

非银行金融行业

证券行业 7 月经营数据点评

行业点评报告

行业评级：中性

市场风险集中爆发，经营业绩再度下滑

行业指数走势图



行业指数月走势

沪深 300 指数	-2.37%
上证综合指数	-2.18%
证券Ⅲ（中信）	-3.91%

报告摘要：

- 本月经济风险集中，反弹止步、市场维持下行走势。美债上限谈判艰难达成、欧债危机蔓延，市场对美国和全球经济复苏疲软担心加重，加上国内通胀压力增大以及“7·23 特大动车事故”等的影响，上月反弹迹象嘎然而止，7 月下半月市场继续维持下行走势。本月上证指数下跌 2.18%，沪深 300 下跌 2.37%，中证全债指数下跌 0.85%。
- 受系统性风险影响，上市证券公司经营业绩再度下滑。7 月份 15 家上市券商（不含方正证券）总共实现营业收入 38.12 亿元，环比下降 21.4%，共实现净利润 16.95 亿元，环比下降 24.6%。截止到 2011 年 7 月底，净资产总额 2756.01 亿元。但是，考虑到 6 月份上市券商业绩大幅增长，基数较大，我们并不对券商行业 7 月财务数据持悲观态度。
- 沪深股市股票成交总额及日均成交总额四个月来首次回升。本月沪深股市股票成交额 41940.31 亿元，日均股基成交额 1997.16 亿元，环比上升 34.6%，分别同比上升 29%和 35.1%。
- 投行业务大幅缩水，但上市券商总体市场份额基本与上月持平。本月上市券商企业债、公司债承销金额和配股金额较上月大幅下降，降幅分别为 66.7%、33.6%和 100%，增发项目总金额大幅提升 894.4%。
- 集合理财产品发行份额今年以来最低，上市券商理财产品平均收益均优于指数。截止 7 月底，全行业集合理财产品平均收益 -4.66%，较上月上升 0.35 个百分点，但 7 月单月平均业绩较上月有所回落。
- 目前上市券商 A 股流通市值加权平均的 11 年动态 PE 为 18.3 倍，PB 为 2.4 倍。其中，中信、海通、华泰从 PE 和 PB 上看估值均处于行业内最低位，具有较强的吸引力。虽然近期风险加剧市场下行，但随着今后风险释放市场反弹，加上融资融券试点转常规、国际版推出等利好，我们对券商板块未来走势仍然保持乐观。重点关注业绩稳定增长并在新业务上具备优势、估值较低的大型券商，如广发证券、华泰证券。

非银行金融研究小组

联系人：张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

1. 行业总体状况

7 月全球 PMI 指数普遍下滑，全球经济面临下行风险，美国债务上限谈判艰难达成，欧债危机有蔓延趋势。国内通胀压力，7 月份通胀率继续维持高位可能性较大，市场对央行紧缩政策预期增大，再加上“7·23 特大动车事故”对市场造成的冲击，下半月指数维持下行走势。本月沪深 300 指数下跌 2.37%，上证指数下跌 2.18%，中证全债指数下跌 0.85%。

因受到以上系统性风险因素影响，本月券商业绩再度下滑。7 月份 15 家上市券商（不包含方正证券）共实现营业收入 38.12 亿元，净利润 16.95 亿元，分别环比降低 21.4% 和 24.6%。截止到 7 月末，上市券商净资产总额达到 2756.01 亿元，环比增加 1.7%。

上市券商中，唯中信证券和国金证券营业收入和净利润得到大幅提升，其余券商均有不同程度的下降，其中净利润缩水最为严重的有东北证券、山西证券。鉴于光大证券 6 月份完成光大保德信基金 12% 的股权转让，母公司取得投资收益 31080 万元，对应税后利润 23310 万元，我们不认为光大证券本月常规业务业绩下跌最为严重。

除了此外，6 月份市场反弹，上市券商上月业绩大幅上升造成本月环比数据基数较大，这也是本月环比数据表现较差的一个重要的影响因素。上个月除招商证券以外，其余券商业绩均有不同程度增长，华泰、海通、光大、山西、太平洋等净利润还实现 100% 以上环比增长，导致本月这些券商业绩环比回落。从这个角度来看的话，我们并不对上市券商 7 月经营数据持悲观态度。

表 1 7 月份上市证券公司业绩

机构名称	营业收入（万元）		净利润（万元）		净利润率		净资产（万元）	
	7 月	环比	7 月	环比	7 月	环比	截止 7 月底	环比
中信证券	116,528.91	81.5%	81,332.42	288.3%	69.8%	37.2%	6,324,405.56	0.6%
海通证券	44,951.73	-46.4%	13,220.88	-74.5%	29.4%	-32.4%	4,477,815.31	0.01%
华泰证券	42,302.74	-20.5%	11,774.21	-34.7%	27.8%	-6.0%	3,427,166.84	14.1%
广发证券	44,936.97	-13.0%	20,108.33	-26.8%	44.7%	-8.4%	1,915,417.60	0.8%
招商证券	27,169.65	-23.8%	9,887.99	-38.1%	36.4%	-8.4%	2,382,678.92	0.3%
光大证券	18,870.31	-72.7%	5,957.76	-87.3%	31.6%	-36.1%	2,175,539.54	-0.5%
宏源证券	14,389.00	-43.8%	4,909.00	-47.1%	34.1%	-2.1%	745,906.00	0.7%
长江证券	14,635.68	-3.1%	3,688.90	39.8%	25.2%	7.7%	1,169,193.24	-0.4%
兴业证券	9,553.94	-42.7%	1,270.47	-72.8%	13.3%	-14.7%	818,066.45	0.0%
国金证券	12,860.05	116.9%	3,986.69	225.6%	31.0%	10.4%	325,981.45	1.2%
国元证券	13,572.00	-2.4%	4,798.00	-19.4%	35.4%	-7.5%	1,473,176.00	0.3%
山西证券	6,297.79	-22.1%	476.62	-79.4%	7.6%	-21.1%	664,478.44	0.1%
西南证券	2,365.82	-88.7%	6,026.83	-43.9%	254.7%	203.4%	1,112,342.43	-2.9%
东北证券	8,118.79	-41.4%	722.81	-84.1%	8.9%	-24.0%	337,230.66	1.1%

太平洋	4,635.40	-34.3%	1,326.33	-47.4%	28.6%	-7.1%	210,740.16	0.6%
合计	381,188.78	-21.4%	169487.2395	-24.6%	44.5%	-1.9%	27560138.6	1.7%

注：其中，中信证券数据为中信证券母公司加上中信金通和中信万通按中信证券持股比例折算后的数据。

同理，华泰证券、长江证券、山西证券均分别包含了华泰联合、长江承销保荐、中德证券的数据。

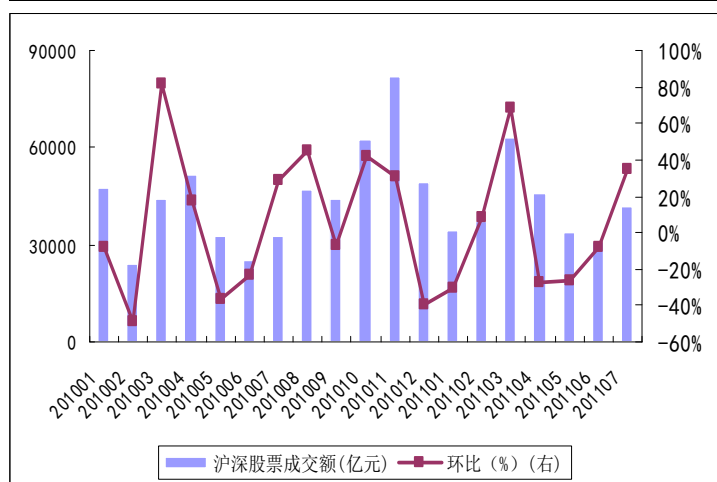
资料来源：上市公司7月财务数据简报，德邦证券研究所

2. 经纪业务：沪深股票成交额四个月以来首次回升

7月份沪深股市成交额41940.31亿元，日均成交额1997.16亿元，均环比上升34.6%，同比上升29%和35.1%，股票成交额和日均股票成交额均为四个月以来首次回升。以总股数计算的A股7月换手率为9.24%，以流通总股数计算的A股7月换手率为15.22%，同样为四个月以来首次回升，分别环比增加1.82和2.89个百分点。

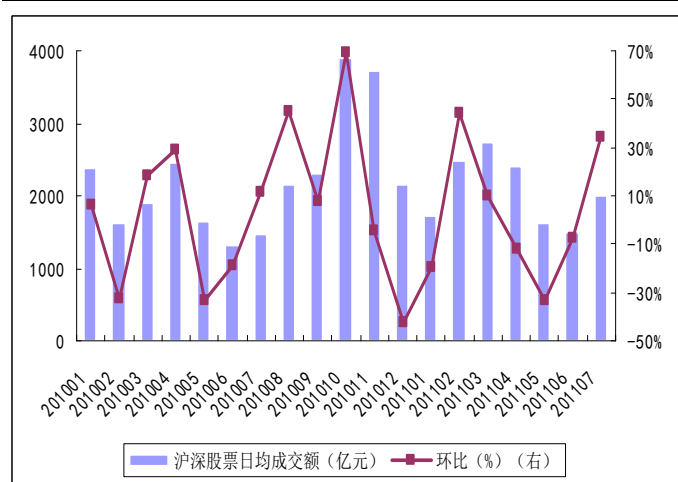
整个行业上半年平均佣金率为0.082%，以此大致可以估算出本月整个行业佣金收入约为68.78亿元，日均佣金收入3.28亿元。由此可以判断，上市券商的经纪业务收入较上月有一定程度的上升。考虑到下半年市场佣金率减速下降，或将逐渐企稳，我们认为佣金战对券商经纪业务收入造成的巨大冲击正逐渐减弱甚至平复，股票交易额的变动对佣金收入的影响将得到更大的体现。

图1 2010年1月以来沪深股市股票成交额（亿元）



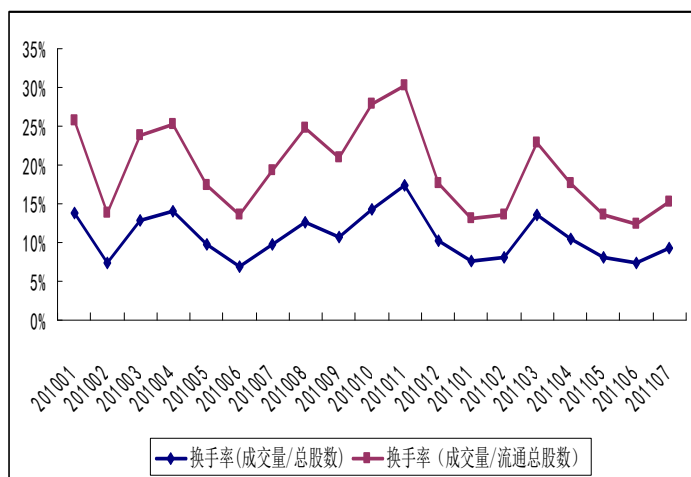
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图2 2010年1月以来沪深股市股票日均成交额（亿元）



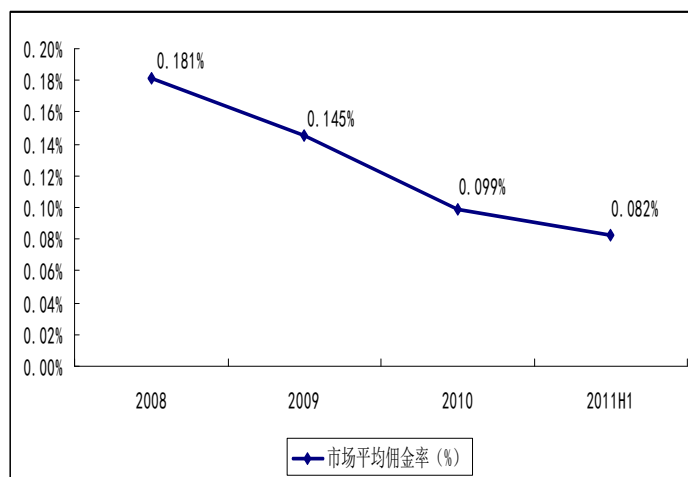
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图3 2010年1月以来A股月换手率变化



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图4 2008年以来行业平均佣金率



资料来源: 中国证券业协会网站, 德邦证券研究所

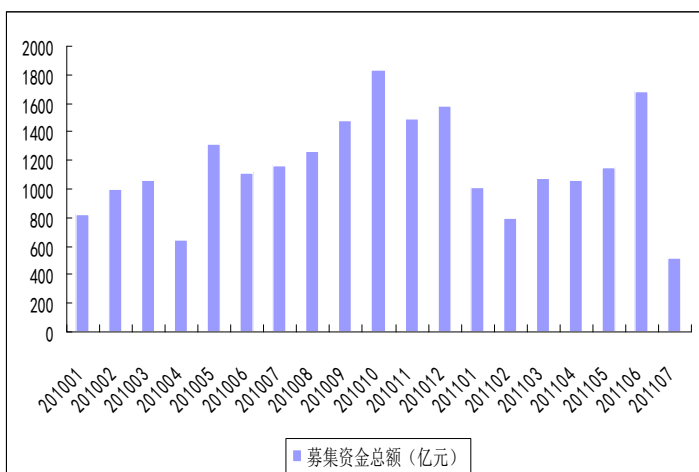
3. 投行业务: 证券发行规模环比下降, 增发项目骤增

7 月份整个券商行业投行业务募集资金总额 521.36 亿元, 环比减少 69.06%, 发行规模创 2010 年 1 月以来新低, 其中影响较大的是 IPO 承销的减少。从投行业务具体的构成来看, 本月股票增发和公司债承销分别环比上升 47.88% 和 63.77%, 债券类工具承销收入的贡献有逐渐扩大的趋势。

上市券商 7 月承销总额 170.76 亿, 环比下降 72.82%, 本月市场份额 32.75%, 较上月略有上升。其中, 承销金额下降幅度较大的是企业债及公司债承销和配股, 分别环比减少 66.7%、33.6% 和 100%。上市券商 7 月增发项目金额相对上月增长明显, 增幅达到 894.4%。从公司层面上来看, 本月只有招商证券承销金额较上月增加, 其余各券商均有不同程度的下滑。7 月份, 上市券商主承销市场份额基本保持稳定, 份额增加和减少的券商各半。

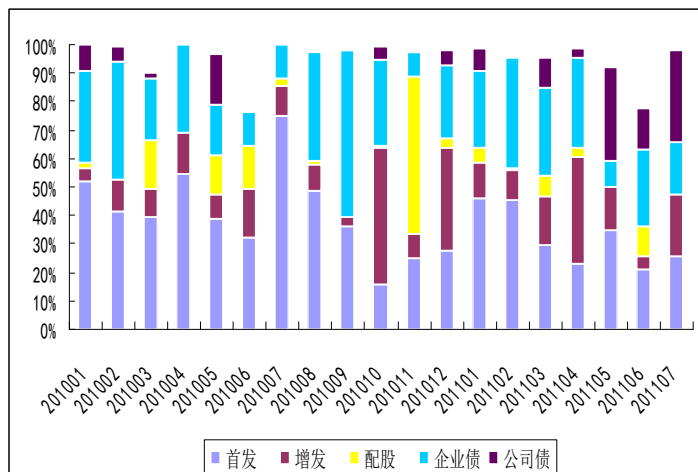
考虑到 6 月份上市券商证券承销金额较 5 月份已经大幅下降, 本月继续维持较大幅度的业绩下降, 因此投行业务的缩水是不容忽视的。

图 5 2010 年 1 月以来全行业证券承销总额（亿元）



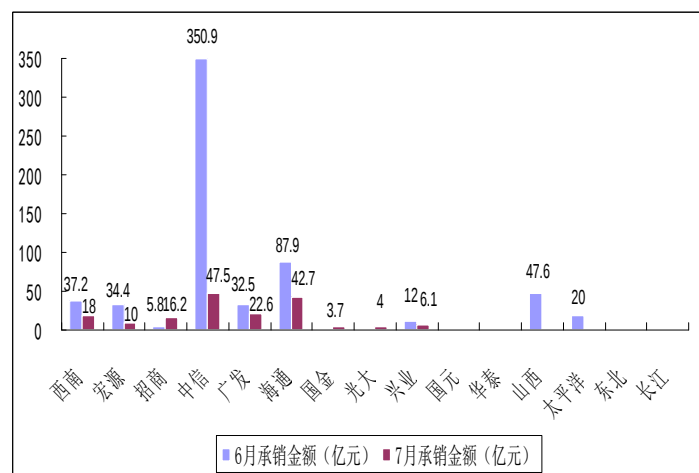
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 6 2010 年 1 月以来全行业证券承销业务主要构成



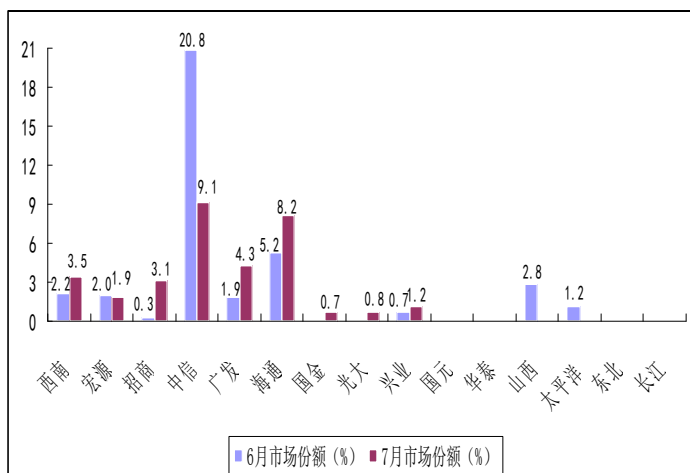
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 7 7 月份上市券商承销金额普遍较上月下降



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 8 7 月上市券商主承销市场份额变化



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

4. 资产管理业务：产品发行年内最低，平均收益率较上月回升

7 月券商共发行集合理财产品 13 只，发行份额约 12.39 亿份，为今年以来最低，包含上市券商中的中信证券（2 只，目标规模 110 亿元）、华泰证券（1 只，目标规模 10 亿元）、东北证券（1 只，目标规模 30 亿元）。截止 7 月底，全行业集合理财产品平均收益-4.66%，较上月上升 0.35 个百分点；7 月单月全行业集合理财产品收益率 0.37%，低于上月的 1.63% 的收益率。

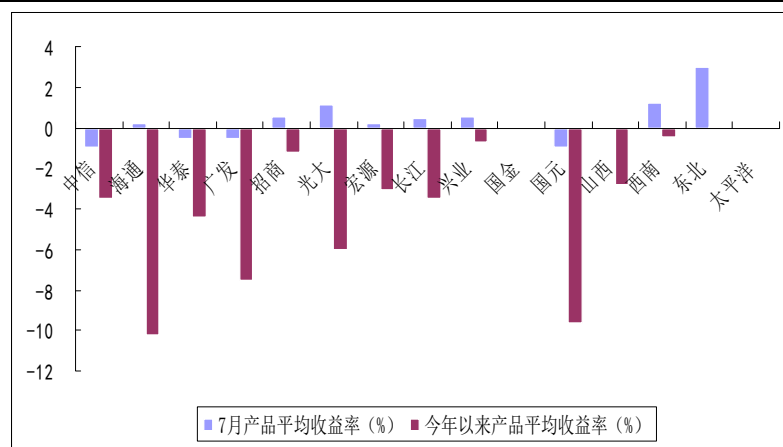
从单月业绩来看，7 月份上市券商集合理财产品平均业绩全部跑赢上证指数和沪深 300 指数，其中有 8 家券商理财产品实现当月平均正收益，东北证券所有理财产品平均收益约为 3.01%，在所有上市券商中排名第一。

表 2 7 月份上市券商集合理财产品发行情况

产品代码	产品简称	目标规模(亿元)	投资类型	所属概念	管理人
11061.0F	中信贵宾 5 号	10	平衡混合型	混合型	中信证券
J11066.0F	东北证券 5 号	30	平衡混合型	FOF	东北证券
J11068.0F	中信红利价值	100	普通股票型	股票型	中信证券
J11069.0F	华泰紫金套利宝	10	平衡混合型	混合型	华泰证券

资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 9 上市券商集合理财产品平均业绩表现 (%)



注: 产品平均业绩为该券商所有产品业绩的算术平均。

资料来源: Wind, 德邦证券研究所

5. 其他业务

7 月沪深 300 下跌 2.37%, 上证指数下跌 2.18%, 中证全债指数下跌 0.85%, 债券总体表现优于股票, 因此我们预计自营业务风格偏激进 (股票配置占比较高) 的券商本月自营业务的单月平均表现可能劣于风格偏保守的券商 (债券配置占比较高)。但也不排除个别自营业务股票配置占比较高的券商在市场整体向下的行情中, 仍然能够抓住好的投资机会。从已经公布 2011 年中报的几家上市券商 (包括华泰、西南、长江、东北、国元、山西) 来看, 其中华泰证券、长江证券的自营风格偏保守, 其交易性金融资产和可供出售金融资产中债券类的投资工具占比明显高于权益类工具; 相反, 西南、山西和东北证券则风格偏激进; 国元证券风格较为折中。

本月市场融资融券余额 321.56 亿, 环比增加 17.36%。其中融资余额 319.06 亿元, 融券余额 2.5 亿元, 分别环比增加 17.59% 和 -5.93%。期间融资买入额 317.99 亿元, 融券卖出量 1.38 亿股, 分别环比增加 41.34% 和 6.46%。中金所现存股指期货 7 月成交额 17310 亿元, 为股票交易额的 41.27%。

6. 估值水平

以 8 月 5 日收盘价为计算标准、A 股流通市值为权重加权得出上

市券商截止到目前为止的 11 年平均动态 PE 的 18.3 倍, PB 为 2.4 倍, 处于历史较低水平。从个股来看, PE 和 PB 的分化较为严重, 大型券商如中信、海通、华泰目前的估值处于行业内最低。

表 3 上市券商估值水平

证券代码	证券简称	预测市盈率(PE, 最新预测) (2011)	市净率(PB, 最新)
000562. SZ	宏源证券	16. 6	3. 1
000686. SZ	东北证券	25. 8	3. 6
000728. SZ	国元证券	19. 2	1. 4
000776. SZ	广发证券	20. 7	4. 4
000783. SZ	长江证券	18. 9	2. 1
002500. SZ	山西证券	32. 5	3. 7
600030. SH	中信证券	15. 3	1. 8
600109. SH	国金证券	24. 8	4. 2
600369. SH	西南证券	30. 2	2. 4
600837. SH	海通证券	15. 4	1. 5
600999. SH	招商证券	17. 0	2. 5
601099. SH	太平洋	39. 9	6. 1
601377. SH	兴业证券	34. 2	4. 1
601688. SH	华泰证券	16. 8	1. 9
601788. SH	光大证券	17. 1	2. 1
-	平均值	18. 3	2. 4

注: 表中数据以 2011 年 8 月 5 日收盘价计算得出, 其中上市券商 PE、PB 平均值是根据各券商 A 股流通市值加权平均的数值。

资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

虽然近期市场风险加剧, 证券行业业绩下降且后期仍有下降的可能。但是今后随着宏观经济的逐渐向好, 风险得以释放, 市场反弹, 股票基金等交易额、融资需求等得到放大, 再加上融资融券试点转常规、转融通的开启、新三板扩容以及国际板的推出等利好, 我们对未来券商板块的走势维持乐观。重点关注业绩稳定增长并在新业务上具备优势、估值较低的大型券商, 如广发证券、华泰证券。

7. 风险提示

- (1) 近期全球经济复苏、欧/美债务危机担心加重, 市场风险集中爆发, 全球股市和 A 股市场短期内可能还将维持下行走势, 反弹期还有待考察。
- (2) 受股市风险影响, 投资者信心不足, 市场成交量可能会受到一定影响; 同时, 券商资产管理产品和自营的收益也可能会受一定程度的影响。
- (3) 近期股市的不乐观可能也会影响市场融资需求, 或者导致部分企业推迟或更改融资的时间选择, 这也将影响券商近期的投行业务收入。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。