

2 月经营数据明显改善

事件：

近两日，上市证券公司陆续披露了 2 月经营数据。

研究结论

- **上市券商净利润环比明显改善：**根据此次公布的数据，上市券商 2 月营业收入累计达到 47.3 亿元，环比增长 33%。净利润 20.9 亿元，环比增长 72.5%；净资产环比增长 1.8%。总体看，上市券商 2 月经营情况较 1 月明显改善，其中东北、华泰、国元、广发、中信证券等 2 月净利润明显回升。
- **2 月份日均成交额回升 45%，3 月经纪业务收入反弹仍可期：**2 月份全市场股基日均成交额由 1 月的 1730 亿元大幅上升 45%至 2500 亿元，接近于我们 2011 年 2700 亿元的全年假设。因此尽管 2 月交易天数较 1 月少 5 天，2 月累计股基成交额较上月升 8%。不过全市场股基换手率仍处于绝对低位（按流通市值测算的月换手率仅为 18.3%，去年平均为 28.7%）。考虑到证券业经纪业务佣金率环比已基本达到底部，成交额的企稳回升对 2 月证券公司业绩改善起到了相当重要的影响。同时 3 月以来的日均成交额已达到 2800 亿元左右，如果这一成交额能够持续（即使回到 2500 亿影响也有限），由于 3 月交易天数较 2 月多 8 天，3 月证券公司经纪业务收入可能仍将明显反弹。
- **创新业务仍将是贯穿全年的主线之一：**2 月份融资融券余额由 142 亿元环比上升 15%至 166 亿元，单月为证券业贡献的融资融券手续费收入（不含佣金收入）超过 1 亿元。尽管短期内融资融券业务对证券公司业绩影响仍有限，不过标的券扩大、转融通开展将显著提升融资融券参与者规模。同时两会期间，证监会主席尚福林表示，新三板市场的相关制度已经到位，将择机推出；上交所理事长耿亮也证实，上交所目前正筹备推出备兑权证；以上业务的逐步落实有望为证券业带来更多的业绩增长点和创新空间，创新业务也仍将是贯穿今年证券业的主线之一。
- 在经纪业务佣金率逐步企稳，创新业务不断发力的背景下，当前证券业基本面正在明显改善。在 2011 年股基成交额 2700 亿元，沪深 300 指数上涨 5%的假设下，上市券商净利润有望增长 17%左右，对应 2011 年的动态 PE 为 22X，PB 为 2.5X。我们维持行业“看好”的评级，继续推荐创新业务有优势、佣金率到达底部的华泰证券、海通证券以及自营和经纪业务弹性大的东北证券。



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

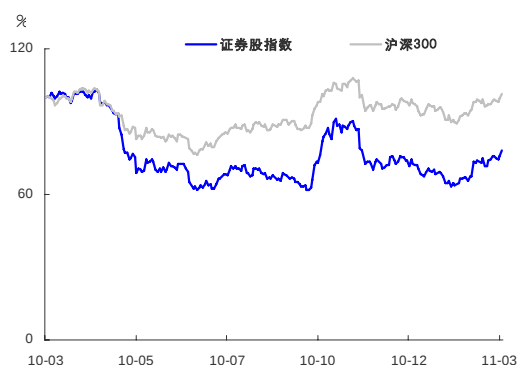
行业

证券

报告发布日期

2011 年 3 月 8 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	0.66	0.78	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。

上市券商净利润环比明显改善

根据此次公布的数据，上市券商 2 月营业收入累计达到 47.3 亿元，环比增长 33%%。净利润 20.9 亿元，环比增长 72.5%；净资产环比增长 1.8%。总体看，上市券商 2 月经营情况较 1 月明显改善，其中东北、华泰、国元、广发、中信证券等 2 月净利润明显回升。

表 1 2 月上市券商经营数据明显改善

	营业收入		净利润		净资产	
	11-01	11-02	11-01	11-02	11-01	11-02
宏源证券	25169	20149	11027	8041	737408	758348
东北证券	4677	13589	-2369	5308	340887	350369
国元证券	6835	28264	572	14795	1483565	1500714
广发证券	36897	57633	12912	25001	1905853	1941284
长江证券	18131	29717	6225	17881	942381	977773
国金证券	18172	9085	6373	2164	307734	309627
西南证券	20632	12387	14555	5556	1125963	1135333
海通证券	57300	60144	25343	28234	4405389	4453767
招商证券	51067	35994	24923	16283	2366289	2382358
太平洋证券	3171	11137	-54	4130	195836	199966
光大证券	30561	37024	10763	17355	2253868	2279243
华泰证券	25976	53620	5667	25528	3000203	3039149
华泰联合	9100	10230	355	2350	403484	405843
中信证券	17441	55398	422	24439	6043768	6268667
中信金通	8691	9542	1662	2830	225713	228542
中信万通	5549	6039	1321	2104	262658	264834
兴业证券	12123	15531	2642	5251	813086	819245
山西证券	4346	7200	416	2931	620131	623588
中德证券	335	359	-1801	-1586	100460	98875

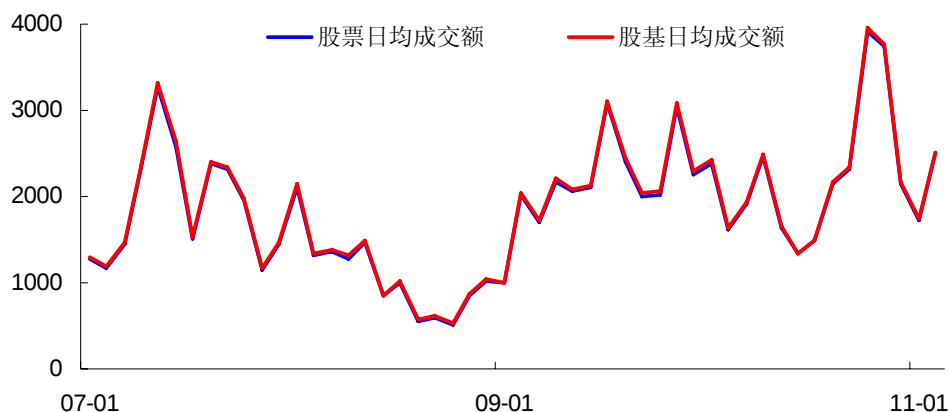
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 月份日均成交额回升 45%，3 月经纪业务收入反弹仍可期

2 月份全市场股基日均成交额由 1 月的 1730 亿元大幅上升 45%至 2500 亿元，接近于我们 2011 年 2700 亿元的全年假设。因此尽管 2 月交易天数较 1 月少 5 天，2 月累计股基成交额较上月升 8%，

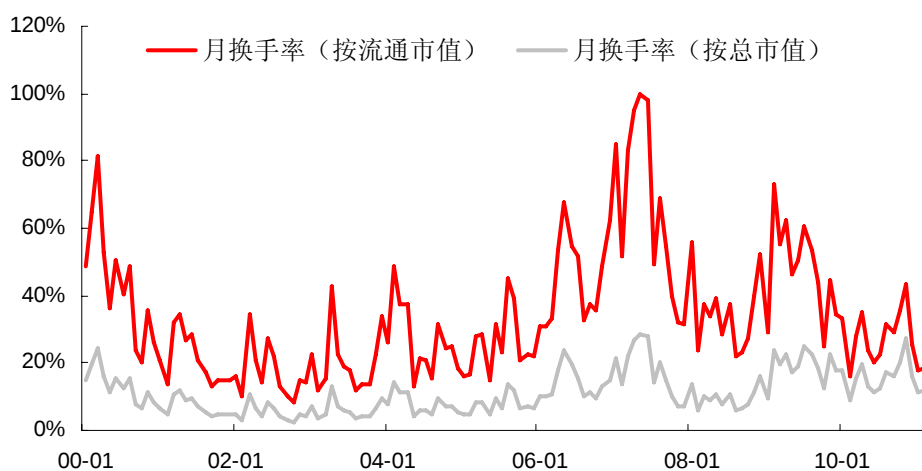
不过全市场股基换手率仍处于绝对低位（按流通市值测算的月换手率仅为 18.3%，去年平均为 28.7%）。考虑到证券业经纪业务佣金率环比已触到底部，成交额的企稳回升对 2 月证券公司业绩改善起到了相当重要的影响。同时 3 月以来的日均成交额已达到 2800 亿元左右，如果这一成交额能够持续（即使回到 2500 亿影响也有限），由于 3 月交易天数较 2 月多 8 天，3 月证券公司经纪业务收入可能仍将明显反弹。

图 1 全市场股基日均成交额明显回升



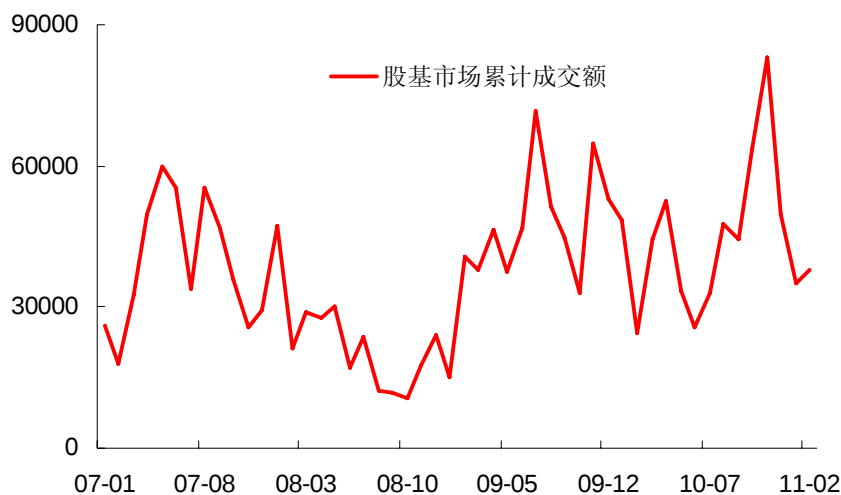
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2 全市场换手率持续低位运行



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 3 股基市场累计成交额

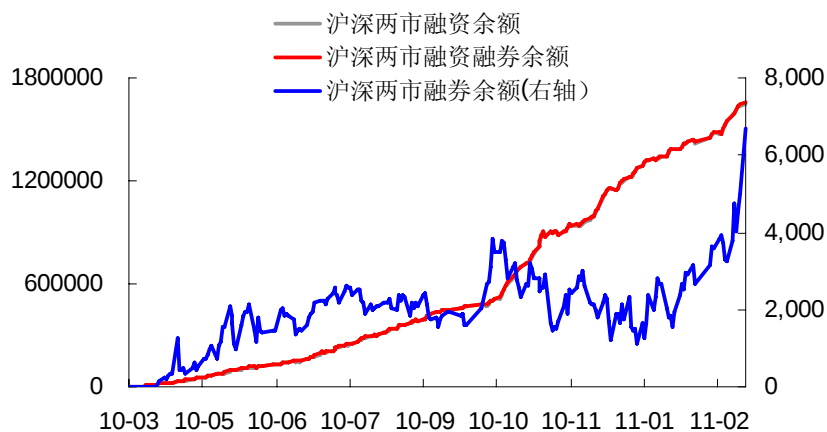


资料来源：WIND，东方证券研究所

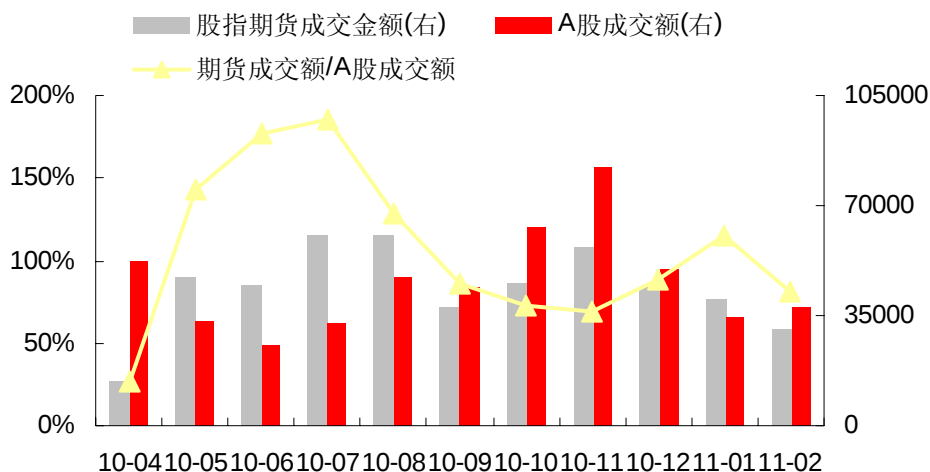
创新业务仍将是贯穿全年的主线之一

2 月份融资融券余额由 142 亿元环比上升 15%至 166 亿元，单月为证券业贡献的融资融券手续费收入（不含佣金收入）预计超过 1 亿元。

图 4 沪深两市融资融券余额增长迅猛



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 5 股指期货业务表现平稳


资料来源：WIND，东方证券研究所

尽管短期内融资融券业务对证券公司业绩影响有限，不过标的券扩大、转融通的开展将显著提升融资融券参与者规模。同时两会期间，证监会主席尚福林表示，新三板市场的相关制度已经到位，将择机推出；上交所理事长耿亮也证实，上交所目前正筹备推出备兑权证；以上业务的逐步落实有望为证券业带来更多的业绩增长点和创新空间，创新业务也仍将是贯穿今年证券业的主线之一。

表 2 融资融券试点券商一览

批次	时间	试点券商
第 1 批	2010-3-19	国泰君安、国信证券、 中信证券 、 光大证券 、 海通证券 、 广发证券
第 2 批	2010-6-8	申银万国、东方证券、 招商证券 、 华泰证券 、银河证券 长江证券 、安信证券、平安证券、国都证券、 国元证券 、中信建投、
第 3 批	2010-11-24	中投证券、 兴业证券 、方正证券、长城证券、 宏源证券 、齐鲁证券、 西南证券 和中金公司

资料来源：东方证券研究所

投资策略

在经纪业务佣金率逐步企稳，创新业务不断发力的背景下，当前证券业基本面正在明显改善。在 2011 年股基成交额 2700 亿元，沪深 300 指数上涨 5% 的假设下，上市券商净利润有望增长 17%

左右，对应 2011 年的动态 PE 为 22X，PB 为 2.5X。我们维持行业“看好”的评级，继续推荐创新业务有优势、佣金率到达底部的华泰证券、海通证券以及自营和经纪业务弹性大的东北证券。

表 3 2011 年上市券商净利润增速测算

项目	关键假设
股基成交量增速	22%
佣金率变化	-5%
代理买卖证券业务收入净收入增速	17%
证券承销业务净收入增速	15%
资管业务净收入增速	20%
净利息收入增速	30%
自营业务收入增速	10%
创新业务对营业收入的增量贡献率	3%
成本收入比	46%
营业税率	5%
净利润增速	16.70%

资料来源：东方证券研究所

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