



结构转型、业绩平稳

2010-12-08

投资要点：

◇整体行情研判

我们认为：明年的指数高点可能出现在下半年，尤其是三季度 HS300 指数高点可能为 3850 点左右，对应沪深两市全年日均成交额 2500 亿元左右；全年基本呈现前低后高走势。

◇业务发展情况分析

经纪业务：从部分上市券商的数据表现来看，今年三季度佣金率与中期相比下滑十分明显，平均下滑幅度为27.61%；如果明年按照下降两成计算，2011年的平均佣金率可能在万分之六左右，乐观估计为万分之七。

投资银行业务：今年前三季度境内融资额已超过了 6600 亿元，全年有望达到 8000 亿元左右。考虑到十二五经济规划重点有新能源、科技创新等导向性，故明年中小企业融资的步伐将不会出现较大差异。就现有数据而言，明年可能与今年大致持平。

证券投资业务：预计 2010 年实现正收益的可能性较大，但超越 2009 年 231.73 亿元的概率不大。考虑到 2011 年市场预期情况可能要好于今年，故该项业务收益可能在 300 亿元以上。

资产管理业务：今年上半年，该项业务收入为 7.78 亿元，预计全年收益水平仍可能维持在 15 亿元左右。从现有的数据和情况来看，2011 年能否取得营收转折，尚未可知。乐观估计，明年的该项业务净收益可能在 20 亿元左右。

创新业务：2010 全年融资融券和股指期货两项业务合计有望为资格券商贡献近50亿元的收益，约占今年全年券商整体收入的 3%。这一比例显然超过了资产管理业务的费用收入。

◇盈利预测

综合来看，2010 年券商的全年营业收入有可能同比下滑 18.14%，营业利润同比下滑 24.40%。2011 年券商的全年营业收入有可能同比上升 4%左右，营业利润同比上升 4%左右。故此，长期投资价值空间不甚明显，予以中性评价。

就个股而言，我们建议重点关注中信、广发和宏源。

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)佣金率下降的态势仍将继续，因此部均盈利能力、营业部数量、及具有地区垄断优势的个别券商值得予以足够关注。

行业评级

中性

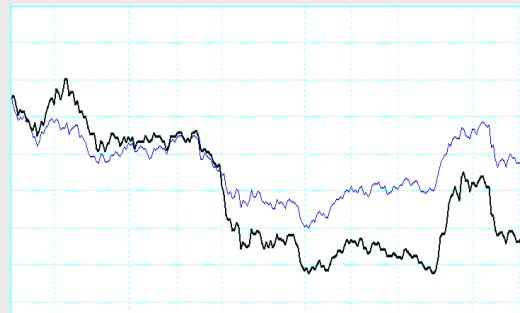
11 年平均 EPS (元):	0.70
11 年动态市盈率 (倍):	25.00

个股关注

	EPS	动态 PE	PB	评价
中信证券	0.70	22.35	2.14	推荐
广发证券	1.75	27.51	7.30	推荐
宏源证券	1.10	14.70	3.90	推荐

52 周指数变化

—申万证券指数 —沪深



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

证券行业四季度策略

2010-08-31

证券行业下半年策略

2010-06-04

目录

1.整体行情可能呈现前低后高态势.....	1
2.经纪业务下滑趋势加快.....	2
3.投行业务成就初期转型.....	3
4.自营业务彰显市场缺陷.....	4
5.资管业务突破面临困难.....	4
6.创新业务发展渐行渐近.....	5
7.明年业绩预计难有惊喜.....	6
8.投资策略.....	7
8.1 行业维持中性评级.....	7
8.2 建议关注中信、广发及宏源.....	7

表格

表 1: 指数收盘点位及日均交易额预测.....	1
表 2: 上市券商佣金率变化趋势.....	2
表 3: 境内资本市场筹资情况.....	3
表 4: 106 家券商整体营收情况对比.....	5
表 5: 券商整体营收预测.....	6
表 6: 国内券商经营情况.....	6
表 7: 2010 年上市券商盈利能力对比.....	7
表 8: 部分上市券商价值对比.....	8

图例

图 1: 沪深两市日均成交额表现.....	1
图 2: 美国券商的发展历程对比.....	2
图 3: 上市公司 1-11 月投行业务收入对比.....	3
图 4: 资管业务整体发展态势.....	4
图 5: 沪市融资融券交易情况.....	5

1. 整体行情可能呈现前低后高态势

年初以来至 11 月底，HS300 指数下跌 12.27%；且近一个月以来的日均换手率为 2.03%，市场气氛经历了“低迷-回升-受挫”的三阶段历程。我们预计，指数在四季度可能会创出阶段性新高；不过 2011 年一季度可能会出现回落，然后逐季上升。此外，从日均交易额的预测值上来看，数据显示，日均交易额自今年四季度开始呈现逐步上升态势，尤其在 2011 年二季度开始比较明显。

据此，我们认为：明年的指数高点可能出现在下半年，尤其是三季度 HS300 指数高点可能为 3850 点左右，对应沪深两市全年日均成交额 2500 亿元左右；全年基本呈现前低后高走势。

表 1：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 11Q2	2986.61	2149.67	3000±180	-
预测 11Q1	2638.25	1956.13	2650±110	1900±550
预测 10Q4	3354.13	1934.50	3350±100	1950±300
10Q3	2938.52	1987.88		
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		

资料来源：爱建证券研究发展总部

说明：(1)采用 3 期滞后，HS300 收盘价和日均交易额(亿元)的预测优度分别为 0.98 和 0.84；且明年 1 季度至 2 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



图 1：沪深两市日均成交额表现

数据来源：CSRC

2. 经纪业务下滑趋势加快

目前，国内证券行业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。虽然，自明年开始监管层将对佣金战予以规范化，但国际经验表明，佣金下滑长期来看将是必然趋势，经纪业务收入占比亦将会逐步下降。当然，近三年来，国内该项业务的发展态势也基本表明了这一点。数据显示，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%，业务结构正在快速发生变化。

此外，从部分上市券商的数据表现来看，今年三季度佣金率与中期相比下滑十分明显，环比平均下滑幅度为27.61%。如果明年按照下降两成计算，2011年的平均佣金率可能在万分之六左右，乐观估计为万分之七。

表2：上市券商佣金率变化趋势

佣金率(%)	10年前三季	10中期	10Q1	09Q4	09Q3	09Q2	09Q1
中信	0.0955	0.0847	0.0865	0.0988	0.1062	0.1193	0.1190
海通	0.0888	0.0991	0.1015	0.0355	0.1133	0.1280	0.1206
广发	0.0989	0.1212	0.1044				
华泰	0.0799	0.0985	0.0817	0.1003	0.1473	0.1147	0.0997
招商	0.0741	0.0773	0.0798			0.1038	0.1001
光大	0.0739	0.0778	0.0801	0.0676	0.0895	0.1094	0.0996
长江	0.0840	0.0854	0.0868	0.1071	0.1018	0.1042	0.0917
国元	0.0844	0.0886	0.0926	0.0983	0.0984	0.1213	0.1120
东北	0.1287	0.1332	0.1339	0.1588	0.1468	0.1600	0.1711
宏源	0.1167	0.1229	0.1244	0.1329	0.1230	0.1397	0.1384
西南	0.0941	0.0992	0.0999	0.1062	0.1126	0.1291	0.1285
国金	0.0861	0.0907	0.0925		0.0874	0.0937	0.0920
山西	0.1308						
太平洋	0.1487	0.1517	0.1552	0.1572	0.1657	0.1757	0.1799

数据来源：wind资讯，爱建证券研究发展总部

说明：2010年前三季度佣金率的测算存在如下三个条限，

- (1)广发证券佣金率数据不包括广发华福
- (2)山西证券佣金率为2010年中期数据
- (3)中信证券母公司的佣金率为0.0649%，中信建投以60%进行折算

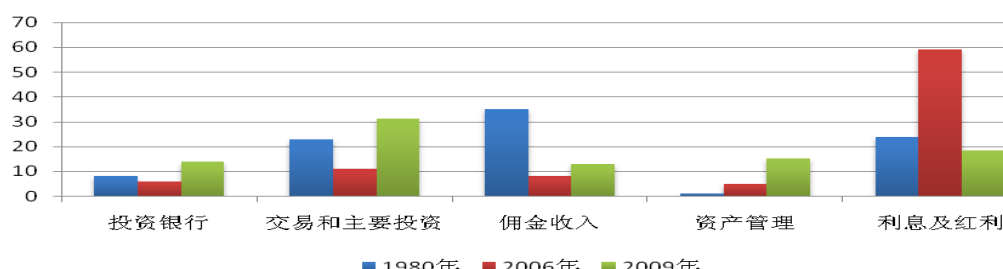


图2：美国券商的发展历程对比

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

3. 投行业务成就初期转型

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，今年中小企业上市融资情况较为乐观。前三季度境内融资额已超过了 6600 亿元，全年有望达到 8000 亿元左右。

不过，受制于宏观政策变化的影响，该项业务具有明显的不稳定性。考虑到下一个五年规划的重点有新能源、科技创新等导向性，故明年中小企业融资的步伐将不会出现较大差异。就现有数据而言，明年可能与今年大致持平。

此外，前 11 个月中，投行业务收益的地域差距十分明显。上海地区的海通、国泰君安、申万、光大等一批综合实力靠前的券商，该项业务表现极不乐观。数据显示，目前沪深两地的上市公司总量不足 2000 家，而美国股市则容纳着近万家的上市公司；尽管现阶段的国内经济总量可能难以支撑诸如美国市场的上市公司数量，但该项业务所表现出来的中期发展前景不容小觑。尤其是对于正面临业务结构转型中的国内券商而言，该项业务的发展很可能成为推动这一变化的先导力量。

表 3：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 前三季	6631.88	3980.80		881.69	595.44	690.00
2009 全年	4561.92	1831.38		1870.69	105.97	46.61
2008 全年	4264.48	1036.52		1424.42	151.57	55.60
2007 全年	7898.05	4809.85		2754.64	227.68	106.48
2006 全年	2379.09	1341.68		989.22	4.32	43.87
复合增速	24.24%					

资料来源：CSRC，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，复合增速的计算时间跨度为 2006 年至 2009 年。

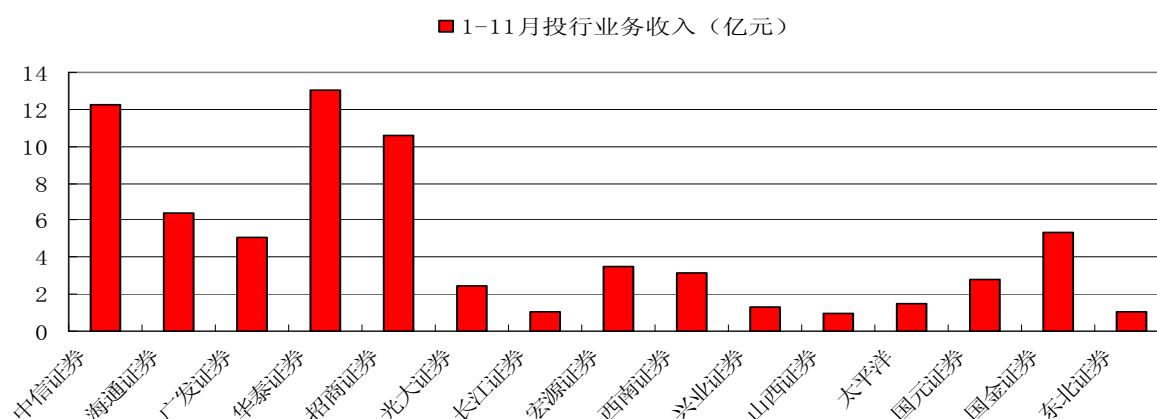


图 3：上市公司 1-11 月投行业务收入对比

数据来源：wind 资讯，爱建证券研究发展总部

4. 自营业务彰显市场缺陷

今年上半年券商自营业务再次出现不幸，间接表明券商在该项业务的发展方面仍旧面临不足。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。同时，也表明了当前国内市场发展的两大不足：一是市场交易品种的缺乏，二是专业人才的缺位。

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；同期，上证指数则下跌了 26.82%。不过，进入三季度以来，受市场好转的影响，该项业务大都已扭亏为盈。

数据显示，2009 行业证券投资收益（含公允价值变动）231.73 亿元，预计 2010 年实现正收益的可能性较大，但超越 2009 年的概率不大。考虑到 2011 年市场预期情况可能要好于今年，故该项业务收益可能在 300 亿元以上。

5. 资管业务突破面临困难

自 2008 年以来，国内券商资产管理业务的发展一直未能获得较大突破。今年上半年，该项业务收入为 7.78 亿元，预计全年收益水平仍可能维持在 15 亿元左右。

从现有的数据和情况来看，2011 年能否取得营收转折，尚未可知。乐观估计，明年的该项业务净收益可能在 20 亿元左右。

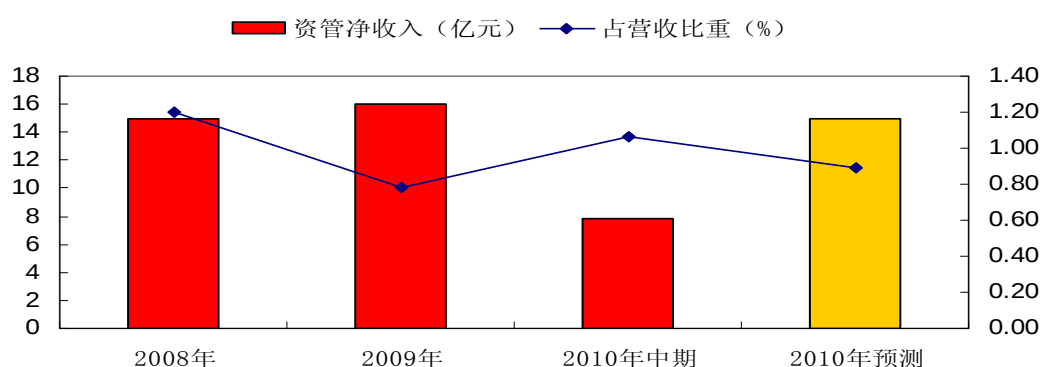


图 4：资管业务整体发展态势

数据来源：SAC，爱建证券研究发展总部

6. 创新业务发展渐行渐近

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 11 月 30 日，沪深两市融资余额为 93.82 亿元，融券余额为 0.29 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；融券余额近期波动明显，波动区间维持在 0.14-0.29 亿股附近，较前期有所放大。

如果融资融券利率均按照 7.86% 计算，目前该项业务已经为券商贡献收益近 7.5 亿元，全年有望接近 10 亿元。

(2)股指期货方面：自 8 月份以来，月均成交额在 4.79 万亿元；三个月的日均成交额基本围绕 2000 亿元的中轴上下波动。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。

总体而言，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 50 亿元的收益，约占今年全年券商收入的 2.98%；这一比例显然会超过资产管理业务对券商的业绩贡献。

表 4：106 家券商整体营收情况对比

市场份额 (%)	2009 年		2010 年中期	
	净收入 (亿元)	占比 (%)	净收入 (亿元)	占比 (%)
营业收入	2050.41		731.42	
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：SAC，爱建证券研究发展总部

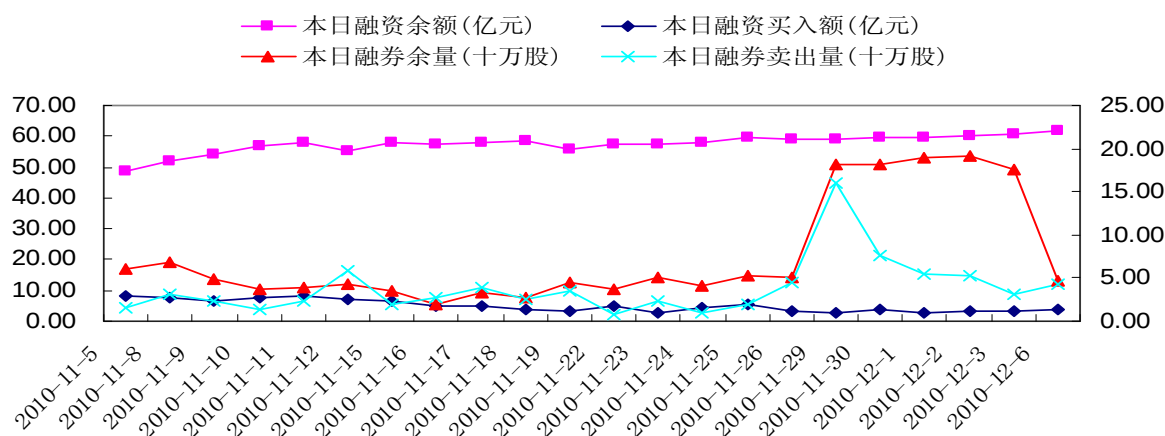


图 5：沪市融资融券交易情况

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

7. 明年业绩预计难有惊喜

综合前述分析，2010 年券商的全年营业收入有可能同比下滑 18.14%，营业利润同比下滑 24.40%。2011 年券商的全年营业收入有可能同比上升 4%左右，营业利润同比上升 4%左右。

表 5：券商整体营收预测

	2008 年	2009 年	2010 年(预测)	2011 年(预测)
平均佣金率 (%)	0.124	0.103	0.080	0.065
日均交易额 (亿元)	1085.82	2196.67	2200.00	2500.00
券商代理买卖业务收入 (亿元)	882.00	1419.45	1124.62	1045.43
占营收比重 (%)	70.50	69.23	67.00	60.00
营业收入 (亿元)	1251.00	2050.41	1678.54	1742.38
实现利润	482.00	932.71	705.14	731.96

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。

表 6：国内券商经营情况

	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	净资本 (亿元)	营业收入 (亿元)	实现利润 (亿元)	证券公司数 量(家)
2010 上半年	1.8 万	5053.44	3942.01	731.42	293.02	106
2009 年	2.03 万	4838.77	3831.82	2050.41	932.71	106
2008 年	1.2 万	3585	2887.00	1251.00	482.00	107
2007 年	17336.96	3444.26	2966.04	2835.85	1306.62	106
2006 年	6197.30	1062.55	755.70	627.00	254.58	104
2005 年	2769.72	608.88	380.78	115.28	-78.40	116
2004 年	3293.73	669.08	453.41	169.44	-103.64	134
2003 年	4875.41	1215.14	791.26	233.85	-9.39	90
2002 年	5291.00	1088.90	681.64	246.58	-25.93	

数据来源：SAC

说明：2006 年数据，根据 2007 年计算得来

8. 投资策略

8.1 行业维持中性评级

现如今，券商正遭遇着经纪业务佣金率快速下滑的侵扰；尤其是从今年三季度开始下滑呈加速态势。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，平均佣金率仅有0.0691%。此外，从交易量上来看，今年与去年相比难有超越之势，明年可能微升。不过就总体而言，经纪业务收益的贡献度在未来几年仍将继续延续下降趋势。

同时，由于创新业务在今明两年的贡献度仍会相对有限，资管业务和自营业务的发展受市场客体及主体环境的影响亦难取得突破性发展。再者，投行业务虽然今年总体情况较好，但下半年的情形将有所放缓；预计明年的总体情况可能仅与今年大致相当。故此，我们从价值投资角度维持证券行业中性评级。

8.2 建议关注中信、广发及宏源

就个股而言，我们建议重点关注中信证券、广发证券和宏源证券。

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。

表 7：2010 年上市券商盈利能力对比

	单项_1	单项_2	总评分	Rank	备注
中信证券	2.5344	-0.6003	1.0091	2	中信建投影响
海通证券	1.0436	0.1367	0.5878	3	
广发证券	0.8292	-0.1242	0.3626	5	经纪业务雄厚
华泰证券	0.9095	0.1347	0.5192	4	经纪、投行齐进
招商证券	0.5288	-0.6460	-0.0231	8	
光大证券	0.0047	-0.4491	-0.1992	10	
长江证券	-0.2723	0.8298	0.2350	6	
宏源证券	-0.0221	2.5801	1.1465	1	自营稳健
西南证券	-0.8281	-1.0402	-0.8844	13	
兴业证券	-0.5543	-0.1770	-0.3591	11	
山西证券	-0.8223	0.1134	-0.3639	12	
太平洋	-1.0731	-1.0100	-0.9945	14	
国元证券	-0.5523	0.4579	-0.0732	9	
国金证券	-0.8192	1.1710	0.1121	7	投行发力
东北证券	-0.9064	-1.3768	-1.0750	15	自营浮亏

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，及未来创新业务的领先发展。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 0.70 元，理论股价 $15.65 \pm X$ 元。

广发证券：中信建投从中信证券分离之后，广发证券的经纪业务优势将不断显现。目前公司拥有 189 家营业部，上市券商中位居首位。此外，公司近年来的研发实力遵循了“高投入、快见效”的发展脉络，为将来资管业务扩大、经纪业务升级等带来品牌效应。最后，公司目前流通比例仅为 3.67%，操作上面亦具明显优势。预计 2011 年公司每股收益可能达到 1.75 元，理论股价 $48.15 \pm X$ 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 2011 年公司每股收益可能达到 1.10 元，理论股价 $15.79 \pm X$ 元。

表 8：部分上市券商价值对比

	总市值（亿元）	流通市值（亿元）	2011EPS	2011PE（动态）	PB
中信证券	1362.56	1350.23	0.70	22.35	2.14
海通证券	886.96	886.96	0.60	20.83	2.03
广发证券	1310.93	48.14	1.75	27.51	7.30
华泰证券	820.96	115.02	0.75	21.96	2.58
招商证券	761.91	401.39	0.95	22.18	3.32
长江证券	280.09	142.76	0.70	21.96	3.02
宏源证券	277.19	277.18	1.10	14.35	3.90
国金证券	164.34	70.10	0.65	20.63	5.60

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 12 月 7 日

(2)动态市盈率计算设定增长率持续时间为 2 年

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。