

证券行业 2010 年三季报综述

中等券商业绩表现好

金融/资本市场

优于大势

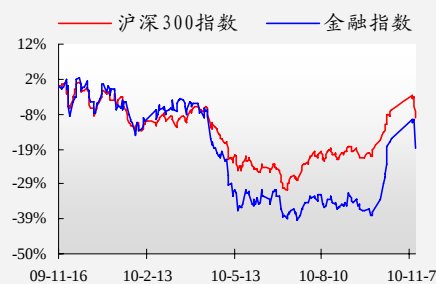
维持评级

发布时间：2010 年 11 月 15 日

投资要点：

- 中等规模券商市场份额上升主要是长江证券等券商营业部重新布局的结果。随着证券公司服务部改营业部及营业部新设，中等规模券商将营业部的布局做了进一步调整。而大型券商营业部主要分散在大城市，没有自己相对集中的根据地，面对新来的竞争者，客户逐渐流失，市场份额下降。
- 营业部迁址，造成交易佣金率下降。中小券商的营业部迁址以后，在外地大打价格战，而本地由于具有垄断优势，佣金率下降幅度相对较少。对于大券商来说经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。
- 一方面是市场份额大幅度提高，另一方面是佣金率下降较少，因此，与其它券商相比，长江证券、西南证券等中等规模券商 2010 年前 9 个月的经纪业务收入同比下降幅度较小。
- 从 2010 年 6 月至 10 月份，各家公司投资收益贡献占比来看，以长江证券为首的中等券商投资收益贡献大。说明长江等中等券商在市场节奏把握和仓位控制方面做得较好。
- 在佣金率下降的趋势下，由于市场份额在上升，与大券商相比，长江、宏源、国元等中等券商经纪业务收入下降幅度较小。在投资收益方面，中等券商投资能力表现较好，投资收益贡献幅度较大，因此给予长江证券、宏源证券和国元证券谨慎推荐的评级，建议重点关注。

走势图



重要公司

评级

长江证券	谨慎推荐
宏源证券	谨慎推荐
国元证券	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、中等券商经纪业务收入下降幅度小

1、中等券商市场份额提升

从历年来的发展趋势来看，大券商的市场份额在下降，中小券商市场份额有所上升。其中，长江证券、宏源证券和国元证券市场份额上升幅度最大。

中等规模券商市场份额上升主要是长江证券等券商营业部重新布局的结果。随着证券公司服务部改营业部及营业部新设，中等规模券商将营业部的布局做了进一步调整，主要是从偏远地区迁往发达地区、从省内迁往省外、从中小城市迁往中心城市。营业部向中心城市和发达地区涌入，以中心城市为根据地的大券商被迫让出了一定的市场份额，而迁出地区的客户资源由于没有新的竞争者进入依然留给了原来的公司，因此，长江证券营业部迁址的过程中市场份额在上升。而对于大券商来说，营业部主要分散在大城市，没有自己相对集中的根据地，面对新来的竞争者，客户逐渐流失，市场份额下降。

表 1、中等券商市场份额上升

公司	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
中信系	7.45%	7.76%	7.74%	7.59%	5.7%
海通证券	4.31%	4.50%	4.41%	4.1%	4.06%
招商证券	3.50%	3.60%	3.80%	4.0%	4.0%
光大证券	2.70%	3.21%	3.10%	3.1%	3.1%
长江证券	1.35%	1.30%	1.29%	1.6%	1.7%
宏源证券	1.10%	1.10%	1.09%	1.3%	1.3%
国元证券	1.05%	0.90%	0.88%	1.1%	1.1%
西南证券	0.73%	0.60%	0.52%	0.70%	0.75%
国金证券	0.46%	0.50%	0.59%	0.70%	0.70%

资料来源：东北证券

表 2、各地新建及迁址营业部数量

	新建营业部					本地迁址营业部			
	2007	2008	2009	2010	合计	2007	2008	2009	合计
广东省	77	8	6	28	119	26	43	18	87
浙江省	20	1	3	27	51	6	20	9	35
北京市	19	1	1	15	36	5	10	5	20
上海市	17	2	2	14	35	16	26	23	65
江苏省	14	2	1	20	37	4	13	17	34
山东省	12	10	9	16	47	6	11	4	21
辽宁省	11			9	20	3	7	7	17
湖北省	10	1		12	23	6	7	2	15
四川省	10			3	13		10	2	12
黑龙江	8	1	1		10		7	1	8
天津市	8			8	16	3	6	2	11
福建省	7	2	2	16	27		5	2	7
江西省	7	1		2	10				
湖南省	6	3	10	15	34				

资料来源：东北证券

表 3、异地迁址营业部数量

	2007	2008	2009	2010	合计
浙江省		10	4	2	16
北京市	1	5	2	2	10
广东省	2	2	2	4	10
福建省		3	3	1	7
重庆市	1	3			4
河南省		2	1		3
山东省	2	2	1	3	8
天津市		2			2
江苏省	1	1	1		3
云南	1	1			2
湖南省			1	4	5

资料来源：东北证券

表 4、大券商在各地营业部占比

	招商	光大	广发	海通
北京市	14	5	7	6
福建省	2	3	3	2
广东省	23	27	86	10
江苏省	4	6	5	14
山东	2	4	5	11
辽宁	2	3	10	6
上海市	8	11	12	30
天津	2	1	3	1
浙江	3	19	7	9
其他	20	32	55	95
不发达地区占比	25.0%	28.8%	28.5%	51.6%
发达地区占比	75.0%	71.2%	71.5%	48.4%

资料来源：东北证券

表 5、中等券商省内省外营业部占比

	西南	宏源	长江	国元
省内	18	43	28	37
省外	23	35	52	31
省内占比	43.9%	55.1%	35.0%	54.4%
省外占比	56.1%	44.9%	65.0%	45.6%

资料来源：东北证券

表 6、中等券商省内省外经纪业务收入及交易额占比

		经纪收入	交易额
西南	省内	53.7%	43.0%
	省外	46.3%	57.0%
宏源	省内	37.7%	33.6%
	省外	62.3%	66.4%
长江	省内	33.6%	37.7%
	省外	66.4%	62.3%
国元	省内	61.6%	49.0%
	省外	38.4%	51.0%

资料来源：东北证券

2、中等券商佣金率下降幅度小

营业部迁址，造成交易佣金率下降。中小券商的新设及迁址营业部，主要是从本省的垄断地区迁往经济发达市场竞争激烈的地区，迁址以后，在外地大打价格战，而本地由于具有垄断优势，佣金率下降幅度相对较少。对于大券商来说经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大。对中信和海通证券等大券商来说，经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。

对于长江证券等中小券商来说，尽管在省外的佣金率也会有较大幅度的下降，但在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势，佣金率下降幅度比较小。

表 7、佣金率年度对比

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年中期
海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%	0.12%
招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%	0.09%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%	0.08%
中信系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%	0.096%
长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%	0.12%
宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%	0.14%
国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	0.12%	0.13%
西南证券	0.17%	0.17%		0.13%	0.12%

资料来源：东北证券

3、中下券商经纪业务收入下降幅度较小

一方面是市场份额大幅度提高，另一方面是佣金率下降较少，因此，与其它券商相比，长江证券、西南证券等中等规模券商 2010 年前 9 个月的经纪业务收入同比下降幅度较小。

表 8、地方券商省内及省外佣金率差异

		佣金率	营业部数量	营业部集中度	营业收入集中度
长江	省内	0.19%	27	33.3%	39%
	省外	0.13%	54	66.6%	61%
国元	省内	0.19%	33	56.9%	61.6%
	省外	0.12%	25	43.1%	38.4%
宏源	省内	0.28%	22	39.3%	37.7%
	省外	0.11%	34	60.7%	62.3%

资料来源：东北证券

表 9、长江、国元和宏源证券分地区交易额同比

单位：百万元

		2009 年 6 月	2010 年 6 月	同比
国元	省内	259993.7	234313	-9.88%
	省外	277891.9	243773	-12.28%
宏源	省内	217919.9	196524	-9.8%
	省外	412151.4	387792	-5.9%
长江	省内	199863.7	214241	7.20%
	省外	388976.4	502582	29.20%

资料来源：东北证券

表 10、中等券商佣金率下降市场份额上升

	公司	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
市场份额	长江证券	1.35%	1.30%	1.29%	1.60%	1.70%
	宏源证券	1.10%	1.10%	1.09%	1.30%	1.30%
	国元证券	1.05%	0.90%	0.88%	1.10%	1.10%
	西南证券	0.73%	0.60%	0.52%	0.70%	0.75%
佣金率	长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%	0.12%
	宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%	0.14%
	国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	0.12%	0.13%
	西南证券	0.17%	0.17%		0.13%	0.12%

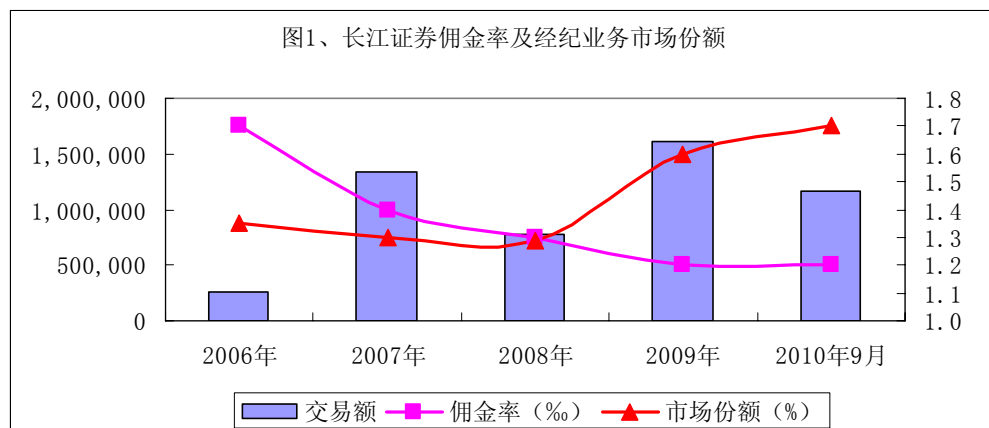
资料来源：东北证券

表 11、大券商市场份额、佣金率齐下降

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
市场份额	中信系	7.45%	7.76%	7.74%	7.59%	5.70%
	海通证券	4.31%	4.50%	4.41%	4.10%	4.06%
	招商证券	3.50%	3.60%	3.80%	4.00%	4.00%
	光大证券	2.70%	3.21%	3.10%	3.10%	3.10%
率 佣 金	中信系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%	0.10%
	海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%	0.12%

招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%	0.09%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%	0.08%

资料来源：东北证券



资料来源：东北证券

表 12、市场份额及经纪业务收入增速比较

券商	2009 年 9 月 市场份额	2010 年 9 月 市场份额	交易额同比	经纪业务收入同比
长江	1.45%	1.65%	2.78%	-16.50%
西南	0.60%	0.75%	12.49%	-17.80%
宏源	1.28%	1.29%	-8.78%	-24.00%
国元	1.06%	1.06%	-9.91%	-25.80%
海通	4.16%	4.06%	-11.84%	-28.90%
中信	7.10%	7.25%	-7.75%	-32.80%
华泰	5.38%	5.82%	-2.19%	-33.60%
招商	4.06%	3.98%	-11.45%	-33.80%
广发	4.00%	4.12%	-6.79%	-35.60%
光大	3.11%	3.14%	-8.73%	-37.20%

资料来源：东北证券

二、中等规模券商投资收益贡献大

在欧美国家继续实行宽松货币政策和美元持续贬值的背景下，资金将持续流向新兴市场国家，造成新兴市场国家资产价格的膨胀。预计中国股市依旧处于上升阶段。从 2010 年中期的数据来看，长江证券等中等券商自营仓位中权益类资产占比并不高，如果存在投资机会，公司会相应扩大投资规模，因此投资业务的收益增长可期。

从 2010 年 6 月至 10 月份，各家公司投资收益贡献占比来看，以长江证券为首的中等券商投资收益贡献大。说明长江等中等券商在市场节奏把握和仓位控制方面做得较好。

表 13、自营仓位比较

证券简称	广发证券	长江证券	国元证券	宏源证券	西南证券
交易性资产	9883938901	3673121812	934814168	3089034967	5950163288
可供出售资产	6245665332	4583854373	2455944954	1672673391	1000216729
净资产	18941750752	9280687087	14791873334	7114409776	10820285186
权益资产	2941721223	1237258629	1139626633	1344179791	
投资资产/净资产	85.20%	89.00%	22.90%	66.90%	64.20%
权益资产/净资产	15.53%	13.33%	7.70%	18.89%	
证券简称	中信证券	海通证券	华泰证券	光大证券	招商证券
交易性资产	17268460646	10850785820	14792208885	4427003507	18439329427
可供出售资产	35769492337	5964327308	3205953587	2170210850	3676611077
净资产	67421763890	44714952610	32169401439	22231349775	22947554192
权益资产	17507919575	8058651026	2023152111	1359298225	2794318798
投资资产/净资产	78.70%	37.60%	55.90%	29.70%	96.40%
权益资产/净资产	26.00%	18.00%	6.30%	6.10%	12.20%

资料来源：东北证券

表 14、各公司 2010 年 6—10 月份投资收益

	营业收入	经纪收入	承销业务收入	利息收入	其他收入	投资收益
国元	95295	53459	11150	14866	953	14867
招商	233601	146065	43683	20557	2803	20493
光大	196609	116034	14352	35193	31261	-231
广发	367367	20361	5227	13756	264007	64017
海通	357385	208127	32165	50034	26446	40612
宏源	113104	65338	19352	5203	4569	18642
华泰	356405	216620	57025	42769	7128	32864
长江	146546	77985	6706	8429	2299	51127

资料来源：东北证券

表 15、各公司 2010 年 6—10 月份投资收益贡献

	经纪收入	承销收入	利息收入	其他收入	投资收益
长江	53.2%	4.6%	5.8%	1.6%	34.9%
广发	5.5%	1.4%	3.7%	71.9%	17.4%
宏源	57.8%	17.1%	4.6%	4.0%	16.5%
国元	56.1%	11.7%	15.6%	1.0%	15.6%
海通	58.2%	9.0%	14.0%	7.4%	11.4%
华泰	60.8%	16.0%	12.0%	2.0%	9.2%
招商	62.5%	18.7%	8.8%	1.2%	8.8%
光大	59.0%	7.3%	17.9%	15.9%	-0.1%

资料来源：东北证券

三、投资策略

在佣金率下降的趋势下，由于市场份额在上升，与大券商相比，长江、宏源、国元等中等券商经纪业务收入下降幅度较小。在投资收益方面，中等券商投资能力表现较好，投资收益贡献幅度较大，因此给予长江证券、宏源证券和国元证券谨慎推荐的评级，建议重点关注。

表 16、各公司估值对比

证券简称	市盈率(PE,TTM)	市净率	总市值[亿元]	A 股市值[亿元]
太平洋	77.8	10.1	197.4	34.0
兴业证券	51.1	4.2	449.5	43.0
广发证券	48.4	7.3	1315.7	48.3
西南证券	40.0	3.0	323.8	52.9
国金证券	35.7	5.8	171.3	73.1
国元证券	28.8	1.8	267.7	267.7
东北证券	27.5	5.2	167.5	167.5
华泰证券	26.6	2.8	896.0	125.5
海通证券	24.0	2.1	898.5	898.5
光大证券	23.8	2.5	561.6	179.6
招商证券	23.7	3.4	788.8	78.9
辽宁成大	23.5	4.2	306.9	306.9
宏源证券	21.3	4.1	291.9	291.9
长江证券	21.2	3.2	295.5	150.6
中信证券	21.0	2.2	1411.3	1398.5
吉林敖东	17.7	3.3	225.0	203.4

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。