

证券：交易性机会下的选股逻辑

证券行业 2010 年 11 月份月度报告

证券

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2010-11-03

报告关键点：

- 我们倾向性的认为券商股的投资机会是交易性的
- 海通证券和国元证券是下阶段比较好的标的
- 3季度上市券商佣金率环比下降10%

报告摘要：

- 我们认为券商股的投资机会主要是交易性机会。10月7日，证券业协会颁布了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，核心内容是要求券商以经纪业务全成本为基础来确定佣金底线。我们服务差异化在短期内难以形成，佣金率底线的相对明朗反而有可能会驱动行业的佣金率水平加速向成本线收敛，在佣金率未见底之前我们认为行业的拐点尚未到来，只是可能比自然发展更快的到来。从券商3季报情况来看，3季度的股票交易额佣金率环比下降了10%。10月份以来交易量持续放大对经纪业务的贡献和市场上涨对自营业务的贡献使得券商股存在交易性集会。
- 海通和国元是下阶段相对较好的标的。由于行业的基本面没有发生趋势性的变化，佣金率的环比降速出现了扩大的趋势，因此我们倾向于券商的投资机会主要是交易性机会而非结构性机会。把握该交易性机会的选股逻辑是：1、距离2009年股价高点距离最远的；2、经纪业务弹性较大的；3、估值相对具备安全边际的。
- 2010年3季度上市券商佣金率的环比下降10%。券商3季报发布后，我们发现3季度的股票交易额佣金率下滑的程度比2季度大得多：3季度上市券商的平均佣金率为0.92‰，相比2季度的1.02‰下降了10%，而2季度的佣金率相比1季度的1.05‰只下降了3%。
- 自营朝南、投行往北。3季度券商自营业务和投行业务的发展方向差异较大：自营改善显著、投行下滑较多。3季度券商业绩的环比改善主要归功于自营。3季度自营业务环比改善最为显著的要数长江证券、西南证券、东北证券，这几家券商自营业务收入在营业收入中的占比分别达到53%、42%和33%。3季度各券商的承销业务收入环比均出现不同程度的下滑，在投行业务规模还比较大的券商中，只有广发证券环比有较大幅度的增长，其它投行业务占比还比较大的券商如中信、海通、华泰的投行业务环比都出现了明显的下滑。
- 维持行业同步大市-A的投资评级。由于行业基本面尚未走过拐点，目前的成交额是否具备持续性还有待观察，因此我们仍然维持行业同步大市-A的投资评级。相对来说，我们认为海通证券和国元证券是券商股中的优选。

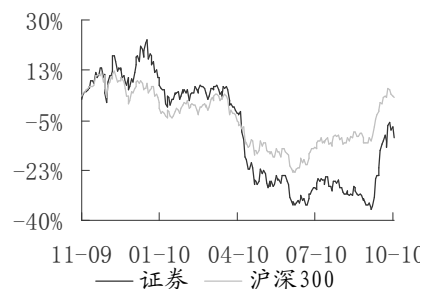
首选股票

目标价

评级

600837	海通证券	15.0	增持-A
000728	国元证券	18.0	增持-A
600030	中信证券	16.0	增持-A
600369	西南证券	18.0	增持-A

12个月行业表现



研究员

杨建海

首席行业分析师

021-68765375

yangjh@essence.com.cn

证书编号

S1450209100294

前期研究成果

证券行业月度数据(2010年10月13日)

2010-10-18

证券：拐点尚未到来

2010-10-11

安信证券-数据产品-证券行业月度数据(20100511)

2010-05-11

1. 交易性机会下的选股逻辑

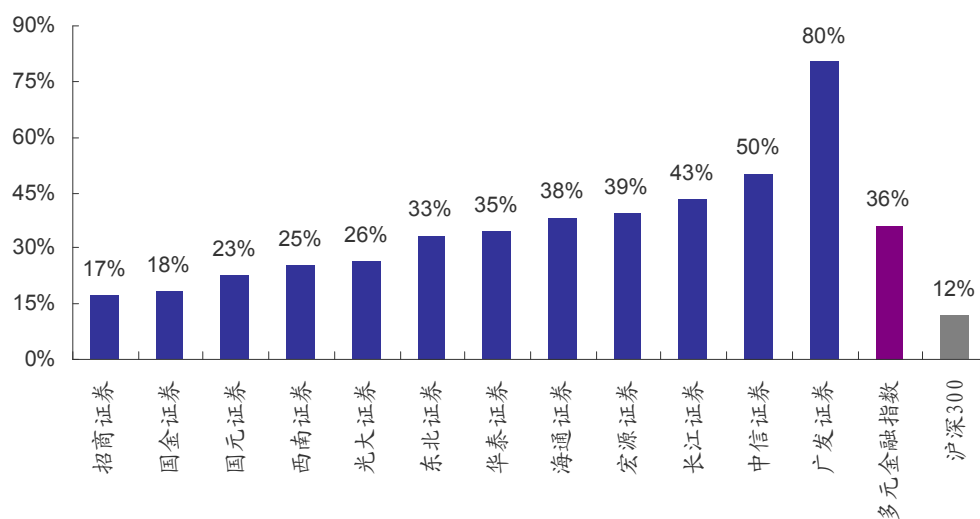
1.1. 10 月份市场回顾

进入 10 月份以来，受外围市场影响 A 股市场走出了一轮较大的行情，期间沪深 300 指数从 2681 点上升至 2979 点，上涨幅度为 12%。券商股上涨幅度更大，期间多元金融指数上涨 36%，大大超过沪深 300 指数的涨幅，各券商股均跑赢大盘，其中以广发证券、中信证券和长江证券等尤为突出。

券商股这波行情的一个重要催化剂是 10 月 7 日证券业协会颁布了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，核心内容是要求券商以经纪业务全成本为基础来确定佣金底线。有人认为该通知出台后券商的佣金战将告一段落，券商的盈利能力得到的保障程度增强。但是我们有别于市场的观点是：服务差异化在短期内难以形成，佣金率底线的相对明朗反而有可能会驱动行业的佣金率水平加速向成本线收敛，在佣金率未见底之前我们认为行业的拐点尚未到来，只是可能比自然发展更快的到来。

券商 3 季报发布后，我们发现 3 季度的股票交易额佣金率下滑的程度比 2 季度大得多：3 季度上市券商的平均佣金率为 0.92‰，相比 2 季度的 1.02‰下降了 10%，而 2 季度的佣金率相比 1 季度的 1.05‰只下降了 3%；分券商来看，下降幅度最小的国元证券的下降幅度是 3%，而下降幅度在 10%以上的券商多达 7 家（共 12 家，太平洋除外，佣金率的具体数据见下文）。佣金率的环比下滑速度加快为我们之前对于证券业协会发布的佣金新政的看法提供了更有力的论据：佣金率底线的相对明朗有可能会促使行业的佣金率水平加速向成本线收敛，行业的基本面并没有因此而发生趋势性的转折。

图 1 10 月份以来券商股的涨幅



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：数据截至 2010 年 11 月 2 日

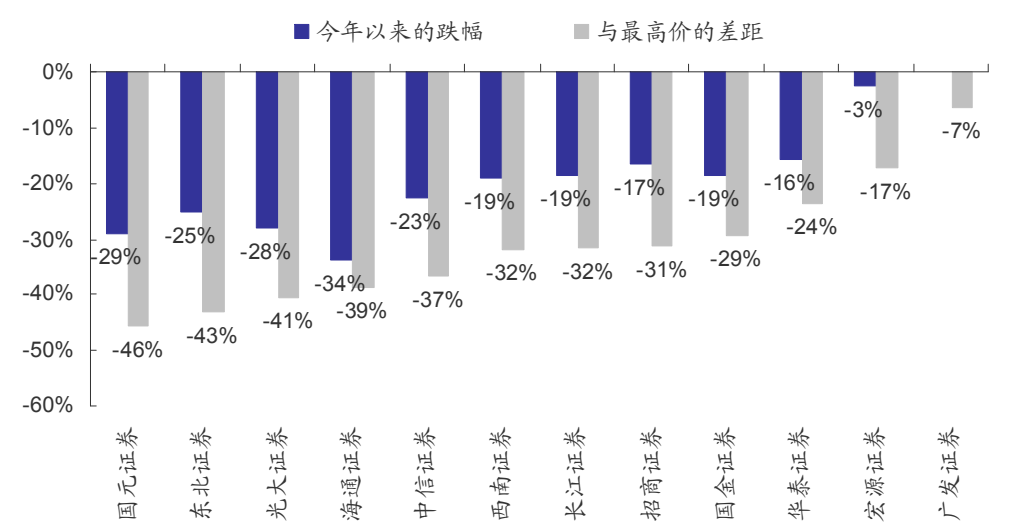
1.2. 选股逻辑

由于行业的基本面没有发生趋势性的变化，佣金率的环比降速出现了扩大的趋势，因此我们倾向于券商的投资机会主要是交易性机会而非结构性机会。把握该交易性机会的选股逻辑是：1、距离 2009 年股价高点距离最远的；2、经纪业务弹性较大的；3、估值相对具备安全边际的。

结合这三个选股标准，我们认为海通证券和国元证券是比较好的标的。首先，海通证券和国元证券今年以来的跌幅在 30%左右，且目前距离其最高价有 40%的空间；其次，国元证券对日均交易量的变化非常敏感，海通证券虽然略逊一筹，但是敏感程度在上市券商中也较高。最后从估值水平来看，海通和国元 2010 年的市盈率分别为 27 倍和 32 倍、市净率分别为 2.16 倍和 1.93 倍（以 2010 年 11 月 2 日的收盘价计算），

在上市券商中是最低的，股价具备安全边际。综合这几点来看，我们认为海通证券和国元证券接下来在券商股中的表现会相对更好一些。

图 2 券商今年以来的跌幅及与最高价的差距对比



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：数据截至 2010 年 11 月 2 日

表 1 不同日均交易量下各券商的盈利变化程度（元）

证券代码	证券简称	2010EPS			盈利敏感性	
		2000 亿	2500 亿	3000 亿	2500 亿	3000 亿
000686.SZ	东北证券	0.67	0.84	1.01	25%	20%
000776.SZ	广发证券	1.25	1.50	1.74	20%	17%
000728.SZ	国元证券	0.46	0.54	0.62	17%	15%
601688.SH	华泰证券	0.52	0.61	0.70	17%	15%
000783.SZ	长江证券	0.43	0.50	0.57	17%	15%
600369.SH	西南证券	0.21	0.24	0.28	16%	14%
000562.SZ	宏源证券	0.75	0.87	0.98	16%	14%
600837.SH	海通证券	0.46	0.53	0.60	16%	13%
601377.SH	兴业证券	0.40	0.46	0.52	15%	13%
600999.SH	招商证券	0.77	0.88	0.99	15%	13%
600109.SH	国金证券	0.51	0.58	0.66	14%	12%
601788.SH	光大证券	0.52	0.59	0.66	14%	12%
600030.SH	中信证券	0.79	0.89	0.99	13%	11%

数据来源：安信证券研究中心

注：盈利敏感性项下的“2500 亿”、“3000 亿”表示各券商在日均交易量为 2500 亿元和 3000 亿元时 EPS 的增厚比例

表 2 2010 年上市公司估值水平对比

代码	公司	2010-11-2			2010E			
		股价	总市值	股本	EPS	P/E	BVPS	P/B
600030	中信证券	15.98	158,932	9,946	0.79	20.19	6.56	2.44
000776	广发证券	56.30	141,147	2,507	1.25	45.08	7.41	7.60
600837	海通证券	12.43	102,272	8,228	0.46	27.25	5.77	2.16
601688	华泰证券	17.76	99,456	5,600	0.52	33.94	6.26	2.84
600999	招商证券	23.93	85,800	3,585	0.77	31.17	6.87	3.48
601788	光大证券	17.90	61,182	3,418	0.52	34.54	6.93	2.58
601377	兴业证券	20.79	45,738	2,200	0.40	51.90	3.63	5.72

600369	西南证券	15.39	35,744	2,323	0.21	74.26	2.19	7.03
000562	宏源证券	22.83	33,359	1,461	0.75	30.50	5.11	4.47
000783	长江证券	15.20	33,003	2,171	0.43	35.71	4.56	3.33
000728	国元证券	14.67	28,813	1,964	0.46	32.14	7.61	1.93
600109	国金证券	19.62	19,625	1,000	0.51	38.31	3.02	6.49
000686	东北证券	28.55	18,252	639	0.67	42.69	5.35	5.34

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

注: 总市值与股本的单位分别为百万元和百万股, 每股数据均用最新股本全面摊薄。

2. 3 季报综述

2.1. 净利润环比大幅改善

3 季度上市券商的业绩环比都有大幅的改善。从营业收入来看, 只有 4 家券商(西南、长江、宏源和东北) 同比出现增长, 而环比只有 2 家券商出现下降且幅度不大, 其中环比改善最为显著的东北证券、长江证券和西南证券; 从净利润来看, 同样是 4 家券商出现了同比的增长, 而环比改善最为显著的仍然是东北证券、西南证券和长江证券。

3 季度净利润的改善很大程度上来自自营业务的收获, 因此, 自营业务占比高(主要是权益类资产比重高) 的券商业绩改善的幅度比较大, 东北证券和西南证券正是这类型的券商。

表 3 3 季度上市券商的业绩情况

公司	营业收入 (百万元)					净利润 (百万元)				
	2009Q3	2010Q2	2010Q3	YoY	QoQ	2009Q3	2010Q2	2010Q3	YoY	QoQ
中信	6,230	3,842	4,516	-28%	18%	2,464	1,130	1,395	-43%	23%
广发	2,816	1,655	2,492	-12%	51%	1,368	770	1,096	-20%	42%
华泰	NA	1,646	2,137	NA	30%	NA	594	980	NA	65%
海通	2,547	2,146	2,421	-5%	13%	1,110	831	912	-18%	10%
招商	2,524	1,165	1,408	-44%	21%	1,088	588	684	-37%	16%
光大	1,553	1,109	1,096	-29%	-1%	637	486	499	-22%	3%
长江	676	310	1,059	57%	241%	286	78	454	59%	483%
宏源	813	765	888	9%	16%	386	311	395	2%	27%
兴业	856	NA	783	-9%	NA	325	NA	258	-20%	NA
国元	677	409	600	-11%	47%	321	159	252	-22%	58%
西南	370	212	537	45%	153%	171	31	242	42%	691%
东北	420	56	542	29%	863%	156	-91	219	41%	-341%
国金	450	553	433	-4%	-22%	167	208	37	-78%	-82%

数据来源: 公司资料, Wind 资讯, 安信证券研究中心

2.2. 佣金率环比加速下滑

3 季度各上市券商经纪业务收入同比大约都有 40% 左右的降幅, 但是环比变化不大。环比上升最多的国元证券、华泰证券和长江证券, 下降最多的是国金证券。

经纪业务这块我们最为关心的是佣金率的环比变化。从表 5 我们看到, 券商佣金率的环比下滑并没有减缓, 反而比 2 季度的环比下滑幅度更大些 (3 季度上市券商的平均佣金率为 0.92‰, 相比 2 季度的 1.02‰ 下降了 10%, 而 2 季度的佣金率相比 1 季度的 1.05‰ 只下降了 3%), 这进一步为我们之前关于佣金新政出台后券商佣金率的想法提供了有力的证据。具体来看, 佣金率环比下滑最小的是国元证券、华泰证券和长江证券, 分别下滑了 3%、5% 和 7%; 下滑最多的是西南证券、国金证券和中信证券, 分别下滑了 14%、14% 和 13%。佣金率下滑程度的不同很好地反映到了经纪业务收入的环比变化中去: 国元、华泰、长江的经纪业务环比表现较好而国金证券、西南证券的经纪业务环比表现则不如人意。

表 4 3 季度上市券商的经纪业务收入对比（百万元）

证券简称	2009Q3	2010Q2	2010Q3	YoY	QoQ
中信	3,390	1,830	1,837	-46%	0%
华泰	3,468	1,163	1,220	-65%	5%
广发	2,337	1,176	1,185	-49%	1%
海通	1,938	1,067	1,075	-45%	1%
招商	1,481	763	761	-49%	0%
光大	1,175	575	574	-51%	0%
长江	596	391	407	-32%	4%
宏源	613	371	368	-40%	-1%
兴业	549	N/A	306	-44%	N/A
国元	462	259	273	-41%	6%
东北	411	231	230	-44%	-1%
国金	236	179	177	-25%	-2%
西南	269	176	174	-35%	-1%

数据来源：公司资料，Wind 资讯，安信证券研究中心

表 5 3 季度券商的佣金率下滑速度加快（‰）

股票交易额佣金率	2010Q1	2010Q2	QoQ	2010Q3	QoQ
国元	1.20	1.10	-8%	1.07	-3%
华泰	0.93	0.91	-2%	0.87	-5%
长江	1.06	1.07	1%	1.00	-7%
招商	0.92	0.87	-5%	0.80	-8%
东北	1.42	1.39	-2%	1.27	-9%
宏源	1.41	1.31	-7%	1.19	-10%
海通	1.26	1.21	-4%	1.08	-11%
光大	0.91	0.84	-8%	0.75	-11%
广发	1.13	1.09	-4%	0.96	-12%
中信	0.98	0.98	0%	0.85	-13%
国金	1.13	1.20	7%	1.04	-14%
西南	1.08	1.08	0%	0.93	-14%
上市券商平均	1.05	1.02	-3%	0.92	-10%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

2.3. 自营朝南、投行往北

3 季度券商自营业务和投行业务的发展方向差异较大：自营改善显著、投行下滑较多。

2 季度上市券商自营业务大多出现亏损，3 季度环比均大幅改善，其中改善最为显著的要数长江证券、西南证券、东北证券，这几家券商自营业务收入在营业收入中的占比分别达到 53%、42%和 33%。自营业务的改善程度和公司的权益类资产的多寡息息相关。像西南证券、东北证券都是权益类资产在净资本中的比重很高的券商，而中信证券、招商证券等公司 3 季度的自营改善同样也非常明显。

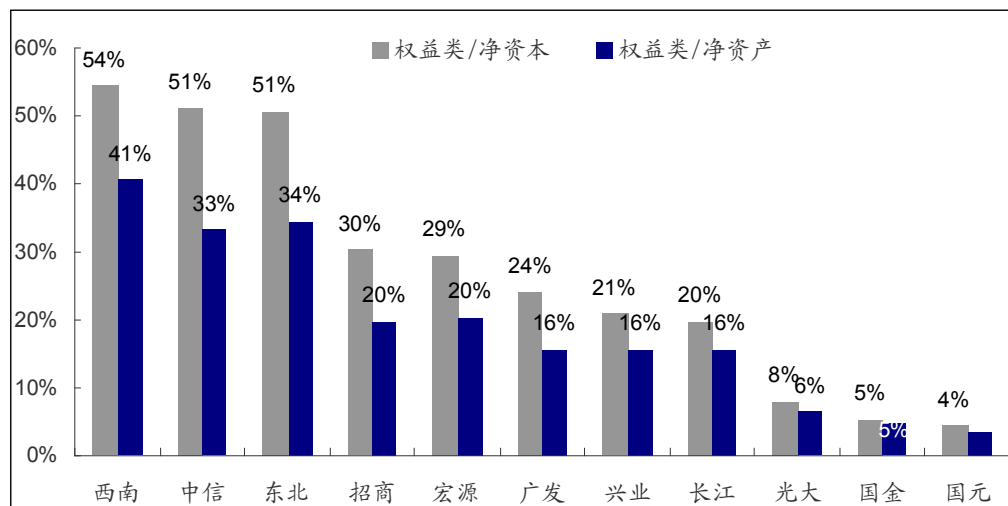
表 6 上市券商 3 季度自营表现突出

证券简称	自营业务收入（百万元）			自营业务收入/营业收入		
	2009Q3	2010Q2	2010Q3	2009Q3	2010Q2	2010Q3
中信	1,106	3	916	18%	0%	20%
广发	(71)	(105)	661	-3%	-6%	27%
华泰	24	(324)	379	1%	-20%	18%
海通	12	68	515	0%	3%	21%

招商	41	(207)	308	2%	-18%	22%
光大	(19)	(41)	217	-1%	-4%	20%
长江	(2)	(177)	563	0%	-57%	53%
宏源	61	103	290	7%	13%	33%
兴业	93	#N/A	160	11%	#N/A	20%
国元	(3)	(22)	138	0%	-5%	23%
西南	(32)	(104)	228	-9%	-49%	42%
东北	(81)	(243)	177	-19%	-431%	33%
国金	30	(55)	35	7%	-10%	8%

数据来源：公司资料，Wind 资讯，安信证券研究中心

图 3 上市券商权益类资产的比重



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：根据 2010 年中报数据测试

3 季度各券商的承销业务收入环比均出现不同程度的下滑，从下表列的 12 家券商（除兴业）来看，2 季度合计的投行业务收入是 27.6 亿元，而 3 季度只有 15.4 亿元，环比下降 44%。在投行业务规模还比较大的券商中，只有广发证券环比有较大幅度的增长，其它投行业务占比还比较大的券商如中信、海通、华泰的投行业务环比都出现了明显的下滑，投行业务收入在营业收入中的占比也出现不同程度的回落，最为明显的国金、华泰和招商，分别回落了 31 个百分点、21 个百分点、21 个百分点。

表 7 3 季度承销业务收入环比下滑较多

证券简称	承销业务收入（百万元）				承销业务收入/营业收入		
	2009Q3	2010Q2	2010Q3	QoQ	2009Q3	2010Q2	2010Q3
中信	449	660	394	-40%	7%	17%	9%
广发	64	129	217	68%	2%	8%	9%
华泰	224	480	171	-64%	5%	29%	8%
海通	72	325	107	-67%	3%	15%	4%
招商	194	307	81	-74%	8%	26%	6%
光大	59	133	80	-40%	4%	12%	7%
长江	1	19	21	15%	0%	6%	2%
宏源	44	215	104	-52%	5%	28%	12%
兴业	6	N/A	115	N/A	1%	N/A	15%
国元	51	27	58	117%	8%	7%	10%
西南	35	69	74	7%	9%	32%	14%
东北	2	1	55	3844%	1%	2%	10%

国金	86	393	174	-56%	19%	71%	40%
----	----	-----	-----	------	-----	-----	-----

数据来源：公司资料，Wind 资讯，安信证券研究中心

2.4. 费用率环比下降

3 季度上市券商的费用率处于 40%~45% 居多，环比大都出现下滑，其中以东北证券、西南证券和长江证券最为显著，原因在于 3 季度这几家公司的自营业务占比较高，而自营业务的费用率较低，从而拉低了整体的费用率，其它券商也大多不同程度的有所下滑。国金证券 3 季度的费用率高达 92%，具体原因仍有待核实。

表 8 上市券商的费用率环比有所下降

证券简称	2009Q3	2010Q2	2010Q3	同比变化	环比变化
中信	42%	52%	54%	12%	3%
广发	40%	43%	40%	0%	-3%
华泰	47%	58%	42%	-5%	-16%
海通	43%	49%	48%	5%	-1%
招商	41%	46%	41%	0%	-5%
光大	44%	48%	39%	-5%	-8%
长江	76%	71%	43%	-32%	-28%
宏源	37%	46%	41%	4%	-5%
国元	36%	60%	44%	8%	-16%
西南	45%	89%	41%	-5%	-49%
东北	53%	336%	46%	-7%	-290%
国金	52%	50%	92%	41%	42%

数据来源：公司资料，Wind 资讯，安信证券研究中心

注：该变化指的是百分比的增减

表 9 上市券商的估值水平

代码	公司	股价	EPS			P/E			BVPS			P/B		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600030	中信	15.98	0.90	0.79	1.10	17.76	20.19	14.48	6.19	6.56	7.02	2.58	2.44	2.28
000776	广发	56.30	2.34	1.25	1.54	24.01	45.08	36.58	8.19	7.41	8.48	6.88	7.60	6.64
600837	海通	12.43	0.55	0.46	0.58	22.49	27.25	21.30	5.28	5.77	6.27	2.36	2.16	1.98
601688	华泰	17.76	0.79	0.52	0.66	22.53	33.94	26.80	2.89	6.26	6.73	6.14	2.84	2.64
600999	招商	23.93	1.04	0.77	0.96	23.02	31.17	24.81	6.30	6.87	7.58	3.80	3.48	3.16
601788	光大	17.90	0.83	0.52	0.61	21.64	34.54	29.18	6.57	6.93	7.36	2.72	2.58	2.43
601377	兴业	20.79	0.60	0.40	0.54	34.86	51.90	38.47	2.61	3.63	4.06	7.96	5.72	5.13
600369	西南	15.39	0.53	0.21	0.25	29.09	74.26	61.73	2.46	2.19	2.40	6.26	7.03	6.41
000562	宏源	22.83	0.79	0.75	0.75	28.97	30.50	30.56	4.48	5.11	5.75	5.10	4.47	3.97
000783	长江	15.20	0.63	0.43	0.45	24.05	35.71	33.64	4.20	4.56	4.95	3.62	3.33	3.07
000728	国元	14.67	0.53	0.46	0.61	27.78	32.14	23.91	7.70	7.61	8.13	1.90	1.93	1.80
600109	国金	19.62	0.52	0.51	0.53	38.01	38.31	37.10	2.59	3.02	3.47	7.57	6.49	5.65
000686	东北	28.55	1.43	0.67	1.06	19.99	42.69	26.98	4.78	5.35	6.25	5.97	5.34	4.57

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：股价为 11 月 2 日的数据

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

李昕

010-59113565

潘冬亮

010-59113590

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

lvye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘艳

021-68766516

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034