

2011-05-05

证券研究报告

行业研究 / 深度研究

证券

买在左侧

增持/维持评级

——2010、11Q1 财报回顾与展望

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

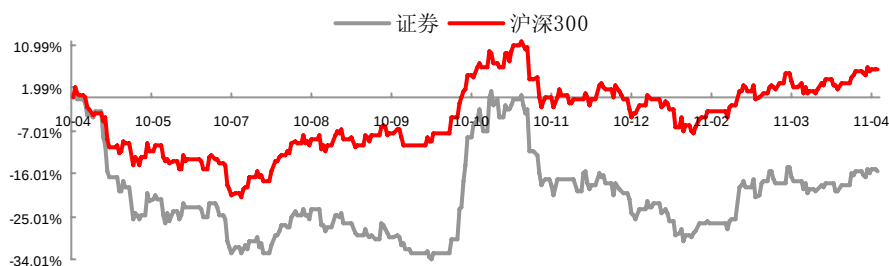
SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

- **业绩回顾：2010、11Q1 综合收益 15 家券商合计同比下滑-30%、-3%，但 11Q1 业绩已达到 2010 年的 26%，即年化后相比 2010 年增长 4%。**2010 年对业绩下滑影响最大的依次为经纪、自营收入、业务及管理费，分别贡献综合收益-24、-9、-8 个百分点下滑。11Q1 对业绩下滑影响最大的依次为经纪、业务及管理费，分别贡献综合收益-18、-6 个百分点下滑。
- **回顾 08-10 年证券股的股价变动，其核心驱动因素均为业绩变动，估值变动多唱反调，大部分年份里甚至扮演平抑而非加剧股价波动的因素。**
- **2010 年证券行业估值可能存在超调，主要源于佣金率跌幅创历史新高。**不同于 08-09 年，2010 年估值变动却成为了股价的助跌因素，主要源于佣金率跌幅创历史新高导致投资者下调行业的净利润增速预期所致，由此导致估值存在超调的可能。
- **2011 年证券股股价上涨驱动或将同时来自估值修复和业绩回升：**
 - 1、2011 年估值修复源于佣金率降幅趋缓以及创新业务预期，确定性较大。**
1) 11Q1 佣金率环比降幅已较 10Q1 呈明显趋缓态势，预计该趋势仍将持续，主要源于年初启动的佣金管理以及 11 年营业部增速趋缓。2) 包括新三板扩容、转融通、标的券扩容等能够切实为证券公司带来盈利增长的催化剂有望在 11 年启动。
 - 2、2011 年业绩有望回升，或源于自营、利息等收入增长，但存不确定性。**预计 2011 年证券行业综合收益有望实现 9% 的增长，主要驱动预计来自于自营收入增长（2010 年沪深 300 下跌 12.5%）和利息收入增长（10Q1 之后融资和 11Q1 之后加息贡献）。但相比估值修复，仍在一定不确定性。
- **投资建议：左侧买入，介入时机为 2011 年 PE 达到 20 倍以下，并等待创新业务等事件性驱动机会出现。**综合考虑估值修复、业绩回升分别存在 10%+、9% 的上升幅度，预计 2011 年证券股股价的上涨空间为 20% 左右。
- **推荐组合：中信、海通、招商、光大、锦龙股份。**
- **风险提示：股指、成交额超出我们中性假设下预期。**

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

业绩回顾：11Q1 综合收益年化后相比 2010 年增长 4%	4
历史上股价变动的核心驱动为业绩变动，估值变动多唱反调	5
2010 年估值可能存在超调，源于佣金率跌幅创历史新高	6
2011 年上涨驱动或将同时来自估值修复和业绩回升	6
2011 年估值修复源于佣金率降幅趋缓以及创新业务预期，确定性较大	6
2011 年业绩有望回升，或源于自营、利息等收入增长，但存不确定性	7
投资建议：左侧买入，介入时机为 2011PE 达到 20 倍以下	8
推荐组合：中信、海通、招商、光大、锦龙股份	8
风险提示：股指、成交额超出我们中性假设下预期	9

图表目录

图 1: 股价变动的核心驱动因素为业绩变动, 估值变动多唱反调	5
图 2: 2010 年佣金率降幅创近年来新高	6
图 3: 证券行业经纪业务在收入中占比过半	6
图 4: 11Q1 佣金率环比降幅已较 10Q1 明显缩小	6
图 5: 证券行业历史 PE (TTM) 区间为【15x,64x】, 均值 29x	8
表格 1: 2010 年 15 家券商汇总利润表重构 (已剔除非损) (单位: 百万元)	4
表格 2: 11Q1 15 家券商汇总利润表重构 (已剔除非损) (单位: 百万元)	5
表格 3: 2011 年家券商汇总盈利预测 (已剔除非损) (单位: 百万元)	7
表格 4: 证券公司 2011 年 PE 敏感性测算	9

业绩回顾：11Q1 综合收益年化后相比 2010 年增长 4%

2010 年综合收益 15 家券商合计下滑-30%。2010 年对业绩下滑影响最大的依次为经纪收入、自营收入、业务及管理费，分别贡献综合收益-24、-9、-8 个百分点下滑，正面贡献最大的是投行收入，贡献综合收益 9 个百分点的增长。

表格 1：2010 年 15 家券商汇总利润表重构（已剔除非损）（单位：百万元）

	金额		占比（/收入）		同比	业绩变动贡献
	2009	2010	2009	2010	2010	2010
新营业收入	91,139	79,414	100%	100%	-13%	-21%
经纪	53,150	40,037	58%	50%	-25%	-24%
自营	17,779	12,880	20%	16%	-28%	-9%
投行	5,724	10,702	6%	13%	87%	9%
资管	6,408	5,530	7%	7%	-14%	-2%
利息	5,905	7,194	6%	9%	22%	2%
其它	2,172	3,072	2%	4%	41%	2%
新营业支出	-36,022	-40,181	-40%	-51%	12%	-7%
业务及管理费	-31,870	-36,399	-35%	-46%	14%	-8%
其它	-4,152	-3,781	-5%	-5%	-9%	1%
营业外收入与支出	709	551	1%	1%	-22%	0%
新利润总额	55,795	39,774	61%	50%	-29%	-29%
综合收益	42,787	29,747	47%	37%	-30%	-30%
归属于母公司综合收益	40,543	28,380	44%	36%	-30%	-30%

资料来源：华泰联合证券研究所

注：实际税率变化、综合收益中归属母公司比例变化在此表中省略。

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入+基金销售收入

自营收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

新营业支出=营业支出-资产减值

新利润总额=利润总额+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

11Q1 综合收益 15 家券商合计下滑-3%，但 11Q1 综合收益已达到 2010 年的 26%，即年化同比增长 4%。11Q1 对业绩下滑影响最大的依次为经纪收入、业务及管理费，分别贡献综合收益-18、-6 个百分点下滑，正面贡献最大的是自营收入、投行收入、利息收入，分别贡献综合收益 11、7、5 个百分点的增长。

表格 2：11Q1 15 家券商汇总利润表重构（已剔除非损）（单位：百万元）

	金额		占比（/收入）		同比	业绩变动贡献
	10Q1	11Q1	10Q1	11Q1	11Q1	11Q1
新营业收入	17,663	18,219	100%	100%	3%	5%
经纪	9,540	7,745	50%	43%	-19%	-18%
自营	2,748	3,873	16%	21%	41%	11%
投行	1,779	2,520	13%	14%	42%	7%
资管	1,372	1,240	7%	7%	-10%	-1%
利息	1,634	2,141	9%	12%	31%	5%
其它	590	701	4%	4%	19%	1%
新营业支出	-7,684	-8,352	-51%	-46%	9%	-7%
业务及管理费	-6,889	-7,524	-46%	-41%	9%	-6%
其它	-794	-829	-5%	-5%	4%	0%
营业外收入与支出	135	42	1%	0%	-69%	-1%
新利润总额	10,125	9,917	50%	54%	-2%	-2%
综合收益	7,904	7,421	37%	41%	-6%	-6%
归属于母公司综合收益	7,616	7,359	36%	40%	-3%	-3%

资料来源：华泰联合证券研究所

注：分类方法同表格 1

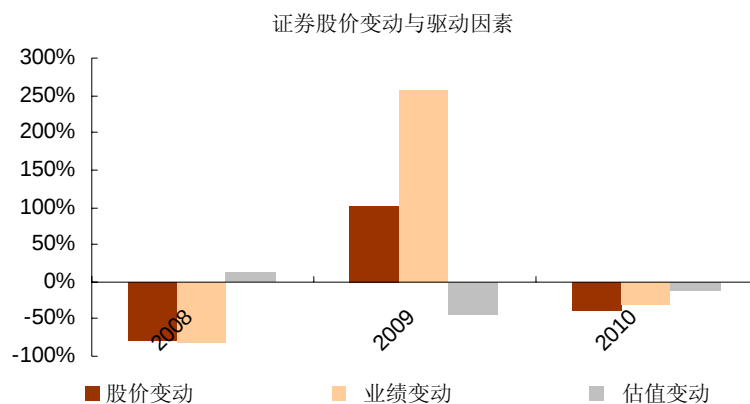
历史上股价变动的核心驱动为业绩变动，估值变动多唱反调

回顾 08-10 年的证券股股价变动，我们可以发现一个共同点和一个不同点。

相同点在于：3 年中证券股股价的核心驱动因素均为业绩变动，估值变动影响相对较小。

不同点在于：08、09 年估值变动方向与股价变动方向相反，即估值变动扮演了平抑而非加剧股价波动的因素；但在 2010 年，却出现了相反的情况。

图 1： 股价变动的核心驱动因素为业绩变动，估值变动多唱反调



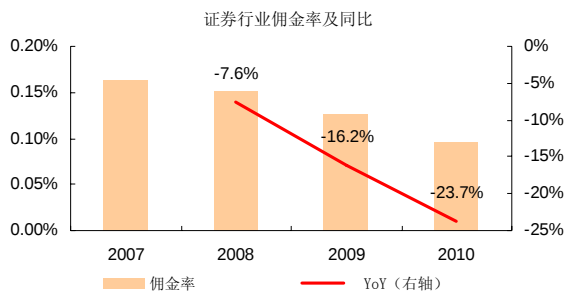
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

注：股价变动取 SW 证券 III 指数口径，业绩变动取综合收益口径，估值变动取综合收益的 PE 口径。

2010 年估值可能存在超调，源于佣金率跌幅创历史新高

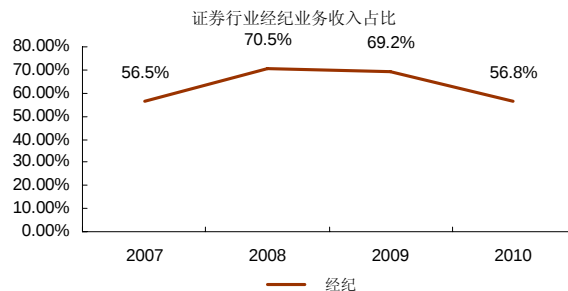
那么，为何不同于 08-09 年，估值变动在 2010 年成为了股价的助跌因素？我们认为，可能主要源于佣金率跌幅创历史新高导致投资者下调行业的净利润增速预期所致，由此导致了估值可能存在超调。

图 2： 2010 年佣金率降幅创近年来新高



资料来源：证券业协会，Wind，华泰联合证券研究所

图 3： 证券行业经纪业务在收入中占比过半



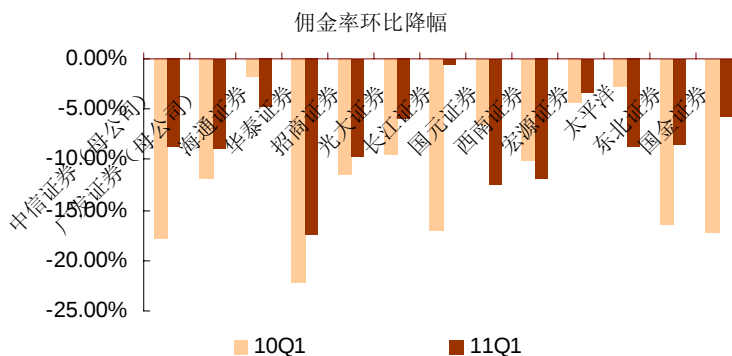
资料来源：证券业协会，华泰联合证券研究所

2011 年上涨驱动或将同时来自估值修复和业绩回升

2011 年估值修复源于佣金率降幅趋缓以及创新业务预期，确定性较大

1) 11Q1 佣金率环比降幅已较 10Q1 呈明显趋缓态势，预计该趋势仍将持续，主要源于年初启动的佣金管理以及 11 年营业部增速趋缓。

图 4： 11Q1 佣金率环比降幅已较 10Q1 明显缩小



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

注：由于会计处理因素，历年的一季度佣金率环比降幅都会比其他三个季度大很多。

2) 包括新三板扩容、转融通、标的券扩容等能够切实为证券公司带来盈利增长的催化剂有望在 11 年启动。

2011 年业绩有望回升，或源于自营、利息等收入增长，但存不确定性

截止到 11Q1 为止，15 家券商综合收益合计已达到 2010 年综合收益的 26%，即简单年化后相比 2010 年已有 4% 的业绩增长。

参考一季度各业务同比以及外部环境，我们预计 2011 年证券行业综合收益有望实现 9% 的增长，主要驱动预计来自于自营收入增长（2010 年沪深 300 下跌 12.5%）和利息收入增长（融资和加息贡献），分别贡献 2011 年综合收益 8、7 个百分点的增加。但相比估值修复而言，业绩回升仍在一定不确定性。

表格 3：2011 年家券商汇总盈利预测（已剔除非损）（单位：百万元）

	金额		占比（/收入）		同比	业绩变动贡献
	2010	2011E	2010	2011E	2011E	2011E
新营业收入	79,414	88,266	100%	100%	11%	22%
经纪	40,037	40,037	50%	45%	0%	0%
自营	12,880	16,100	16%	18%	25%	8%
投行	10,702	12,843	13%	15%	20%	5%
资管	5,530	5,530	7%	6%	0%	0%
利息	7,194	10,071	9%	11%	40%	7%
其它	3,072	3,686	4%	4%	20%	2%
新营业支出	-40,181	-46,062	-51%	-52%	15%	-15%
业务及管理费	-36,399	-41,859	-46%	-47%	15%	-14%
其它	-3,781	-4,203	-5%	-5%	11%	-1%
营业外收入与支出	551	172	1%	0%	-69%	-1%
新利润总额	39,774	42,376	50%	48%	7%	7%
综合收益	29,747	31,693	37%	36%	7%	7%
归属于母公司综合收益（不含融资融券）	28,380	30,236	36%	34%	7%	7%
加：融资融券同比新增综合收益贡献		700		1%		2%
归属于母公司综合收益（含融资融券）	28,380	30,936	36%	35%	9%	9%

资料来源：华泰联合证券研究所

注：分类方法同表格 1。

由于 2010 年融资融券收入已融合于经纪、利息收入中，无法分割出来，因此 2011 年“融资融券同比新增综合收益贡献”中为扣减 2010 年融资融券收入后的净增加额。

以上盈利预测隐含 2011 年的核心假设如下：

经纪业务：佣金率下滑 15-20%；

成交金额增长 18-25%（3 月日均成交额相比 2010 年高出 22%）。

自营业务：沪深 300 上涨 10%（2010 年下跌了 13%）；

收入同比增长 25%（11Q1 同比为 41%，简单年化已超过 2010 年 20%）。

投行业务：收入同比增长 25%（11Q1 同比为 42%）。

资管业务：收入同比增长 0%。

利息收入：同比增长 40%（11Q1 同比为 31%，再考虑到 10Q1 之后融资和 11Q1 之后加息影响）。

融资融券: 2011 年末余额达到 447 亿元(截止 3 月末整整启动 1 年, 余额 209 亿元);

融资融券份额=试点券商经纪业务份额/25 家试点券商经纪业务份额合计

业务及管理费: 同比增长 15% (10、11Q1 同比分别为 14%、9%)。

投资建议: 左侧买入, 介入时机为 2011PE 达到 20 倍以下

综合考虑估值修复、业绩回升分别存在 10%+、9% 的上升幅度, 预计 2011 年证券股股价的上涨空间为 20% 左右。我们建议左侧买入, 介入时机为 2011 年 PE 达到 20 倍以下, 并等待创新业务等事件性驱动的投资机会出现。主要理由:

1) 历史上看, 20 倍以下 PE 估值已处于较为安全的区间。

从证券行业历史 PE 来看, 波动区间为【15x, 64x】, 均值 29x。

2) 2011 年证券板块阶段性投资机会预计仍为事件性驱动, 但时间点较难把握, 建议提前介入。

我们观察今年以来证券板块的上涨行情, 基本上均为事件性驱动, 比如 2 月份的新三板扩容预期驱动的上涨行情, 板块最大涨幅 23.0%; 4 月初的 1 季度佣金率下滑趋缓驱动的上涨行情, 板块最大涨幅 7.2%。考虑到时间点较难把握, 建议根据第 1) 条原则提前介入, 并等待创新业务等事件性驱动的投资机会出现。

图 5: 证券行业历史 PE (TTM) 区间为【15x, 64x】, 均值 29x



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

推荐组合: 中信、海通、招商、光大、锦龙股份

除了锦龙股份存在定增预期等事件催化剂之外, 其余公司 2011 年 PE 均在 20 倍左右 (核心假设: 股指上涨 10%、日均成交金额 2500 亿元), 符合或接近我们前述选股标准, 且该类公司均为 A 类券商, 未来将继续更加优先并充分享有业务扩容红利。

表格 4：证券公司 2011 年 PE 敏感性测算

沪深 300 指数涨幅 日均股票成交金额（亿元）	0%		10%		20%	
	2000	2500	2000	2500	2000	2500
中信	23.7	21.5	19.4	17.9	16.4	15.3
海通	31.1	26.1	23.1	20.2	18.3	16.5
招商	22.7	19.9	20.8	18.4	19.1	17.1
光大	27.0	23.5	23.6	20.9	20.9	18.8
锦龙	29.3	24.5	26.8	22.7	24.6	21.1
行业	30.7	26.3	26.2	22.9	22.9	20.4

资料来源：华泰联合证券研究所

注：截止 2011 年 4 月末，沪深 300 上涨 2.1%，日均股票成交金额 2375 亿元。

风险提示：股指、成交额超出我们中性假设下预期

如果 2011 年股指、成交额超出我们中性假设下的预期，前面所做出证券股存在 20% 的潜在上涨空间的结论可能需要重新评估。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn