

2011.08.08

交易量快速恢复，投资拖累业绩

——券商月度数据点评（2011年7月）

	梁静	崔晓雁
	021-38676850	021-38674874
	liangjing@gjtas.com	cuixiaoyan010374@gjtas.com
编号	S0880511010005	S0880511070001

本报告导读：

7月上市券商业绩环比下降25%，中信/长江/国金增长；1-7月份上市券商业绩环比增长0.9%，中信/海通/光大支撑增长。

摘要：

- **7月份业绩符合预期。**上市券商(母公司及证券子公司，下同)7月份实现营业净收入38.22亿元、净利润16.95亿元，环比分别下降21%和25%；同比分别下降24%和23%。
- **指数下跌，交易量上升。**7月份经纪和承销业务量快速恢复，月度股基交易4.24万亿元、环比增长34%、同比增长28%；日均交易额2,018亿元。股票发行额808亿元、债券发行额285亿元，环比分别增长104%和2%。但股票指数(沪深300)和企债指数收益率分别为-2.37%和-0.92%，较上月的1.42%和-0.53%显著下降。股票和企债指数的双杀应是导致月度业绩大幅下降的主要原因。
- **绝大部分上市证券公司月度业绩降幅明显。**本月初中信(288%)、国金(226%)、长江(40%)业绩环比增长，其余均显著下降，其中，光大(-87%)、东北(-84%)、山西(-79%)、海通(-74%)和兴业(-73%)降幅均超过70%。增长的公司中：中信业绩超出预期，从净利润率69%（为有月度业绩披露史以来最高）、资本公积变化为-4.1亿元来判断，可能是减持浮盈、及子公司分红等因素所导致；长江在营业收入环比略有下降的背景下，业绩快速增长，可能是费用下降、或者是营业外收入入账所致；国金应是经纪和承销增长所致。下降的公司中，东北、兴业和山西等弹性较大，在预期中；但海通和光大超出预期，海通应主要是受自营浮盈兑现及市值变化所致，光大大部分原因是上月转让光保股权投资收益入账所致。
- **累计业绩与上年基本持平。**上市券商本年累计营业净收入346亿元、净利润150亿元，同比分别增长-7.6%和0.9%。本年度，股基交易额29.2万亿元、同比增长10%；市场收益率-7.38%，而上年同期为-19.77%；股票和债券发行额同比分别增长-2%和10%。整体而言，市场环境好转，但去年佣金率一直处于快速下降通道，使得佣金率同比基数高企，从而影响业绩。
- **中信、海通、光大等增长质量高。**年度累计看，太平洋、西南、光大(51%)、中信(26%)和海通(18%)同比增长，其中，太平洋、西南等基数较低，同比增速较快；相比之下，中信、海通的增长更具备可持续性。而正是中信/海通/光大等业绩快速增长支撑了上市公司业绩基本持平。前7个月，3家公司净利润在上市券商中占比达51%。尽管佣金率下降幅度较大、市场面临更大的不确定性，中信、海通仍凭借强大的综合实力，在投资、及创新业务上取得较佳业绩。在创新已面临政策拐点的背景下，这些创新领先的大券商将会迎来更为广阔的空间。
- **估值分化较为明显。**上市券商平均PB 2.9倍，年化PE 24倍。国元/海通/华泰在PB上、宏源/中信/招商在PE上仍具吸引力。
- **维持对中信/海通/广发等大券商的推荐。**比较年化EPS和我们的预期，我们认为，海通将超预期，而中信、光大、招商和国金等应基本符合预期。宏源估值优于其他中小券商、价格距离增发价仅一步之遥，仍然推荐。

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**

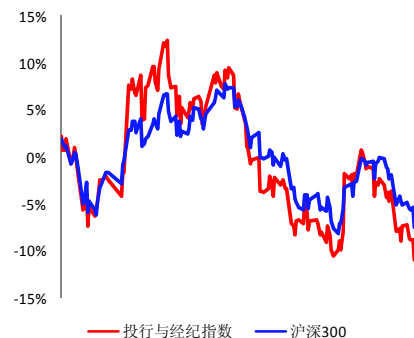
细分行业评级

信托	
投资银行业与经纪业	增持
期货	
典当	
金融控股公司	

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

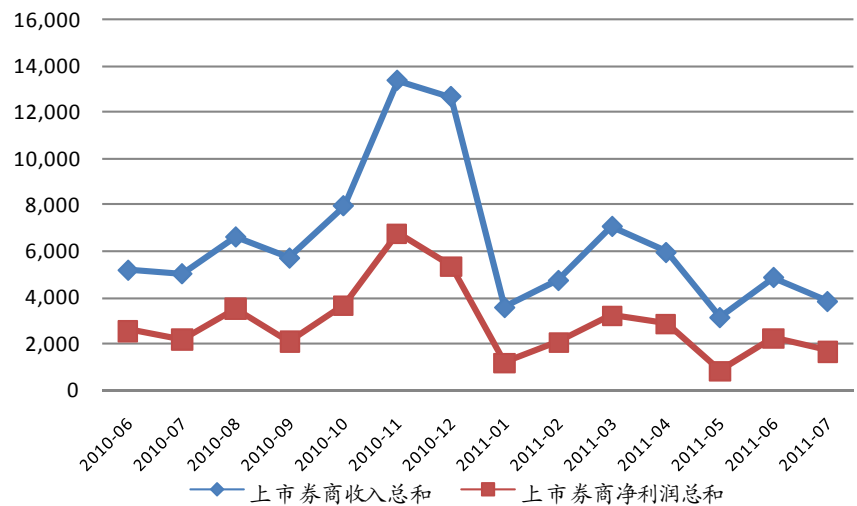
行业指数走势图



相关报告

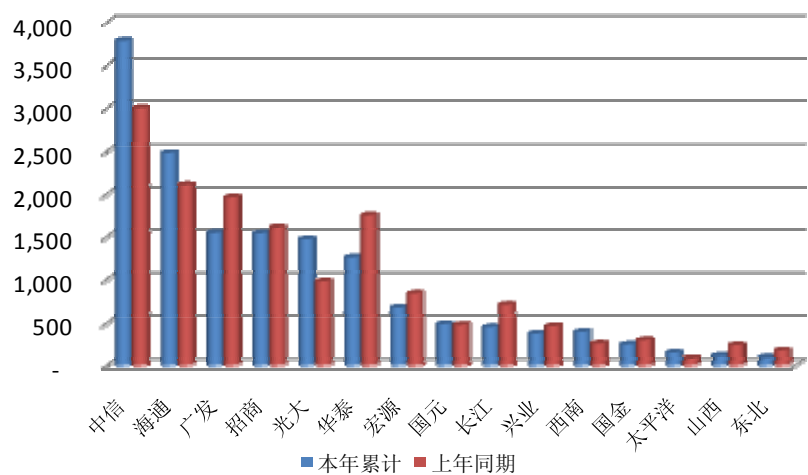
投资银行业与经纪业：《关注换手率，关注转融通》	2011.08.08
投资银行业与经纪业：《7月份交易量快速增长》	2011.08.01
投资银行业与经纪业：《融资融券松绑在即》	2011.07.25
投资银行业与经纪业：《静候创新业务松绑》	2011.07.18
综合金融：《投资推动收入增长，费用导致业绩下滑》	2011.07.15

图1. 本月上市券商营业收入环比减少 21%，净利润环比减少 25%



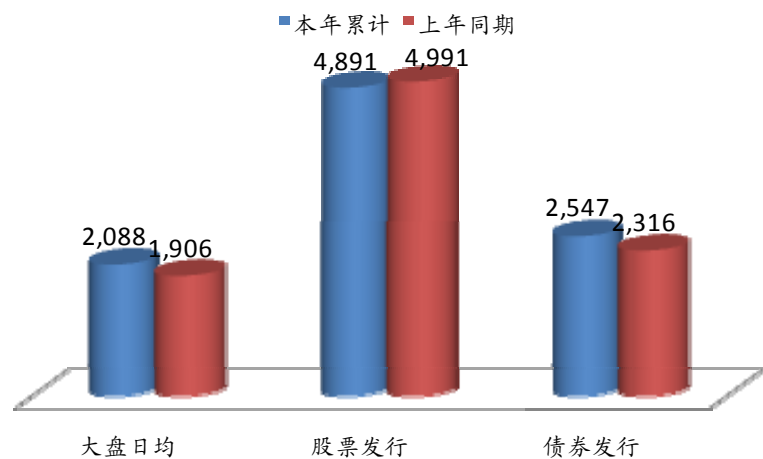
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图2. 上市券商业绩本年累计与上年同期基本持平，其中，西南、光大、中信、海通等同比增长。



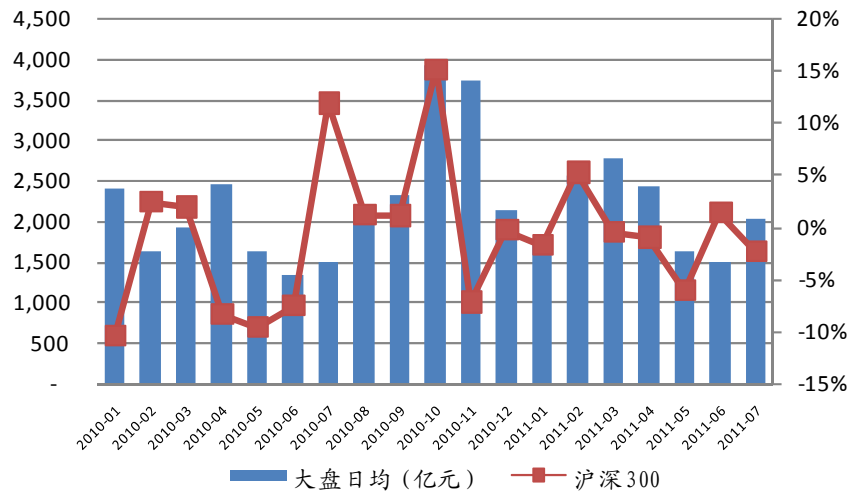
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图3. 本年度大盘日均交易额、股票发行、债券发行同比增长分别为 10%/-2%/10%。



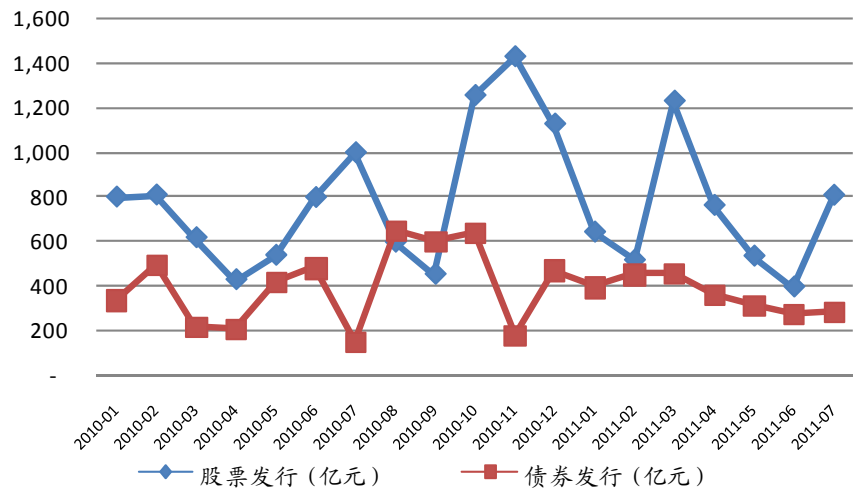
数据来源：wind，沪深交易所，国泰君安证券研究

图4. 本月股票交易额环比增长 34%，沪深 300 指数涨幅-2.37%



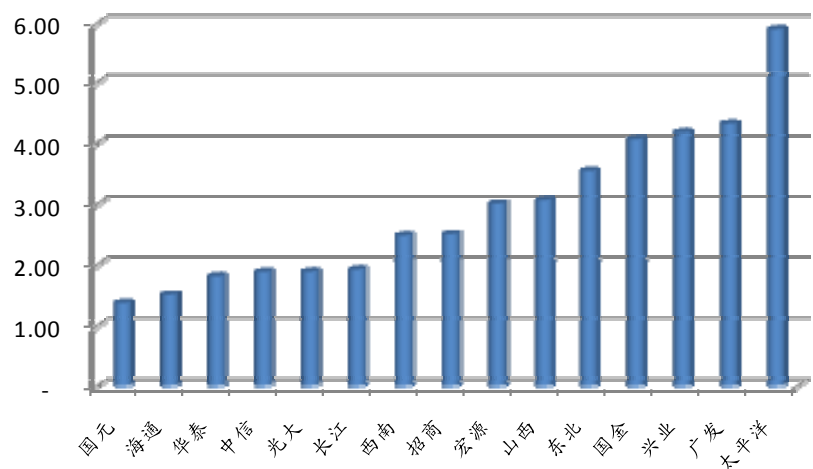
数据来源: wind, 沪深交易所, 国泰君安证券研究

图5. 本月股票、债券发行规模环比增长分别为 104%、2%。



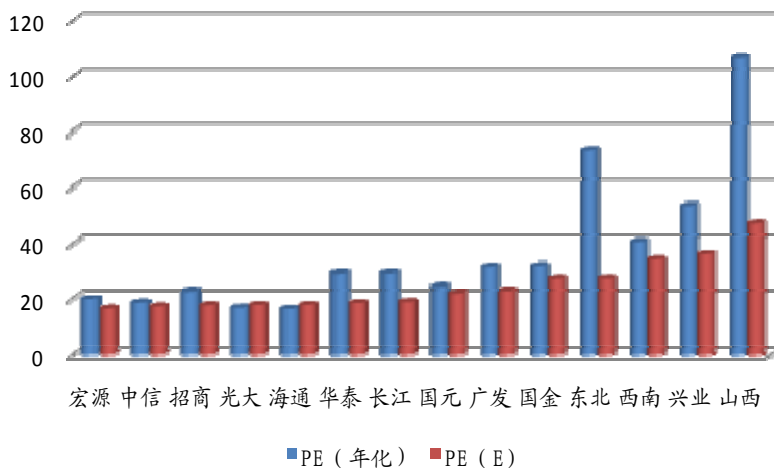
数据来源: wind, 沪深交易所, 国泰君安证券研究

图6. 上市券商最新的 PB 估值水平



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图7. 上市券商年化 PE 和预测 PE 的比较



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表1 本月上市证券公司业绩变化及主要原因分析

公司	营业收入	环比	净利润	环比	净资产	净利率	ROE	业绩说明
中信	1,172	81%	813	288%	63,244	69%	1.29%	超预期，可能存在子公司分红或减持浮盈
国金	129	117%	40	226%	3,260	31%	1.22%	承销江特电机定向增发项目，募资 3.74 亿元，经纪业务手续费增长显著
长江	146	-3%	37	40%	11,692	25%	0.32%	营业收入环比略有下降的背景下，业绩快速增长，可能是费用下降、或者是营业外收入入账所致
国元	136	-2%	48	-19%	14,732	35%	0.33%	符合预期
广发	449	-13%	201	-27%	19,154	45%	1.05%	上月债券承销规模较大，至环比基数偏高
华泰	425	-21%	118	-35%	34,259	28%	0.34%	收入环比基数过高
招商	272	-24%	99	-38%	23,827	36%	0.41%	符合预期
西南	24	-89%	60	-44%	11,123	255%	0.54%	本月收到原西南证券诉上海农凯发展案的利息款 3,002 万元，环比基数过高
宏源	144	-44%	49	-47%	7,459	34%	0.66%	环比基数过高
太平洋	46	-34%	13	-47%	2,107	29%	0.63%	业绩环比基数过高
兴业	96	-43%	13	-73%	8,181	13%	0.16%	符合预期
海通	450	-46%	132	-74%	44,778	29%	0.30%	收入、业绩环比基数均偏高，本月主承销股票发行项目 4 个，募资 42.6 亿元，自营兑现或公允价值变化
山西	64	-22%	5	-79%	6,645	7%	0.07%	符合预期
东北	81	-41%	7	-84%	3,372	9%	0.21%	弹性大，自营拖累可能性较大
光大	189	-73%	60	-87%	21,755	32%	0.27%	上月有一次性投资收益，且本月净利润率出现较大幅度下滑
合计	3,822	-21%	1,695	-25%	275,589			

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表2 本年累计上市证券公司业绩变化及主要原因分析

	营业收入	同比	净利润	同比	EPS(元)	BPS(元)	净利率	ROE	业绩说明
太平洋	455	55%	148	74%	0.17	1.40	33%	12.4%	同比基数偏低，符合预期
西南	844	12%	394	54%	0.29	4.79	47%	6.0%	符合预期
光大	3,032	34%	1,469	51%	0.74	6.36	48%	11.3%	略超预期
中信	7,508	-16%	3,787	26%	0.65	6.36	50%	10.1%	创新业务进入收获期
海通	5,299	6%	2,479	18%	0.52	5.44	47%	9.5%	同比基数低，符合预期
国元	1,035	-5%	488	2%	0.43	7.50	47%	5.6%	证券承销收入和固定投资收益及香港公司实

									现收入增长
招商	3,408	6%	1,538	-4%	0.57	5.11	45%	11.1%	承销业务表现较佳
国金	823	-10%	245	-17%	0.42	3.26	30%	13.2%	研究实力尚待恢复，基金分仓受到影响
兴业	1,347	-9%	373	-19%	0.29	3.72	28%	7.8%	符合预期
宏源	1,555	-20%	663	-20%	0.78	5.10	43%	15.3%	经纪佣金同比基数较高
广发	3,271	-24%	1,544	-21%	1.06	7.64	47%	13.9%	不再合并广发华福，导致经纪业务收入下降，剔除华福因素，仍受佣金率下滑近 20%影响
华泰	3,751	-11%	1,253	-28%	0.38	6.12	33%	6.2%	经纪市场份额、佣金率双降，承销业务表现不佳
长江	1,096	-34%	452	-35%	0.33	4.93	41%	6.8%	自营仓位较高。浮亏金额较大，
东北	576	-14%	95	-46%	0.25	5.27	16%	4.8%	自营风格激进，市场环境不佳
山西	597	-16%	112	-53%	0.08	2.77	19%	2.8%	佣金率下滑，承销业务收益较少
	34,597	-8%	15,041	1%					

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究、本年累计为 1-6 月数据简单累加

表3 上市券商盈利预测及估值

上市公司	周涨幅	EPS			PE			PB	市值	评级
		2010	2011	2012	2010	2011	2012			
西南证券	0.00%	0.35	0.35	0.40	34	33	30	2.41	276	中性
吉林敖东	-1.46%	1.80	1.33	1.72	17	22	17	2.78	204	增持
东北证券	-2.15%	0.82	0.69	0.88	23	27	21	3.56	119	谨慎增持
宏源证券	-2.59%	0.89	0.96	1.11	17	16	14	3.10	225	增持
辽宁成大	-2.59%	0.92	0.85	0.98	18	20	17	2.99	231	增持
国金证券	-2.65%	0.44	0.42	0.46	30	31	29	4.18	133	中性
中信证券	-3.07%	1.14	0.71	0.82	11	17	15	1.78	1,192	增持
山西证券	-3.19%	0.18	0.18	0.20	47	46	42	3.66	204	中性
海通证券	-3.64%	0.45	0.47	0.55	18	17	15	1.52	676	增持
兴业证券	-3.85%	0.36	0.43	0.51	43	36	30	4.12	341	中性
华泰证券	-4.06%	0.61	0.61	0.69	18	18	16	1.88	622	谨慎增持
招商证券	-4.13%	0.69	0.74	0.91	18	17	14	2.51	596	谨慎增持
国元证券	-4.64%	0.47	0.47	0.56	22	22	18	1.37	202	增持
广发证券	-5.48%	1.61	1.44	1.73	20	23	19	4.41	825	增持
光大证券	-5.72%	0.64	0.69	0.85	19	17	14	2.08	411	谨慎增持
长江证券	-5.85%	0.54	0.43	0.48	18	22	20	2.05	225	谨慎增持

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		