

邓淑斌 执业证书编号: S0730200010011

021-50588666-8021 dengsb@ccnew.com

谢佩洁 执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025 xiepj@ccnew.com

## 市场回暖, 业绩持续回升

### —上市券商 2010 年 1-9 月业绩综述

## 研究报告—行业分析

## 同步大市 (上调)

发布日期: 2010 年 11 月 7 日

### 重点个股盈利一览 (截至 10 月 29 日)

| 股票简称 | 09EPS | 10EPS | 10PE  | 评级 |
|------|-------|-------|-------|----|
| 海通证券 | 0.55  | 0.52  | 23.97 | 增持 |
| 广发证券 | 1.87  | 1.95  | 27.15 | 增持 |
| 招商证券 | 1.14  | 0.74  | 31.88 | 增持 |
| 华泰证券 | 0.82  | 0.59  | 29.31 | 增持 |
| 长江证券 | 0.68  | 0.67  | 22.58 | 观望 |
| 东北证券 | 1.43  | 0.68  | 41.12 | 观望 |

### 证券业近半年相对沪深 300 指数表现



### 相关研究

证券行业月度报告

成长中的困惑 期待创新发力—证券业 2010 年投资策略  
略……………2009 年 11 月 9 日

抓“大”放“小” 静候创新发力—证券业 2010 年 2 季度投资策略……………2010 年 3 月 29 日

业绩下滑中“看淡” 超跌反弹中抓“机会”—证券业  
2010 年下半年投资策略……………2010 年 6 月 9 日

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

### 关键要素:

上市券商前三季度实现盈利同比下滑两成, 第三季度业绩环比大幅增长四成。展望四季度, 市场流动性仍然处在相对比较宽松和继续改善趋势之中, 预计上证综指年内还有 10% 的上涨空间, 券商的经纪业务和证券自营将直接受益, 上调板块评级至“同步大市”。

### 投资要点:

● **整体业绩:** 前三季度合计实现营业收入 487.82 亿元, 较之去年同期下滑 13.22%; 实现净利润 193.16 亿元, 较之去年同期下滑 22.44%。第三季度, 13 家上市券商 (不包括刚上市的兴业证券) 合计实现营业收入 185.32 亿元、净利润 73.19 亿元, 较之第 2 季度分别增加 32.82%、44.11%。

● **经纪业务:** 前三季度 13 家上市券商合计实现经纪业务净收入 257.33 亿元、同比减少 31.21%, 经纪业务市场份额稳步提高, 但佣金率在第三季度出现进一步下滑的态势。

● **自营业务:** 1-9 月, 13 家上市券商合计实现证券自营投资收益 50.23 亿元、同比减少 6.09%; 截至 9 月末持有金融资产规模合计达 1580.48 亿元, 较之 6 月末增加了 180.8 亿元。

● **证券承销业务:** 前三季度各上市券商的投行业务大部分均出现爆发性增长, 除西南、长江和中信证券外, 其余几家券商证券承销收入同比增长均超过 150%。

● **资产管理业务:** 前三季度, 13 家上市券商合计实现资产管理业务净收入 13.87 亿元, 较之去年同期增长 11.23%。

● **四季度展望。** 预计 A 股市场成交活跃的态势在年内还将持续, 券商经纪业务的降佣压力在年内大为减小、自营投资收益将成为第四季度的业绩亮点, 券商的整体盈利水平在第四季度仍将持续改善, 经纪业务和证券自营这两大业务收入在券商总收入中的合计占比有望再次升至 85% 左右。考虑到第四季度券商盈利水平持续回升、市场流动性相对充沛、券商股与股指高度相关等三方面因素, 结合我们对第四季度市场行情的预测, 给予该板块评级“同步大市”。

## 1. 上市券商 2010 年 1-9 月盈利概况

前三季度合计实现净利同比下滑 22.44%，整体盈利水平趋于改善。上市公司日前披露的三季报数据显示，前三季度，13 家上市券商（不包括刚上市的兴业证券）合计实现营业收入 487.82 亿元，较去年同期下滑 13.22%；实现净利润 193.16 亿元，较之去年同期下滑 22.44%，这一降幅远超收入降幅，其中原因在于由于开展新业务、设立新网点等使得上市券商的经营管理费用持续增加。若从本年度单季度实现盈利的情况来看，第 3 季度，13 家上市券商合计实现营业收入 185.32 亿元、净利润 73.19 亿元，较之第 2 季度分别增加 32.82%、44.11%。

业绩趋于改善的主要原因在于 A 股市场的回暖极大改善了券商的市场环境，券商经纪业务和证券自营业务直接受益。第三季度，上证综指报收 2655.66 点、较之上季度 2398.37 点的收盘上涨 10.72%，期间曾一度触及 2704.93 点的季度高点。市场的恢复性上涨，一方面激活了市场存量资金的参与积极性，另一方面也吸引了大量的场外资金入场，加之此间针对房地产调控的相关政策力度未见松动，也在一定程度上促使部分房市资金流入股票市场。因此，第 3 季度的市场成交情况大为改善，第 3 季度累计 63 个交易日，A 股日均成交额达 1960.66 亿元、较之第 2 季度的日均成交金融增加 7.38%、基本恢复到第 1 季度的成交水平。

图 1：A 股单季度日均成交金额情况

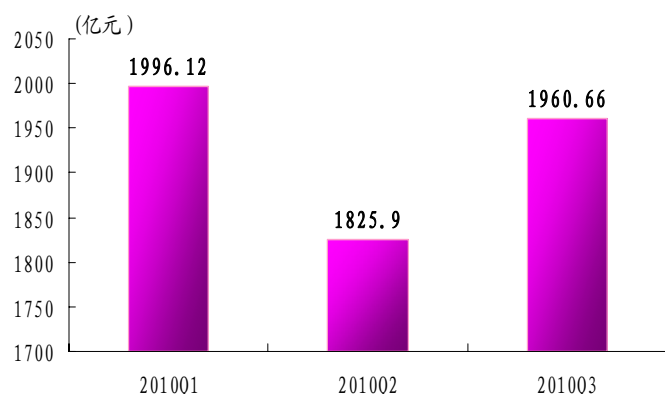
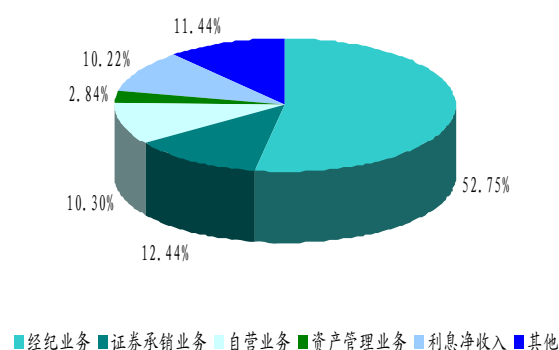


图 2：上市券商前三季度各项业务收入占比 (%)



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

表 1: 上市券商单季度营业收入及净利润情况 单位: 亿元

|      | 营业收入   |        |        | 净利润    |        |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010Q3 | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010Q3 |
| 宏源证券 | 9.43   | 7.65   | 8.88   | 4.20   | 3.11   | 3.95   |
| 东北证券 | 4.54   | 0.56   | 5.42   | 2.01   | (0.91) | 2.19   |
| 国元证券 | 5.28   | 4.10   | 6.00   | 2.63   | 1.59   | 2.52   |
| 广发证券 | 19.78  | 16.55  | 24.92  | 8.70   | 7.70   | 10.96  |
| 长江证券 | 9.27   | 3.10   | 10.59  | 4.13   | 0.78   | 4.54   |
| 中信证券 | 40.63  | 38.42  | 45.16  | 14.99  | 11.30  | 13.95  |
| 国金证券 | 2.62   | 5.53   | 4.33   | 0.88   | 2.08   | 0.37   |
| 西南证券 | 3.57   | 2.12   | 5.37   | 1.31   | 0.31   | 2.42   |
| 海通证券 | 22.37  | 21.46  | 24.21  | 10.11  | 8.31   | 9.12   |
| 招商证券 | 16.02  | 11.65  | 14.08  | 7.81   | 5.88   | 6.84   |
| 太平洋  | 1.62   | 0.85   | 2.25   | 0.71   | (0.15) | 0.92   |
| 华泰证券 | 19.43  | 16.46  | 21.37  | 8.26   | 5.94   | 9.80   |
| 光大证券 | 8.39   | 11.09  | 12.76  | 3.43   | 4.86   | 5.61   |
| 合计   | 162.96 | 139.53 | 185.32 | 69.18  | 50.79  | 73.19  |

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

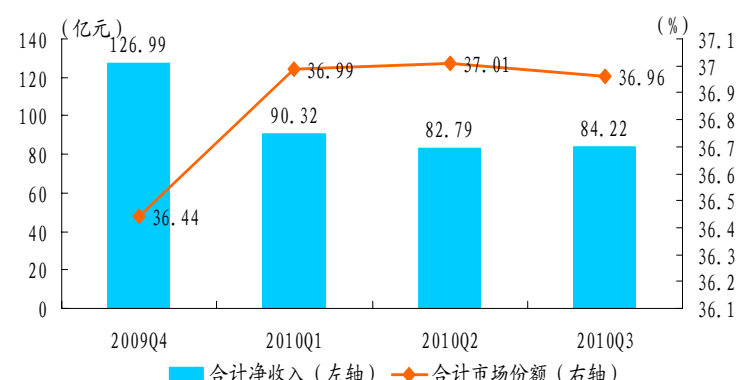
## 2. 2010 年 1-9 月上市券商的主营业务概况

### 2.1 经纪业务

1-9 月, 13 家上市券商合计实现经纪业务净收入 257.33 亿元, 较之去年同期减少 31.21%, 主要是股基交易额及佣金率的双重下滑所致, 其中前三季度实现股基交易额 261566.11 亿元, 同比下滑 7.40%; 而佣金率水平较之去年同期大幅下滑 25.71%。以股基交易额为衡量标准, 截至 9 月底, 13 家上市券商实现经纪业务市场份额 36.96%, 较之 2010 年 6 月底微幅下滑 0.14%, 较之 09 年底增长 1.43%, 总体稳步提升; 但佣金率在第三季度出现了进一步下滑的态势, 截至 9 月底, 13 家上市券商的平均佣金率 0.0984%, 较之 6 月底进一步下滑 4.47%。

单季度看, 第三季度 13 家上市券商合计实现经纪业务净收入 84.22 亿元、较之第二季度增加 1.72%。从各家券商的情况来看, 大部分区域性券商收入环比出现了下滑, 国金证券经纪业务收入环比下滑 1.55%, 而光大证券经纪业务收入则增长 6.28%。

图 3: 13 家上市券商合计实现经纪业务市场份额及净收入



注：经纪业务净收入为单季度数据

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

表 2: 13 家上市券商 1-9 月市场份额及测算佣金费率情况

|       | 经纪业务市场份额 (%) | 佣金率水平 (%) |
|-------|--------------|-----------|
| 中信系   | 8.58         | 0.0917    |
| 华泰系   | 5.82         | 0.0883    |
| 广发系   | 4.88         | 0.1237    |
| 海通证券  | 4.06         | 0.1165    |
| 招商证券  | 3.98         | 0.0846    |
| 光大证券  | 3.14         | 0.0829    |
| 长江证券  | 1.65         | 0.1034    |
| 宏源证券  | 1.29         | 0.1295    |
| 国元证券  | 1.06         | 0.1110    |
| 东北证券  | 0.76         | 0.1353    |
| 西南证券  | 0.75         | 0.1008    |
| 国金证券  | 0.70         | 0.1112    |
| 太平洋证券 | 0.29         | 0.1528    |

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

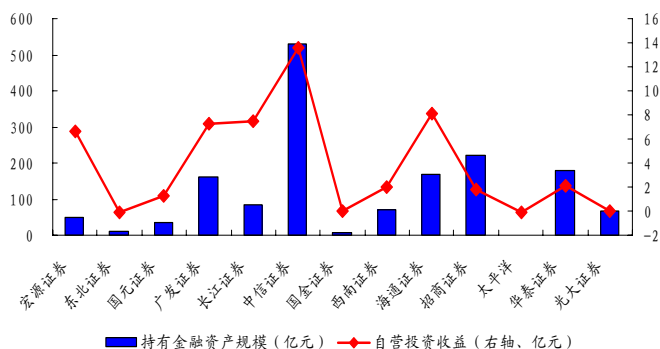
## 2.2 证券自营业务

1-9 月，13 家上市券商合计实现证券自营投资收益（扣除投资联营企业所获收益后的投资收益+公允价值）50.23 亿元，较之去年同期减少 6.09%。从单季度看，第三季度 13 家上市券商合计实现证券自营投资收益 44.01 亿元，而第二季度亏损 11.18 亿元。从投资规模来看，截至 9 月末，13 家上市券商持有金融资产规模（可供出售+交易性金融资产）合计达 1580.48 亿元，较之 6 月末的 1399.68 亿元增加了 180.8 亿元。

从各家券商的具体情况来看，长江证券表现最为优异，自营业务投资收益由去年同期的 2.96 亿元提升至 7.52 亿元、同比增长 154.15%；其次是宏

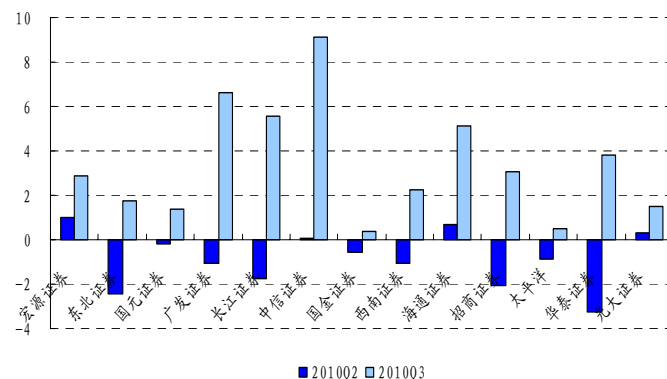
源证券，自营投资收益由去年同期 2.84 亿元大幅提升至 6.66 亿元、同比增长 134.34%；而光大证券自营业务则由去年同期的盈利 2.36 亿元转为亏损 0.02 亿元，东北证券自营业务由去年同期盈利 1.45 亿元转为亏损 0.07 亿元。

图 4：前三季上市券商证券投资收益、持有金融资产规模



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

图 5：上市券商第 2、3 季度的证券自营投资收益情况



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

## 2.3 证券承销业务

2010 年前三季度各上市券商的投行业务大部分出现爆发性增长，除西南、长江和中信证券外，其余几家券商证券承销收入同比增长均超过 150%。前三季度，13 家上市券商证券承销业务共实现净收入 60.70 亿元，较之去年同期大幅增长 163.92%，报告期内共完成 116 家 IPO、30 家再融资及 80 家债券的主承销项目，其中股票承销金额 1810.34 亿元，占全行业前三季度股票承销总金额的 28.93%；IPO 家数 116 家、占全行业前三季度 IPO 总数的 44.62%。债券承销金额 1446.85 亿元，占全行业前三季度债券主承销金额的 30.74%。

表 3: 13 家券商前三季度 IPO 及再融资情况 单位: 亿元

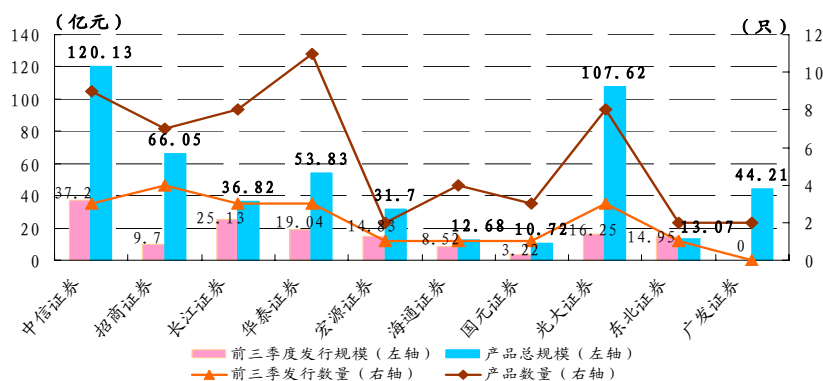
|        | 首发  |         | 再融资 |        |
|--------|-----|---------|-----|--------|
|        | 家数  | 募集资金    | 家数  | 募集资金   |
| 招商证券   | 17  | 157.70  | 1   | 5.00   |
| 广发证券   | 15  | 132.17  | 1   | 4.17   |
| 中信证券   | 7   | 280.54  | 3   | 69.94  |
| 中信建投   | 6   | 66.63   | 4   | 86.8   |
| 华泰联合   | 14  | 116.96  | 3   | 16.59  |
| 华泰证券   | 6   | 44.15   | 1   | 6.20   |
| 宏源证券   | 9   | 105.37  | 2   | 25.78  |
| 海通证券   | 8   | 227.69  | 7   | 105.23 |
| 光大证券   | 5   | 47.27   | -   | -      |
| 国金证券   | 8   | 112.8   | 2   | 11.00  |
| 西南证券   | 5   | 31.94   | 2   | 17.8   |
| 国元证券   | 6   | 44.5    | -   | -      |
| 东北证券   | 5   | 29.47   | 1   | 9.42   |
| 长江证券承销 | 1   | 7.5     | 3   | 17.73  |
| 太平洋证券  | 4   | 29.99   | -   | -      |
| 合计     | 116 | 1434.68 | 30  | 375.66 |

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

## 2.4 资产管理业务

1-9 月, 13 家上市券商合计发行集合理财产品 20 只、募集资金 148.84 亿元, 占全行业前三季度所发行集合理财产品总规模的 28.10%。前三季度, 13 家上市券商合计实现资产管理业务净收入 13.87 亿元, 较之去年同期增长 11.23%。从单季度来看, 第三季度, 13 家券商合计实现净收入 4.58 亿元, 同比减少 11.18%, 环比小幅增长 2.23%。

图 6: 上市券商发行集合理财产品数量及规模



注: 产品总规模和数量为截至 9 月底数据

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

表 4: 前三季 13 家上市券商资产管理业务净收入情况 单位: 亿元

|      | 2010 前三季 | 前三季同比   | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010Q3 |
|------|----------|---------|--------|--------|--------|
| 宏源证券 | 0.50     | 100.72% | 0.35   | 0.04   | 0.11   |
| 东北证券 | 0.19     | 410.19% | 0.04   | 0.05   | 0.10   |
| 国元证券 | 0.08     | -30.78% | 0.02   | 0.02   | 0.04   |
| 广发证券 | 0.60     | 100.77% | 0.36   | 0.13   | 0.11   |
| 长江证券 | 0.35     | -6.05%  | 0.10   | 0.13   | 0.12   |
| 中信证券 | 1.31     | -21.40% | 0.41   | 0.45   | 0.44   |
| 海通证券 | 4.86     | 19.23%  | 1.46   | 1.67   | 1.74   |
| 招商证券 | 0.44     | 51.78%  | 0.10   | 0.18   | 0.16   |
| 华泰证券 | 0.80     | -32.24% | 0.27   | 0.27   | 0.26   |
| 光大证券 | 4.73     | 13.24%  | 1.68   | 1.55   | 1.50   |
| 合计   | 13.87    | 11.23%  | 4.80   | 4.48   | 4.58   |

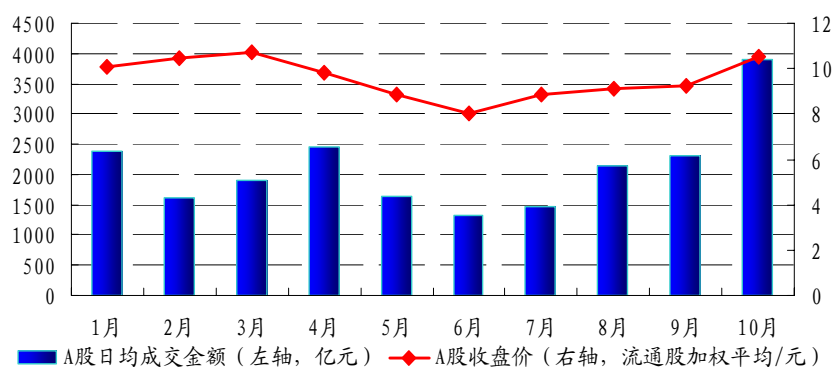
注: 截至 9 月底, 国金证券、西南证券和太平洋证券暂时集合理财产品成立

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

### 3. 四季度展望

进入 10 月份以来, A 股市场的估值修复行情带动了成交量的大幅回升, A 股日均成交金额迅猛升至近 4000 亿元的成交水平。尽管中国人民银行日前决定自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率, 但在随后的 11 月 3 日, 美联储宣布了实施第二轮定量宽松货币政策的决定——将在 2011 年第二季度前进一步购买 6000 亿美元的较长期国债, 同时将维持联邦基金基准利率在 0—0.25% 的区间不变。根据我们策略分析师的研判, 全球流动性泛滥的格局短期难以发生改变, A 股市场的流动性仍然处在相对比较宽松和继续改善趋势之中, 预计上证综指年内还有 10% 的上涨空间。

图 7: 2010 年各月 A 股日均成交金额与收盘价一览



资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

基于上述认识,我们预计,A股市场成交活跃的态势在年内还将持续,券商经纪业务的降佣压力在年内大为减小、自营投资收益将成为第四季度的业绩亮点,券商的整体盈利水平在第四季度仍将持续改善,经纪业务和证券自营这两大业务收入在券商总收入中的合计占比有望再次升至85%左右。考虑到第四季度券商盈利水平持续回升、市场流动性相对充沛、券商股与股指高度相关等三方面因素,结合我们对第四季度市场行情的预测以及券商股目前的估值水平,给予该板块评级“同步大市”。

### 行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;  
同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;  
弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;  
增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;  
观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;  
卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。