

证券行业发展

主营转型在即，全年业绩不乐观

2010-12-07

投资要点：

◇主要业务收入差距明显

(1)从2010年前9个月的数据来看，佣金率仍能保持在千分之一以上的15家上市券商中仅剩宏源、山西、太平洋及东北等四家。最低的如兴业证券，佣金率仅有0.0691%。

(2)京、沪、深三地，呈现京、深两头大、唯沪一头小的格局；沪地的海通、光大等一批综合实力券商，在该项业务的收益极不乐观。

◇主营业务构成正在优化

(1)近三年来，主营结构正在快速发生变化。08年经纪业务收入整体占比为70.5%，09年为69.23%，10年上半年为66.0%，10年前三季为54.98%。

(2)对比美国资本市场的发展历程，当前国内券商的发展情况与其上世纪80年代有些类似。当时，以美林证券为主的以经纪业务服务为核心的客户平台模式，及以雷曼兄弟和高盛公司为主的以自有资本产出为根本的机动发展模式为其日后发展奠定了转型基础。

◇全年营收状况不容乐观

(1)宏源证券的全年营业收入有望实现同比 20.86%的增幅，净利润则可能实现 32.81%的增幅；属今年上市券商中为数不多的亮点。

(2)海通、广发、华泰及招商等一批实力券商归属母公司的净利润均可能有两成左右的同比下降幅度。

(3)国金证券今年由于受 5 家营业部设立等相关事项影响，全年营业收入尽管有望实现正增长，但净利润可能同比下降近一成左右。

◇投资策略

基于上述分析，我们认为，尽管全年以业绩为基本的价值投资空间不明显，但鉴于券商的经营特色，期间存在交易机会。主要表现为：

(1)全年业绩下滑主要受制于经纪业务佣金率的拖累，因此未来的投资重点应关注转型特征相对明显的中信、广发、华泰及招商等几家实力券商。

(2)受国家发展规划的影响，宏源、兴业等区域券商存在阶段性操作机会。

证券业

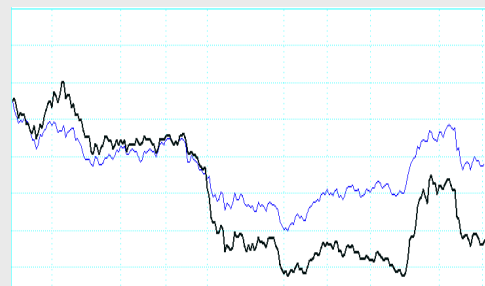
评级：中性（维持）

每股收益均值：0.60 元

平均市盈率：28.00 倍

行业态势：

52 周指数走势



—申万证券指数 —HS300 指数

孙亚超

执业编号：S0820109060528

张欣

电话

021-32229888*3506

邮箱

sunyachaoe@ajzq.com

相关报告

证券业下半年策略

2010-06-04

证券行业四季度策略

2010-08-31

中期价值显现，关注大券商

2010-11-10

主要业务收入差距明显

次贷危机改变了华尔街，也震动了国内资本市场。国内的表现，最为突出的就是，之前以“坐商”等被动模式就能赚取不菲利润的券商，现如今正遭遇着佣金率快速下滑的煎熬。从2010年前9个月的数据来看，佣金率仍能保持在千分之一以上的15家上市券商中仅剩宏源、山西、太平洋及东北等四家。最低的如兴业证券，佣金率仅有0.0691%。

前11个月中，由于中信建投依然在中信证券进行财务合并，其经纪业务收入继续保持大幅领先。不过，由于中信前1个月中信证券母公司的佣金率仅有0.0649%，因此在其失去中信建投的控股权后的经纪业务收入前景值得担忧。上交所数据显示，截至2010年11月底，中信建投营业务数量为120家，交易额占到了中信证券、中信金通、中信万通三家合计的66.7%。

前11个月中，投行业务的差距更是十分明显。京、沪、深三地，呈现京、深两头大、唯沪一头小的格局。沪地的海通、光大等一批综合实力券商，在该项业务的收益极不乐观。随着中小板、创业板公司发行上市行程的进一步推进，沪地券商如果不能及时转变经营机制，这种地域差距或将继续扩大。就美国的情况来看，上市公司共计有近万家。尽管国内目前的经济总量尚难支撑如此多的上市公司，但就中期发展来看，该项业务所揭示的收益潜力不容小视。

表1：上市券商主要业务收益情况对比

	净资本（亿元）	1-9 月佣金率（%）	1-11 月经纪业务收入估算（亿元）	1-11 月投行业务收入（亿元）
中信证券	326.02	0.0955	70.80	12.27
海通证券	329.73	0.0888	39.43	6.36
广发证券	99.10	0.0989	40.03	5.11
华泰证券	109.64	0.0799	45.40	13.05
招商证券	151.89	0.0741	30.17	10.63
光大证券	170.34	0.0739	23.37	2.47
长江证券	65.67	0.0840	15.17	1.04
宏源证券	45.53	0.1167	14.74	3.48
西南证券	34.35	0.0941	6.70	3.15
兴业证券	40.49	0.0691	11.20	1.32
山西证券	16.58	0.1308	8.41	0.99
太平洋	16.01	0.1487	3.95	1.52
国元证券	119.01	0.0844	10.15	2.84
国金证券	26.43	0.0861	6.69	5.38
东北证券	20.32	0.1287	9.23	1.03

数据来源：wind资讯，爱建证券研究发展总部

说明：(1)华泰净资本为09年底数据85.31，华泰联合为24.33；其余为2010年中期数据

(2)广发证券佣金率数据不包括广发华福

(3)山西证券佣金率、投行业务收入为2010年中期数据

(4)中信证券母公司的佣金率为0.0649%，中信建投以60%进行折算

(5)长江证券投行收入为1-9月数据

主营业务构成正在优化

回顾近三年的业务发展过程,08年经纪业务收入整体占比为70.5%,09年为69.23%,10年上半年为66.0%,10年前三季为54.98%,主营结构正在快速发生变化。不过,就15家上市券商而言,东北证券的这一业务变化趋势,目前为止仍不明显。

对比美国资本市场的发展历程,当前国内券商的发展情况与其上世纪80年代有些类似。而这一时期,也正是华尔街大投行在为世界瞩目的重要转型时期;主要特征就是,以美林证券为主的以经纪业务服务为核心的客户平台模式,及以雷曼兄弟和高盛公司为主的以自有资本产出为根本的机动发展模式日后得以逐渐成型。就当下而言,上市券商中,中信、广发、华泰及招商等几家券商的未来发展值得予以关注。

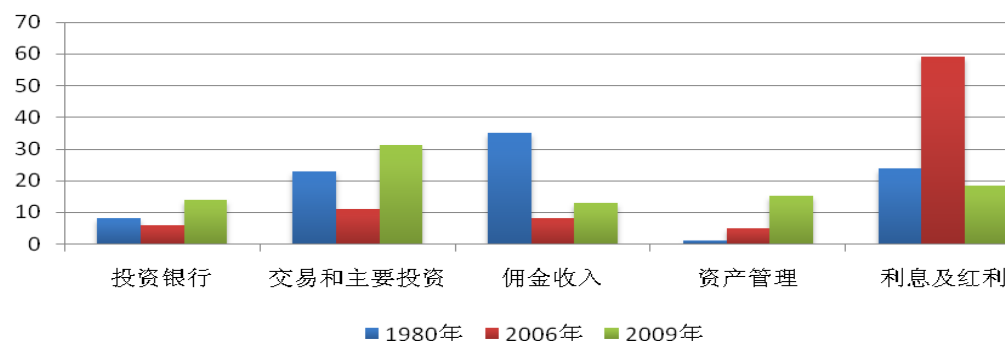
表2: 1-9月上市券商主要业务收入构成对比 (%)

	经纪业务	自营业务	投行业务	资管业务
中信证券	44.90	10.71	11.18	1.05
海通证券	49.22	12.74	8.89	7.14
广发证券	58.91	17.61	7.77	0.98
华泰证券	63.53	7.47	15.40	1.39
招商证券	57.08	10.78	21.66	1.06
光大证券	57.10	2.25	7.55	14.67
长江证券	52.58	33.62	4.54	1.54
宏源证券	45.57	25.63	16.46	1.93
西南证券	48.16	24.25	19.03	na
兴业证券	46.02	10.62	8.95	1.95
山西证券	65.25	5.52	16.62	0.20
太平洋	65.79	-1.57	22.29	na
国元证券	54.00	15.89	13.83	0.55
国金证券	44.11	0.14	46.13	na
东北证券	72.48	5.07	12.65	1.90

资料来源: 公司财报, 爱建证券研究发展总部

说明: 山西证券为2010年中期数据, 其余为1-9月数据

图1: 美国券商的发展历程对比



资料来源: New York Stock Exchange, 爱建证券研究发展总部

全年营收状况不容乐观

基于主要业务的经营情况，我们对上市券商2010年全年的营业收入及归属母公司利润情况进行了前期测算。从结果来看，宏源证券的全年营收可能继续保持中期及三季度的总体情况，营业收入有望实现同比20.86%的增幅，净利润则可能实现32.81%的增幅；属今年上市券商中为数不多的亮点。

此外，长江证券稳健的经营风格，及业务发展的“不急不躁”态势，使其业绩发展基本与去年持平。不过，海通、广发、华泰及招商等一批实力券商均可能有两成左右的同比下降幅度。相比之下，国金证券的营业收入尽管实现了正增长，但今年5家营业部的设立等相关事项无疑加重了其经营开支，因此全年归属母公司的净利润可能同比下降近一成左右。

表 3：2010 年上市券商全年营收预测

	营业收入 预测（亿元）	同比增幅 预测（%）	净利润 预测（亿元）	同比增幅 预测（%）
中信证券	167.92	-23.70	54.39	-39.46
海通证券	87.39	-12.08	35.37	-22.23
广发证券	74.13	-18.51	33.11	-23.64
华泰证券	77.96	-18.48	32.68	-13.89
招商证券	57.66	-33.57	28.36	-23.93
光大证券	44.65	-20.18	19.26	-31.87
长江证券	31.47	-1.47	12.95	-5.61
宏源证券	35.29	20.86	15.30	32.81
西南证券	15.18	-26.06	5.54	-44.99
兴业证券	26.55	-13.94	8.34	-27.79
山西证券	14.06	-7.01	4.66	-24.72
太平洋	6.55	-21.56	2.07	-48.89
国元证券	20.51	-6.13	8.99	-13.31
国金证券	16.55	16.96	4.42	-14.34
东北证券	13.89	-30.31	4.35	-52.35

资料来源：爱建证券研究发展总部

说明：归属母公司净利润率参照1-9月份计算

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;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 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-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 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。