



创新业务贡献渐显、地域垄断券商受宠

(2010-09-03)

投资要点:

◇经纪业务:经营模式转型难抵贡献下滑

分析表明,国内股市的运行周期较前期明显缩短,且指数走势渐趋平坦,投资/投机难度不断加大,即定价方式趋向市场化;这也导致佣金率的市场化。故此,券商坐收佣金的局面已成历史。

◇投行业务:周期性变化考验券商项目挖掘能力

今年以来,国家调结构,支持西部发展的政策思路渐趋成熟。尤其是加大西部发展金融支持措施的落实,使得西部中小企业发展获得了必要的资金支持。故此,拥有西部项目资源的券商有望获得先机。

◇自营业务:跑赢了指数却跑输了业绩

上市券商证券投资业务中期平均浮亏程度达 7.16%左右。如果剔除华泰和东北两个极端情况,其余 10 家上市券商平均浮亏程度仅为 1.57%;同期,上证指数则下跌了 26.82%。不过,同期券商整体业绩下滑仅三成左右,儿该项业务下滑幅度一般在四成至六成左右,像东北证券则下滑了近 1.8 倍。

◇创新业务:全年贡献有望超越资管业务

如果融资融券利率均按照试点期间的 7.86% 计算,目前该项业务已经为资格券商贡献收益近 3 亿元,全年有望接近 10 亿元。如果按照万一的交易佣金计算,期货公司月均收益近 5 亿元;这将增厚持股或控股期货公司的券商收益。如果券商按照五成左右比例与期货公司分享股指期货业务带来的收益,全年两项业务有望为资格券商贡献近 30 亿元的收益,约占今年全年利润的 5%。这一比例很可能会超过资产管理业务对券商的贡献。

◇投资策略:建议平配

我们预计,2010 年券商的全年营业收入有可能同比下滑 31.8%,营业利润同比下滑 37.0%;建议平配证券行业。

就个股而言,我们建议重点关注中信证券和宏源证券。

原因在于,(1)尽管创新业务的利润贡献年内相对有限,但格局较为集中,即大型券商有垄断优势,且具备进入壁垒。(2)佣金率下降的态势年内仍将继续,因此具有地区垄断优势的个别券商值得予以足够关注。其中,中信证券 2010 年有望实现每股收益 0.58 元,理论股价 $10.64 \pm X$ 元;宏源证券 2010 年每股收益可能达到 1.00 元,理论股价 $14.70 \pm X$ 元。

行业评级

中性

10 年动态市盈率(倍): 29.06

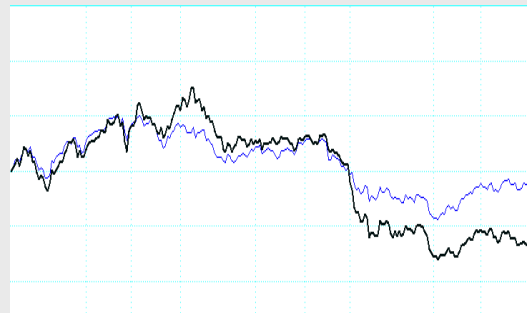
10 年行业市净率(倍): 3.94

个股关注

	EPS	PE	PB	评价
中信证券	0.58	18.35	1.91	推荐
宏源证券	1.00	14.70	3.82	推荐

52 周指数变化

— 证券指数 — 沪深 300



资料来源: wind 资讯

孙亚超
张欣

执业编号: S0820109060528

电话
邮箱021-32229888*3506
sunyachao@ajzq.com

相关报告

公司研究: 华泰证券

2010-08-10

证券行业下半年策略

2010-06-04

目录

1. 经纪业务：经营模式转型难抵贡献下滑	1
1.1 股市周期缩短，市场投资价值效应递减	1
1.2 市场三季度维持震荡，四季度稍显弱势	2
1.3 佣金价格战逐步升级，转型态势渐趋成型	3
2. 投行业务：周期性变化考验券商项目挖掘能力	4
3. 自营业务：跑赢了指数却跑输了业绩	5
4. 创新业务：全年贡献有望超越资管业务	6
5. 投资策略	7
5.1 券商全年收入同比降三成可能性较大	7
5.2 建议平配证券行业	7
3.2 建议关注中信及宏源	7

表格

表 1：股市流通市值较流通规模比统计分析结果	2
表 2：HS300 指数变化统计分析结果	2
表 3：HS300 指数点位统计分析结果	2
表 4：指数收盘点位及日均交易额预测	3
表 5：上市券商佣金率季度表现	4
表 6：境内资本市场筹资情况	5
表 7：106 家券商整体营收情况对比	6
表 8：2010 年券商营收预测	7
表 9：上市券商综合营运能力评分	8
表 10：上市券商估值变化情况	8
表 11：2010 年中期上市券商主营业务分布情况	9

图例

图 1：HS300 指数周期变化	1
图 2：部分上市券商佣金率季度变化（%）	4
图 3：上市券商上半年自营情况百分比	5
图 4：股指期货部分数据统计	6

1. 经纪业务：经营模式转型难抵贡献下滑

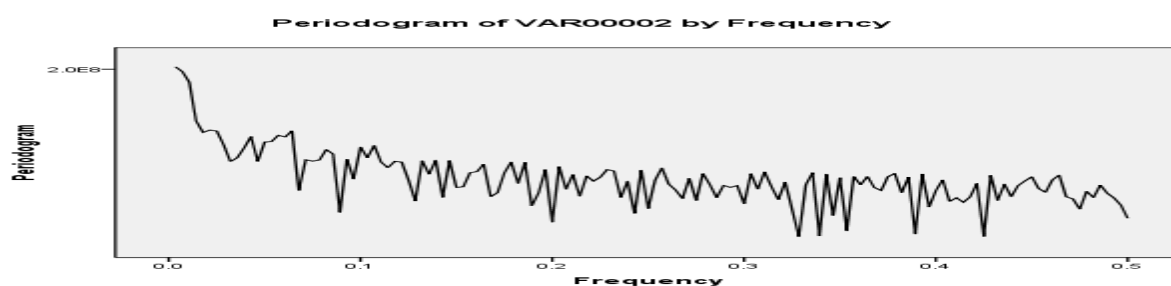
“次贷危机”、欧洲债务危机、美国经济复苏放缓等系列问题近来一直在不断刺激人们的神经。尽管普遍认为经济“二次探底”的可能性很小，不过，危机之后西方国家的社会及经济体制改革、金融体制改革被提上日程。综合来看，此次危机的次第爆发，也许正是缘于西方制度架构历史痼疾的累积。但是不管怎样，对于刚刚曾遭受危机洗礼的人们而言，利空消息的敏感反应虽在减弱，但短期内似乎很难褪去。毕竟理论与经验研究均表明，损失的打击远比获益的欣喜来得要强烈。

受此影响，与市场联系最为紧密的国内证券行业自然难以特立独行。数据显示，近两年来国内券商收入的七成左右来自代理买卖证券业务收入；尽管现在有占比下滑的迹象，但市场的表现如何仍将在未来几年内对券商行业的经营起着决定性的影响。因此，我们有理由通过对市场表现的预测，来评价券商未来的经营前景。

1.1 股市周期缩短，市场投资价值效应递减

◇指数运行周期趋短：以周为单位，谱分析的结果表明，HS300 指数自上市以来开始呈现 16 周左右的循环波动。与去年同类分析的结果相比，周期明显缩短。

图 1：HS300 指数周期变化



资料来源：爱建证券研究发展总部

◇指数点位分布平坦。故此，我们以 4 个月为单位计算国内股市的复合变化情况。分析表明，国内股市的流通市值的增长速度相对流通股扩容速度而言，具有乘数效应。并且对流通市值的增长速度相对流通股扩容速度的正态分析显示，结果存在一定的尖峰现象，而且呈右偏长尾态势；也就是说，市场上流通市值的表现对流通股的扩容情况有较高的敏感性。

表 1: 股市流通市值较流通规模比统计分析结果

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
VAR00001	64	-6.02	9.24	1.4038	3.36391	11.316	.162	.299	.027	.590
Valid N (listwise)	64									

这种事实直接影响到 HS300 指数的市场表现, 指数变化图形十分平坦, 明显不具备正态特征; 而且呈左偏趋势, 投资价值呈现递减趋势。

表 2: HS300 指数变化统计分析结果

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
VAR00001	64	-.160	.177	.01920	.078702	.006	-.059	.299	-.760	.590
Valid N (listwise)	64									

上述分析, 也可以从 HS300 指数的点位分布上得以验证。结果显示, 指数点位分布亦明显不具备正态特征; 不过, 目前仍呈现右偏态势, 即仍具备获取正收益的市场操作空间。

表 3: HS300 指数点位统计分析结果

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
VAR00001	280	818.03	5737.22	2.5582E3	1339.27367	1.794E6	.461	.146	-.671	.290
Valid N (listwise)	280									

1.2 市场三季度维持震荡, 四季度稍显弱势

年初以来至 8 月底, HS300 指数下跌 18.81%; 且近一个月以来的日均换手率为 1.68%, 市场气氛较前期有所上升。不过我们预计, 指数在年内仍可能难以走出震荡态势; 在保证两期滞后相对预测精度的前提下, 结果显示, 指数反转的时点可能在 2011 年的一季度。另外, 从日均交易额的预测值上来看, 数据显示, 日均交易额自三季度开始有缓慢回升态势, 这将为指数的未来走强提供了一定的可能性。不过, 四季度的指数走势则可能难以超越三季度。

表 4：指数收盘点位及日均交易额预测

	调整前		调整后	
	HS300 收盘价	日均交易额(亿元)	HS300 收盘价	日均交易额(亿元)
预测 11Q1	3055.41	1998.24	-	-
预测 10Q4	2834.02	1934.35	2800±100	1900±150
预测 10Q3	2975.13	1810.60	2975±80	1800±100
10Q2	2563.07	1815.73		
10Q1	3345.61	2008.15		
09Q4	3575.68	2445.76		
09Q3	3004.81	2499.33		
09Q2	3166.47	2112.30		
09Q1	2507.79	1573.66		
08Q4	1817.72	800.33		
08Q3	2243.66	727.03		
08Q2	2791.82	1199.16		
08Q1	3790.53	1597.73		

资料来源：爱建证券研究发展总部

说明：(1)在两期滞后期，HS300收盘价和日均交易额(亿元)的预测优度分别为0.945和0.871；且3季度至4季度的预测精度依次减弱

(2)日均交易额采用沪深两市交易额合计数值

1.3 佣金价格战逐步升级，转型态势渐趋成型

如果参照美国投行业的五阶段发展历程，即混业经营阶段、分业经营阶段、佣金自由化阶段、放松管制阶段和金融自由化阶段。目前，国内证券行业很可能正处于佣金自由化阶段与放松管制阶段的过渡期，即行业竞争的加剧及受盈利需求的趋势，“转型+创新”模式即将成行。

从近期的表现来看，大型券商的佣金战仍在不断升级：

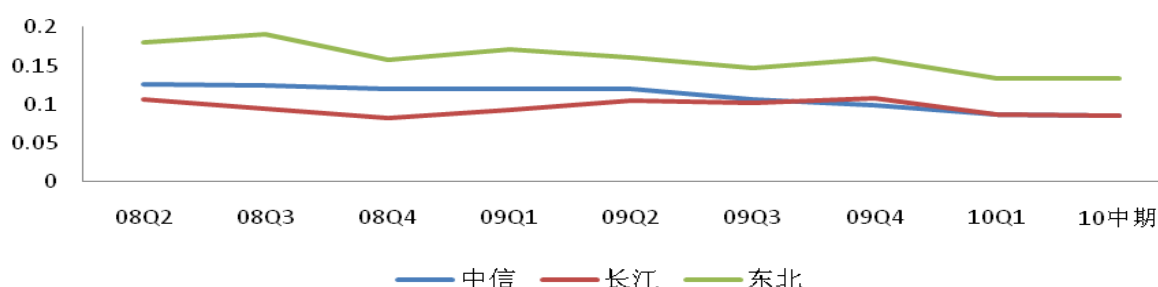
银河证券（上海）：开户手续费全免，佣金低于市场平均水平，20万送价值1688元的股票机等；

华泰联合（上海）：股票交易手续费最低可至万3，资金量大的可再谈，如办理指定第三方存管，更有其它优厚礼包；

长江证券（上海）：汉口营业部办理转户，即可送现金大礼，起始资金量仅为1万元；

资料来源：wind 资讯

图 2：部分上市券商佣金率季度变化（%）



资料来源：爱建证券研究发展总部

表 5：上市券商佣金率季度表现

佣金率（%）	10 中期	10Q1	09Q4	09Q3	09Q2	09Q1	08Q4	08Q3	08Q2
中信	0.0847	0.0865	0.0988	0.1062	0.1193	0.1190	0.1189	0.1236	0.1255
海通	0.0991	0.1015	0.0355	0.1133	0.1280	0.1206	0.1486	0.1046	0.1138
广发	0.1212	0.1044							
华泰	0.0985	0.0817	0.1003	0.1473	0.1147	0.0997			
招商	0.0773	0.0798			0.1038	0.1001			
光大	0.0778	0.0801	0.0676	0.0895	0.1094	0.0996	0.1151	0.1084	
长江	0.0854	0.0868	0.1071	0.1018	0.1042	0.0917	0.0818	0.0940	0.1060
国元	0.0886	0.0926	0.0983	0.0984	0.1213	0.1120	0.1168	0.1314	0.1636
东北	0.1332	0.1339	0.1588	0.1468	0.1600	0.1711	0.1568	0.1904	0.1795
宏源	0.1229	0.1244	0.1329	0.1230	0.1397	0.1384	0.1163	0.1347	0.1498
西南	0.0992	0.0999	0.1062	0.1126	0.1291	0.1285			
国金	0.0907	0.0925	0.1768	0.0874	0.0937	0.0920	0.1014	0.1012	0.0889
太平洋	0.1517	0.1552	0.1572	0.1657	0.1757	0.1799	0.1938	0.2039	0.2028

资料来源：wind 资讯、爱建证券研究发展总部

2. 投行业务：周期性变化考验券商项目挖掘能力

上半年，境内市场完成融资 3997.89 亿元，与 09 年上半年实现的 878.49 亿元融资额相比，有了大幅增加，幅度达到了 3.55 倍。上半年，106 家公司共实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入 115.95 亿元，这一数据是 09 年底全年数据的 76.5%。

我们预计，受国家经济结构调整，及支持中小企业发展、振兴中西部地区发展等相关规划政策的影响，全年境内市场有望完成融资额 6500 亿元左右。也就是说，今年该项业务的发展将部分弥补证券投资业务的不足；项目间的争夺将十分激烈。

而且，受制于政策变化的影响，该项业务呈现出了带有政治意味的周期性。这在一定程度上考验着券商的项目培育及项目挖掘能力。

表 6：境内资本市场筹资情况

		境内筹资合计（亿元）	首发筹资		再筹资		
			A 股（亿元）	B 股（亿美元）	A 股（亿元）		
					增 发	配 股	可 转 债
2010 年	M1	578.12	469.69	0.00	44.02	0.00	0.00
	M2	597.56	458.05	0.00	101.75	19.64	0.00
	M3	619.33	254.32	0.00	107.50	180.53	0.00
	M4	431.81	335.34	0.00	96.47	0.00	0.00
	M5	436.87	333.97	0.00	95.70	0.00	7.20
	M6	1334.20	301.27	0.00	57.74	349.89	406.50
2009 年	M1	86.65	0.00	0.00	86.65	0.00	0.00
	M2	91.60	0.00	0.00	91.60	0.00	0.00
	M3	67.27	0.00	0.00	67.27	0.00	0.00
	M4	230.76	0.00	0.00	230.76	0.00	0.00
	M5	213.72	0.00	0.00	213.72	0.00	0.00
	M6	188.49	0.00	0.00	188.49	0.00	0.00

资料来源：中国证监会，爱建证券研究发展总部

说明：2010 年境内筹资额包含权证行权项

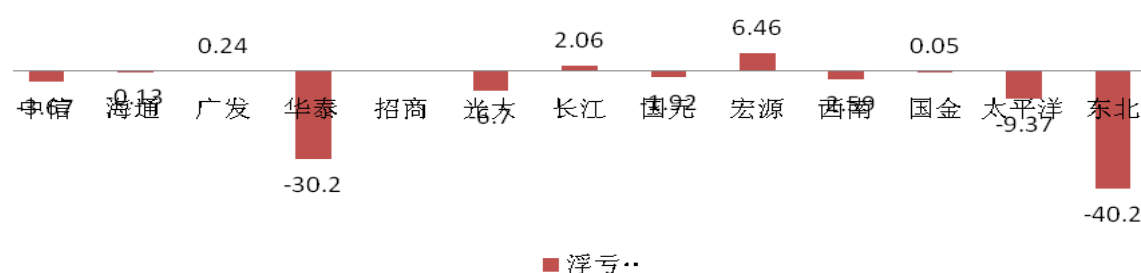
3. 自营业务：跑赢了指数却跑输了业绩

券商自营业务在 08 年遭遇重挫之后，今年上半年再次出现不幸；间接表明券商行业发展整体仍面临着不足。反映到具体业务上，如资管业务和创新业务均未成气候；致使券商营收与市场景气度的表现休戚相关。

上市券商披露的中报数据显示，证券投资业务上半年平均浮亏程度达 7.16% 左右。如果剔除华泰和东北两个极端情况，其余 10 家上市券商平均浮亏程度仅为 1.57%；同期，上证指数则下跌了 26.82%。

不过，就同期比较来看，下滑幅度一般在四成至六成左右，像东北证券则下滑了近 1.8 倍。相较于券商整体业绩下滑仅三成左右，我们认为，券商在该项业务上跑赢了指数却跑输了业绩。

图 3：上市券商上半年自营情况百分比



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

说明：招商证券初始投资数据暂缺，不过上半年其该项营业利润为-2.15 亿元

4. 创新业务：全年贡献有望超越资管业务

当前国内推出的创新业务主要表现为融资融券和股指期货两类产品，具体表现来看，

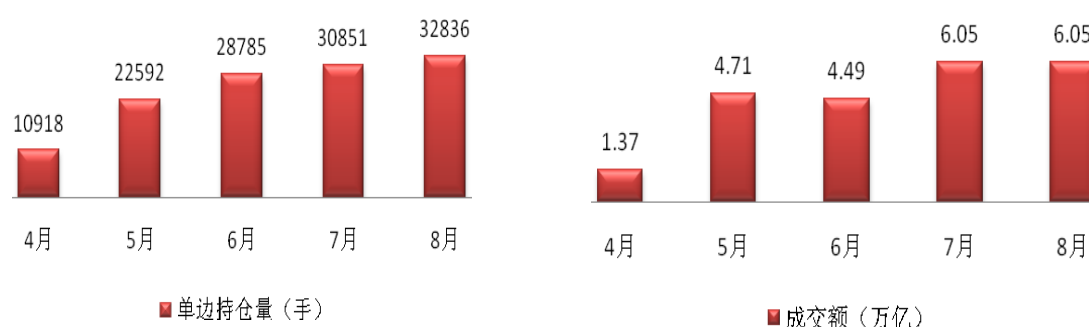
(1)融资融券交易：统计显示，截止 2010 年 8 月 31 日，沪深两市融资余额为 37.6 亿元，融券余额为 0.22 亿股。就二者的变化趋势而言，沪深两市余额近一个月来呈逐日递增态势；融券余额相对较为稳定，波动区间维持在 0.18-0.23 亿股附近，不过逐步减少迹象。

如果融资融券利率均按照试点期间的 7.86% 计算，目前该项业务已经为券商贡献收益近 3 亿元，全年有望接近 10 亿元。

(2)股指期货方面：中金所数据显示，8 月份单边持仓量 3.28 万手，较 4 月份上升 6.43%；8 月份成交额 6.05 万亿元，与 7 月份基本持平。目前日均成交额基本处于 2500 亿元至 3000 亿元区间。

如果按照万一的交易佣金计算，期货公司月均收益近 5 亿元；这将增厚持股或控股期货公司的券商收益。

图 4：股指期货部分数据统计



资料来源：中金所，爱建证券研究发展总部

说明：股指期货于 2010 年 4 月 16 日上市，故 4 月份数据仅为半月

总体来看，两项业务均呈现出较好的增长势头。如果券商按照五成左右比例与期货公司分享股指期货业务带来的收益，全年两项业务有望为资格券商贡献近 30 亿元的收益，约占今年全年利润的 5%。这一比例很可能会超过资产管理业务对券商的贡献。

表 7：106 家券商整体营收情况对比

市场份额（%）	2009 年		2010 年中期		创新业务贡献
	净收入（亿元）	占比（%）	净收入（亿元）	占比（%）	
营业收入	2050.41		731.42		除融资融券和股指期货业务的直接贡献外，创新业务的发展还可拓展券商自营渠及资管业务的发挥空间；这样以来，净资产 25% 的权益类投资额度有望得以充分利用，显然，这期间存在倍数效应。
代理买卖证券业务净收入	1419.45	69.23	482.75	66.00	
证券承销收入	151.62	7.39	115.95	15.85	
资产管理业务净收入	15.96	0.78	7.78	1.06	
自营业务净收入	231.73	11.30	3.96	0.54	
净利润	932.71		293.02		

资料来源：中国证券业协会，爱建证券研究发展总部

5. 投资策略

5.1 券商全年收入同比降三成可能性较大

综合前述分析，我们认为，2010 年券商的全年营业收入有可能同比下滑 31.8%，营业利润同比下滑 37.0%。

表 8：2010 年券商营收预测

	2008 年	2009 年	2010 年（预测）
平均佣金率（%）	0.124	0.103	0.080
日均交易额（亿元）	1085.82	2196.67	1800.00
券商代理买卖业务收入（亿元）	882.00	1419.45	936.90
占营收比重（%）	70.50	69.23	67.00
营业收入（亿元）	1251.00	2050.41	1398.36
实现利润	482.00	932.71	587.44

资料来源：爱建证券研究发展总部

说明：(1)2008 年和 2009 年平均佣金率的计算范围为上市券商；

(2)券商代理买卖业务收入的预测参考插值法，营收的利润转化率采用近两年的平均值。

5.2 建议平配证券行业

鉴于年内二级市场指数难以走出震荡态势，交易量与去年相比出现下滑几成定局，且受佣金年内可能下滑近两成的影响；经纪业务收益年内贡献将继续下降。同时，由于创新业务在年内的贡献度相对有限，资管业务和自营业务年内亦难有好的表现。再者，投行业务虽然今年总体情况较好，但下半年继续向好的情形将会有所减缓。故此，我们予以证券行业中性评级，建议平配。

3.2 建议关注中信及宏源

就个股而言，我们建议重点关注中信证券和宏源证券。

原因在于，(1)尽管创新业务的利润贡献年内相对有限，但格局较为集中，即大型券商有垄断优势，且具备进入壁垒。(2)佣金率下降的态势年内仍将继续，因此具有地区垄断优势的个别券商值得予以足够关注。

而且，尽管近两年券商经纪业务收益贡献呈逐年递减趋势，但仍占主要地位。数据显示，经纪业务占比 08 年为 70.5%，09 年为 69.23%；2010 年中期则为 66%。

表 9：上市券商综合营运能力评分

	FAC_1	FAC_2	TATAL	Rank	备注
中信	2.8278	-0.0492	1.7521	1	资管业务占比过低
海通	0.2289	2.0690	0.5106	2	投行业务有待加强
广发	0.4676	0.0199	0.2947	4	资管业务占比过低
华泰	0.4791	0.3136	0.3541	3	
招商	0.3282	-0.2985	0.1513	5	
光大	-1.0263	2.2064	-0.2465	7	
长江	-0.3079	-0.5604	-0.2915	8	投行业务有待加强
国元	-0.4248	-0.5375	-0.3602	9	资金相对充裕，利用率有待提高
东北	-0.8438	-0.4424	-0.6041	12	自营风格较激进，直接影响总体收益
宏源	0.1908	-0.7596	-0.0163	6	投行业务是未来一段时期内关注重点
西南	-0.6352	-0.6481	-0.5108	11	
国金	-0.4298	-0.6942	-0.3912	10	
太平洋	-0.8546	-0.6191	-0.6423	13	

资料来源：爱建证券研究发展总部

具体而言，

中信证券：公司各项业务发展基本稳定，综合营运能力较强。公司未来发展的亮点在于通过直投业务继续做大证券承销及咨询业务规模。公司发展的不足之处在于，资管业务收入占比过低。我们预计 2010 年公司有望实现每股收益 0.58 元，理论股价 $10.64 \pm X$ 元。

宏源证券：经纪业务市场份额稳中有升，佣金率的地区垄断优势明显。此外，公司受益于国家支持西部经济发展政策的大力落实，投行及并购咨询业务的区域发展优势亦将不断显现。预计 2010 年公司每股收益可能达到 1.00 元，理论股价 $14.70 \pm X$ 元。

表 10：上市券商估值变化情况

	总市值（亿元）	流通市值（亿元）	2010EPS	2010PE（动态）	PB
中信证券	1150.72	1140.30	0.58	18.35	1.91
海通证券	782.47	453.23	0.55	15.92	1.83
广发证券	757.13	27.81	1.50	16.65	4.57
华泰证券	771.68	108.11	0.65	18.97	2.52
招商证券	745.78	74.58	0.80	23.18	3.13
光大证券	520.56	166.46	0.50	28.71	2.42
长江证券	243.61	124.17	0.52	19.70	2.78
国元证券	242.57	96.96	0.48	24.32	1.67
东北证券	143.46	143.46	0.40	52.24	4.80
宏源证券	250.60	250.59	1.00	14.70	3.82
西南证券	307.27	50.19	0.20	61.76	6.66
国金证券	150.94	64.38	0.58	21.18	5.27
太平洋证券	178.59	30.80	0.18	62.07	9.86
行业均值	480.41	210.08	0.61	29.06	3.94

资料来源：爱建证券研究发展总部

说明：(1)股价选取基准日为 2010 年 9 月 1 日

(2)动态市盈率计算参照中期增长率持续 2 年

表 11：2010 年中期上市券商主营业务分布情况

比率 (%)	经纪业务占比	自营业务占比	投行业务占比	资管业务占比
中信证券	47.31	5.16	12.57	1.09
海通证券	51.87	7.61	11.37	7.12
广发证券	66.69	8.55	7.13	1.34
华泰证券	67.37	浮亏	19.79	1.49
招商证券	58.64	1.99	25.05	1.03
光大证券	63.11	浮亏	8.37	16.60
长江证券	64.63	16.86	6.68	1.86
国元证券	59.47	8.01	13.58	0.50
东北证券	96.86	浮亏	14.04	1.77
宏源证券	47.71	21.99	18.90	2.28
西南证券	63.03	3.88	18.29	Na
国金证券	45.85	浮亏	49.31	Na
太平洋证券	83.74	浮亏	24.69	Na
09 年行业整体	66.00	0.54	15.85	1.06

资料来源：wind 资讯，爱建证券研究发展总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。