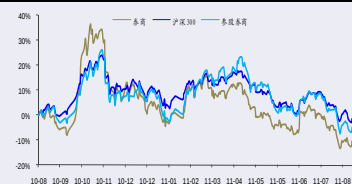


增 持 维持
证券行业 2011 半年报总结
2011 年 8 月 31 日
重点公司评级

中信证券	600030	买入
辽宁成大	600739	买入
吉林敖东	000623	买入
招商证券	600999	买入
光大证券	601788	买入
长江证券	000783	增持
华泰证券	601688	增持
广发证券	000776	增持
国元证券	000728	增持
宏源证券	000562	增持

市场表现

相关研究
非银行金融业高级分析师
董 乐

SAC 执业证书编号: S0850510120002

电 话: 021-23219374

Email: dl5573@htsec.com

- **上市券商 2011 年上半年净利润同比增加 3.9%，投资收益与利息收入是推动整体净利润增加的主要因素。2 季度佣金率环比基本持平。经纪业务占比已降至 4 成，直接投资、套期保值、融资融券等创新业务占比明显提升，行业盈利基本步出低谷，重点推荐中信证券、招商证券、光大证券。**
- **上半年业绩同比正增长。**上市券商 2011 年上半年营业收入同比增加 4.8%，净利润同比增加 3.9%，上半年券商利息与投资净收益的快速增加推动整体净利润同比增长。大券商表现更为稳定，中信、光大等 4 家增速高于行业平均。
- **经纪业务占比进一步下滑。**经纪业务收入占比已由 2010 年上半年的 57.2% 进一步降至 42.1%，自营、投行业务收入占比分别为 15.8% 与 13.9%。其中中信、海通等公司经纪业务占比已降至 40% 以下。
- **佣金率下降压力明显缓解。**上半年上市券商平均佣金率 0.08%，同比下降 18.56%，但 2 季度平均佣金率 0.08%，环比基本持平，佣金率降幅放缓趋势明显。兴业、华泰、中信等公司 2 季度佣金率环比已有 4% 以上的增长，宏源、东北等佣金率基数较高的券商环比下降 8% 左右。
- **投行发行费率提升，发行量下降。**上半年 IPO 平均发行费率 5.1%，较去年同期增加 1.7 个百分点。上市券商上半年合计实现承销收入 46.7 亿元，同比增加 0.7%，其中兴业、光大、西南增长较快。
- **自营收益好于预期。**上市券商上半年合计实现自营收益 53.1 亿元，同比增加 7.5 倍，浮盈兑现、直接投资、套期保值是券商自营业务明显增长的主要原因。截至 2011 年上半年上市券商自营规模 1800 亿元，平均占净资产 64.2%，其中权益投资 631.1 亿元，占自营规模的 35.1%。
- **融资融券利息收入显著增加。**上半年券商融资融券业务共实现利息收入 5.81 亿，相较于 2010 年上半年的 5429 万，增长了 10 倍左右。
- **行业盈利步出底部，创新仍将是主要推动力。**上半年在市场相对低迷，佣金率同比仍有较大跌幅的背景下，上市券商仍实现同比正增长，表现好于预期，而其中大券商更为突出，直投、套期保值等新业务对稳定以及提升公司盈利水平已开始发挥关键作用。展望下半年，我们认为广发等券商直投业务将相继进入收获期，同时融资融券因业务量的快速上升，贡献程度将较上半年至少有 1 倍以上的增长，行业盈利底部回升特征显现。
- **推荐品种：**创新贡献大，估值安全边际高的大券商：中信证券、招商证券、光大证券。
- **风险提示。**（1）佣金率再次加速下滑；（2）创新进程低于预期。

备注：文中关于海通证券的数据均来自于公开资料，放入相比资料的目的在于有助于报告阅读者进行同行业数据的对比。

1. 总体业绩略有增长，大小券商分化明显

今年上半年上市券商（不含国海证券、方正证券，下同）共实现营业收入 334.92 亿元，同比增加 4.8%，实现净利润 130.3 亿元，同比增加 3.92%。行业收入及利润均有所增加主要是由于投资收益与利息收入均有较快增长；经纪业务受佣金率下滑影响，同比仍下降 22.81%。

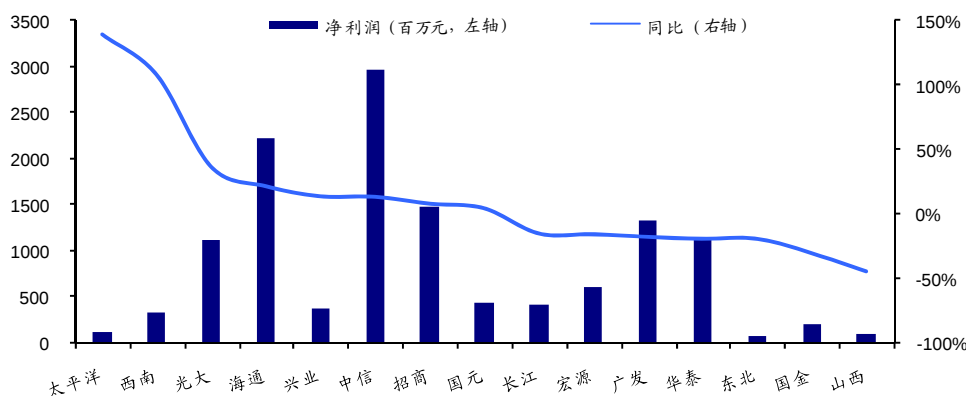
表 1 2011.1H 上市券商盈利总结（单位：百万元）

	2011.1H	2010.1H	同比	原因
一、营业收入	33492	31958	4.80%	
手续费净收入	22871	26927	-15.06%	
其中：代理买卖证券业务净收入	14101	18267	-22.81%	行业佣金率整体下滑
证券承销业务净收入	4665	4633	0.69%	
委托管理资产业务净收入	1106	948	16.65%	资产管理规模扩大
利息净收入	4397	3449	27.51%	融资融券利息收入增加、利率上升
投资净收益	7419	2817	163.38%	直投业务收入增长迅速，浮盈兑现增加，同期基数较低
公允价值变动净收益	-1372	-1382	-	
二、营业支出	16340	15454	5.73%	
营业税金及附加	1578	1569	0.53%	
业务及管理费	14851	13840	7.30%	营销费用增加
三、营业利润	17151	16504	3.93%	
四、利润总额	17311	16843	2.78%	
减：所得税费用	4072	3602	13.04%	
五、净利润	13239	13241	-0.01%	
归属于母公司所有者的净利润	13030	12539	3.92%	

资料来源：公司年报，海通证券研究所

今年券商中期业绩一个较为明显的特征是大券商表现稳定，其中光大、中信、招商等基本实现了较快增长，广发不再并表广发华福是公司盈利同比下滑的主要因素，经纪佣金与投行收入下滑导致了华泰证券业绩减少。中小券商中，太平洋、西南证券因去年同期基数较低推动盈利大幅增长。

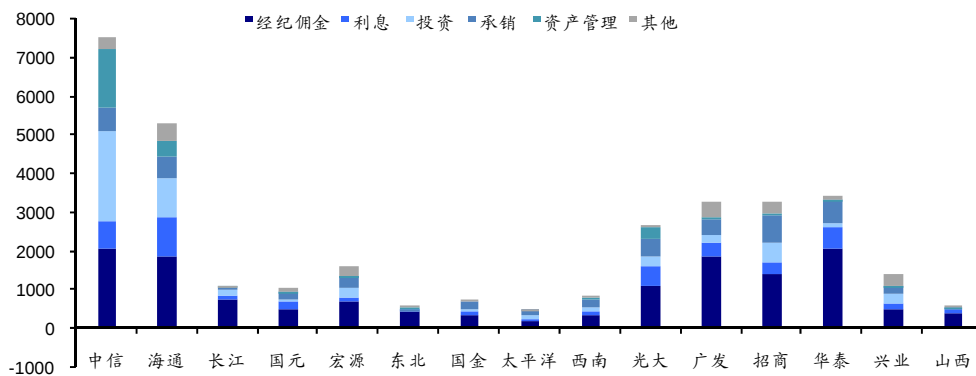
图 1 上市券商上半年净利润及同比增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

业务结构上看，经纪业务收入占比已由 2010 年上半年的 57.16% 进一步降至 42.10%，自营、投行业务收入占比分别为 15.8% 与 13.9%，较 2010 年上半年分别变化 13.9 个百分点和 -0.6 个百分点。中信、海通、太平洋、兴业、西南经纪业务占比已降至 40% 以下。

图 2 上市券商业务结构（单位：百万元）



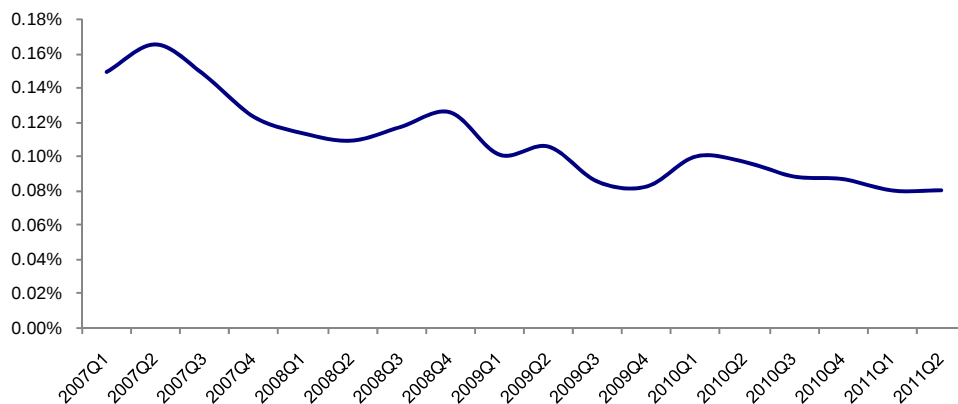
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 经纪业务：佣金率下滑趋势明显好转

上半年市场整体股票基金成交 25.03 万亿元，同比增加 8.67%、环比下降 22.8%。从市场份额上看，上半年西南、兴业、长江、中信份额较 2010 年明显上升，增速分别为 5.19%、5.00%、4.03% 以及 3.37%。华泰、山西、东北份额有明显下滑，降幅分别为 4.57%、3.12% 和 3.10%。

从佣金率看，上半年上市券商仍延续惯性下滑趋势，平均佣金率 0.08%，同比下降 18.56%，环比下降 8.02%。但 2 季度平均佣金率 0.08%，环比基本持平，佣金率降幅放缓趋势明显。

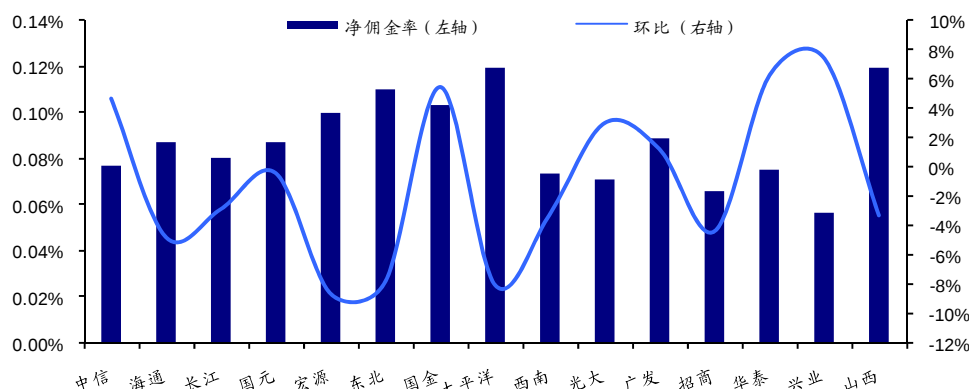
图 3 上市券商平均佣金率变化趋势



资料来源：公司公告，海通证券研究所

从单个公司看，如我们此前所预期，基数较低的大券商佣金率降幅明显趋缓，兴业、华泰、中信等公司 2 季度佣金率环比已有 4% 以上的增长，宏源、东北等佣金率基数较高的券商环比仍有 8% 左右的降幅。

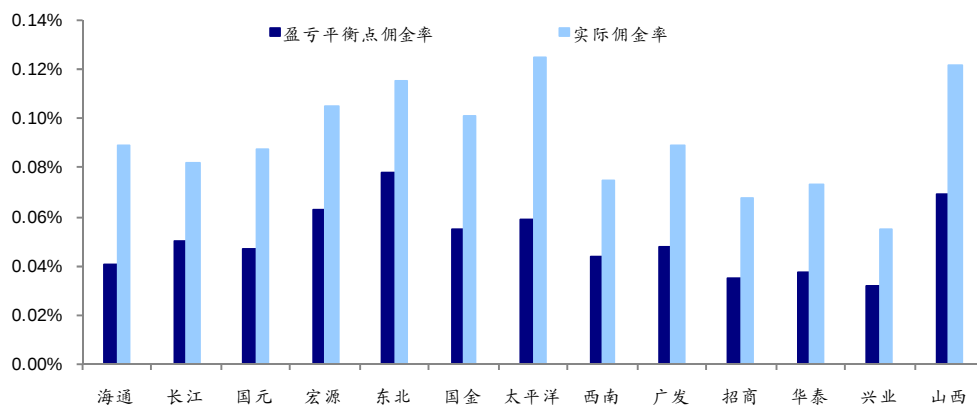
图 4 2011 上半年券商佣金率及变化趋势



资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们通过半年报测算出 13 家券商全成本佣金率为 0.051%，而今年上半年相应券商平均佣金率为 0.091%，但下半年随着部分券商费用的增加，预计成本佣金率将有所增加。目前东北、长江等券商实际佣金率同全成本佣金率较为接近。

图 5 全成本佣金率 VS 实际佣金率

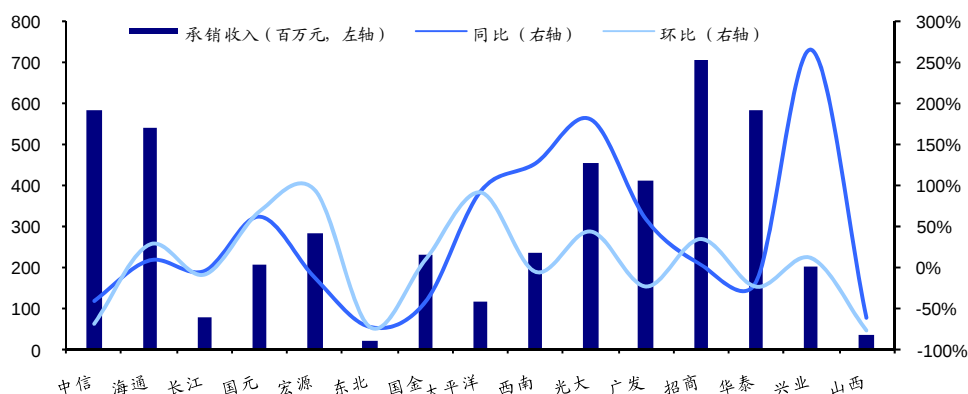


资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 投行业务：发行费率提升，发行量下降

上半年全市场完成股票公开发行 1572.3 亿元，同比下降 24.9%，环比下降 48.2%，IPO 平均发行费率 5.1%，较 2010 年增加 1.7 个百分点。上市券商上半年合计实现承销收入 46.7 亿元，同比增加 0.7%、环比下降 19.0%，其中兴业、光大、西南增长较快。

图 6 上市券商投行收入情况

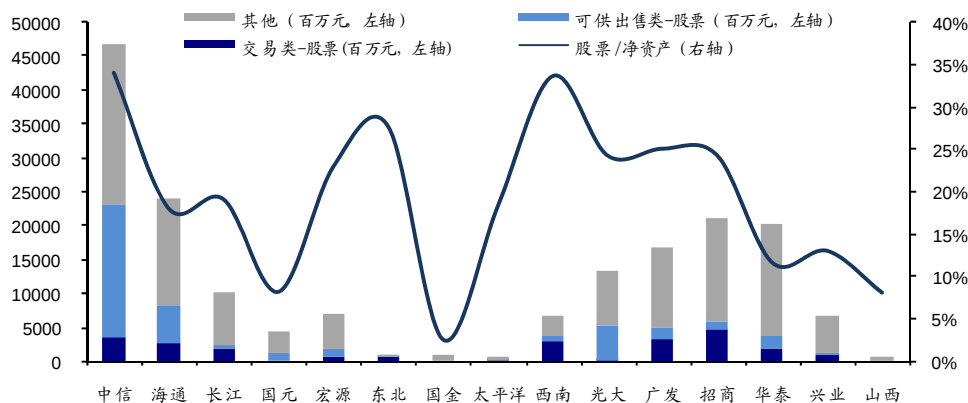


资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

4. 自营业务：上半年表现超预期

上半年沪深 300 下跌 2.69%，在此背景下，上市券商上半年合计实现自营收益 53.1 亿元，同比增加 7.5 倍。截至 2011 年上半年上市券商自营规模 1800 亿元，平均占净资产 64.2%，其中权益投资 631.1 亿元，占自营规模的 35.1%。中信、广发浮盈较多，约 16.2 亿元、12.5 亿元，光大浮亏较多，约 5.7 亿元。

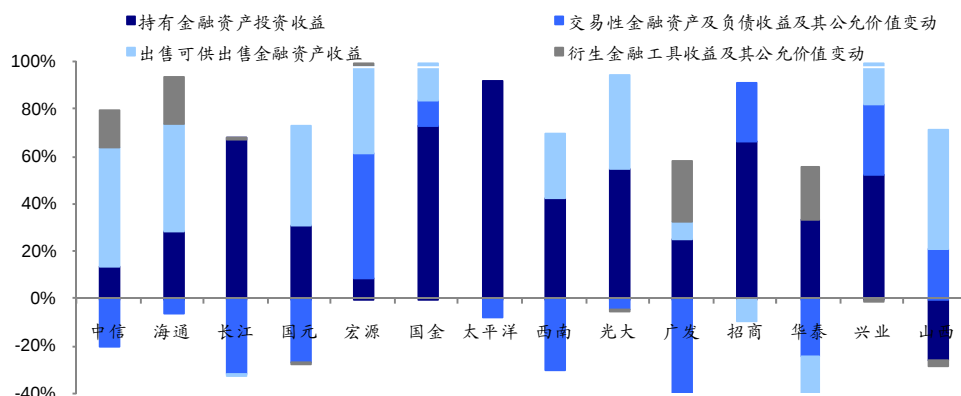
图 7 上市券商自营投资结构（单位：百万元）



资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

从投资收益结构看，直投与历史累计浮盈的变现是上半年整体投资收益超预期的主要因素，此外，衍生品投资收益也为中信、广发、华泰等公司提供了稳定的收入来源，且贡献比例超过 20%。

图 8 上市券商自营投资结构

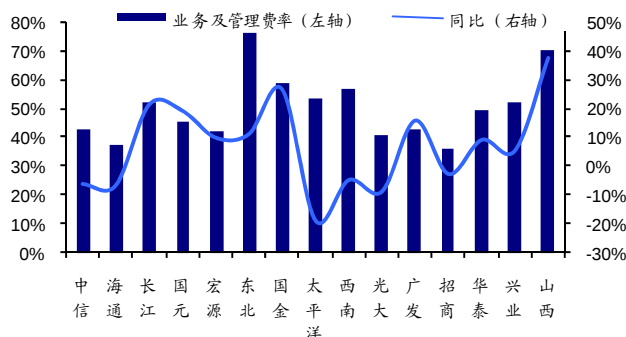


资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

5. 业务及管理费持续增长

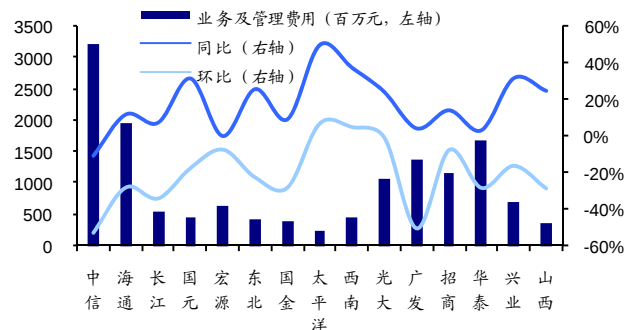
15 家上市券商上半年业务及管理费用合计 148.5 亿元，同比增加 7.3%，业务及管理费率 44.3%，较去年同期增加 1.0 个百分点，较去年全年增加 2.6 个百分点。

图 9 上市券商业务及管理费率变化（2011H1）



资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

图 10 上市券商业务及管理费用变化（2011H1）

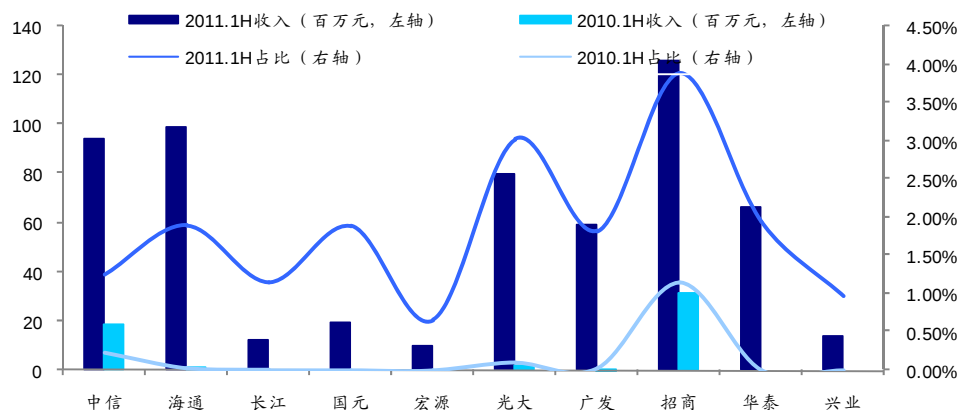


资料来源：上市公司公告，海通证券研究所

6. 融资融券收入显著增加

截至 2011 年上半年，已有 25 家券商获得融资融券试点的资格，其中上市券商共 11 家，包括中信、海通、长江、国元、宏源、光大、广发、招商、华泰、兴业、西南，上半年共实现利息收入 5.81 亿，相较于 2010 年上半年的 5429 万，增长了 10 倍左右。在 11 家有融资融券业务资格的券商中，利息收入最高的是招商、海通和中信，而第三批资格获批的券商，如长江、宏源、兴业，收入仍较小。

图 11 上市券商融资融券利息收入



资料来源：公司公告，海通证券研究所

7. 行业盈利底部特征显现，维持增持评级

上半年在市场相对低迷，佣金率同比仍有较大跌幅的背景下，上市券商仍实现同比正增长，表现好于预期，而其中大券商更为突出，直投、套期保值等新业务对稳定以及提升公司盈利水平已开始发挥关键作用。展望下半年，我们认为广发等券商直投业务将相继进入收获期，同时融资融券因业务量的快速上升，贡献程度将较上半年至少有 1 倍以上的增长，行业盈利底部回升特征显现。

我们继续推荐创新受益程度高、业绩具备稳定成长性的券商：（1）中信证券：直投业务率先进入收获期，公司项目饱满，未来盈利贡献将进一步加大，融资融券受益于常规化，市场份额有望翻番，公司未来 2-3 年业绩增长确定性高；（2）招商证券：融资融券弹性靠前，盈利稳定；（3）光大证券：较大程度的受益于融资融券业务规模的扩张，业绩弹性在大券商中较大。

信息披露

分析师声明

董乐：非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：广发证券 广发证券 华泰证券 招商证券 光大证券 长江证券 西南证券 宏源证券 东北证券 国金证券 西南证券 兴业证券 辽宁成大 吉林敖东 锦龙股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队

姜静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
黄媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

白洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
度楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
易国辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

赵健 (021) 23219472

zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
牛品 (021) 23219390
房青 (021) 23219692
徐柏乔 (021) 23219171

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com
xbq6583@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com
联系人
汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com

银行业

联系人
刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业

林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com
联系人
胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

徐 琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com
高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com
王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com
张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com
王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com