大，难以准确把握，我们通过敏感性分析，展示各公司盈利受成交金额变动的影响。

股票日均交易金额变动 45%（即下滑到 2008 年的水平），主要券商利润变动幅度在 30% 左右，其中长江、宏源的弹性最大，中信最不具弹性。因此简单讲，一旦实际交易金额下滑应规避弹性较大的公司。

表 1、上市券商净利润敏感性分析

	股票日均交易金额				
	1100	1400	1700	2000	2300
光大证券	-29.03%	-19.35%	-9.68%	0.00%	9.68%
中信证券	-21.34%	-14.22%	-7.11%	0.00%	7.11%
华泰证券	-36.17%	-24.12%	-12.06%	0.00%	12.06%
招商证券	-28.80%	-19.20%	-9.60%	0.00%	9.60%
广发证券	-31.21%	-20.81%	-10.40%	0.00%	10.40%
海通证券	-30.62%	-20.41%	-10.21%	0.00%	10.21%
国元证券	-32.01%	-21.34%	-10.67%	0.00%	10.67%
宏源证券	-39.82%	-26.55%	-13.27%	0.00%	13.27%
西南证券	-28.72%	-19.15%	-9.57%	0.00%	9.57%
国金证券	-32.88%	-21.92%	-10.96%	0.00%	10.96%
长江证券	-40.08%	-26.72%	-13.36%	0.00%	13.36%

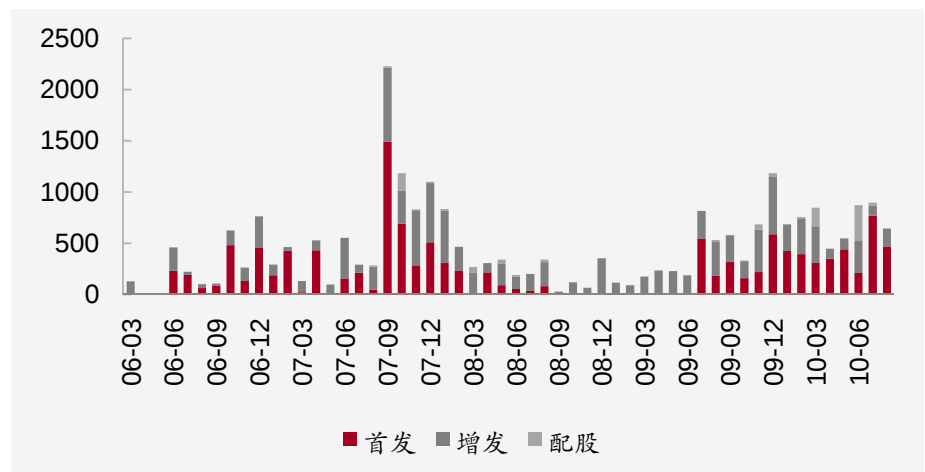
资料来源：江海证券研发部

2 投行业务分析

2.1 融资规模保持较高水平

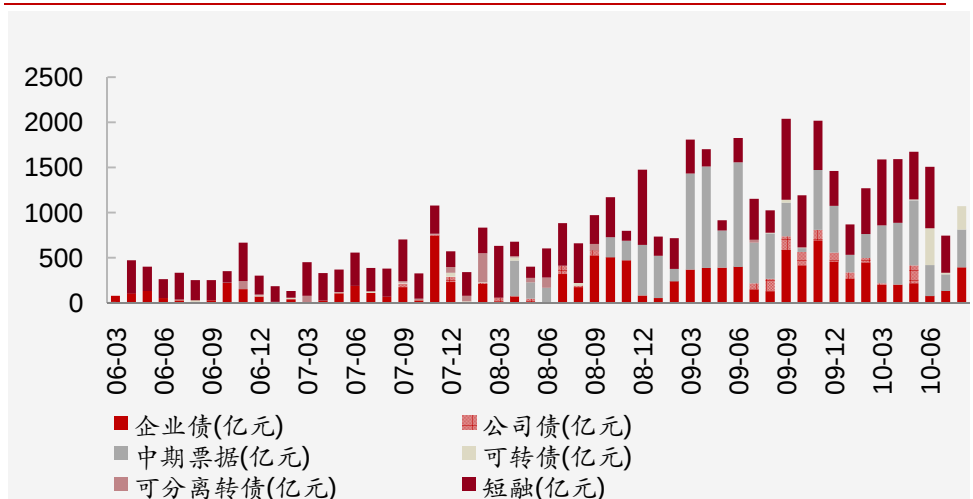
8 月权益类融资金额达到 645 亿元，环比有所下滑。前 8 个月合计权益类融资金额为 5694 亿元，比 09 年整年水平高出 10.34%，我们预计今年权益类融资金额有望增长 50%，达到 7700 亿元左右；8 月核心债券发行金额达到 1941 亿元，环比有所上升，今年前 8 个月核心债券发行规模合计达到 8501 亿元，相当于去年全年规模的 67.43%。

图 5、权益类融资情况 单位：亿元



资料来源：江海证券研发部，wind

图 6、核心债券融资情况 单位：亿元



资料来源：江海证券研发部，wind

表 2、2010 年 1-8 月主承销情况统计（按承销金额排名）

机构名称	承销金额（万元）	市场份额
中信合并	12,908,541.54	7.41
海通证券	4,369,283.71	2.51
华泰合并	2,767,485.84	1.59
招商证券	2,501,998.30	1.44
广发证券	2,460,680.40	1.41
宏源证券	1,913,683.33	1.10
国金证券	1,067,942.40	0.61
兴业证券	987,262.48	0.57
光大证券	726,680.00	0.42
西南证券	432,404.09	0.25
国元证券	315,216.00	0.18

资料来源：江海证券研发部，wind

2.2 IPO 步伐较快，项目储备后劲不足

今年至今，首发达到 251 家，其中主板 18 个、中小板 151 个，创业板 82 个，项目平均融资金额在 13.43 亿元左右，共募集资金 3372 亿元，而 2009 年全年首发募集资金仅为 2022 亿元。从单月角度看，分布较为均匀，未现大起大落。

截至目前，已过会尚未发行的公司达到 50 个项目，其中今年过会尚未发行的数量达到 43 个。我们认为项目储备已现疲态，往后保持现在较高的 IPO 规模可能性较小。

表 3、2010 年 1-8 月 IPO 主承销情况统计

机构名称	承销金额（万元）	市场份额
中信合并	3,242,997.40	9.73
海通证券	2,276,946.95	6.83
华泰合并	1,547,541.30	4.64
招商证券	1,452,000.00	4.36
广发证券	1,130,680.40	3.39
宏源证券	849,550.00	2.55
国金证券	957,978.00	2.87
兴业证券	113,310.00	0.34
光大证券	339,680.00	1.02
西南证券	174,388.50	0.52
国元证券	315,216.00	0.95

资料来源：江海证券研发部，wind

3 中报回顾

3.1 二季度业绩环比普遍下滑，剩余浮赢减少

除光大、国金证券由于基数较低外，其余券商二季度业绩环比出现了较大的下滑，符合我们 6 月报中的预测。此外，各公司的浮赢出现了大幅度缩水，部分券商储备为负，将来业绩调整空间基本不存在。比较披露的中期业绩与我们预测的全年业绩，预计最终业绩符合预测值的可能性较大。

表 4、上市券商中报净利润一览 单位：万元

机构名称	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	同比%	环比%
中信证券	150,441	232,225	246,399	269,337	149,887	112,962	-51	-25
广发证券	-	-	-	-	86,971	76,992	N/A	-11
华泰证券	-	-	-	-	82,635	59,400	N/A	-28
海通证券	99,603	145,654	110,988	92,301	101,144	83,053	-43	-18
光大证券	-	-	63,733	97,031	34,295	48,629	N/A	42
招商证券	-	-	-	-	79,146	58,774	N/A	-26
国元证券	13,028	33,120	32,078	25,492	26,265	15,936	-52	-39
宏源证券	31,519	20,632	38,608	24,404	41,985	31,097	51	-26
长江证券	22,720	40,883	28,568	45,028	41,299	7,786	-81	-81
西南证券	22,011	21,051	17,117	40,535	13,057	3,062	-85	-77
国金证券	10,219	10,036	16,680	14,699	7,183	20,791	107	189

资料来源：江海证券研发部，上市公司中期报告；

表 5、上市券商中报每股收益一览

机构名称	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	剩余浮赢	中报 /2010 预 计 EPS
中信证券	0.15	0.23	0.25	0.41	0.15	0.11	0.10	33%
广发证券	-	-	-	-	0.35	0.31	0.18	45%
华泰证券	-	-	-	-	0.15	0.11	0.00	38%
海通证券	0.12	0.18	0.13	0.12	0.12	0.10	0.10	48%
光大证券	-	-	0.19	0.28	0.10	0.14	-0.02	37%
招商证券	-	-	-	-	0.22	0.16	-0.03	43%
国元证券	0.07	0.17	0.16	0.13	0.13	0.08	-0.02	43%
宏源证券	0.22	0.14	0.26	0.17	0.29	0.21	0.03	62%
长江证券	0.10	0.19	0.13	0.21	0.19	0.04	0.05	43%
西南证券	0.12	0.11	0.09	0.21	0.07	0.02	0.05	24%
国金证券	0.10	0.10	0.17	0.15	0.08	0.20	0.00	68%

资料来源：江海证券研发部，上市公司中期报告；

3.2 归因分析：10 年上半年营业利润率下滑导致净利润下滑

2010 年上半年，13 家上市券商营业收入归属于母公司净利润同比下降 20.59%，营业收入同比下滑 6.77%，营业利润率同比下滑 16.30%（09 年中期为 62.14%，10 年中期为 52.01%），有效税率下滑至 22.39%（09 年中期为 23.45%）。将影响净利润的因素划分为**营业收入**、**营业利润率**、**所得税率**和**其他**四个因素，则 10 年中期净利润下滑，各因素贡献比例分别为 32.89%、79.15%、-6.73%、-5.31%。由此可见，券商的周期性特征很明显，**营业利润**

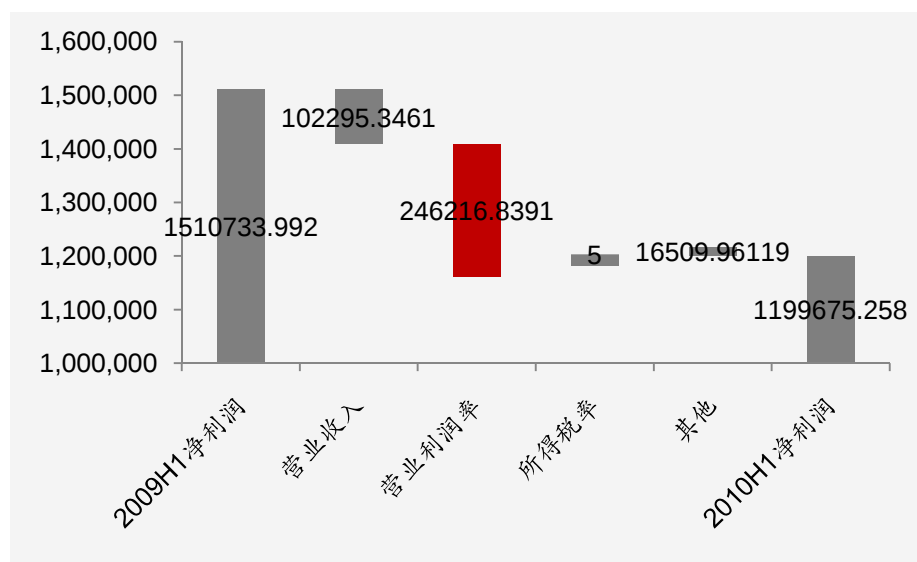
率的下滑解释了 8 成净利润的原因，主要是营业成本从其构成看，绝大部分为人员工资与办公费用，一般不跟随营收变化，具有较大刚性，10 年上半年营业成本在营业收入下滑的背景下还上升了 18.20%。

表 6、2010 年上半年上市券商主要财务指标变化一览 单位 万元

公司	净利润	同比增速	营业收入	同比增速	营业利润率	同比增速
总计	1,199,676.26	-20.59%	3,024,970.94	-6.77%	52.01%	-21.92%
中信证券	262,848.71	-31.31%	790,536.03	-12.08%	49.56%	-30.80%
海通证券	184,197.65	-24.90%	438,241.28	6.05%	55.56%	-20.76%
广发证券	163,963.90	-19.50%	363,328.32	-20.75%	58.39%	-24.25%
华泰证券	142,034.76	11.26%	358,868.06	41.57%	49.59%	7.58%
招商证券	136,920.56	0.61%	276,702.96	-15.87%	58.29%	-9.26%
光大证券	82,924.59	-31.97%	194,820.99	-25.72%	50.25%	-34.19%
宏源证券	73,081.40	40.13%	170,853.78	30.32%	56.50%	36.75%
长江证券	49,085.15	-22.83%	123,774.14	-8.75%	51.46%	-22.31%
国元证券	42,201.22	-8.55%	93,709.09	7.50%	53.75%	-2.58%
国金证券	29,611.12	46.18%	81,528.98	41.55%	48.13%	46.31%
西南证券	16,118.84	-62.57%	56,887.43	-34.35%	34.81%	-62.98%
东北证券	11,040.39	-76.83%	51,038.65	-46.29%	24.93%	-78.17%
太平洋	5,647.96	-72.60%	24,681.23	-31.33%	26.18%	-68.63%

资料来源：江海证券研发部，上市公司中期报告，wind

图 7、2010 年上半年上市券商净利下滑各因素贡献情况 单位 万元



资料来源：江海证券研发部，上市公司中期报告，Wind；

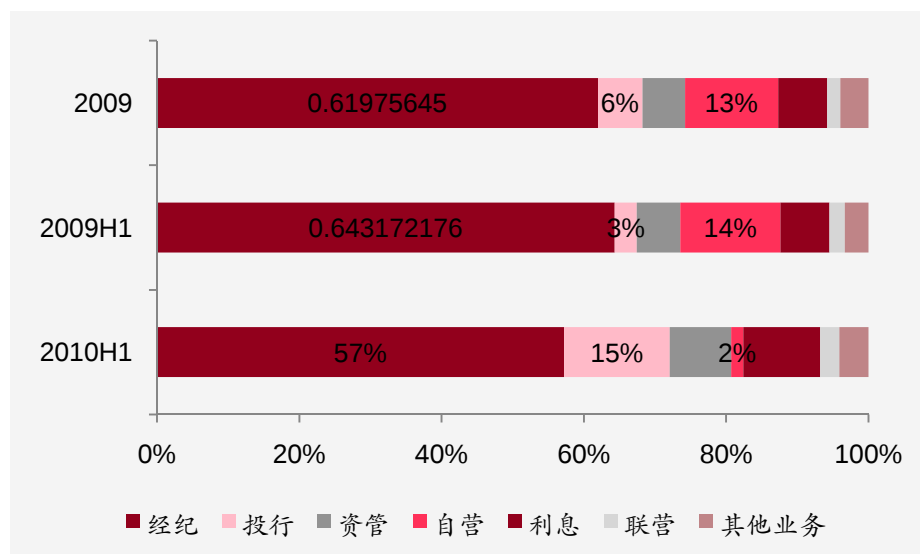
3.3 营收结构现变化：投行业务比重上升，自营差异较大

2010 年上半年上市券商经纪、投行、资管、自营、利息收入占比分别达到 57%、15%、9%、2%、11%。其中，自营占比下滑幅度较大，承销占比出现较大提升。

投行业务主要是受益于创业板、中小板股票的密集发行，目前 IPO 规模保持高位，未现疲态，但从已过会尚未发行的项目数量看，目前在 40 家左右，已较 6 月份 70 家左右的数量出现了下滑，因此之后承销收入难以维持目前状态。

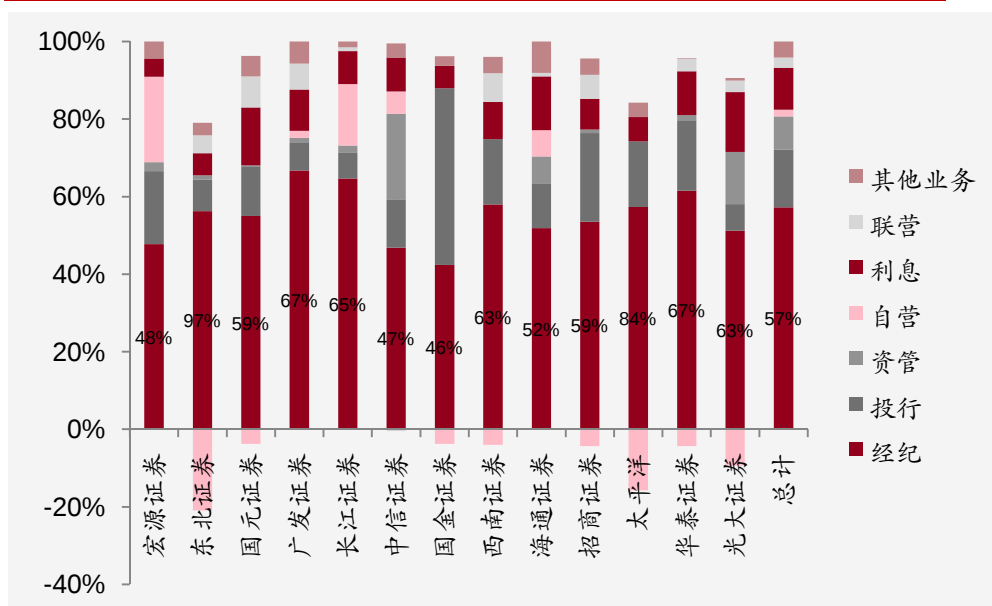
由于沪深指数上半年的萎靡，3 家上市券商中有 7 家自营出现亏损。自营占比大幅下滑至 2%。

图 8、2010 年上半年上市券商营收结构



资料来源：江海证券研发部，上市公司财务报告，Wind；

图 9、2010 年上半年上市券商营收结构



资料来源：江海证券研发部，上市公司财务报告，Wind；

3.4 分部分析

从营业收入分项看,经纪业务收入同比下滑 17%,自营收入下滑 88.5%;而承销业务、资产管理业务收入、净利息收入分别同比增长达到 343.9%、31.2%、46.4%。从归因角度看,拖累营收因素:经纪、自营分别解释了 161.9%、184.2%的营业收入下滑;拉动营收因素:承销业务、净利息、资产管理业务则解释了 158.3%、47.1%、28.4%营业收入的变化。

因此,经纪、自营、承销业务的变动是上半年营业收入变化的主要原因。

表 7、2010 年上半年分业务收入同比变化

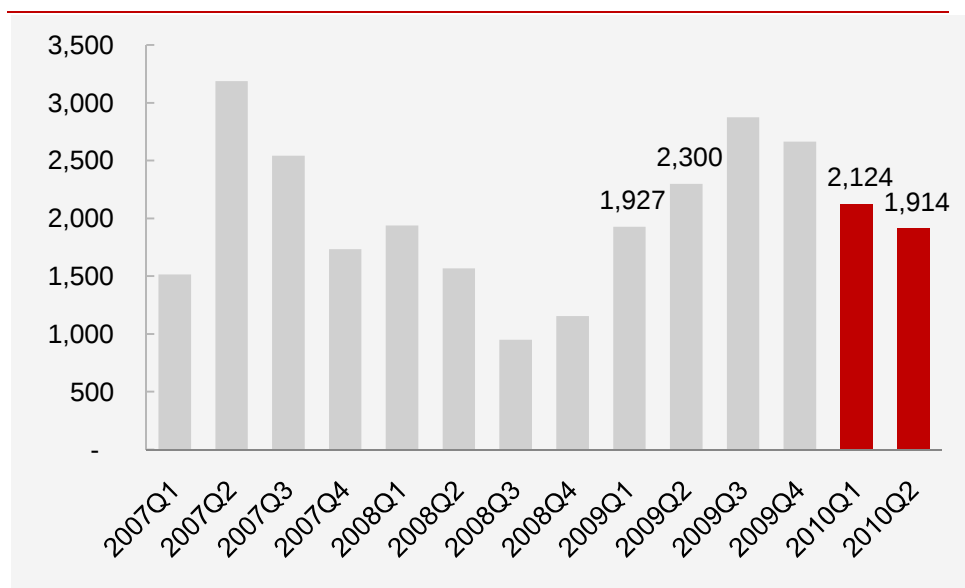
公司	经纪	承销	受托客户 资产管理	自营	净利息
宏源证券	-13.58%	1045.71%	0.00%	68.80%	9.40%
东北证券	-18.74%	0.00%	0.00%	-185.18%	9.41%
国元证券	-15.08%	506.70%	-3.55%	-159.91%	198.21%
广发证券	-26.43%	811.10%	220.27%	-89.07%	34.12%
长江证券	-5.83%	-10.25%	6.95%	-34.08%	70.42%
中信证券	-23.73%	68.85%	30.27%	-72.55%	10.30%
国金证券	12.37%	1789.79%	0.00%	-133.32%	32.64%
西南证券	-5.35%	2.48%	0.00%	-108.79%	14.86%
海通证券	-18.06%	1839.86%	23.95%	-29.84%	13.54%
招商证券	-23.50%	1241.47%	37.39%	-163.09%	273.09%
太平洋	-15.27%	1505.92%	0.00%	-171.36%	-13.29%
华泰证券	20.45%	3740.19%	-19.47%	-208.84%	217.08%
光大证券	-30.00%	436.96%	30.90%	-182.85%	67.23%
总计	-17.05%	343.94%	31.50%	-88.49%	46.42%

资料来源：江海证券研发部，上市公司中期报告

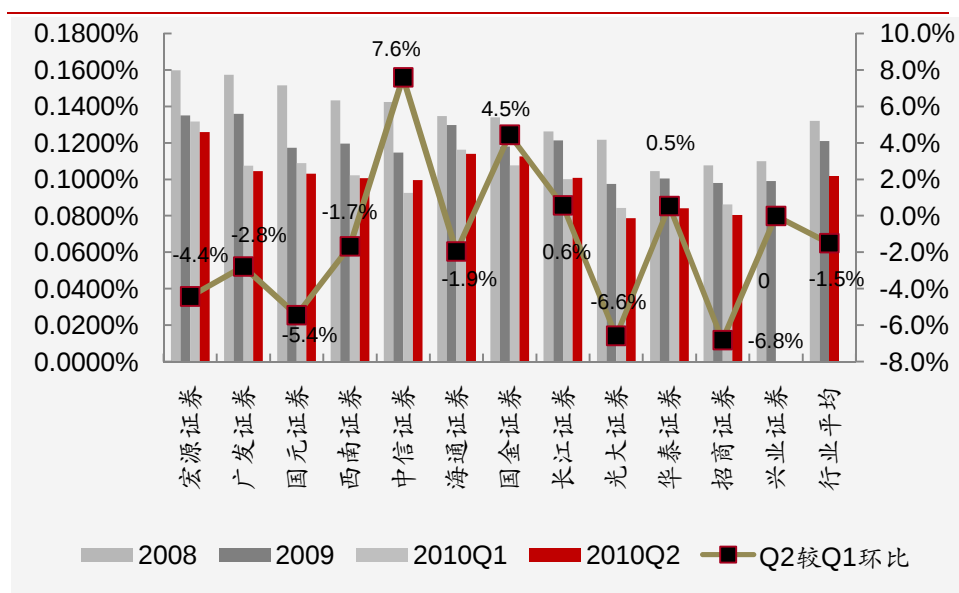
3.4.1 经纪业务：佣金率下滑速度大幅放缓

经纪业务方面,10 年上半年股基权交易金额同比下滑 4.82%,根据证券业协会公布的数据,我们预计 10 年上半年行业净佣金率为 0.091%,而 09 年全年的净佣金率 0.121%,下滑幅度达到 24.79% (有部分降幅是由于会计政策调整所致),结合上市券商一季度、二季度的净佣金水平情况,下滑主要发生在一季度,我们覆盖的 11 家上市券商一季度简单平均净佣金率较 2009 年水平下滑 13%,而二季度较一季度仅环比下滑 1.5%。因此**佣金的下滑速度要明显较市场之前悲观预期来得缓和**,股价头顶的乌云应该会暂时飘散。

图 10、日均股基权交易金额变化情况 单位：亿元



资料来源：江海证券研发部，Wind

图 11、2010 年上市券商净佣金率变化情况⁽¹⁾

资料来源：江海证券研发部，上市公司公告，Wind；注（1）兴业证券缺乏 10 年数据

3.4.2 自营表现：艰难时刻已过，三季度一片晴朗

自营方面，由于 10 年上半年沪深 300 指数出现了高达 28.32% 下跌，上市券商的自营权益类头寸较大（可参考我们之前的月报），我们覆盖的 11 家券商，10 年中期可供出售与交易性金融资产合计较 09 年年末下滑 2.5%，权益类头寸则下滑达到 15.85%，总体而言，没有进行明显减仓，因而未能回避股指下跌带来的损失。10 年上半年券商自营合计收入达到 5.27 亿元，其中东北、国金、西南、招商、太平洋、华泰、光大都出现了不同程度的亏损（投

资净收益与+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益-资产减值损失), 如果从更广泛的意义而言, 自营的损失实际更大, 由于在可供出售金融资产科目下, 公允价值的变动并未在净利润中得到反映, 而是在其他资本公积科目(浮赢储备)下体现, 10 年中期期末, 浮赢储备合计大约 22.5 亿元, 较 2009 年末下滑 55.36%, 有部分券商浮赢为负。因此 10 年上半年实际亏损应在 22.6 亿元左右。

但是, 二季度末各公司权益类仓位有所下滑, 但依旧在较高水平, 因此, 三季度以来沪深 300 反弹 15% 左右, 根据我们测算各公司自营的收益十分可观, 其中中信、海通、长江、西南、招商受益较为明显。

表 8、二季度末上市券商自营重要指标

机构名称	每股含权益类市值	每股权益类市值 /2010EPS	环比一季度下滑	每股含其他证券市值	每股其他证券市值 /2010EPS	二季度末浮赢储备	7 月 1 日-9 月 7 日 自营预计盈利
中信证券	1.35	172.83%	-17.11%	3.95	506.80%	0.10	0.28
广发证券	0.89	61.04%	-31.60%	5.04	347.82%	0.18	0.16
华泰证券	0.50	80.11%	7.41%	1.88	299.02%	0.00	0.06
海通证券	0.90	208.22%	-6.74%	1.29	299.81%	0.10	0.04
光大证券	0.20	30.54%	32.22%	0.93	144.89%	-0.02	0.03
招商证券	0.78	95.04%	-17.52%	4.49	547.24%	-0.03	0.15
国元证券	0.13	26.90%	-66.97%	1.39	296.73%	-0.02	0.04
宏源证券	0.72	100.48%	-3.36%	2.78	386.72%	0.03	0.04
长江证券	0.54	105.96%	-38.66%	3.04	596.41%	0.05	0.10
西南证券	0.67	314.88%	-10.50%	0.32	151.56%	0.05	0.07
国金证券	0.04	9.41%	-88.60%	0.50	121.81%	0.00	0.01

资料来源：江海证券研发部，上市公司中期报告，wind

3.4.3 投行：目前欣欣向荣，往后高处不胜寒

承销业务方面, 10 年上半年承销规模呈现爆发式增长, 上半年合计权益类融资金额为 4153 亿元, 相当于 2009 年全年水平的 80.48%, 同比增长 302%, 也就是相当于去年同期的 4 倍; 上半年核心债券发行规模合计达到 8501 亿元, 相当于去年全年规模的 51.24%, 同比增长 10.36%。

10 年上半年 IPO 达到 178 家, 其中主板 13 个、中小板 113 个, 创业板 52 个, 中小项目基本都存在超募现象, 上半年 IPO 承销佣金率较高达到 3.6%, 较 2009 年平均的 2.6% 高出一筹, 而 2007 时仅为 1.7%。在规模与佣金率都提升的背景下, 上市券商承销业务出现了较高的增长, 有些公司更是出现同比十几倍的增长。

目前 IPO 规模保持高位, 未现疲态, 但从已过会尚未发行的项目数量看, 目前在 40 家左右, 已较 6 月份 70 家左右的数量出现了下滑, 因此之后承销

收入难以维持目前状态。

3.4.3 资产管理：集合理财规模平稳，基金仍是最好资产

截至 2010 年 6 月 30 日，券商集合理财产品共 123 个，管理资金规模共 1096 亿元，2009 年末规模为 994 亿元，规模增长 10.26%。

其中规模领先的为中信证券、光大证券、华泰证券、招商证券。

表 9、2010 年上半年券商集合理财产品规模变化情况

机构名称	2010Q2		2010Q1		2009	
	金额 亿元	产品数量	金额 亿元	产品数量	金额 亿元	产品数量
华泰证券	63.75	9	147.64	9	119.11	8
中信证券	115.73	7	132.63	7	128.83	6
光大证券	104.37	7	119.54	6	130.11	5
长江证券	47.30	7	45.99	6	36.80	5
招商证券	52.09	5	45.33	4	43.50	3
广发证券	25.81	2	34.64	2	33.63	2
宏源证券	16.78	1	22.90	1	26.02	1
海通证券	17.83	4	12.09	3	16.73	3
国元证券	11.89	3	10.22	2	7.63	2
东北证券	18.86	2	6.98	1	6.50	1

资料来源：江海证券研发部，wind

基金管理公司方面，今年二季度沪深 300 指数下跌 23.39%，截至 2010 年 6 月 30 日，60 家基金公司管理的公募基金规模为 20882.54 亿元，相比一季度末的 24036.01 亿元，下滑 13.12%。二季度新基金募集资金约 531 亿元，相比一季度约下滑 9%。

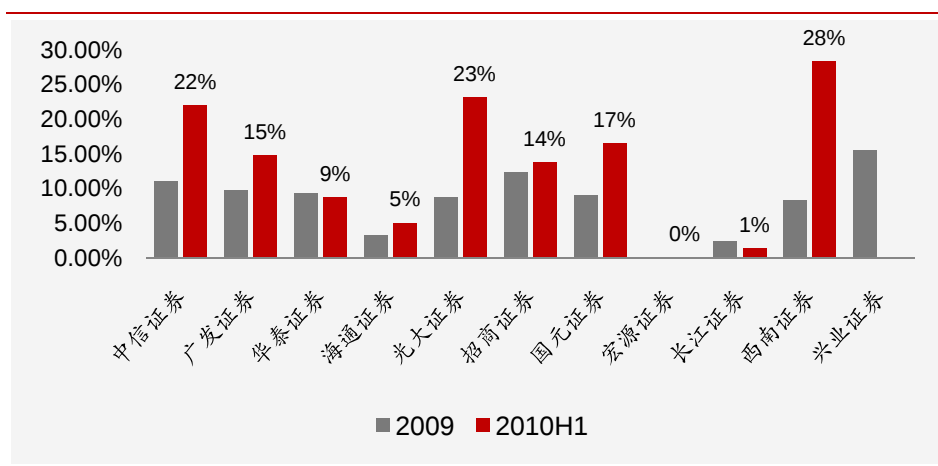
各券商旗下的基金管理规模表现有一定差异，海通、长江、西南、兴业的基金规模下滑幅度好与市场平均水平，因此市场份额也有所上升。中信转让华夏基金 51% 股权后，其市场份额与广发、招商的优势将明显缩小。

从我们统计情况看，由于上半年佣金与自营收入的下滑，基金管理公司贡献的净利占比呈现大幅提升态势。而资产管理业务是今后券商较为稳定的收入来源，受市场波动较小并且今后的发展空间较为广阔。从国际市场的估值角度而言，经纪类公司的估值水平较资产管理公司而言来得低，而基金公司作为国内资产管理行业中十分优质的资产，其盈利的稳定性与盈利能力都较优秀。

表 10、二季度券商参股基金公司一览

证券公司	基金公司	管理资产	参控股比例	权益法 下规模 (亿元)	环比增速	市场份额	环比增减
中信证券 ⁽¹⁾	华夏基金	2,164.73	100.00%	2164.73	-15.60%	10.37%	-0.31%
广发证券	广发基金	854.78	48.33%	717.53	-15.85%	3.44%	-0.11%
	易方达基金	1,217.65	25.00%				
招商证券	博时基金	1,090.49	49.00%	638.24	-13.38%	3.06%	-0.01%
	招商基金	312.01	33.30%				
华泰证券	南方基金	991.98	45.00%	529.02	-15.43%	2.53%	-0.07%
	友邦华泰	168.64	49.00%				
光大证券	光大保德信	273.50	67.00%	373.15	-16.56%	1.79%	-0.07%
	大成基金	759.63	25.00%				
海通证券	海富通基金	376.21	51.00%	330.05	-9.22%	1.58%	0.07%
	富国基金	497.43	27.78%				
长江证券	长信基金	192.89	49.00%	105.34	-10.60%	0.50%	0.01%
	诺德基金	36.08	30.00%				
国元证券	长盛基金	352.77	41.00%	144.63	-17.84%	0.69%	-0.04%
东北证券	东方基金	82.27	46.00%	173.57	-13.11%	0.83%	0.00%
	银华基金	646.29	21.00%				
西南证券	银华基金	646.29	29.00%	187.42	-12.41%	0.90%	0.01%
兴业证券	南方基金	991.98	10.00%	299.49	-8.31%	1.43%	0.08%
	兴业基金	392.73	51.00%				

资料来源：江海证券研发部，wind 注（1）中信证券出售华夏基金 51%股权后，规模与市场份额将相应下滑

图 12、2010 年上半年上市券商旗下基金公司贡献净利润占比⁽¹⁾

资料来源：江海证券研发部，Wind；注（1）华夏基金 10 年上半年净利润为预测数据，兴业证券缺乏今年上半年数据

4 行业投资机会——“两低一高”

近期市场有传闻：证券业协会将宣布佣金率不得低于成本线；佣金不得

低于当地协会自律规定。此则消息之前市场也有过一些流传，我们在6月的证券月报中，也曾提到目前证券行业的困境主要是由于“佣金战”。行业内公司在经纪业务方面同质性强，因此佣金率势必不断下滑，以接近一些资质较差小券商的盈亏平衡点，尤其在目前成交金额维持高位的情况下，这个盈亏平衡点理论上可以来的更低。而不断下滑的佣金、以及自营在上半年亏损较大，使得部分券商在6月份甚至出现了亏损。我们当时判断，由于自营与经纪业务营收占比上可以达到60%以上，如果指数没有较大起色，不断下滑的佣金将使得券商经营面临困难，而解决困境的更本就是监管层出台最低佣金率或者行业内公司达成默契，使得目前的佣金水平得以延续。

目前，在竞争较为激烈的地区（如上海、深圳、北京）已出现3%%的佣金率，考虑到经手费与监管费，理论上佣金水平不可以低于1.5%%，但考虑到相关的人员与办公费用，3%%的佣金水平显然是低于成本的，前期我们测算，如果日均交易金额在2000亿元（当前水平），那么佣金水平达到5%%以下，部分券商经纪业务就会亏损；如果在1000亿元的日均交易水平下，则行业净佣金率只要低于8-10%%，部分券商将出现亏损。因此，我们认为此则消息分两种情况讨论，对于营业部大部分集中于竞争激烈地区且佣金水平已经较低的公司，那协会公布的底线将会对其产生正面保护作用，举例而言，如果某券商目前净佣金率8%%，竞争激烈地区的营业部仅为4%%，其他地区可以达到12%%，此时如果竞争激烈地区将底线设为5%%以上，则会对其整体净佣金率有提升，改善业绩。另一种情况，如果某券商大部分营业部集中于竞争缓和区域，其佣金水平达到14%%，那当地的底线可能为8%%（由于各地的交易量与营业部数量有差异，因此各地券商的成本线是不同的，我们这里只做初步判断）。此时对其佣金率提升没有帮助，而且底线或许会对当地佣金水平产生“引力”作用。由于各地的交易量与营业部数量有差异，因此各地券商的成本线是不同的。

此轮反弹，券商远跑输大盘，因此第一，客观上存在补涨要求。第二，三季度以来沪深指数反弹幅度达到15%左右，二季度券商的自营状况较差，而当前成交金额一直保持较高水平，因此我们判断，三季度券商的佣金即使出现缓慢下滑，对于权益类仓位较重的券商，三季度业绩环比正增长是有保证的。第三，前期困扰券商上涨的因素正是“佣金战”下不断下滑的佣金率，但从中报披露的信息看，我们覆盖的11家上市券商一季度简单平均净佣金率较2009年水平下滑13%，而二季度较一季度仅环比下滑1.5%。因此佣金率的下滑速度要明显较市场之前悲观预期来得缓和，股价头顶的乌云应该会暂时飘散。第四，如果协会公布佣金底价的话，则对未来佣金的下滑提供了安全垫，我们虽然不认为券商的盈利会恢复到之前较高水平，但至少将未来盈利下滑的空间给封住了。

主要结论：我们将前期券商选股的“三低原则”（低佣金率、低自营仓位、低估值）修改为“两低一高”（低佣金率（营业部集中于长三角、珠三角及北京等地区）、低估值、高自营仓位），这样可以使得标的股票能够得到“佣金底价”的真实保护以及三季度业绩在自营收益的帮助下呈现较高的环比正增长。根据这一原则，我们选择华泰证券、招商证券、长江证券、广发证券、中信证券。

表 11、各券商营业部数量分布情况

机构名称	总计	苏浙沪	广东	北京	其他	竞争激励地区营业部占比	二季度净佣金率%%
广发证券	218	25	82	6	105	52%	10.45
华泰系	171	80	16	7	68	60%	8.80
海通证券	175	50	10	5	110	37%	11.40
国金证券	20	3	0	1	16	20%	11.25
国元证券	55	8	4	2	41	25%	10.30
宏源证券	56	13	4	3	36	36%	12.59
长江证券	78	12	11	4	51	35%	11.00
中信系 ⁽¹⁾	123	62	7	9	45	63%	9.96
光大证券	100	31	26	5	38	62%	7.87
招商证券	73	14	23	12	24	67%	8.20
西南证券	43	8	4	2	29	33%	10.06
东北证券	56	12	3	2	39	30%	13.61
太平洋证	23	4	2	1	16	30%	14.84

资料来源：江海证券研发部，wind 注（1）：中信已经剔除中信建投

图 13、各公司单位市场份额对应调整市值市值比较

机构名称	市值（亿元）	调整市值（亿元）	经纪业务份额	单位份额市值
宏源证券	259.95	213.58	1.28	166.47
国元证券	252.98	119.72	1.03	115.90
长江证券	249.04	172.58	1.67	103.09
中信证券 ⁽¹⁾	1,167.63	650.88	5.30	122.81
国金证券	173.24	149.42	0.69	217.82
海通证券	795.63	440.98	4.03	109.37
招商证券	765.85	560.30	4.01	139.76
光大证券	532.87	327.46	3.12	105.05
广发证券	803.76	636.81	4.94	128.86
华泰证券	792.96	505.15	5.83	86.59
西南证券	307.27	198.28	0.74	267.58

资料来源：江海证券研发部，wind 注（1）：假设中信证券转让中信建投 53%股权的价格为 7 月 29 日公告中的价格执行

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15%以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

胡轶韬，金融行业研究员，重点覆盖公司中信证券、华泰证券、广发证券、长江证券。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。