

经纪业务收入止跌回稳——证券业 2010 年报和 2011 年一季报综述

证券行业

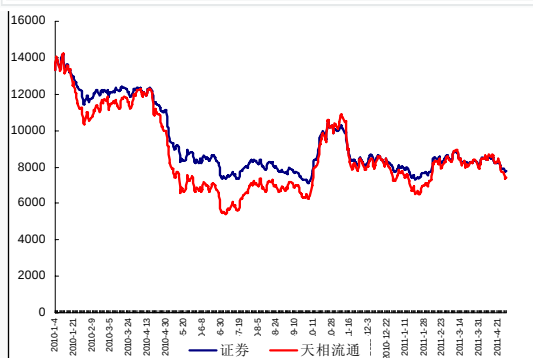
增持（维持）

报告日期：2011 年 5 月 9 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	7507.70	-7.37%
天相流通指数	3650.19	-3.08%
上证指数	2863.89	-2.19%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《海通证券（600837）：自营业务收入占比提升》

2011 年 4 月 26 日

《西南证券（600369）：承销业务沉寂三年后实现突破》

2011 年 3 月 22 日

《山西证券（002500）：承销、自营业绩同比下滑》

2011 年 4 月 27 日

证券分析师：姚轶楠

执业证书编号：A0140511010016

010-66045746 yaoyan@txsec.com

联系人：原野

010-66045463 yuanyan@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 详尽分析券商2010年及2011年一季度各项业绩变化，并预测未来趋势。
- 佣金率见底带来的预期转变以及承销业务的拓展空间使行业长期投资机会显现

投资要点：

- **2010年上市券商盈利跌幅缩窄。**15家上市券商，2010年累计实现归属母公司净利润345.93亿元，同比下降5.86%。从一季度情况来看，2家券商实现净利润同比上涨，13家券商净利润同比下降，从2011年一季度情况来看，6家券商归属母公司净利润环比增长，增幅居前的有宏源、太平洋和国金证券，增幅分别为87.49%、68.04%和48.32%，其余9家券商净利润环比下降，降幅居前的有中信、山西和广发，降幅分别为81.38%、74.08%和48.45%。
- **经纪业务佣金率止跌。**15家上市券商2010年经纪业务收入合计471.05亿元，同比下降15.41%，其中代理买卖证券业务净收入为399.12亿元，同比下降20.35%。15家券商无一实现同比增长，下降幅度最大的3家券商为中信、广发和华泰证券，分别为28.50%、27.14%和25.86%。2011年一季度15家券商代理买卖证券业务净收入环比均为下跌，但对比之前的经纪业务收入，跌幅逐渐缩窄，佣金率已经止跌回稳。
- **自营收入同比增长。**15家上市券商2010年自营业务收入共计189.71亿元，同比上涨90.34%。2011年一季度自营收入合计29.31亿元，同比上涨68.40%。2010年以来，上市券商积极调整自营投资风格和仓位配比，实现了自营业务收入的整体上涨。
- **行业长期投资机会显现。**在佣金企稳的基础上，成交量的上升将直接转化为券商的收入增长。2010年日均成交额为2242亿元（单边），已超过2009年的日均成交数据，2011年1-3月日均成交额也是呈逐渐上升的趋势，我们预计2011年的日均成交额在2469至2599亿元。随着宏观经济的不断增长，证券化水平不断提升，A股成交额将继续保持一定的上升趋势，日均成交水平超预期增加的可能性较高，这将为券商业绩增长和估值提升奠定基础，证券行业的长期投资机会随之显现。

目录

1.	A股市场震荡中底部抬升	4
1.1	投资者参与股市热情进一步降温	4
1.2	日均成交额逐步增长	5
1.3	股权融资规模持续放大	5
2.	2010 年业绩降幅收窄，自营、承销业务收入贡献提升	6
2.1	净利润降幅收窄	6
2.2	经纪业务佣金率见底，收入止跌	8
2.21	经纪业务收入跌幅收窄	8
2.22	市场份额微有下降	9
2.23	佣金率止跌回稳	9
2.3	自营业务收入增长趋势明显	10
2.4	2010 年承销业务发展迅猛，2011 年一季度有所减速	11
3.	2011 年行业投资机会分析	12
3.1	行业长期投资机会显现	12
3.1	关注佣金率趋稳带来的经纪业绩回升带来的投资机会	12
3.2	关注股指回升带来的自营业务收入超预期	13
3.3	关注 2011 年承销业务表现	13
3.4	关注创新业务规模快速增长带来的投资机会	13
4.	2011 年投资策略	14

图表

图表 1 上证指数 深圳综合指数 天相证券行业指数走势	4
图表 2 投资者新增开户数变化	4
图表 3 股票市场月度成交额变化	5
图表 4 近年来我国股票融资规模及其构成情况（亿元，%）	6
图表 5 月度股票融资额变化（亿元）	6
图表 6 上市券商收入结构变化	8
图表 7 融资融券月度日均业务规模变化	14

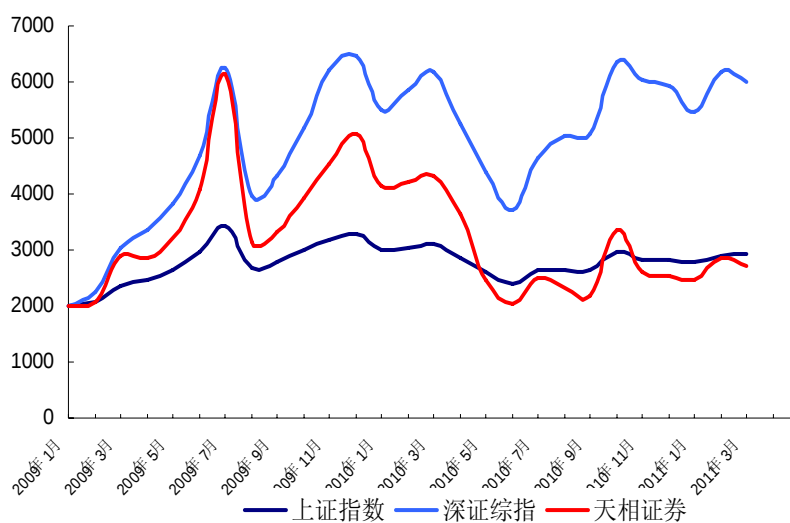
表格

表格 1 上市券商盈利能力变化	7
表格 2 上市券商经纪业务收入增速变化	8
表格 3 上市券商 2010 年市场份额和代理成交额变化情况	9
表格 4 上市券商 2010 年净手续费率变化	10
表格 5 上市券商自营业务收入增速	11
表格 6 上市券商 2010 年股票主承销情况	11
表格 7 2011 年一季度股指期货主力合约代理成交前十名期货公司情况	14
表格 8 券商估值情况比较	15

1. A股市场震荡中底部抬升

2010年A股市场整体呈震荡格局，上半年受房地产紧缩调控政策、宏观经济增速放缓、通胀预期提升等负面因素影响，市场呈现较大跌幅，进入下半年，随着宏观经济二次探底的机率逐渐下降以及国外经济环境呈好转趋势，A股开始呈现恢复性上涨，虽然中间小有震荡，但到2011年一季度末，市场仍保持上涨趋势。上证指数2010年下跌了5.98%，深圳综合指数上涨7.45%，一季度上证指数上涨4.27%，深圳综合指数下跌2.88%。

图表 1 上证指数 深圳综合指数 天相证券行业指数走势

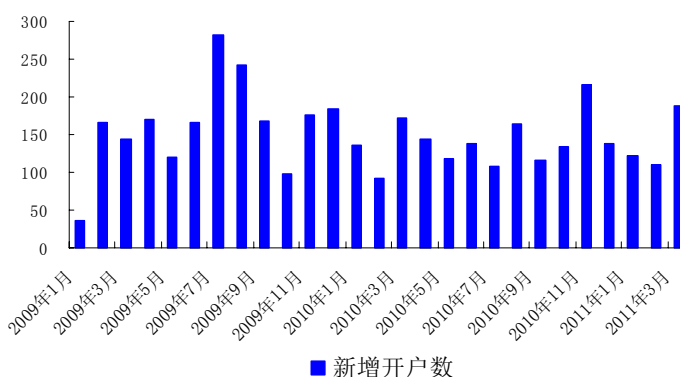


数据来源：天相投资分析系统

1.1 投资者参与股市热情进一步降温

2010年及2011年一季度投资者参与股市的热情随着市场的宽幅震荡进一步降温，2010年新增开户数累计1677万户，较2009年下降14.06%，2011年一季度新增开户数累计419万户，较2010年四季度环比下降14.34%。

图表 2：投资者新增开户数变化

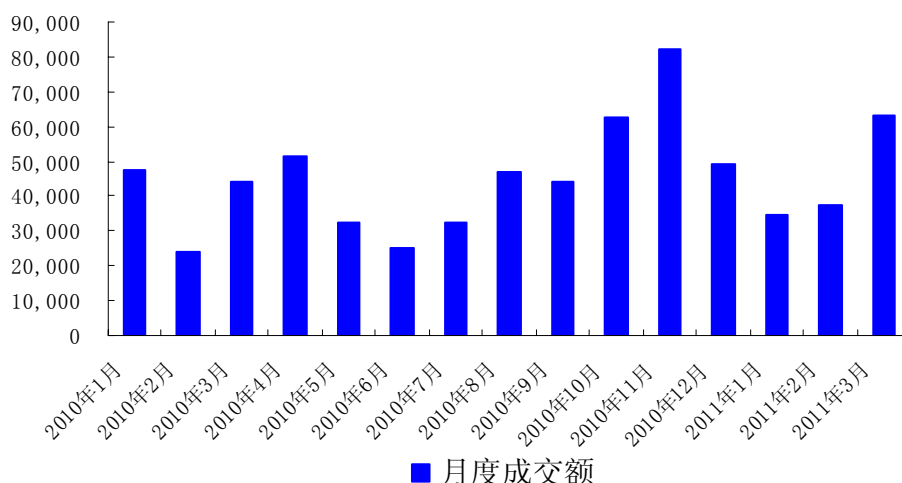


资料来源：中国证券登记结算公司，天相投资分析系统

1.2 日均成交额逐步增长

2010 年在市场宽幅震荡的格局下，两市成交额较 2009 年稍有下降，股基权债口径下累计总成交金额为 124.99 万亿元（双边），较 2009 年减少 3.06%，其中，股票基金成交额累计 110.14 万亿元，较 2009 年下降 0.28%，占总成交金额的 88.12%，占比较 2009 年提高 2.56 个百分点。2011 年一季度，股票市场累计总成交金额为 26.97 亿元（双边），较 2010 年同期增长 16.47%，环比 2010 年四季度下降 51.23%。2011 年随着宏观经济形势趋稳，通胀状况有所缓解以及上市公司整体盈利水平逐步回升，加之融资融券规模的不断扩大贡献了一定的成交增量，市场整体交投将逐渐活跃，成交额将逐步提升，2011 年 1-4 月股票市场日均成交额为 2343.66 亿元（单边），我们预计 2011 年日均成交额（单边）在 2469-2599 亿元之间。

图表 3：股票市场月度成交额变化



资料来源：沪深证券交易所，天相投顾整理

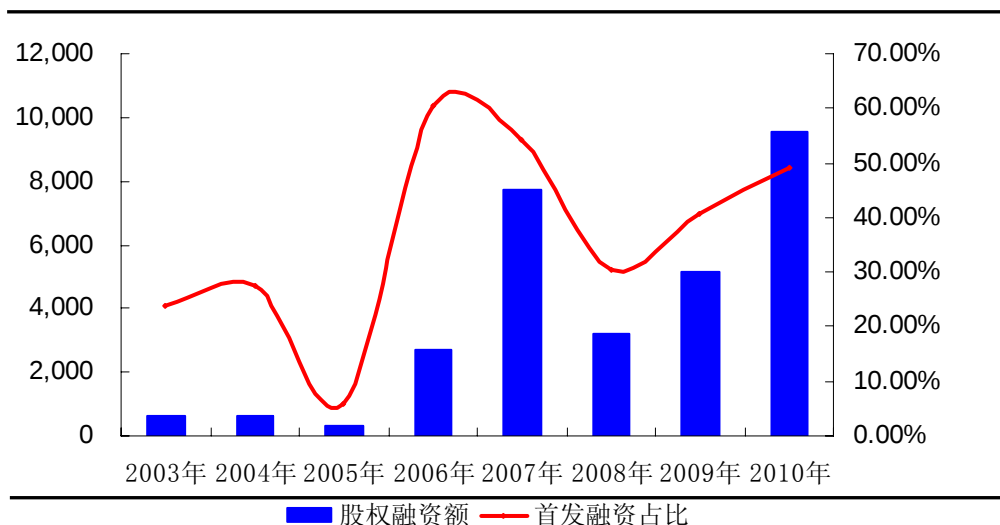
注：成交额为股票、基金、权证、债券合计

在 IPO、增发、配股等融资手段恢复之后，股票市场的融资功能得以充分发挥，融资规模继 2009 年下半年的爆发式增长之后，2010 年股权融资增长势头依然迅猛，股市的融资功能进一步发挥。根据天相投资分析系统统计，2010 年股票筹资额约为 9593.78 亿元，同比增长 85.09%，其中首发融资额为 4700.84 亿元，占比为 49.00%，较 2009 年提高 9.99 个百分点。

1.3 股权融资规模持续放大

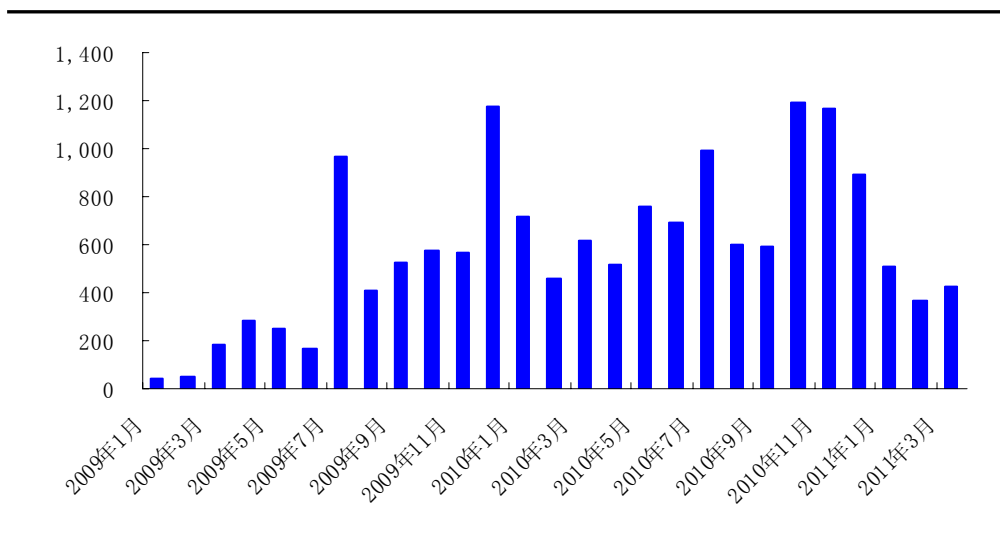
进入 2011 年，政策导向充分发挥资本市场功能，扩大直接融资规模，国开、信达等大型金融国企即将上市，各级地方政府也积极鼓励有实力的本地企业实现上市融资，因此 2011 年股权融资规模有望保持增长。天相投资分析系统统计 2011 年一季度股票筹资额为 1390.76 亿元，同比 2010 年一季度减少 28.68%，其中 IPO 项目融资 412.36 亿元，占总筹资额的比例 29.65%，IPO 项目相对较高的承销费率也为券商投行业务收入的提升打下了良好基础。

图表 4 近年来我国股票融资规模及其构成情况（亿元，%）



资料来源：天相投资分析系统

图表 5 月度股票融资额变化（亿元）



资料来源：天相投资分析系统

2. 2010 年业绩降幅收窄，自营、承销业务收入贡献提升

2.1 净利润降幅收窄

15 家上市券商，2010 年累计实现营业收入 871.57 亿元，同比增长 2.00%，实现归属母公司净利润 345.93 亿元，同比下降 5.86%。中信、广发和海通证券分别占上市券商净利润总额的 32.70%、11.64%和 10.66%。15 家券商中，仅中信和宏源实现了归属母公司净利润同比增长，分别增长 25.91%和 13.44%，其余 13 家券商归属母公司净利润下降，其中太平洋、东北和兴业下降幅度最大，分别下降 49.73%、42.26%和 31.86%。从 2011 年一季度情况来看，6 家券商归属母公司净利润实现环比增长，环

比增幅居前的有宏源、太平洋和国金证券，增幅分别为 87.49%、68.04%和 48.32%，9 家券商净利润环比下降，降幅居前的有中信、山西和广发，降幅分别为 81.38%、74.08%和 48.45%。7 家券商一季度净利润实现同比增长，同比增幅居前的有西南证券、国金证券和光大证券，增幅分别为 127.90%、76.42%和 64.24%，一季度利润同比下降的有 8 家，降幅居前的有东北证券、山西证券和广发证券，降幅分别为 47.80%、40.13%和 23.47%。

表格 1 上市券商盈利能力变化

券商简称	归属于母公司净利润（万元）		同比增速		环比增速
	2010	2011 年 1-3 月	2010	2011 年 1-3 月	1Q2011
西南证券	80,528.33	29,757.56	-20.04%	127.90%	-25.94%
国金证券	43,834.45	15,559.96	-15.11%	76.42%	48.32%
光大证券	220,006.31	56,325.09	-22.17%	64.24%	-30.41%
太平洋	20,377.16	9,237.11	-49.73%	29.38%	68.04%
兴业证券	78,721.60	21,095.84	-31.86%	24.25%	9.40%
海通证券	368,626.42	118,514.55	-18.95%	17.17%	27.07%
招商证券	322,886.07	79,390.64	-13.38%	1.59%	-32.47%
国元证券	92,498.11	25,406.17	-10.82%	-3.27%	1.15%
中信证券	1,131,134.32	135,720.08	25.91%	-9.45%	-81.38%
华泰证券	342,504.63	69,465.81	-9.76%	-15.94%	-32.24%
长江证券	128,299.26	33,332.91	-6.49%	-19.29%	-1.43%
宏源证券	130,637.96	33,865.01	13.44%	-19.34%	87.49%
广发证券	402,699.95	66,563.00	-14.13%	-23.47%	-48.45%
山西证券	43,852.17	3,465.78	-29.12%	-40.13%	-74.09%
东北证券	52,713.32	10,509.34	-42.26%	-47.80%	-46.78%
合计	3,459,320	708,209	-5.86%	-0.89%	-50.74%

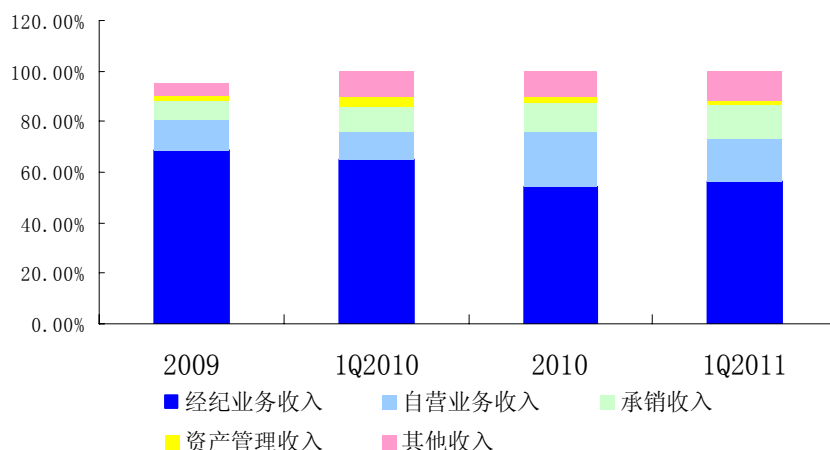
资料来源：公司公告，天相投顾整理

注：以 2011 年 1-3 月归属于母公司净利润同比增速数据排序

从上市券商收入构成来看，2010 年券商收入中，经纪业务和自营业务收入合计占比为 75.81%，较 2009 年同期下降约 5.6 个百分点，经纪和自营业务收入占比同比都有所下降。经纪业务收入的占比为 54.05%，较去年同期下降 14.83 个百分点，对券商业绩的影响仍举足轻重，自营业务收入占比 21.77%，较 2009 年同期上升 9.44 个百分点。由于股权融资额的大幅提升，承销业务收入大幅增长，成为第二大收入来源，2010 年承销业务收入占比为 11.92%，占比较 2009 年同期，提高约 5.15 个百分点。

2011 年一季度，经纪业务和自营业务收入占比合计 72.68%，较 2010 年同期占比下降 2.93 个百分点，其中经纪业务占比为 56.03%，较 2010 年同期下降 8.90 个百分点，仍然对券商的业绩影响最大。自营业务占比为 16.65%，较 2010 年同期上升 5.96 个百分点，一季度股权融资规模继续增长，券商承销业务收入也随之增长，收入占比为 13.89%，较 2010 年同期占比上升 3.14 个百分点。

图表 6 上市券商收入结构变化



资料来源：公司公告，天相投顾整理

2.2 经纪业务佣金率见底，收入止跌

2.2.1 经纪业务收入跌幅收窄

15 家上市券商 2010 年经纪业务收入合计 471.05 亿元，同比下降 15.41%，其中代理买卖证券业务净收入为 399.12 亿元，同比下降 20.35%。15 家券商无一实现同比增长，下降幅度最大的 3 家券商为中信、广发和华泰证券，分别为 28.50%、27.14% 和 25.86%。2011 年一季度 15 家券商代理买卖证券业务净收入同比和环比均为下跌，由于一季度有春节假期等因素，因此代理买卖成交额环比四季度下降属正常，但从同比数据来看 2011 年一季度券商买卖证券业务净收入同比均为下降，一季度经纪业务业绩仍是表现不佳，中信证券由于出售中信建投证券因而同比和环比降幅均为最大。

表格 2 上市券商经纪业务收入增速变化

券商简称	代理证券买卖净收入（万元）		同比增速		环比增速
	2010	2011 年 1-3 月	2010	2011 年 1-3 月	2011Q1
长江证券	175,287.19	39,518.03	-14.38%	-3.28%	-27.55%
国金证券	80,145.03	17,751.25	-18.03%	-8.64%	-29.27%
光大证券	274,776.06	58,953.45	-24.52%	-9.86%	-34.98%
西南证券	78,570.80	16,418.78	-12.17%	-10.02%	-35.17%
东北证券	110,994.67	23,682.78	-20.82%	-10.07%	-38.62%
太平洋	46,337.31	9,716.44	-21.06%	-10.59%	-36.54%
招商证券	357,876.68	76,545.46	-25.33%	-10.92%	-35.98%
宏源证券	172,491.63	38,539.74	-19.34%	-13.24%	-28.84%
华泰证券	551,578.52	107,808.12	-25.86%	-14.08%	-42.61%
海通证券	486,381.77	103,090.79	-22.48%	-14.57%	-31.96%
国元证券	122,628.95	25,267.43	-20.30%	-15.41%	-36.22%
广发证券	543,038.10	102,045.31	-27.14%	-18.20%	-44.00%
中信证券	780,864.71	108,833.05	-28.50%	-43.02%	-51.24%
山西证券	86,784.70	18,988.87	-	-	-
兴业证券	123,463.67	25,407.63	-	-	-

合计	3,991,219.79	772,567.13	-20.35%	-14.47%	-36.03%
----	--------------	------------	---------	---------	---------

资料来源：公司公告，天相投顾整理

注：以 2011 年 1-3 月代理证券买卖净收入同比增速数据排序

2.22 市场份额微有下降

按照股基权债口径，市场总成交金额为 124.87 万亿元，较 2009 年市场总成交金额减少 3.15%，其中上市券商合计代理成交金额为 47.31 万亿元，较 2009 年减少 7.23%，上市券商代理成交市场份额为 37.89%，市场份额较 2009 年的 39.55%下降了 1.66 个百分点。

从单个上市券商市场份额变化情况看，共有 8 家券商实现代理成交市场份额的提升，其中光大证券、招商证券和宏源证券的市场份额增速较快，同比市场份额涨幅分别为 14.49%、13.80%和 13.59%，其余 7 家券商市场份额出现下滑，其中西南证券、东北证券和海通证券的下滑幅度最大，分别为 37.29%、8.72%和 5.90%。

2011 年一季度市场总成交额为 13.48 亿元，较 2010 年同期上涨 16.47%，市场成交情况较 2010 年活跃，券商的代理成交额也将着随市场的活跃而放大。

表格 3 上市券商 2010 年市场份额和代理成交额变化情况

亿元	代理成交额	市场份额	市场份额同比变化值	代理成交额同比变化
光大证券	22,058.15	1.77%	14.79%	11.17%
招商证券	8,599.81	0.69%	13.80%	10.21%
宏源证券	19,907.90	1.59%	13.59%	10.01%
国金证券	9,296.38	0.74%	9.53%	6.08%
中信合并	7,691.94	0.62%	4.78%	1.48%
兴业证券	56,881.29	4.56%	2.77%	-0.46%
山西证券	14,645.65	1.17%	1.89%	-1.32%
广发合并	53,879.67	4.31%	0.62%	-2.55%
太平洋证券	97,834.92	7.83%	-0.69%	-3.82%
长江合并	8,663.02	0.69%	-1.36%	-4.47%
华泰合并	48,693.47	3.90%	-2.57%	-5.64%
国元证券	15,096.37	1.21%	-5.39%	-8.37%
海通证券	68,359.43	5.47%	-5.90%	-8.87%
东北证券	3,142.99	0.25%	-8.72%	-11.60%
西南证券	38,376.03	3.07%	-37.29%	-39.26%
合计	473,127.01	37.89%	-4.21%	-7.23%

资料来源：沪深证券交易所，天相投顾整理

注：以 2010 年代理成交市场份额同比变化幅度数据排序

2.23 佣金率止跌回稳

整体来看，2010 年行业佣金率下滑趋势有所减缓，到了 2010 年一季度，佣金率已经见底，个别券商出现经纪业务收入转而上升的情况，可以推断，佣金率在一季度已经见底，之后将保持稳定。分时间段来看，2010 年前三季度营业网点增多，各券

商均调低了经纪业务佣金率以抢占市场份额，甚至出现了“零佣金”等恶性竞争形式，这对行业整体的价格水平冲击较大，证券业协会于 9 月 30 日发出《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，对证券公司的佣金定价机制作出规定，要求证券公司向客户收取的证券交易佣金应当以证券经纪业务服务成本为基础，极大缓解佣金价格战的情况，另外由于成本等因素的限制，行业整体佣金率已经处于较低的水平，继续下降的空间已经十分有限，随着证券公司服务能力的提升，在新的差别化的分类证券交易佣金收取标准下，佣金水平到了 2011 年一季度已经止跌企稳，将有利于证券公司经纪业务收入的稳定，在其他业务收益提升的前提下，整体业绩将逐步回升，对提高券商股估值有十分积极的作用。

2010 年 15 家上市券商佣金率约为 0.80%，较去年同期下降 18.78%。从单个上市券商的手续费率变化情况看，仅有光大证券实现手续费率的同比上涨，上涨幅度为 24.72%，其余 14 家券商手续费率同比均有不同幅度的下降，其中兴业证券、山西证券和广发合并的佣金率降幅最大，分别为 33.39%、27.24%和 26.80%。

表格 4 上市券商 2010 年净手续费率变化

	净手续费率	同比变化值	同比变化幅度
光大证券	0.072%	0.01%	24.27%
太平洋证券	0.147%	-0.02%	-10.70%
宏源证券	0.114%	-0.02%	-11.97%
东北证券	0.128%	-0.03%	-17.11%
华泰合并	0.081%	-0.02%	-18.64%
国元证券	0.084%	-0.02%	-19.24%
西南证券	0.091%	-0.02%	-20.31%
海通证券	0.090%	-0.02%	-20.45%
招商证券	0.073%	-0.02%	-20.87%
国金证券	0.086%	-0.03%	-22.73%
长江合并	0.079%	-0.02%	-22.98%
中信合并	0.080%	-0.03%	-25.67%
广发合并	0.095%	-0.03%	-26.80%
山西证券	0.113%	-0.04%	-27.24%
兴业证券	0.062%	-0.03%	-33.39%
合计	0.084%	-0.02%	-18.78%

资料来源：沪深证券交易所，公司公告，天相投顾整理

注：以净手续费率同比变化幅度数据排序

2.3 自营业务收入增长趋势明显

2010 年随着股市回升，15 家上市券商总投资规模有所增长，2010 年末，15 家券商自营投资总额为 1600.21 亿元，较 2009 年末减少约 5.57%。

15 家上市券商 2010 年自营业务收入共计 189.71 亿元，同比上涨 90.34%。2011 年一季度自营收入合计 29.31 亿元，同比上涨 68.40%。2010 年以来，上市券商积极

调整自营投资风格和仓位配比，实现了自营业务收入的整体上涨。

2010 年无券商自营业绩为亏损，不计山西和兴业共有 7 家券商实现自营业务收入的同比增长，其中中信证券、宏源证券和广发证券涨幅最大，涨幅分别是 235.52%、89.89%和 79.51%，其余 6 家券商自营业绩同比下滑，其中下滑幅度最大的有太平洋证券、东北证券和国金证券，下滑幅度分别为 99.34%、66.99%和 62.80%。

2011 年一季度山西证券自营业绩为亏损，其余均为正收益，不计山西和兴业有 8 家券商自营业绩同比实现上涨，其中上涨幅度最大的是招商证券、太平洋证券和海通证券，上涨幅度分别为 280.67%、183.84%和 141.74%，其余 5 家自营业绩同比下滑，其中下滑幅度最大的是光大证券、宏源证券和华泰证券，下滑幅度分别为 184.74%、42.70%和 40.69%。

表格 5 上市券商自营业务收入增速

券商简称	自营业务收入（万元）		同比增速	
	2010	2011Q	2010	2011Q
长江证券	92,872	23,381	35.44%	-37.43%
东北证券	11,818	6,474	-66.99%	10.68%
光大证券	32,948	15,485	-23.04%	-184.74%
广发证券	207,966	18,039	79.51%	4.28%
国金证券	5,463	2,267	-62.80%	3.49%
国元证券	24,445	1,302	49.38%	-14.22%
海通证券	108,191	54,705	11.22%	141.74%
宏源证券	69,285	15,638	89.89%	-42.70%
华泰证券	55,154	9,183	35.35%	-40.69%
山西证券	14,239	-264	-	-
太平洋	103	9,117	-99.34%	183.84%
西南证券	44,222	13,832	-38.01%	73.55%
兴业证券	29,559	11,625	-	-
招商证券	50,783	27,977	-48.32%	280.67%
中信证券	1,150,060	84,402	235.52%	90.94%
合计	1,897,109	293,163	90.34%	68.40%

资料来源：公司公告，天相投顾整理

注：山西证券和兴业证券无同比变化数据

2.4 2010 年承销业务发展迅猛，2011 年一季度有所减速

由于股权融资规模的迅速增长，上市券商投行业务收益颇丰。15 家上市券商 2010 年累计实现承销业务收入 103.93 亿元，同比大幅增长 89.62%。由于 2009 年上半年 IPO 暂停，承销收入基数相对较小，也是增速较高的原因之一。上市 15 家券商作为主承销商筹集的资金共 2967.63 亿元，占市场总额的 35.65%，其中，IPO 项目 137 个，筹集资金 1686.19 亿元，再融资项目 74 个，筹集资金 1281.44 亿元。在股权融资在融资手段中占比将不断提升，因此券商承销业务在未来几年有望维持较快增速。

表格 6 上市券商 2010 年股票主承销情况

主承销商	首发金额	市场份额	再融资金额	市场份额	总金额	市场份额
------	------	------	-------	------	-----	------

长江证券	11.94	0.25%	10.44	0.21%	22.38	0.27%
东北证券	-	0.00%	19.08	0.39%	19.08	0.23%
光大证券	75.56	1.61%	81.10	1.66%	156.66	1.88%
广发证券	197.59	4.20%	128.67	2.63%	326.26	3.92%
国金证券	110.16	2.34%	45.60	0.93%	155.76	1.87%
国元证券	29.17	0.62%	19.58	0.40%	48.75	0.59%
海通证券	241.11	5.13%	172.06	3.52%	413.17	4.96%
宏源证券	104.94	2.23%	25.22	0.52%	130.16	1.56%
华泰证券	243.03	5.00%	77.94	0.02	320.97	4.00%
山西证券	33.61	0.71%	20.17	0.41%	53.78	0.65%
太平洋	-	-	15.06	0.31%	15.06	0.18%
西南证券	-	-	35.97	0.74%	35.97	0.43%
兴业证券	31.86	0.68%	10.18	0.21%	42.03	0.50%
招商证券	171.73	3.65%	63.23	1.29%	234.97	2.82%
中信证券	435.49	9.26%	557.13	11.39%	992.63	11.92%
合计	1686.19	35.87%	1281.44	26.19%	2967.63	35.65%

资料来源：天相投资分析系统

3. 2011 年行业投资机会分析

3.1 行业长期投资机会显现

通过对上市券商的分析可以看到，券商业务收入的主要来源仍然是经纪业务收入，收入占比超过 55%，对券商业绩的影响举足轻重，同时，经纪业务也是券商推广融资融券和股指期货业务的基础，在业务结构上同样具备十分重要的地位。证券业协会的新规使得恶性佣金竞争得到有效缓解，在全成本的基础上，佣金率下限明确，目前较低的佣金水平下降空间已较为有限，而部分佣金水平偏低的券商已开始出现反弹。从 2010 年四季度和 2011 年一季度的经纪业务数据来看，经纪业务收入降幅已经逐渐收窄，目前佣金率已经止跌，而且未来证券公司还可通过提供服务升级和创新以提高实际佣金水平。

在佣金企稳的基础上，成交量的上升将直接转化为券商的收入增长。2010 年日均成交额为 2242 亿元（单边），已超过 2009 年的日均成交数据，2011 年 1-3 月日均成交额也是呈逐渐上升的趋势，我们预计 2011 年的日均成交额在 2469 至 2599 亿元。随着宏观经济的增长，证券化水平不断提升，A 股成交额将继续保持一定的上升趋势，日均成交水平超预期增加的可能性较高，这将为券商业绩增长和估值提升奠定基础，证券行业的长期投资机会随之显现。

3.1 关注佣金率趋稳带来的经纪业绩回升带来的投资机会

随着证券行业佣金率的止跌企稳，同时证券市场的成交额呈现逐渐上升的趋势，上市券商的代理成交额将随之增长，因此证券公司的经纪业务收入将在 2011 年出现回升的态势，从 2011 年一季度上市券商的经纪业务收入情况来看，个别公司已经出现经纪业务收入同比上涨的情况，经纪业务收入将在之后的时间段逐渐回升，最终

2011 年经纪业务收入将扭转 2009 年和 2010 年下滑的情况转而实现同比上升。我们预测上市券商 2011 年将实现经纪业务收入合计 516.99 亿元,将较 2010 年上涨 9.75%。由于经纪业务占券商总收入比重较大,从 2010 年的收入占比情况看,占比超过 55%,因此经纪业务收入的上涨将为证券公司业绩的提升做出贡献。

3.2 关注股指回升带来的自营业务收入超预期

2010 年,随着股指回升券商自营业务收入大幅增长,显示了券商较好的择时投资能力,而进入 2011 年,股指继续保持震荡底部抬升的趋势,这为 2011 年券商自营收入增长打下良好基础。2010 年券商自营投资结构已逐步转变,其中权益类资产占比较 2009 年有所提升,使得券商的主动投资提高业绩弹性,自营收入得到大幅提升。随着市场整体交投的升温、日均成交的增长,2011 年市场整体情况预期将好于 2010 年,券商也将相应提高各自的自营盘规模,假设券商自营规模以 5%的速度增长,按照 2010 年券商自营盘中权益类资产和债券类资产的比例,假设权益类资产自营收益率为 4.5%,债券类资产自营收益率为 3.6%,我们预计 2011 年上市券商自营收入将达到 210.32 亿元,收入占比达到 24.13%,收入贡献将较 2010 年提升 2.36 个百分点。

综合考虑自营投资风格以及自营收入占比,我们认为自营投资风格较为激进同时自营投资占比较高的西南证券,在股指回升的情况下,自营业务超预期的可能性最大。

3.3 关注 2011 年承销业务表现

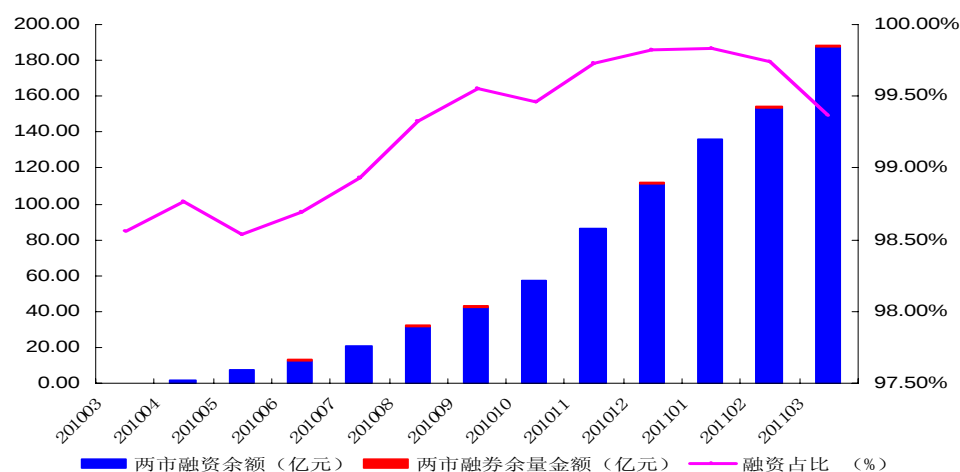
在 2009 年下半年, IPO 开闸之后,证券市场更好地体现了融资功能,通过 IPO 上市实现筹资的公司数量迅速增多,股权融资额增长迅猛。进入 2011 年,如果国开等大型国企上市,加上地方也积极鼓励一些有实力的本地企业到资本市场融资, IPO 数量会继续保持增长态势,利好券商的投行业务,为券商贡献更多的承销业务收入。我们预测 2011 年股票市场筹资金额将达到 9700 亿左右,上市券商承销业务收入合计将达到 114.72 亿元,收入占比将达到 13.16%,较 2010 年占比进一步提升 1.14 个百分点。

3.4 关注创新业务规模快速增长带来的投资机会

从 2010 年 4 月开始,融资融券和股指期货陆续上市,为券商的收入开辟了新的来源,包括融资利息收入、融券手续费率以及通过控股的期货公司获得的期货手续费收入。

截止 2011 年 4 月末,融资融券业务日均余额为 230.01 亿元,从融资融券业务开展之初到目前的规模,不计最初 3 个月份的增速,只考察较为稳定的月份,每个月的融资融券规模以平均 38.55%的增速增长,今后转融通机制出台,融资融券规模的增速将有一个迅速的提升,预计超过 100%以上,券商由此将获得更多的手续费收入,因此建议关注融资融券扩容带来的投资机会。

图表 7 融资融券月度日均业务规模变化



资料来源：上交所，深交所，天相投顾整理

股指期货上市之后，成交量逐步放大，截止 2011 年一季度总成交额已达 6.86 万亿元。成交量排名前列的期货公司大都是券商控股的期货公司，其中包括上市券商中广发证券全资控股的广发期货、华泰证券控股 60%的华泰长城期货以及海通证券控股的海通期货。随着参与股指期货的投资者范围扩大，特别是机构投资者的加入，股指期货业务规模有望持续放大。因此，我们建议关注市场份额较高、受益明确的华泰、广发和海通证券。

表格 7 2011 年一季度股指期货主力合约代理成交前十名期货公司情况

名称	成交量	成交量市场份额	统计天数	归属	控股比例
国泰君安	2053940	17.86%	58	国泰君安证券股份有限公司	100.00%
海通期货	1987750	17.29%	58	海通证券	93.33%
广发期货	1794914	15.61%	58	广发证券	100.00%
华泰长城	1395365	12.13%	58	华泰证券	60.00%
银河期货	1020582	8.88%	58	银河证券	79.16%
鲁证期货	915192	7.96%	58	齐鲁证券	89.88%
上海东证	729808	6.35%	57	东方证券	100.00%
天琪期货	658219	5.72%	58	中投证券	73.61%
南华期货	656298	5.71%	58	横店集团控股有限公司	91.62%
光大期货	641702	5.58%	58	光大证券	100.00%

资料来源：中国金融期货交易所，天相投顾整理、估算

4. 2011 年投资策略

随着货币政策进入了加息周期，我国的宏观经济已逐步走出了金融危机的影响，回复增长轨道。2011 年，政策环境出现重大变化的可能性较小，从一季度的情况来看，2011 年股市交投有望持续活跃，2011 年证券行业整体业绩在市场整体较好的情况下有望实现同比增长。

在佣金率新规的利好影响下，券商未来业绩的确定性大为提升，目前已表现出很强的估值修复需求。随着我国经济存量的增长，证券化水平的提高，股市的规模和影

响都将不断提升。同时，居民财富的增长以及理财意识的提高，也将使得股市的投融资功能得到很大增强。我们认为，在这样的经济环境下，未来 A 股的成交和融资规模有望持续提升，加之创新业务规模的不断扩大将逐步转变证券公司“靠天吃饭”的现状，使得收入更加多元化，证券行业长期发展向好。

我们仍维持行业“增持”的投资评级。具体到公司的投资策略，我们认为可以关注经纪业务市场份额增长较快，受益新业务规模增长，同时估值相对较低的券商，如中信证券和海通证券。

表格 8 券商估值情况比较

股票代码	券商简称	股价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
大型券商										
600030	中信证券	12.69	0.90	1.14	1.09	0.73	14.05	11.16	11.66	17.30
601788	光大证券	14.63	0.83	0.69	0.89	0.96	17.69	21.22	16.44	15.20
600999	招商证券	18.10	1.04	0.84	1.10	1.39	17.41	21.64	16.47	12.99
000776	广发证券	33.38	1.87	1.61	1.19	1.24	17.84	20.78	28.16	26.89
601688	华泰证券	13.09	0.68	0.61	0.66	0.85	19.31	21.40	19.83	15.35
600837	海通证券	9.45	0.55	0.47	0.57	0.60	17.10	19.96	16.68	15.64
	均值		—	—	—	—	16.65	16.99	16.33	0.00
中型券商										
000783	长江证券	10.83	0.58	0.64	0.65	0.71	18.72	16.99	16.55	15.30
000562	宏源证券	16.36	0.79	0.89	0.86	0.87	20.76	18.30	18.93	18.89
000728	国元证券	11.97	0.53	0.47	0.64	0.73	22.67	25.42	18.84	16.48
600369	西南证券	11.87	0.43	0.35	0.32	0.35	27.37	34.23	36.68	33.52
	均值		—	—	—	—	22.04	22.13	20.91	0.00
区域型券商										
600109	国金证券	14.36	0.52	0.44	0.63	0.77	27.82	32.79	22.73	18.73
000686	东北证券	20.45	1.43	0.82	0.67	0.73	14.32	24.80	30.73	28.18
601099	太平洋	10.95	0.27	0.14	0.16	0.31	40.61	77.68	66.39	35.32
601377	兴业证券	17.02	0.53	0.36	0.53	0.60	32.41	47.57	32.33	28.32
002500	山西证券	9.86	0.26	0.18	0.26	0.32	38.25	53.96	37.36	30.80
	均值		—	—	—	—	29.10	43.70	33.90	0.00
行业均值	行业均值		—	—	—	—	18.55	19.49	18.40	18.21

资料来源：天相投顾预测 股价为 2011 年 5 月 6 日收盘价

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518041