



投资银行业与经纪业

2011.03.09

市场向好推动业绩大幅回暖

——上市券商 2 月份业绩点评

 **梁静**
 021-38676850
 liangjing@gjtas.com
 S0880511010005

本报告导读：

市场回暖推动业绩快速增长。维持行业增持评级。

摘要：

- 2 月份总体经营环境显著好于 1 月份。2 月份股票基金交易额 3.8 万亿元、环比增长 8%；日均 2541 亿元、环比增长 44%。同比增速则达到 54%。沪深 300 指数收益率为 5.3%，而 1 月份为 -1.65%，收益率提升近 7%；中信标普全债指数收益率 0.20%，好于 1 月份的 0.11%。承销业务好坏参半，股票承销额 297 亿元、环比降 51%；债券承销额 456 亿元、环比增长 78%。
- 业绩显著回暖。15 家上市券商 2 月份营业收入总计 47 亿元、净利润 21 亿元，环比分别增长 33% 和 73%。净利润率和 ROE 平均分别为 42% 和 1.0%，在经历了 1 月份的低谷之后，整体上接近去年下半年以来的月均水平。
- 投资业务推动增长。我们判断，业绩增长，除了基数极低之外（1 月份是公告月度业绩以来最低的月份），受市场推动，自营收益率快速提升是推动营业收入和业绩快速增长的主要原因，这表征为利润增幅显著大于营业收入增幅。自营相对较积极的中信、广发、光大和东北等业绩增幅也较为明显。这也可以从资本公积的变化中得到验证。经纪业务方面，月度交易额止跌回升，同时佣金率也逐步企稳，但对业绩推动不明显，部分券商（宏源、中信、广发和华泰等）经纪份额和公司业绩之间甚至呈现反向变动。
- 业绩弹性普遍显现，国元和长江等业绩好于预期。多数券商业绩增幅较大，其中，国元（2487%）、中信（787%）和华泰（363%）增幅居前，这也得益于其低基数；东北和太平洋都大幅扭亏，自营弹性十足。而宏源、国金、西南和招商都有不同程度的下降，基数高是主要原因。
- 宏源证券月度经纪份额上升较快，而中信、招商、广发等降幅相对明显。其余上市券商变化不大。
- 估值分化较明显。按最新的净资产计算上市券商 PB 平均为 3.64 倍、静态 PE 为 3.64 倍，其中国元（1.6 倍）、海通（1.9 倍）、中信（2.2 倍）、光大和华泰（2.4 倍）较低。2010 年静态 PE 平均为 31 倍，中信（14 倍）、长江（20 倍）、宏源（21 倍）和招商（23 倍）较低。
- 1 季度业绩存在下降风险，但无大忧。按照前 2 个月的经营态势，1 季度除国元/国金/西南/光大等少数券商外，其余券商都有业绩下降风险，尤其是中信/东北等下降风险较大。但就目前的态势看，3 月份市场经营环境将较 2 月份进一步改观，再加上在可供出售资产上的储备，下降风险并不大。
- 我们仍维持全年交易额 2500 亿元的预期，在这一交易额预期下，券商股动态 PE 普遍在 20-25 倍之间。市场向好、创新给力。我们继续维持对证券行业的增持评级。只要交易额不出现大的萎缩，风险就不大。成大和中信仍是我们首推。成大：油价飞、弹性显。近期油价快速上涨将使得成大短期股价具备明显的催化剂；中信则是市场变革和业务创新的最大受益者，盈利模式拐点隐现。业绩弹性我们推荐宏源。

评级：

增持

上次评级：增持

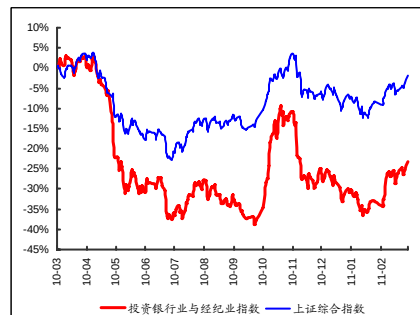
细分行业评级

投资银行业与经纪业	增持
-----------	----

主要上市公司评级

辽宁成大	增持
宏源证券	增持
国元证券	增持
中信证券	增持
海通证券	增持
广发证券	增持
中大股份	谨慎增持
吉林敖东	增持
中山公用	增持
光大证券	谨慎增持
锦龙股份	增持
东北证券	谨慎增持
华泰证券	谨慎增持
招商证券	谨慎增持
国金证券	中性
长江证券	增持
西南证券	中性
兴业证券	中性
安信信托	中性
陕国投	中性
爱建股份	中性
香溢融通	谨慎增持

行业指数走势图



相关报告

投资银行业与经纪业：《创新预期明朗，关注新三板的推动》

2011.02.28

投资银行业与经纪业：《新三板，新机遇》

2011.02.28

投资银行业与经纪业：《融资融券松绑预期日渐明朗》

2011.02.22

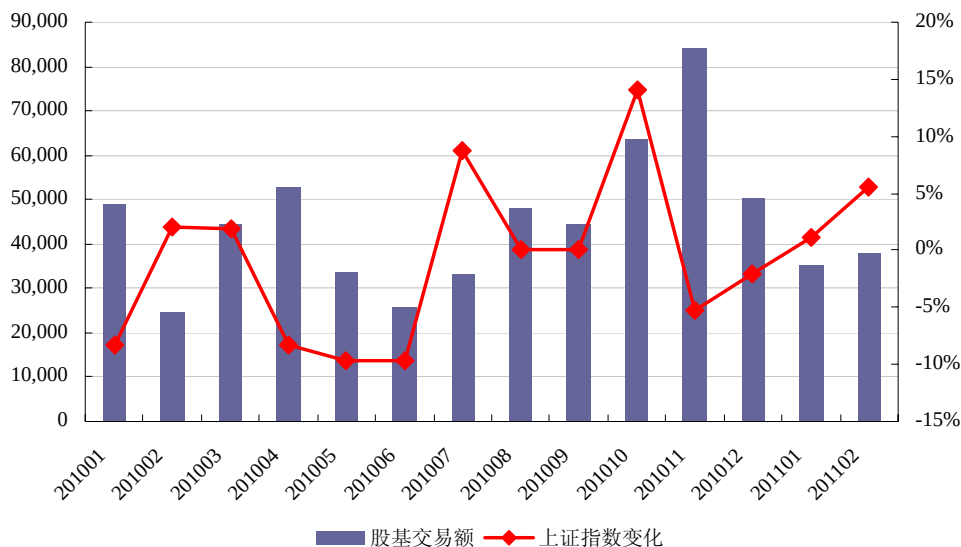
投资银行业与经纪业：《经营平淡，关注转融通进展》

2011.02.15

投资银行业与经纪业：《1 月业绩不佳，全年尚可期待》

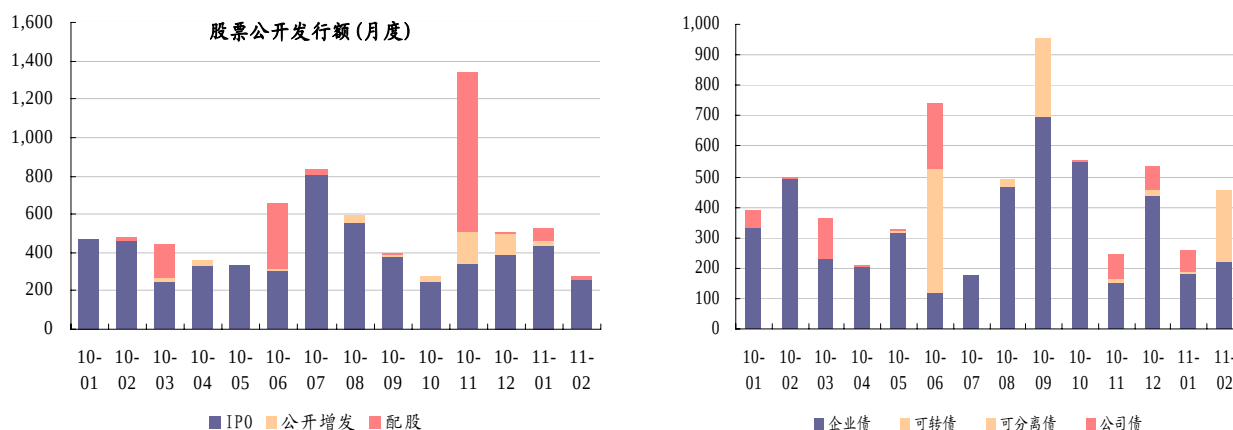
2011.02.15

图 1 2 月份自营和经纪业务的市场环境明显好于 1 月份



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2 2 月份股票发行额显著萎缩，但债券承销明显增加



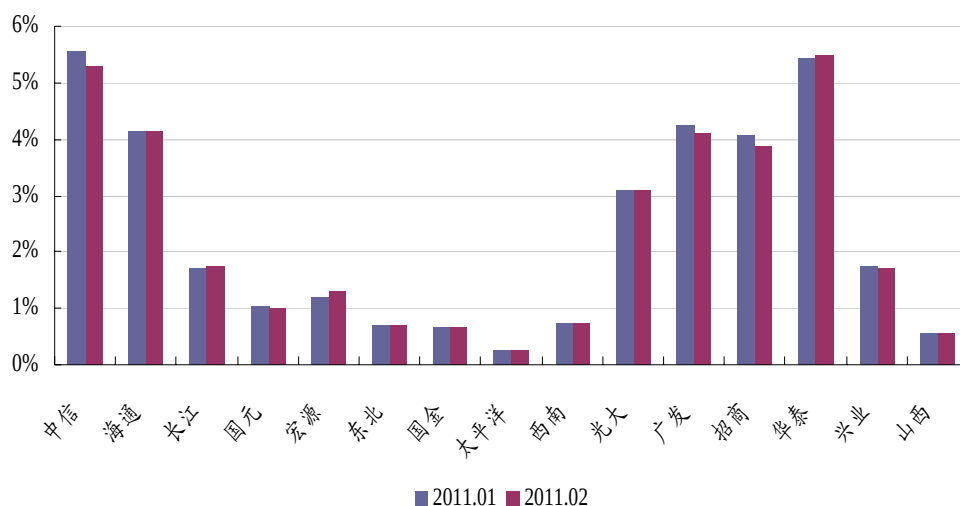
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 1 上市证券公司 2011 年 1 月份及 2010 年业绩

	中信	海通	长江	国元	宏源	东北	国金	太平洋	西南	光大	广发	招商	华泰	兴业	山西
2011.02															
营业收入	710	601	297	283	201	136	91	111	124	370	576	360	638	155	76
m/m (%)	124%	5%	61%	314%	-20%	191%	-50%	251%	-40%	21%	56%	-30%	82%	28%	61%
净利润	292	282	179	148	80	53	22	41	56	174	250	163	278	53	13
m/m (%)	787%	11%	193%	2487%	-27%	-324%	-66%	7782%	-62%	61%	94%	-35%	363%	99%	197%
净资产	67,393	44,538	9,778	15,007	7,583	3,504	3,096	2,000	11,353	22,792	19,413	23,824	34,357	8,192	7,225
BPS(元)	6.78	5.41	4.50	7.64	5.19	5.48	3.10	1.33	4.89	6.67	7.74	6.64	6.14	3.72	3.01
净利润率	41%	47%	60%	52%	40%	39%	24%	37%	45%	47%	43%	45%	44%	34%	18%
ROE	0.4%	0.6%	1.8%	1.0%	1.1%	1.5%	0.7%	2.1%	0.5%	0.8%	1.3%	0.7%	0.8%	0.6%	0.2%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3 2 月份上市券商经纪份额的变化



数据来源交易所公告，国泰君安证券研究

表 2 上市公司最新盈利预测及估值表

上市公司	月涨幅	EPS			PE			PB	市值	评级
		2010	2011	2012	2010	2011	2012			
兴业证券	33.3%	0.35	0.41	0.50	49	42	35	4.73	381	中性
长江证券	22.1%	0.59	0.62	0.68	20	19	18	2.72	261	增持
辽宁成大	17.9%	1.37	1.63	1.99	23	19	16	3.92	303	增持
中信证券	17.3%	1.11	0.65	0.79	13	23	19	2.30	1,530	增持
吉林敖东	13.7%	2.14	2.02	2.54	17	18	14	3.09	215	增持
宏源证券	13.0%	0.91	0.96	1.12	21	20	17	3.82	282	增持
西南证券	10.8%	0.36	0.33	0.39	33	36	30	2.49	276	中性
海通证券	10.4%	0.44	0.46	0.54	24	23	19	1.95	879	增持
国金证券	10.4%	0.45	0.56	0.70	35	28	23	5.27	160	中性
招商证券	9.7%	0.85	0.93	1.12	24	22	18	3.13	727	谨慎增持
东北证券	9.1%	0.84	1.00	1.27	28	23	18	4.45	153	谨慎增持
光大证券	8.5%	0.65	0.66	0.81	25	24	20	2.45	556	谨慎增持
国元证券	8.3%	0.45	0.51	0.64	28	25	20	1.65	253	增持
山西证券	7.2%	0.21	0.25	0.29	53	44	38	3.91	266	中性
华泰证券	2.8%	0.59	0.66	0.75	25	22	20	2.45	841	谨慎增持
广发证券	0.0%	1.61	1.67	1.95	27	26	23	5.94	1,162	增持

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		