



综合金融

2011.07.15

投资推动收入增长，费用导致业绩下滑

——证券行业上半年业绩点评



梁静



021-38676850



liangjing@gjtas.com



编号 S0880511010005

本报告导读：

投资收益推动上半年行业同比增长 2.7%，但成本提升导致业绩下降 11.1%。下半年同比压力较大，但环比应提升。

摘要：

- **收入增长，业绩下降。**中国证券业协会的初步统计表明，2011 年上半年，109 家证券公司实现营业收入 751.02 亿元、净利润 260.54 亿元，同比分别变化+2.7%和-11.1%。期末净资产为 5,809 亿元、净资本为 4,357 亿元，分别较期初增加 2.4%和 0.9%。全行业上半年 ROE 为 4.5%、净利润率 34.7%，净资本/净资产 75%，较期初的 76.1%略有下降。
- **投资推动收入增长。**佣金率同比基数高，导致经纪佣金收入快速下滑，但其他主业、特别是自有资金投资快速增长，推动收入同比略增。经纪佣金、承销、资产管理和自营投资分别实现净收入 410 亿元、133 亿元、9 亿元和 69 亿元，同比分别增长-15.1%、14.5%、15.4%和 1642%。四者对净收入的贡献度分别为 55%、18%、1%和 9%；经纪佣金贡献度明显下降、而投资贡献度显著上升。受托管理资金本金总额为 2,487 亿元、较期初增长 32%。
- **费用上升快导致业绩下滑。**上半年净利润率为 35%，较去年同期的 40% 明显下降，这表明行业的经营成本仍在快速提升。我们判断，费用增长主要体现为人力成本的上升。
- **高基数使得佣金率下降较快。**上半年实现股基交易额 2.5 万亿元，同比增长 8.7%；但净佣金率为 0.082%，同比降低 21.9%，导致佣金收入降幅超过 15%。这一佣金率水平也较 2010 年全年平均降低 15.6%，这也使得全年经纪业务仍面临较大压力。但佣金率下降是基数高企使然，从上半年季度环比来看，佣金率已经企稳。我们认为，佣金率自律将不会放松，这将继续驱动佣金率企稳。
- **承销业务 IPO 节奏依然，定增和公司债快速增长，推动承销收入稳步增长；**投资业务则由于同比基数过低，增速最快。
- **行业的分化已十分严重，且集中度有提升趋势。**在 109 家公司中，有 15 家公司亏损，亏损面 13.8%，我们判断，经纪佣金下降、自营波动大，费用快速增加，都可能是导致亏损的重要原因。而按照我们统计，上市券商中期净利润可望达到 131 亿元，占行业的 50.3%，而中信占全行业 11.4%。去年同期这一比例则是 42.8%和 9.0%。
- **下半年应更好。**去年下半年高企的业绩基数，将使得行业面临更大的经营压力。但我们判断，行业所处的市场环境、政策环境要好于上半年，尤其是 3 季度将面临融资融券等创新业务全面松绑的政策拐点期，佣金率已相对稳定，环比增长可期。
- **维持增持评级。**交易量持续恢复、创新业务渐次放松，都将推动行业业绩增长和投资价值提升。

评级：

增持

上次评级：

增持

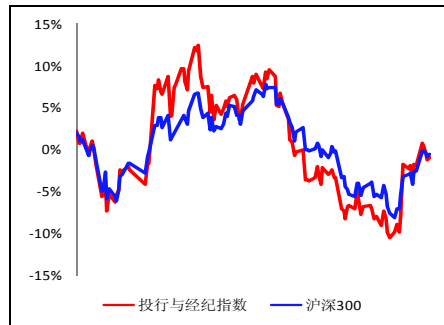
细分行业评级

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	增持
香溢融通	谨慎增持

行业指数走势图



相关报告

综合金融：《业绩恢复性快速增长，大券商投资机遇佳》

2011.07.12

投资银行业与经纪业：《中报业绩略超预期，直投松绑加速增长》

2011.07.12

综合金融：《同比略增，个股分化》

2011.07.07

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

表 1 2011 年上半年证券行业主要经营指标变化（亿元）

	2010.1H	收入占比	2011.1H	收入占比	同比
营业净收入	731		751		2.7%
经纪手续费	483	66%	410	55%	-15.1%
承销及保荐	116	16%	133	18%	14.5%
资产管理	8	1%	9	1%	15.4%
自营投资	4	1%	69	9%	1641.7%
净利润	293		261		-11.1%
佣金率	0.082%		0.097%		-15.6%

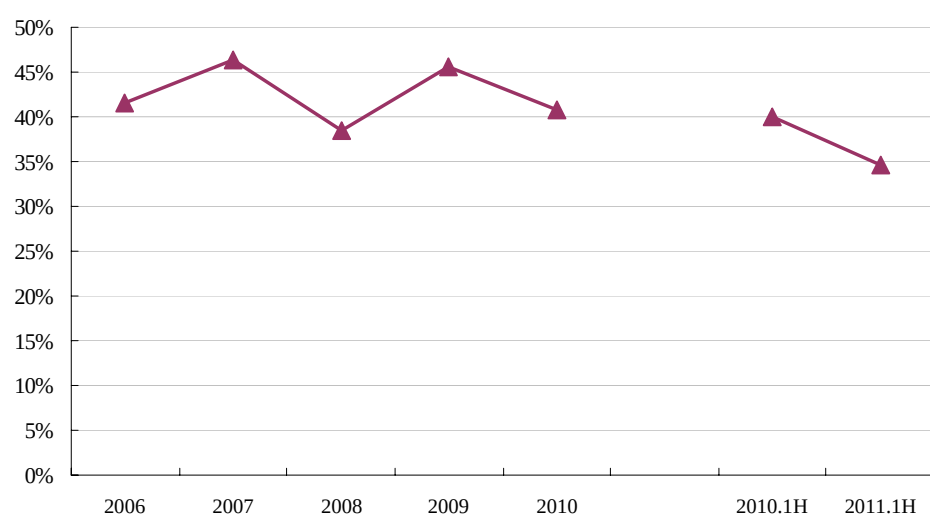
数据来源：国泰君安证券研究

图 1 证券行业佣金率变化



数据来源：国泰君安证券研究

图 2 证券行业上半年净利润率下降明显



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		