

行业已开始走出中期底部

事件

根据中国证券业协会 14 日公布的最新数据显示, 106 家证券公司 2010 年全部盈利, 共实现营业收入 1911.02 亿元, 累计实现净利润 775.57 亿元。

研究结论

- **经纪业务表现不佳是行业净利润下滑的主要因素:** 协会公布的证券业净利润数据符合预期。我们构建的归因模型显示, 经纪业务佣金收入下滑对行业净利润带来的负面影响达到 23.6%, 同时由于 2010 年行业扩张速度较快 (表现在新增网点 1000 余家), 营业费用 (含税费) 对净利润的负面贡献也达到 10% 以上。而投行业务则对净利润形成 9% 的正面贡献。
- **2010 年经纪业务佣金率大幅下滑的趋势将在今年得到极大遏制:** 根据我们测算, 2010 年行业股基佣金率为 0.0986%, 不仅跌破千分之一的整数关口, 更是较 2009 年下滑 25% 左右。而佣金率的迅速下滑也成为证券业 2010 年业绩负增长的最主要的影响因素。我们仍维持前期判断, 在各家券商普遍未形成经纪业务核心竞争力的背景下, 行业佣金率下滑的趋势很难改变。不过结合我们最近对上市券商及部分长三角证券营业部的调研, 由于证监会和行业协会的干预, 目前券商已普遍上调了新开户佣金率, 江苏省等部分地区的最低新开户佣金率已高于当地部分券商的存量佣金率, 且目前规定执行力度较强, 因此 2011 年经纪业务佣金率的下滑趋势将得到极大遏制, 以华泰证券为代表的部分券商佣金率的中期底部可能已经显现。
- **投行业务今年仍将保持较快增速:** 2010 年证券行业投行业务收入爆发, 行业录得 270 亿元的投行业务收入, 同比大增 79%。我们判断, 2011 年证券行业的投行业务收入仍将有较好表现。主要原因在于 2011 年是十二五开局的第一年, 在促进经济结构转型、发展新兴产业方面, 较之银行信贷, 证券市场无疑能发挥更大作用。美国证券市场在上世纪 90 年代“新经济”繁荣期股票融资额在 10 年时间里上升 8 倍。同时在 2011 年货币政策由适度宽松转向稳健、信贷收紧的背景下, 券商的债券融资业务也有望爆发。
- **创新业务将成为 2011 年部分券商重要的利润贡献因素:** 2011 年市场有望第一次通过海通证券和中信证券真切感受到直投业务对证券公司业绩的巨大贡献。海通和中信证券直投业务可兑现浮赢占两家公司 2011 年的利润总额均超过了 10%。同时随着券种增加、新增客户门槛下降以及可能的转融通成行将为部分融资融券先行试点的券商带来显著的利润增量。
- 我们认为, 2011 年证券行业的机会将主要来自市场的走好以及部分券商创新业务的爆发。值得关注的是, 由于佣金率下滑趋势将得到有效控制, 2011 年券商向上的 Beta 将远好于 2010 年。在 2011 年股基成交额 2700 亿元, 沪深 300 指数上涨 5% 的假设下, 行业对应 2011 年的动态 PE 为 20X, PB 为 2.3X, 维持行业“看好”的评级, 继续推荐华泰证券、海通证券及东北证券。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

执业证书编号: S0860209120209

联系人

王鸣飞

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

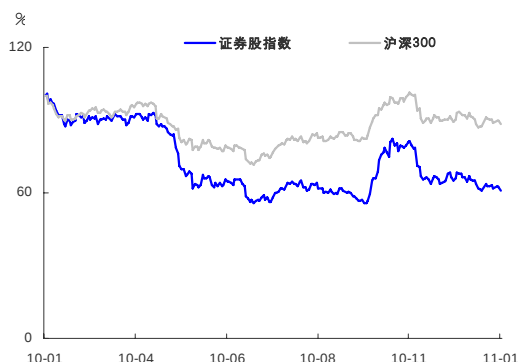
行业

证券

报告发布日期

2011 年 1 月 17 日

行业表现



资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009	2010E	2011E	2012E	评级
华泰证券	0.79	0.61	0.73	0.87	买入
海通证券	0.55	0.49	0.58	0.68	买入
东北证券	1.43	0.93	1.06	1.38	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

事件

根据证券日报报道，中国证券业协会 14 日公布的最新数据显示，106 家证券公司 2010 年全部盈利，共实现营业收入 1911.02 亿元，累计实现净利润 775.57 亿元，但相比 2009 年 2050.41 亿元营业收入和 932.71 亿元净利润，同比下降 6.80% 和 16.85%。

表 1 近三年证券业经营数据一览

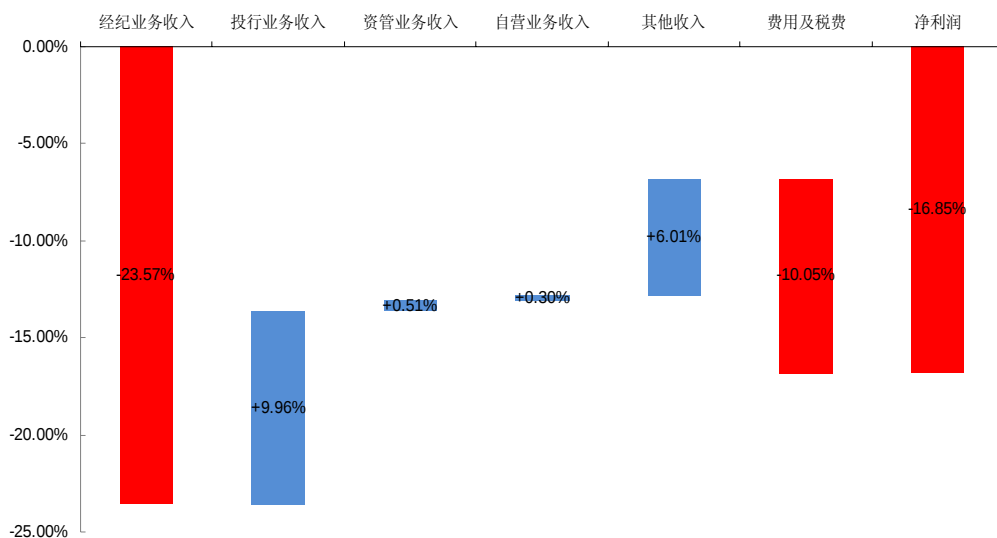
	2008	2009	2010
营业收入	1251.0	2050.4	1911.0
经纪业务收入	882.0	1419.5	1084.9
投行业务收入	77.0	151.6	272.3
资管业务收入	15.0	16.0	21.8
自营业务收入		231.7	206.8
净利润	482.0	932.7	775.6
总资产	12000.0	20300.0	19700.0
净资产	3585.0	4838.8	5663.6
净资本	2887.0	3831.8	4319.3
股基成交额	271704.2	543001.9	550159.4
佣金率	0.1623%	0.1307%	0.0986%

资料来源：证券业协会，东方证券研究所

经纪业务表现不佳是去年行业净利润下滑的主要因素

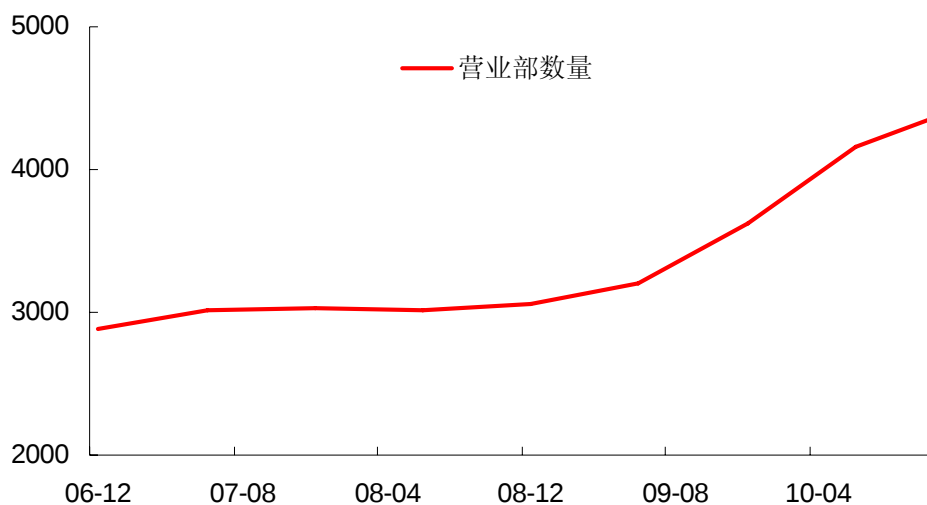
证券业协会此次公布的证券业净利润数据符合我们预期。我们构建的归因模型显示，经纪业务佣金收入下滑对行业净利润带来的负面影响达到 23.6%，同时由于 2010 年行业扩张速度较快（表现在新增网点 1000 余家），营业费用（含税费）对净利润的负面贡献也达到 10% 以上。而投行业务则对净利润形成了 9% 的正面贡献。

图 1 证券业 2010 年净利润归因模型



资料来源：证券业协会，东方证券研究所

图 2 证券业 2010 年营业部增速较快

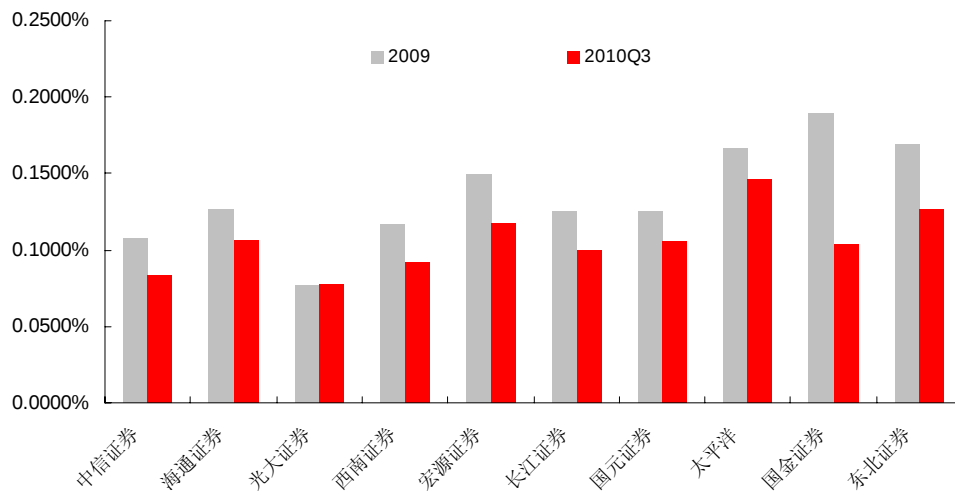


资料来源：WIND，东方证券研究所

2010 年经纪业务佣金率大幅下滑的趋势将在今年得到极大遏制

根据我们测算，2010 年行业股基佣金率为 0.0986%，不仅跌破千分之一的整数关口，更是较 2009 年下滑 25% 左右。而佣金率的迅速下滑也成为证券业 2010 年业绩负增长的最主要的影响因素。

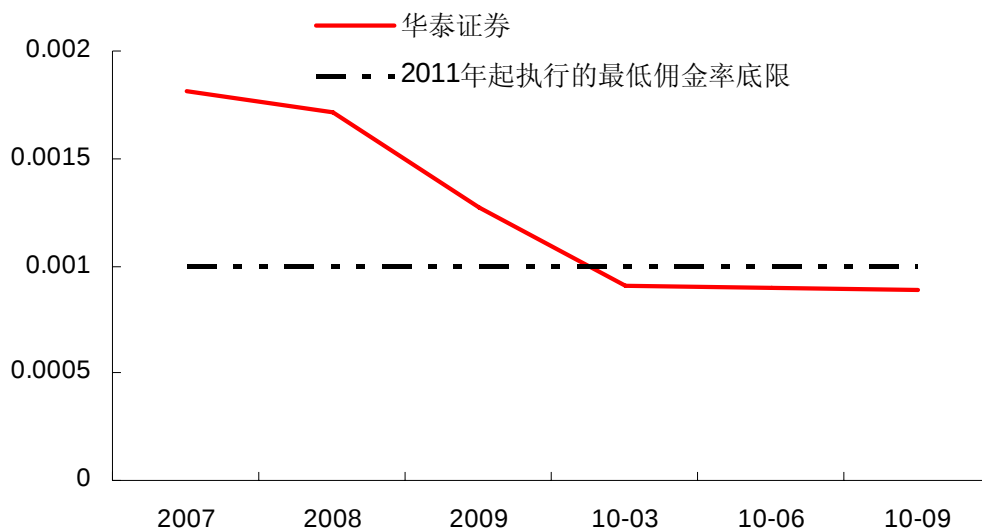
图3 上市券商 2009 年与 2010 年第三季度股基佣金率比较



资料来源：WIND，东方证券研究所

对于 2011 年证券业经纪业务佣金率，我们仍维持前期判断，在各家券商普遍未形成经纪业务核心竞争力的背景下，行业佣金率长期下滑趋势很难改变。不过结合我们最近对上市券商及部分长三角证券营业部的调研，由于证监会和行业协会的干预，目前券商已普遍上调了新开户佣金率，江苏省等部分地区的最低新开户佣金率已高于当地部分券商的存量佣金率，且目前规定执行力度较强，因此我们判断 2011 年经纪业务佣金率的下滑趋势将得到极大遏制，以华泰证券为代表的部分券商佣金率的中期底部可能已经显现。

图4 华泰证券佣金率情况

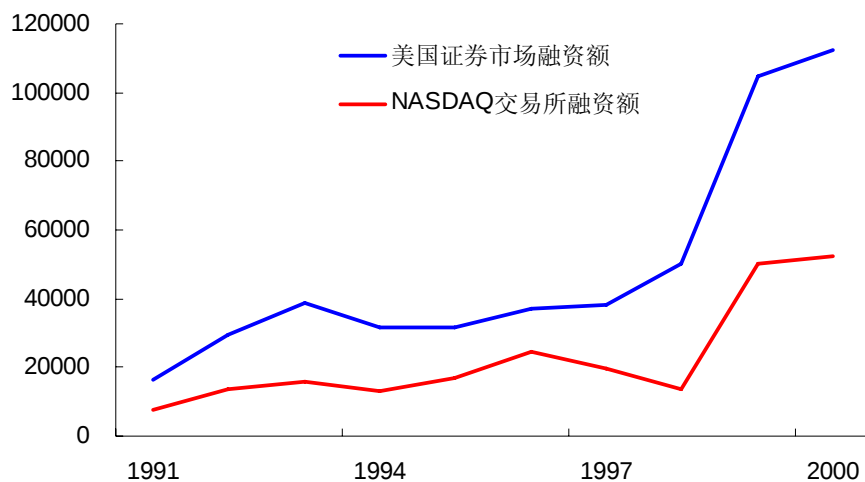


资料来源：WIND，东方证券研究所

投行业务今年仍将保持较快增速

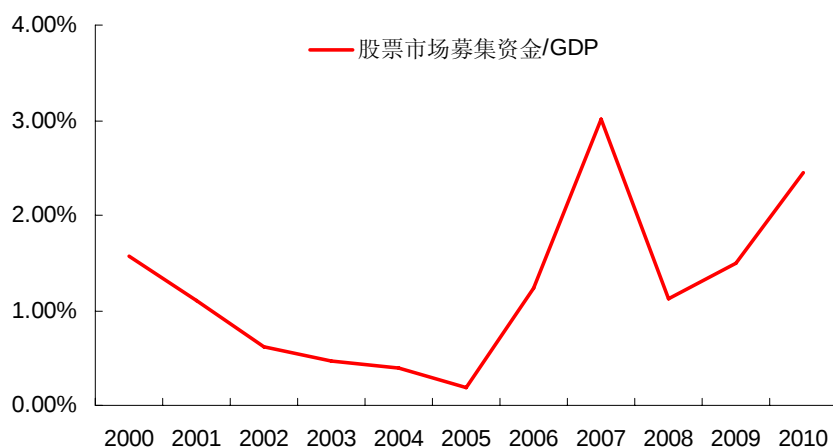
2010 年证券行业投行业务收入爆发，行业录得 270 亿元的投行业务收入，同比增长 79%。我们判断，2011 年证券行业的投行业务收入仍将有较好表现。主要原因在于 2011 年是十二五开局的第一年，在促进经济结构转型、发展新兴产业方面，较之银行信贷，证券市场无疑能发挥更大作用。美国证券市场在上世纪 90 年代“新经济”繁荣期股票融资额在 10 年时间里上升 8 倍。同时在 2011 年货币政策由适度宽松转向稳健、信贷收紧的背景下，券商的债券融资业务也有望爆发。

图 5 美国证券市场新经济繁荣期历年融资额



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 6 历年股票市场融资/GDP 比值



资料来源：WIND，东方证券研究所

创新业务将成为 2011 年部分券商重要的利润贡献因素

2010 年创新业务对证券业的影响还不明显。我们相信，2011 年市场有望第一次通过海通证券和中信证券真切感受到直投业务对证券公司业绩的巨大贡献。目前海通和中信证券直投业务可兑现浮赢占两家公司 2011 年的利润总额均超过了 10%。同时随着券种增加、新增客户门槛下降以及可能的转融通成行将为部分融资融券先行试点的券商带来显著的利润增量。

表 2 直投公司已上市项目一览

	公司名称	投资金额(万元)	摊薄后券商直投公司持股比例	券商系直投公司持有市值(万元)	收益率	解禁时间
金石投资	神州泰岳	2,772	1.70%	13,369	382%	2012 年
	机器人	2,560	5.20%	21,736	749%	2010 年
	昊华能源	15,120	5.29%	105,025	595%	2011 年
中信联合创投	理工监测	625	3.75%	20,758	3221%	2010 年
	威创股份	2,941	3.75%	34,443	1071%	2010 年
中信产业投资基金	盛运股份	3,900	7.83%	30,700	687%	2012 年
海通开元投资有限公司	东方财富	5,500	3.57%	27,069	392%	2011 年
	银江股份	375	1.88%	8,302	2114%	2010 年
中比基金	金风科技	4,000	5.99%	372,879	9222%	2010 年
	双箭股份	2,880	10.26%	29,040	908%	2011 年
	长信科技	4,350	11.95%	81,000	1762%	2011 年
	中元华电	4,000	5.62%	18,177	354%	2012 年
	百川股份	3,590	7.97%	24,451	581%	2011 年
	赣锋锂业	350	7.50%	39,683	11238%	2011 年
	东光微电	4,000	25.94%	66,224	1556%	2011 年
广发信德投资管理有限公司	华仁药业	3,200	4.68%	19,063	496%	2011 年
	青龙管业	400	0.96%	3,730	832%	2011 年
华泰紫金控股公司	通鼎光电	2,000	1.87%	10,965	448%	2011 年

数据来源：Wind，东方证券研究所

投资策略

我们认为，2011 年证券行业的机会将主要来自市场的走好以及部分券商创新业务的爆发。由于佣金率下滑趋势将得到有效控制，2011 年券商向上的 Beta 将远好于 2010 年。在 2011 年股基成交额 2700 亿元，沪深 300 指数上涨 5% 的假设下，行业对应 2011 年的动态 PE 为 20X，PB 为 2.3X，我们维持行业“看好”的评级，继续推荐华泰证券、海通证券及东北证券。

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn