



综合金融

2011.07.07

同比略增，个股分化

——2011 年中报展望



梁静



021-38676850



liangjing@gjtas.com

编号

S0880511010005

本报告导读：

中报业绩同比应有所增长，关注业绩不错，估值有优势的中信/海通/光大/招商等。

摘要：

- **2011 年上半年经营环境略好于去年同期。**就主营业务量来看，股票基金交易额 24.6 万亿元、同比增长 8.7%；日均 2095 亿元、同比增长 7.3%。股票和企业债承销额分别为 3960 亿元和 2489 亿元，同比分别增长 20% 和 -4%；沪深 300 指数 -2.7%，较去年同期的 -28.3% 有显著好转。新业务方面，融资融券日均余额 206 亿元、买入额 1342 亿元，分别是上年同期的 29 倍和 38 倍；期指交易额 20.9 万亿元、同比增加 100%；集合理财规模 1630 亿元、同比增长 100%。
- **监管环境来看，确立了“加强监管、放松管制”的政策思路。**上半年，工作重心在规范经纪竞争、加强保荐监管等方面，尤其是在规范佣金方面，在中国证券业协会的佣金管理《通知》实施之后，部分证监局陆续出台佣金率自律底线、后续监管措施也及时跟进，佣金竞争格局根本好转。同时，对创新管制的放松也在稳步推进，虽然新三板/融资融券/资产管理等未能松绑，但相关准备已经充分。
- **经纪业务佣金率企稳超预期。**由于同比高基数，上市券商 1 季度佣金率较上年下滑 13%、同比下滑 21%。但在监管推动下，典型券商月度佣金率环比已企稳。我们判断，上半年佣金率同比应有 20% 左右的下降，这也是行业上半年业绩的最大拖累。新设营业部约 220 多家、较年初增加 5%，增幅显著小于上年。
- **承销业务定增和公司债增长明显。**IPO 家数及规模都有所萎缩，使得 IPO 规模同比减少 26%，但得益于定增，承销额同比仍快速增长；公司债得到政策支持且流程简化，规模同比增长 43%，使得债券承销规模保持稳定。
- **上市公司中报业绩同比应略有增长。**我们测算，上市券商(除山西)中期净利润约 126 亿元、同比应有 2% 的增长。由于交易量放大只能部分弥补佣金率下滑，经纪佣金将有 10% 甚至更多的下滑，承销收入应保持稳中有升态势；投资收益则由于同比的低基数而有较明显增长。
- **上市公司之间分化严重。**我们的测算表明，同比基数较低的太平洋/西南/光大等同比增速较高；中信/海通/招商/兴业等同比将稳步增长，增速在 10% 左右；东北/广发/华泰等应有显著的下降。佣金显著下滑、投资收益波动较大、费用增长明显等都可能都是导致业绩下滑的主要原因。
- **下半年同比基数高，业绩压力要大于上半年。**最大的不确定性仍来自于市场，但佣金率企稳、创新业务松绑预期十分明确，都意味着下半年的业务机会要好于上半年，业绩环比也将有明显提升。
- **我们维持对证券行业的增持评级，维持对成大/中信/宏源/教东的推荐。**短期亦需关注海通/光大/招商等业绩不错且估值有优势的公司。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

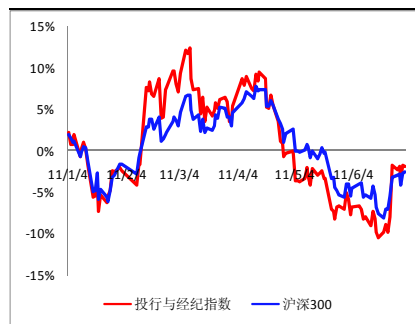
细分行业评级

信托	增持
投资银行业与经纪业	增持
期货	中性
典当	增持
金融控股公司	无评级

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
长江证券	谨慎增持
香溢融通	谨慎增持
安信信托	增持

行业指数走势图



相关报告

投资银行业与经纪业：《管制放松如期推进》

2011.07.04

投资银行业与经纪业：《交易量快速反弹》

2011.06.27

综合金融：《弹性再现》

2011.06.27

投资银行业与经纪业：《直投业务将转常规，股权投资基金获批》

2011.06.20

投资银行业与经纪业：《交易量有所恢复》

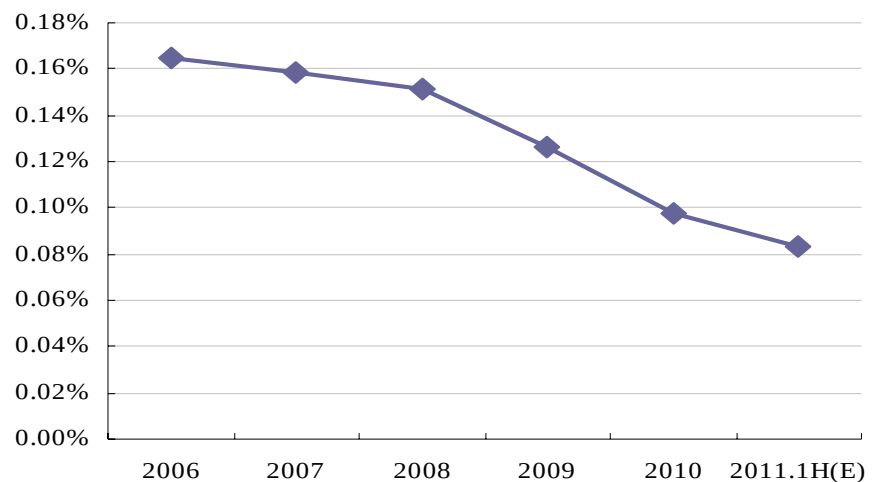
2011.06.13

表 1 2011 年上半年证券行业经营环境同比有好转

	2011.1H	2010.1H	同比
股票基金日均交易额(亿元)	2,094	1,952	7.3%
股票基金交易额(亿元)	249,240	230,335	8.2%
股票承销额(亿元)	3,941	3,288	19.9%
其中: IPO(亿元)	1,603	2,153	-25.5%
企债承销额(亿元)	2,603	2,535	2.7%
沪深 300 指数涨幅	-28%	-3%	
新发集合理财规模(亿元)	412	405	1.7%
股指期货交易额(亿元)	208,934	105,324	98%
融资融券日均余额(亿元)	206	7	2815%
融资融券买入额(亿元)	1,360	35	3772%

数据来源: 国泰君安证券研究

图 1 佣金率高基数导致同比下滑明显



数据来源: 国泰君安证券研究

表 2 上市公司中报业绩预期及同比变化(百万元)

	中信	海通	广发	招商	华泰	光大	长江	国元	宏源	兴业	西南	东北	国金	太平洋	合计
净利润															
2011.1H	2,936	2,067	1,246	1,533	1,144	1,140	426	419	623	365	334	50	215	122	12,622
2010.1H	2,628	1,842	1,640	1,369	1,420	829	491	422	731	336	161	110	296	56	12,333
EPS															
2011.1H	0.28	0.25	0.49	0.43	0.20	0.33	0.18	0.21	0.43	0.17	0.12	0.08	0.21	0.08	
2010.1H	0.26	0.22	0.65	0.38	0.25	0.24	0.21	0.21	0.50	0.00	0.07	0.17	0.30	0.04	
同比	11.7%	12.2%	-24%	12.0%	-19.4%	37.5%	-13.2%	-0.8%	-14.8%	8.7%	107%	-54.9%	-27.4%	116.7%	2.3%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3 年初以来新业务松绑的政策目标及其实施情况

领域	主要的政策目标	后续政策跟进	创新的实际进展
OTC	抓紧启动中关村试点范围扩大工	2011.2, 民建中央建议, 尽快启动新三板的扩容进程;	挂牌公司和主办券商的扩容悄然展开。挂

场外市场	作，加快建设统一监管的全国性场外市场	2011.3，尚福林表示，相关制度安排已基本到位，但还有些技术细节要继续努力。目前并无具体时间表，等到条件具备的时候就会择机推出。 2011.5，媒体报道，监管部门通过部际会议等方式，对新三板扩容方案的六大关键政策进行协调和论证，目前已进一步达成共识，正在进入会签程序。 2011.6，国务院发布《国务院批转发展改革委关于 2011 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》提出，推进场外交易市场建设，研究建立国际板市场，进一步完善多层次资本市场体系。	牌企业由年初的 81 家增加到 90 家；主办券商则由 44 家扩容到 49 家。
融资融券	稳步发展融资融券业务，逐步将融资融券转为证券公司常规业务， 推出转融通业务 。	2011.3，上交所有关人士表示，转融通机制年内可推出，但目前没有时间表。	年前，中登公司将《融资融券试点登记结算业务实施细则（修订稿）》名称及相关条款中的“试点”字样全部删除 5 月份，12 只 ETF 获批纳入融资融券标的
期货	推进条件具备的商品期货上市，稳妥推进期货品种和业务创新。		证监会先后批准铅期货和焦炭期货分别在上海期交所和大连期交所上市
国际板	研究制定国际板制度规则，全面做好有关技术准备，推进国际板建设。	2011.5，尚福林在陆家嘴论坛上表示，国际板已越来越接近； 2011.6.3，（同上）国务院提出，研究建立国际板市场，进一步完善多层次资本市场体系； 2011.6.6，上海副市长屠光绍指出，国际板所有条件基本准备到位，已明确表达在国际板挂牌意愿的企业超 60 家。 2011.6.9，发改委官员表示，国际板年内在沪择机推出	
小 QFII	深入推进证券公司、基金公司香港子公司小 QFII 试点。	2011.5，证监会官员表示，小 QFII 投资办法已基本形成，相关配套措施已初步完成，希望能尽快推行。 2011.6，港交所总裁表示，小 QFII 定会实施，但规模不是重点。人证港币交易通将于 9 月底基本完成 2011.6，已有约 10 家中资金融机构向香港银行及券商提交“小 QFII”基金产品数据	

数据来源：国泰君安证券研究

表 4 上市公司盈利预测及评级

上市公司	年涨幅	EPS			PE			PB	市值	评级
		2010	2011	2012	2010	2011	2012			
中信证券	10.30%	1.14	0.73	0.85	12	18	16	1.98	1,327	增持
吉林敖东	8.76%	2.16	1.86	2.58	14	17	12	2.41	212	增持
兴业证券	6.92%	0.36	0.34	0.43	48	50	40	4.39	377	中性
宏源证券	2.89%	0.89	0.95	1.09	19	18	16	3.24	248	增持
西南证券	2.06%	0.35	0.34	0.43	34	35	28	2.41	276	中性
国金证券	-0.21%	0.44	0.49	0.52	33	30	28	4.61	146	中性
招商证券	-2.16%	0.90	0.98	1.13	21	19	16	2.68	665	谨慎增持
长江证券	-2.85%	0.54	0.47	0.55	20	23	20	2.06	253	增持
海通证券	-3.79%	0.45	0.47	0.54	20	20	17	1.64	750	增持
国元证券	-4.16%	0.47	0.45	0.54	24	26	21	1.53	225	增持
东北证券	-4.29%	0.82	0.84	1.06	26	25	20	3.97	135	谨慎增持
光大证券	-4.61%	0.64	0.67	0.83	21	21	17	2.39	472	谨慎增持
辽宁成大	-6.60%	1.38	1.39	1.54	14	13	12	3.31	255	增持
华泰证券	-8.74%	0.61	0.63	0.72	20	20	17	2.06	692	谨慎增持

山西证券	-22.38%	0.18	0.17	0.19	51	55	48	3.58	223	中性
广发证券	-25.82%	1.61	1.45	1.74	24	27	22	4.88	974	增持

数据来源：国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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:	gtjaresearch@gtjas.com		